

جامعة النجاح الوطنية
كلية الدراسات العليا

الرافعة المالية وأثرها على مضاعف سعر السهم في الشركات المساهمة العامة
المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

إعداد

بنان رائد جميل ياسين

إشراف

د. مفيد الظاهر

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

2020


الرافعة المالية وأثرها على مضاعف سعر السهم
في الشركات المساهمة العامة المدرجة
في سوق فلسطين للأوراق المالية

إعداد

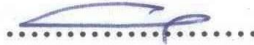
بنان رائد جميل ياسين

نوقشت هذه الأطروحة بتاريخ 2020/09/24م، وأجيزت.

التوقيع


.....


.....


.....

أعضاء لجنة المناقشة

1. د. مفيد الظاهر / مشرفاً ورئيساً

2. د. محمد معالي / ممتحناً خارجياً

3. أ. د. طارق الحاج / ممتحناً داخلياً

الإهداء

إلى من سهرت الليالي الطوال ورعتني بحنانها

أمي الحبيبة

““

إلى ذلك القبطان الذي ترجل في عواصف البحار ورسى بي على شاطئ الأمان

أبي الحبيب

““

إلى من بدايتهم دواء ونهايتهم بلسم لبيت الداء

إخوتي وأخواتي وإلى خطيبي

““

إلى من رافقوني خلال مسيرتي التعليمية

صديقاتي

““

إلى من قهر السجن والسجان، وأبى إلا أن يكون كوكب يضاء في سماء فلسطين

الأسرى البواسل

““

وإلى الأكرم منا جميعاً شهدائنا الأبرار

إهدي هذا العمل المتواضع

الشكر والتقدير

الحمد لله رب العالمين الذي من علي بفضلته وكرمه بإتمام هذه الرسالة، اسأل الله فيها النفع والفائدة لكل طالب علم.

وأقدم بجزيل الشكر والعرفان وعظيم الامتنان إلى أستاذي المشرف

الدكتور مفيد الظاهر

الذي اشرف على انجاز الرسالة وعلى ما قدمه وبذله من جهد وعطاء وتوجيهات بأمانة العلم والعلماء، جزاك الله عنا كل خير.

وكما أتوجه بجزيل الشكر إلى الأساتذة الأفاضل المناقشين لقبولهم مناقشتي الرسالة الدكتور محمد معالي وبصفته ممتحناً خارجياً، كما واشكر الاستاذ الدكتور طارق الحاج بصفته ممتحناً داخلياً، لتفضلهم بقبول مناقشة اطروحتي.

وأقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى أساتذتي الكرام في كلية الدراسات العليا قسم المنازعات الضريبية، الذين كان لهم عظيم الأثر في النفس بعلمهم وآرائهم السديدة وتوجيهاتهم الرصينة.

الإقرار

أنا الموقع أدناه، مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

الرافعة المالية وأثرها على مضاعف سعر السهم في الشركات المساهمة العامة المدرجة في
سوق فلسطين للأوراق المالية

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

Declaration

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

Student Name:

اسم الطالب: نبأ فهد راسد جميل ياسين

Signature:

التوقيع: نبأ فهد راسد

Date:

التاريخ: ٢٠٢٠ / ٩ / ٢٤

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوعات
ج	الإهداء
د	الشكر والتقدير
هـ	الإقرار
ط	الملخص
1	الفصل الأول : الاطار العام للدراسة
2	المقدمة
5	أهمية الدراسة
6	اهداف الدراسة
6	مشكلة الدراسة واسئلتها
7	فرضيات الدراسة
8	متغيرات الدراسة
8	منهجية الدراسة
8	مجتمع الدراسة
9	عينة الدراسة
10	حدود الدراسة
10	مصطلحات الدراسة
12	الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة
12	المبحث الاول: الرافعة المالية وتكلفة التمويل
18	المبحث الثاني: مصادر التمويل
32	المبحث الثالث: البورصة والشركات المساهمة العامة
37	الدراسات السابقة
53	الفصل الثالث: منهجية الدراسة
53	مجتمع الدراسة
53	عينة الدراسة
55	المعالجة الاحصائية
55	اختبار جذر الوحدة
56	تحديد النموذج الملائم لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة

56	نماذج الاقتصاد القياسي
59	الفصل الرابع: نتائج التحليل الوصفي ونماذج الاقتصاد القياسي
59	مقدمة
59	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
60	مصفوفة معامل الارتباط الخطي بيرسون بين متغيرات الدراسة
62	اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات
62	نماذج البحث
63	نتائج اختيار نموذج التقرير الافضل
69	الفصل الخامس: النتائج والتوصيات
69	مقدمة
69	النتائج
72	التوصيات
73	قائمة المصادر والمراجع
79	الملاحق
b	Abstract

الرافعة المالية وأثرها على مضاعف سعر السهم في الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

إعداد

بنان رائد جميل ياسين

إشراف

د. مفيد الظاهر

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تركيز الضوء على العلاقة ما بين الرافعة المالية ومضاعف سعر السهم، حيث تضمنت هذه الدراسة متغيرين مستقلين وهما (الرافعة المالية، رأسمال الشركة) وثلاث متغيرات تابعة (مضاعف سعر السهم، عائد سعر السهم، سعر السهم) إذ تم دراسة العوامل المؤثرة وتحليلها على تلك المتغيرات والوقوف على اتجاهاتها وأنماط التغيير فيها.

ولتحقيق ذلك تم إجراء دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة العاملة في بورصة فلسطين باستثناء قطاع البنوك والتأمين وذلك بسبب عدم توفر المعلومات الكافية المطلوبة لتحليل ذلك الرسالة، وذلك من خلال تأثير الرافعة المالية على مضاعف سعر السهم لعينة مكونة من 35 شركة، وتمثل مجتمع الدراسة للفترة الواقعة ما بين 2008م - 2018م .

ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها: وجود علاقة إيجابية ما بين الرفع المالي ومضاعف سعر السهم، في حين أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ما بين الرفع المالي وأسعار الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية .

وكان من أهم التوصيات: ضرورة دراسة العلاقة ما بين الرفع المالي وعوائد الأسهم بنسب المديونية الأخرى، مثل نسبة الدين إلى حقوق الملكية أو نسبة الدين إلى الموجودات، وضرورة دراسة العلاقة بين الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، وضرورة إجراء دراسة على كل قطاع اقتصادي؛ نظرا لاختلاف السمات المالية بين القطاعات الاقتصادية؛ لتحديد أكثر القطاعات استخداما للرفع المالي وتأثيره على الأداء المالي لهذه القطاعات .

الفصل الأول

الاطار العام للدراسة

- 1-المقدمة
- 2-أهمية الدراسة
- 3-أهداف الدراسة
- 4-مشكلة الدراسة وأسئلتها
- 5-فرضيات الدراسة
- 6-متغيرات الدراسة
- 7-منهجية الدراسة
- 8-محددات الدراسة
- 9-مصطلحات الدراسة

المقدمة

يعد سوق الأوراق المالية مثل سوق أية سلعة أخرى، وهو حلقة الوصل بين المنشآت الاقتصادية ذات الفائض المالي والمنشآت الاقتصادية ذات العجز المالي، وذلك بهدف توجيه الأموال للاستخدام الأمثل بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال توفير مجموعة متعددة من الأدوات المالية طويلة الأجل التي تتناسب مع رغبات المستثمر وذلك من حيث العائد والمخاطرة في ظل قوى آليات العرض والطلب. (بن سمينة، 2017م)

ارتبط سوق الأوراق المالية تطور تاريخي بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولا سيما الدول الرأسمالية، فقد جاء توسع وانتشار الشركات المساهمة العامة واقبال الدوائر الحكومية على الاقتراض حتى يتم خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية وقد تم التعامل بتلك الصكوك في بداية الأمر في الدول الكبرى كفرنسا وانجلترا وأمريكا، حيث أصبح سوق الأوراق المالية يحظى باهتمام كبير في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دوراً بارزاً في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في مشاريع استثمارية قد تعمل على دعم الاقتصاد الوطني. (المشهداني والعبيدي، 2016م).

أن سوق الأوراق المالية يعتبر وسيلة هامة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية، وقد تساهم في تعزيز وزيادة الوعي الاستثماري لدى المساهمين في الشركات والمشاريع الاستثمارية وقد يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. (الصيرفي، 2007م).

بدأت سوق فلسطين للأوراق المالية بشكل متواضع بجلستين أسبوعياً، وبعدد قليل من الشركات المدرجة بلغت 18 شركة مساهمة عامة، لا يتجاوز رأسمالها 82 مليون دولار، وقد زاد عدد جلسات التداول إلى خمس جلسات ابتداء من مطلع العام 2003م، وزاد عدد الشركات المدرجة ليصل إلى 26 شركة في ذلك العام، وإلى 35 شركة برأسمال قدره 950 مليون دولار تقريباً في نهاية تعد الشركات المساهمة العامة من أهم ركن للاقتصاد الوطني فهي قادرة على تجميع رؤوس أموال ضخمة والقيام بمشاريع استثمارية كبيرة قد يعجز الكثير من الأشخاص الطبيعيين أو

الشركات من القيام بها، مما تعمل على زيادة تشغيل الأفراد في تلك المشاريع والتقليل من نسبة البطالة مما تؤدي إلى نشر الأمن الاقتصادي والاجتماعي. (عبد الهادي، 2000م).

ومع أن طبيعة رأسمال هذا النوع من الشركات المقسم لأسهم والمشجع لكبار المستثمرين وصغارهم للمساهمة فيها، بما يتناسب والامكانيات المادية لكل منهم، وهذا يكسبها أهمية كبيرة، إلا أن الجانب الأكبر من أهميتها في العصر الحاضر، يعود لاعتراف الأنظمة القانونية لها بشخصية قانونية، تمكنها من اكتساب حقوق وتحمل واجبات بشكل مستقل عن أشخاص الشركاء فيها، وتسمى غالباً بالشخصية المعنوية؛ لتمييزها عن الشخصية الطبيعية التي يتمتع بها الأشخاص العاديون. (عبد الهادي، 2000م).

فاكتساب الشركات المساهمة العامة المحدودة في فلسطين كشخصية معنوية يترتب عليها مجموعة من الميزات بحيث تجعلها تحتل المركز من بين جميع أنواع الشركات وذلك على المستوى الاقتصادي، ويجعلها أبرز قنوات الاستثمار الخارجي الضخم على الإطلاق، ولا سيما تشكل ستاراً كثيفاً يحجب مجموعة من الأشخاص؛ لتظهر كشخصية مستقلة لها ذمة مالية مالية، ولا يسأل أعضائها عن أيه خسارة تتعرض لها الشركة إلا في حدود مساهمتهم فيها وذلك مع الاحتفاظ بأسهمهم، ولهم حق التصرف بها وفق ما يرونه مناسباً مما يؤدي إلى تنشيط الحركة التجارية وزيادة الدخل القومي. (عبد الهادي، 2000م).

يعد توفير التمويل اللازم للاستثمارات من أصعب مهام الإدارة في الشركة، التي تشكل عقبة كبيرة لدى العديد من الشركات، ويرجع السبب في ذلك إلى ندرة الأموال، وما يصاحب ذلك من ارتفاع تكاليف التمويل ومخاطره، وتكمن خطورة هذا التمويل في مطالبة أصحاب الديون بالتدفقات النقدية من قبل حملة الأسهم، مما يسبب ضياع الجزء الأكبر من حقوق حملة الأسهم في حالة حدوث عسر مالي في الشركة. (الوادية، 2016).

ومن القرارات المهمة المتعلقة بتوفير الأموال تحديد مصدر التمويل وتحديد نسبته التمويل من كل مصدر، وقد يشير هيكل التمويل إلى المصادر التي تعتمد عليها الشركات في الحصول على الأموال؛ لتمويل الأصول عن طريق الاقتراض، وعادة ما تكون هذه القروض من الفوائض المالية المحتجزة،

أو القروض، أو الأسهم، أو السندات، أو الائتمان، وهو الهيكل التمويلي الذي يعظم الأرباح، ويرفع بصورة مطلقة القيمة السوقية للسهم، والفكرة التي نريد الوصول إليها هي أن طريقة التمويل سواء أكانت بأموال الملكية أم عن طريق الاقتراض الخارجي يؤثر بصورة جدية على ربحية الشركة والقيمة السوقية لأسهمها، وفي هذا الإطار لا ننسى عامل الخطورة من الاعتماد المتزايد على الاقتراض، فالاقتراض يزيد من الأرباح خاصة إذا كان السوق في حالة ازدهار. (عباس، 2008)

وعند النظر لمصادر التمويل نجد أنها تنقسم إلى قسمين، وهما: التمويل بحقوق الملكية، والتمويل بالديون، وهو المزيج المكون لهيكل رأس المال، وعند زيادة الديون على حساب حقوق الملكية قد يؤدي إلى ظهور الرافعة المالية، حيث أن الرافعة المالية تتجم من جراء استخدام الأصول أو الأموال ذات الكلفة الثابتة، من أجل المساهمة في تعظيم عائد الملكية للمنشأة، أو حملة الأسهم العادية، وأن ارتفاع الرافعة يؤدي إلى ارتفاع مقابل في كل من العائد والمخاطرة، وأيضاً فإن الانخفاض في الرافعة يؤدي إلى تراجع في كل من العائد والمخاطرة، حيث أن مقدار أو درجة الرافعة في هيكل رأس مال المنشأة الذي هو مزيج بين المديونية طويلة الأجل وحقوق الملكية، الذي قد تشير إلى إجمالي نسبة الأموال المقترضة إلى إجمالي الأصول. (النعمي والتميمي، 2009).

ويتم قياس أثر الرافعة المالية بدلالة نسبة الرافعة المالية (مجموع الخصوم ÷ مجموع الأصول) وسعر السهم بالقيمة السوقية للسهم، حيث تعطي عملية الاستدانة آثاراً إيجابية للمؤسسة من حيث الرافعة المالية الموجبة، وارتفاع عائد السهم، وقد يبقى هذا الأثر حتى تصل الاستدانة إلى مستوى معين. (الوادية، 2016).

تظهر الرافعة المالية مع ظهور الكلف المالية الثابتة في قائمة الدخل، أي عندما يترتب على المنشأة دفع الفوائد جراء استخدامها للتمويل المقترض، وللرفع المالي مزايا عديدة منها: رفع الأداء المالي للمنشأة، فزيادة نسبة عائد الأموال المقترضة على تكلفتها سيؤدي إلى زيادة الأرباح، كما أن التمويل بالاقتراض يحقق وفرة ضريبية؛ لأن تكلفة الاقتراض تعد مصروفات مقبولة ضريبياً، وبالتالي يتم خصمها من الأرباح الخاضعة للضريبة، وكذلك إذا كانت تكلفة الاقتراض أقل من

تكلفة حقوق الملكية يجعل التمويل الخارجي بالاقتراض من المصادر المفضلة للتمويل على المصادر الأخرى. (عليوي، 2019م).

أهمية الدراسة

تعد هذه الدراسة من أولى المحاولات العلمية في فلسطين (حسب علم الباحثة) التي تهدف إلى بيان أهمية الرافعة المالية وأثرها على مضاعف سعر السهم في الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث أنها تربط بين الرافعة المالية ومضاعف سعر السهم من خلال تحديد عائد السهم وسعر السوق للسهم، وحجم الشركة، ويعد تحديد أثر الرافعة المالية من المؤشرات المالية المهمة التي قد تحتاج إلى الاهتمام بها ودراستها من قبل المديرين الماليين في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، التي قد تعطي صورة واضحة عن التغييرات في أسعار الأسهم وخاصة عند حالة ارتفاع سعر السهم، وقد يبين السوق المالي أي نشاط تقوم به الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، الذي يكون له أثر كبير في عمل السوق وعلى أسعار الأسهم، وبذلك تكون هذه الدراسة من الدراسات الهامة التي تساعد ملاك الأسهم على حسن اختيار استثماراتهم، إذ يكون لها أثر كبير في تحسين الوضع الاقتصادي في فلسطين، مما تساعدهم أيضا على زيادة ثروتهم، وتقليل المخاطرة، ومعرفة الآثار المترتبة على قرارات هيكل التمويل، وذلك عن طريق استخدام الأموال المقترضة، وتكون استخدام الرافعة المالية مرغوبة إذا كان السوق يمر بظروف اقتصادية مزدهرة ، مما يسهم في تطوير الأداء المالي للشركات.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية

1- معرفة أثر الرافعة المالية على مضاعف سعر السهم في الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق الفلسطيني.

2- التعرف إلى الرافعة المالية من حيث مفهومها وأهميتها.

3- التعرف إلى نسبة الرافعة المالية المستخدمة في الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق الفلسطيني.

4- التعرف إلى العائد الذي تحققه الشركات المساهمة العامة من جراء استخدام الرافعة المالية.

5- التعرف إلى اثر حجم الشركة (مجموع الأصول) على مضاعف سعر السهم والقيمه السوقية للسهم.

مشكلة الدراسة

يحتل موضوع العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم بشكل عام مكانة هامة في أدبيات الإدارة والأسواق المالية. فهو يمثل مجالاً واسعاً للدراسات التطبيقية في هذا المجال، وهناك العديد من الدراسات والكتابات حول هذا الموضوع، فمنها ما ركز على دراسة تلك لعوامل منفردة ومنها ما ركز عليها مجتمعة وينسب متفاوتة. كما أن معظم القرارات التي تتخذها الشركات المساهمة تستند إلى العوامل التي تؤثر على أسعار أسهمها، لذلك لا بد من معرفة أهم العوامل التي تؤثر في أسعار أسهم هذه الشركات.

وكذلك تتميز أسعار الأسهم في السوق المالية بتقلبات واسعة مما يتطلب نمودجا مناسباً لتفسير هذه التقلبات بشكل علمي مناسب، ولذلك فإن التذبذب والاختلاف في أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة يدفع للتساؤل حول الأسباب المؤدية إلى هذا التذبذب، ولذلك جاءت هذه الدراسة

للتعرف على أحد العوامل التي تؤثر في تقييم سعر السهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وهو عامل الرافعة المالية . حيث يمكن حساب القيمة العادلة للسهم باستخدام المعادلة التالية (السعر السوقي للسهم = مضاعف سعر السهم * العائد المتوقع للسهم) ، ومن العوامل التي تؤثر في مضاعف سعر السهم مدى اعتماد الشركة على الرفع المالي في تمويل استثماراتها، حيث تتجسد مشكلة الدراسة في السؤال الرئيس التالي: ما هو أثر الرافعة المالية وأثرها على مضاعف سعر السهم في الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ؟

فرضيات الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن التساؤل الرئيس فيها تم صياغة الفرضيات الآتية:

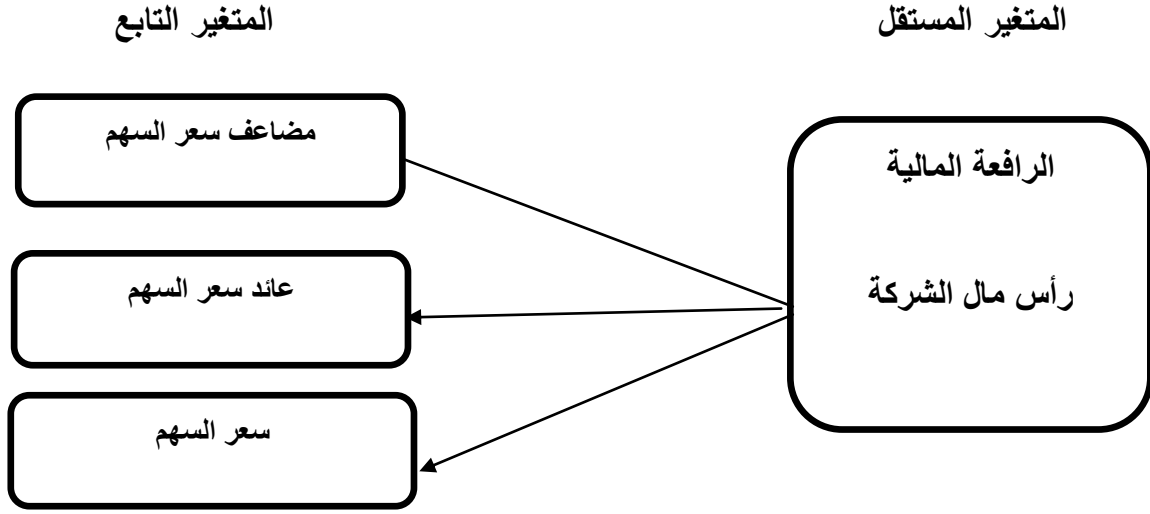
1- لا يوجد أثر ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.05$) للرافعة المالية على مضاعف سعر السهم.

2- لا يوجد أثر ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة المالية على سعر السهم السوقي.

3- لا يوجد أثر ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.05$) للرافعة المالية على العائد المتوقع للسهم.

4- لا يوجد فروق ذات دلالة احصائية في أثر الرافعة المالية على مضاعف سعر السهم تعود إلى (رأس مال الشركة).

متغيرات الدراسة



شكل رقم (1): نموذج الدراسة (متغيرات الدراسة).

منهجية الدراسة

تم الاعتماد على المنهج الوصفي في هذه الدراسة وذلك من خلال:

- جمع المعلومات من خلال المراجع العلمية المتعلقة بالدراسة والمجلات والدوريات والدراسات السابقة في موضوع الدراسة.
- الاطلاع على التقارير السنوية لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق الفلسطيني.
- تحليل القوائم المالية لدى الشركات المساهمة المدرجة في السوق الفلسطيني.

مجتمع الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها 48 شركة.

عينة الدراسة

تشمل عينة الدراسة 35 شركة، من ضمنها قطاع الاستثمار والخدمات والصناعة باستثناء قطاع البنوك والتأمين.

اسم الشركة	سنة تأسيس الشركة	رأسمال الشركة
سند للموارد الإنشائية	2016م	69.300.000 دولار أمريكي
موبايل الوطنية للاتصالات	2010م	293.000.000 دولار أمريكي
جلوبال كوم للاتصالات	2009م	10.000.000 دولار أمريكي
الإتحاد للإعمار والاستثمار	2005م	32.000.000 دولار أمريكي
الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	2005م	13.000.000 دولار أمريكي
العقارية التجارية للاستثمار	2004م	7.757.405 دولار أمريكي
الشركة الفلسطينية للكهرباء	1999م	60.000.000 دولار أمريكي
فلسطين لصناعة اللدائن	1998م	700.000 دينار أردني
بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	1998م	2.514.140 دينار أردني
دواجن فلسطين	1997م	13.440.000 دينار أردني
المؤسسة العربية للفنادق	1996م	19.677.158 دينار أردني
القدس للاستثمارات العقارية	1996م	10.000.000 دولار أمريكي
الاتصالات	1995م	131.625.000 دينار اردني
سوق فلسطين للأوراق المالية	1995م	10.000.000 دولار أمريكي
فلسطين للاستثمار الصناعي	1995م	18.750.000 دولار أمريكي
أبراج الوطنية	1995م	11.000.000 دولار أمريكي
مطاحن القمح الذهبي	1995م	15.000.000 دينار أردني
مركز نابلس الجراحي التخصصي	1995م	3.177.813 دينار أردني
العربية الفلسطينية للاستثمار	1994م	100.000.000 دولار أمريكي
فلسطين للاستثمار العقاري	1994م	63.762.486 دينار أردني
المستثمرون العرب	1994م	12.000.000 دينار أردني

300.000.000 دولار أمريكي	1993م	فلسطين للتنمية والاستثمار
4.840.419 دينار أردني	1993م	ال فلسطينية للاستثمار والإينماء
5.000.000 دولار أمريكي	1993م	الوطنية لصناعة الكرتون
7.314.000 دينار أردني	1991م	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات
1.500.000 دينار أردني	1990م	العربية لصناعة الدهانات
10.000.000 دولار أمريكي	1986م	دار الشفاء لصناعة الأدوية
1.000.000 دينار أردني	1986م	المؤسسة العقارية العربية
750.000 دينار أردني	1977	مصنع الشرق للإلكتروود
20.000.000 دولار أمريكي	1973م	بيرزيت للأدوية
10.000.000 دينار أردني	1970م	بيت جالا لصناعة الأدوية
18.000.000 دولار أمريكي	1969م	القدس للمستحضرات الطبية
10.000.000 دينار أردني	1964م	سجائر القدس
4.000.000 دينار أردني	1953م	مصانع الزيوت النباتية
4.000.000 دينار أردني	1945م	مصايف رام الله

حدود الدراسة

حدود مكانية: تم تطبيقها على الشركات المدرجة في السوق المالي والبالغ عددها (35 شركة).

حدود زمانية: اقتصرت هذه الدراسة على الفترة الواقعة ما بين 2008-2018م.

مصطلحات الدراسة

1- الرافعة المالية: استخدام أموال الغير (الاقتراض) بتكاليف ثابتة (فوائد ثابتة) على أمل زيادة

الأرباح، فإن كانت الأموال مقترضة تكون الفوائد المدينة هي نقطة ارتكاز للرافعة المالية.

2- وهي الاستخدام المحتمل للكلف المالية الثابتة، مثل: الفوائد، وهدفها زيادة تأثير التغيرات

التي تحصل في الأرباح التشغيلية في حصة السهم من الربح، وتقاس الرافعة المالية بالمعادلة

التالية: (درجة الرافعة المالية = الأرباح قبل الفوائد والضرائب / الأرباح قبل الضرائب). (عباس، 2008 م).

3- مضاعف سعر السهم: نسبة سعر السهم العادي الواحد إلى العائد لكل سهم عادي، وهو مؤشر تقويمي مهم، كونه يستخدم لتقييم مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للأسهم، كما أنه يعكس حالة التفاوض أو التفاوض بشأن أسعار، الأسهم وبذلك يحدد عمليات الشراء والبيع، ويقاس مضاعف سعر السهم بالمعادلة التالية: (مضاعف سعر السهم = السعر السوقي للسهم / عائد السهم). (الزيدي، 2001م).

4- عائد السهم: هو مقياس مناسب لترتيب الأسهم العادية والمفاضلة فيما بينها، ويعرف بأنه المكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله بالأسهم العادية، ويكون ذلك بصيغة مقسوم أرباح نقدي يقرر من قبل إدارة الشركة طبقاً لأرباحها وسيولتها النقدية. أما عائد السهم فيقاس بالمعادلة التالية: (عاد السهم = صافي الربح بعد الفائدة والضريبة / عدد الأسهم العادية). (التميمي وسلام، 2004م).

5- السعر السوقي للسهم: السعر الذي يتداول فيها السهم في سوق الأوراق المالية ، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية، ويكون الهدف الإستراتيجي لمنشأة الأعمال ينحصر في تعظيم القيمة السوقية للسهم العادي أملاً في زيادة ثروة الملاك، ويقاس السعر السوقي للسهم بالمعادلة التالية: (السعر السوقي للسهم = مضاعف سعر السهم * عائد السهم). (الزيدي، 2001م).

الفصل الثاني

الاطار النظري والدراسات السابقة

المبحث الأول: الرافعة المالية وتكلفة التمويل

المقدمة

كلمة الرفع أو الرافعة لها معان ثلاث تختلف في مضمونها باختلاف الاستعمال وذلك فهي بالمفهوم الفيزيائي يعني استخدام بكرة أو عتلة لرفع جسم ثقيل أما في عالم المال فيعني الرفع: زيادة الأرباح أو زيادة العائد على السهم إما بزيادة استخدام الآلات على حساب العمالة أو استخدام أموال الغير على حساب الأموال الخاصة أو زيادة الائتين معا فدرجة رفع عالية تعني أن تغيرا صغيرا في عدد الوحدات المباعة يقود إلى تغير أكبر في الأرباح أو العائد على السهم و هذا ما يعرف بالرفع التشغيلي، كما تعني ايضا مدى الاعتماد على الدين في تمويل أصول الشركة وهذا ما يعرف بالرفع المالي. (أبو صباح، 2008م).

ويمكن تعريف الرافعة أيضا بأنها استخدام الأصول الثابتة وذلك بهدف تعظيم العائد الكلي للمنشأة حيث تتمثل زيادة الرافعة في زيادة العائد الكلي للمنشأة والمخاطرة والعكس صحيح. (علي، 2008م، ص239).

إلى أن مفهوم الرفع في الإدارة المالية يشمل ثلاثة أنواع الرفع المالية ونقطة ارتكازها الفوائد المدينة أو أرباح الأسهم الممتازة الرافعة التشغيلية ونقطة ارتكازها التكاليف الثابتة، الرافعة الكلية (المشتركة) هي مزيج من الرافعة المالية والرافعة التشغيلية، جميع هذه الحالات تقوم على مبدأ واحد وهو الحصول على ربحية أعلى. (رمضان، 1998م).

1- الرفع المالي

يقصد بالرفع المالي استعمال المنشأة أو الشركة أموال الملاك؛ لكي تعمل على سداد التزاماتها من الأموال بتكاليف ثابتة. (آل شيب، 2010م).

قياس الرافعة المالية

تعد نسبة الرفع المالي من أكثر الأدوات أهمية؛ لكي تساعد المنشأة أو الشركة على اختيار الهيكل التمويلي المناسب لها، ويتم ذلك باعتماده على مصادر التمويل وتقاس نسبة الرفع المالي وفقا للمعادلة التالية .

(نسبة الرافعة المالية = اجمالي الالتزامات ÷ اجمالي الموجودات) .(الحمدي والصبيحي، 2012م، ص154)

كما يمكن قياس درجة الرافعة المالية من نسبة الأرباح الذي يحصل عليها المساهمون قبل احتساب الفائدة والضريبة إلى نسبة الأرباح قبل الضريبة . (الميداني، 2004م).

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية :

درجة الرافعة المالية = (الأرباح قبل الفوائد والضرائب / الأرباح قبل الضريبة) .

2- الرفع التشغيلي .

تعرف درجة الرفع التشغيلي، بأنها النسبة المئوية للتغير في الدخل التشغيلي الناتج عن نسبة مئوية للتغير في عدد الوحدات المباعة وهذا يعني أنه الربح قبل الفائدة والضريبة .(الحناوي وآخرون، 2004م).

قياس الرافعة التشغيلية

تشمل درجة الرافعة التشغيلية معدل التغير في صافي أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب الى معدل التغير في المبيعات المحددة الى مستوى معين من المبيعات، ويمكن قياس الرافعة التشغيلية بالمعادلة التالية :

درجة الرفع التشغيلي = النسبة المئوية للتغير في الدخل التشغيلي / النسبة المئوية للتغير في المبيعات . (الحناوي والعبد، 2006م).

3- الرافعة المشتركة

يعرف الرفع المشترك بأنه نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام الأموال بتكاليف ثابتة حيث يؤدي إلى حدوث تغيير في أرباح المنشأة؛ بسبب زيادة نسبة التكاليف الثابتة، زيادة الوزن النسبي للديون. (الصيرفي، 2007م)

قياس الرافعة المشتركة

يمكن قياس درجة الرافعة المشتركة بالمعادلة التالية :

درجة الرفع المشترك = (درجة الرفع المالي * درجة الرفع التشغيلي). (عقل ، 2004)

1- مزايا الرفع المالي

يحقق الرفع المالي العديد من المزايا ومنها:

- أ- تعظيم عائد المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض والمردود المالي.
 - ب- السيطرة على المنشأة؛ لأن الدائنين لا حق لهم في الإدارة.
 - ت- عدم قدرة الآخرين على المشاركة في الأرباح.
 - ث- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتزليل من الضريبة.
 - ج- اقتراض الأموال ذات قوة شرائية عالية في حالة التضخم والعمل على إعادة تلك الأموال بقوة شرائية أقل .
 - ح- عند حاجة المنشأة يمكنها الاقتراض بناءً على سمعتها الجيدة في الأسواق المالية.
- بالرغم من الميزات الذي يحققها الرفع المالي إلا أن له بعض السلبيات، ومنها :
- أ- احتمال السيطرة على المنشأة في حالة تدخل الدائنين.
 - ب- انخفاض العائد في حال كون المردود أقل من تكلفة الاقتراض.
 - ت- يتم الوفاء بأموال ذات قوة شرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة في حالة التضخم.

ث-إيذاء سمعة المؤسسة وعدم قدرتها على الاقتراض في حالة التأخر في الوفاء .(عقل ، 2011م).

2- أثر الرفع المالي في ربحية الأسهم

يكون تأثير مضاعف سعر السهم في الشركات المساهمة العامة إما تأثيراً إيجابياً أو سلبياً، حسب الهيكل المالي الذي تستخدمه الشركة عند اقتراض الشركة بتكاليف ثابتة؛ لتعمل على تمويل عملياتها الاستثمارية وتعمل على تحقيق معدل عائد على الاستثمار أكبر من تكلفة الاقتراض سوف يؤدي إلى الزيادة في عائد حقوق المساهمين وعليه فإن الرفع المالي في هذه الحالة يكون إيجابياً.

أما في حالة عدم استطاعة الشركة تحقيق عائد على الاستثمار يزيد عن تكلفة الاقتراض، فإن أثر الرفع المالي في مضاعف سعر السهم يكون سلبياً، في حال استطاعت الشركة توظيف أموالها بكفاءة، كما يؤدي ذلك إلى ارتفاع درجة الرفع المالي وتزيد حصة السهم العادي من تلك الأرباح والعكس صحيح .(موسى وآخرون ، 2016م).

3- ماهية تكلفة التمويل

هي التكلفة التي تجمع بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، فهي تعمل على توجيه المنشأة إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل وتعظيم العائد، وذلك بقبول المشاريع التي تكون عائدها أكبر من تكلفة تمويلها فالمنشأة التي لا تحقق عائداً يعادل في الأقل كلفة تمويلها ينبغي أن تعيد النظر في سياستها التمويلية والاستثمارية .(العامري ، 2010).

4- العوامل المؤثرة في على تكلفة التمويل

تتمثل تكلفة التمويل من الهيكل المالي وهيكل رأس المال الذي يتضمن عادة القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية مثل الأسهم العادية والأرباح المحتجزة والأسهم الممتازة وذلك فإن تكلفة التمويل تتأثر بعوامل عامة وخاصة، ويمكن للمنشأة أن تتأثر قراراتها بشأن هيكل رأس المال كما سنتناول تأثير تلك العوامل الثلاث بالتفصيل :

أ- تأثير العوامل العامة :

يتوقع المستثمرون الذين يعملون على تزويد المنشأة بالأموال (ملاك ودائنين) للحصول على عائد يكفي في استغلال أموالهم بشكل أفضل؛ ليتم تحقيق منافع كثيرة وذلك نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار كما يتوقعون الحصول على عائد؛ ليتم تعويضهم عن تلك المخاطر الذي قد يتعرض لها مجال استثماراتهم .

ب-تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر:

إن مصادر التمويل تتفاوت من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح إذا ما تقرر توزيعها أو في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

ت-تأثير قرار المنشأة بشأن هيكل رأس المال:

تضع المنشآت سياسة محددة بشأن المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه فقد تقرر المنشأة مثلا الاعتماد على القروض وحقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها و بذلك نستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها. (هندي، 2010).

5- علاقة تكلفة التمويل بالرافعة المالية

تتمثل علاقة تكلفة التمويل بالرافعة المالية في ثلاث مراحل أساسية كما حددها سولومون :

أ- المرحلة الأولى: تؤدي زيادة الرافعة المالية في هذه المرحلة إلى زيادة العائد ومن ثم قيمة

المنشأة، كما تزيد حقوق الملكية بزيادة الرافعة، ولكن لن يزداد بشكل كبير بحيث يمتص

الزيادة في صافي العائد المتحقق من الزيادة في استخدام القروض الذي عادة ما يكون ذات تكلفت منخفضة ففي الغالب تبقى القروض إما ثابتة أو تتزايد بصورة طفيفة.

ب-المرحلة الثانية: بعد أن تصل الرافعة المالية إلى مدى معيناً فإن الزيادة فيها لن تؤثر في العائد؛ لأن التغييرات التي تحدث خلال تلك المرحلة في كل من حقوق الملكية والقروض. ت-وكذلك في تكلفة كل منهما يعوض بعضها البعض، أي أن الارتفاع في أحدها يعوضه الانخفاض في الآخر وضمن هذه الحدود تبقى كلفة التمويل ثابتة وكذلك العائد ومن ثم قيمة المنشأة.

ث-المرحلة الثالثة: بعد ذلك المدى المبين في المرحلة الثانية تصبح الزيادة في الرافعة المالية مبالغ فيها، وتؤدي المغالاة في استخدام الرافعة المالية إلى ارتفاع كبير في معدل كلفة التمويل وينجم عن ذلك تدهور في العائد. (العامري ، 2010).

6-الرافعة المالية والمخاطرة المالية :

عندما نشير إلى مخاطرة التدفق النقدي للورقة المالية، نكون بذلك قد وسعنا مفهوم مخاطرة التدفق النقدي، وتمثل الورقة المالية التزاما على دخل المنشأة وموجوداتها، وأن مخاطرة الورقة المالية لا تقتصر على مخاطرة التدفقات النقدية للمنشأة فقط، بل هي أيضا مخاطرة ترتبط بالكيفية التي يتم فيها توزيع تلك التدفقات ما بين الالتزامات - المقرضين للمنشأة والمالكين فيها، وعليه فإن مخاطرة التدفق النقدي تتضمن كلا من مخاطرة الأعمال والمخاطرة المالية.

والمخاطرة المالية هي تلك المخاطرة التي ترتبط بالمصادر التي عن طريقها تمول المنشأة عملياتها، وأن المنشأة التي تمول باستخدام المديونية فإنها بذلك تكون ملزمة بموجب القانون بدفع المبالغ المقابلة لديونها عند استحقاقها وعند الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل (مثل المديونية والإيجارة) فإن المخاطرة المالية للمنشأة سوف تزداد وأن تمويل المنشأة لنشاطها عن طريق حقوق الملكية سواء أكان ذلك عن طريق ما تحققه ممن عمليات (احتجاز الأرباح) أم أنها ناجمة عن إصدار أسهم جديدة، وذلك لا يؤدي الى ظهور التزامات ثابتة عليها، ولكن استخدام المنشأة لالتزامات أو خصوم أكبر (مديونية) يعني مخاطرة مالية أكبر، ويمكن أن نحول هذه العلاقة إلى أرقام وكميات، أي حساب تلك المخاطرة بالطريقة نفسها التي يتم بموجبها حساب المخاطرة

التشغيلية، أي قياس درجة حساسية التدفقات النقدية المتاحة للمالكين؛ للتغير الذي يحصل في التدفقات النقدية التشغيلية وهذه الحساسية سيتم التعبير عنها بدرجة الرافعة المالية، والتدفقات النقدية المتاحة للمالكين تساوي التدفقات النقدية التشغيلية مطروحا منها الفوائد والضرائب.(النعيمة والتميمي، 2008).

المبحث الثاني: مصادر التمويل

أ- مصادر التمويل

أولا - المصادر الخارجية للتمويل :

يقصد بها تلك المصادر التي تكون متاحة خارج المنشأة، وتقسم هذه المصادر إلى ثلاثة أقسام وهي:

1- مصادر التمويل قصيرة الأجل :

وهي تلك الأموال التي تحصل عليها المنشأة من الخارج ويجب أن يكون سدادها خلال عام أو أقل وهذا النوع من التمويل يتوقف على طبيعة النشاط الذي تقوم به المنشأة وتكون في الغالب استثماراتها في النشاطات التجارية، ومن أهم مصادره. (الشحات وآخرون، 2007 م).

أ- الائتمان التجاري :

وهو الائتمان الذي يتم منحه من المورد إلى المشتري الذي يقوم بشراء البضائع؛ ليقوم بإعادة بيعها، ويتخذ شكل الائتمان التجاري على شكل الحساب الجاري أو شكل الكمبيالة في حالة عدم كفاية رأسماله وعدم المقدرة في الحصول على القروض ذات التكلفة المنخفضة، ويمكن التعبير عن هذه الشروط كالتالي: إذا كانت شروط الدفع (10/3 صافي 40 يوما)، يعني هذا أن المشتري سيحصل على خصم 3% إذا دفع خلال العشرة الأيام الأولى، وسيدفع 3% من مقابل استعمال الائتمان لمدة 30 يوما. (النجار، 2007).

ب-الإئتمان المصرفي :

وتكون تكلفته من خلال الفوائد والعمولات التي تدفعها المنشأة في سبيل الحصول عليها وقد تكون تكاليفه كبيرة بالمقارنة بالإئتمان التجاري .(الوادي ويامين ، 2014م).

2- مصادر التمويل متوسطة الأجل

تكون هذه المصادر على شكل قروض متوسطة الأجل، والتمويل بالإستئجار، يكون إما على شكل.

أ- قروض مصرفية متوسطة الأجل

وتستخدم هذه القروض لتمويل الأصول الثابتة وجزء من الأصول المتداولة، وأصبحت بعض البنوك التجارية تلعب دوراً هاماً في هذا النوع من التمويل، ويتم استخدامه في عمليات شراء المعدات وفتح وحدات إنتاجية جديدة .

وإن أهم ما يميز هذا النوع من القروض ما يلي :

- مدته تتراوح ما بين 1-7 سنوات
- يكون سداً تدريجياً لحماية كل من المقرض والمقترض .
- أنها تمول نسبة كبيرة من قيمة الاستثمارات حيث تتراوح ما بين 70% - 75% .

ومن أهم إيجابياته: مرونته، التفاوض فيه مباشرة، وتكون متاحة للمؤسسات الصغيرة.

بالرغم من إيجابياته إلا أن له بعض السلبيات ومنها:

إن الشروط المحددة التي يتم وضعها في العقد تمثل عائقاً أساسياً لهذا النوع من القروض، وقد تؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على تلبية احتياجاتها المالية؛ لتقوم بتنفيذ استثماراتها. (يوسف، 2012م).

ب- التمويل بالإستئجار :

وتهدف مثل هذه المنشآت إلى استخدام المباني والمعدات، ولكن ليس بهدف الامتلاك، ولا يقتصر الأمر على استخدام الأراضي والمعدات، بل يشمل جميع الأصول الثابتة، وقد يكون له أشكال عديدة ومنها: البيع ثم الاستئجار والاستئجار المالي. (النجار، 2007م).

3- مصادر التمويل طويل الأجل :

هي تلك المصادر التي تكون مدتها أكثر من سنة وتستخدم في الاستثمارات طويلة الأجل ، أو لتلبية الإحتياجات الدائمة لبعض الأصول المتداولة، وتقسم قسمين :

الأول : أموال الملكية، وهي:

1- الأسهم العادية

2- الأسهم الممتازة

الثاني: الأموال المقترضة التي من أهم مصادرها :

1- السندات

2- القروض المصرفية طويلة الأجل

وأما النوع الأول: أموال الملكية

1- الأسهم العادية

وهو وثيقة ذات قيمة اسمية يتم طرحها للاكتتاب العام، وتكون قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، وليس لها تاريخ استحقاق محدد، وقد تكون الأسهم العادية أبدية وغير ملتزمة بتوزيع أرباح ثابتة ، ويتم حساب قيمتها وعدد أسهمها بعد أن يتم تقدير حجم الأموال المستثمرة ومن ثم يتم تحديد كيف يتم اصدار تلك الأسهم وسعر الاصدار، ويعتبر التمويل بالأسهم العادية وسيلة تمويل رئيسية من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للشركات المساهمة العامة، ويتمتع حملة الأسهم العادية بحق التصويت عند انتخاب مجلس الإدارة وحق المشاركة في الأرباح التي يتقرر توزيعها إضافة إلى نصيبه من أصول الشركة عند التصفية. (آل شيب ، 2009م).

القيم المختلفة للسهم :

في مجال قيمة السهم ، يتم التمييز بين خمس قيم وهي :

1- القيمة الاسمية للسهم :

وهي القيمة التي يكون منصوص عليها عادة في عقد الشركة عند تأسيسها وتحديد نظامها الداخلي، وتكون عادة موجودة على قسيمة السهم، وهناك اختلاف بين القيمة الاسمية للسهم عن قيمته السوقية، وهو أن القيمة الاسمية تعتمد على أداء الشركة في الماضي، بينما قيمته السوقية تعتمد على أداء الشركة في الحاضر والمستقبل.

2- القيمة الدفترية للسهم :

هي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، وهذه القيمة هي عبارة عن موجودات الشركة في وقت معين مطروحا منها جميع الالتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت، والقيمة الدفترية للسهم تساوي :

حقوق الملكية / عدد الأسهم المصدرة

أو : (صافي الموجودات - الديون بمختلف أنواعها) / عدد الأسهم المصدرة

أو في حالة (وجود أسهم ممتازة) :

(صافي قيمة المؤسسة - القيمة الاسمية للأسهم الممتازة) / عدد الأسهم المصدرة.

3- القيمة السوقية للسهم :

هي عبارة عن القيمة التي تكون مدرجة عادة في سوق الأوراق المالية، وهي القيمة التي يتغير سعرها من وقت لآخر، ويتم تحديد قيمة السهم حسب الظروف الاقتصادية للدولة وأداء الشركة.

4- القيمة التصفوية :

هي القيمة التي من المتوقع لحامل السهم أن يحصل عليها إذا قامت الشركة بتصفية أصولها ودفع حقوق الدائنين، وبعد أن تقوم الشركة بتقسيم الباقي على المساهمين العاديين ، ويتم الوصول إلى إلى هذه القيمة عادة بعد تقييم القيمة النقدية التي يتوقع الحصول عليها من كل بند من بنود الأصول عند البيع السريع له .

5- القيمة حسب العائد :

هي عبارة عن القيمة التي تتم بقبول الشخص في الحصول على العائد الذي يتم تحقيقه من استثمار السهم، إذا كان مستثمر ينظر إلى عائد نسبته (12%) من استثمارته، فإن السهم الذي يحقق عائد مقداره دينارين قد يساوي سبعة عشر ديناراً ، ويساوي 25 ديناراً للسهم الذي يحقق عائد مقداره 3 دنانير. (عقل ، 2008م).

تكلفة الاسهم العادية :

تشمل تكلفة الأسهم العادية (سواء عند التأسيس أو عند الإصدار الجديد)، عمولة الإصدار ومصروفات الاكتتاب والتسجيل والتصديق وطبع الشهادات وتصنيف المعلومات المطلوبة، وقد يكون من الضرورة طرح هذه الأسهم بسعر أقل من قيمتها السوقية؛ لضمان نجاح الإصدار، وليس من شك أن الفرق بين سعر البيع المطروح والقيمة السوقية يعتبر جزءاً من تكلفة الحصول على هذه الأسهم، فتزيد هذه التكلفة عند طرح الأسهم بسعر أقل من قيمته السوقية، ولا تكون هناك تكلفة إذا تساوت القيمتان، الأمر الذي ينبغي وضعه في الاعتبار عند حساب هذه التكلفة. من هنا كانت تكلفة الأموال الناتجة عن بيع أسهم عادية جديدة أعلى من تكلفة الأموال الناتجة عن أرباح محتجزة، وذلك بفارق العمولة ومصاريف الإصدار المتنوعة وفارق القيمة بين سعر البيع المطروح والقيمة السوقية إن وجدت، ولحساب تكلفة رأس المال المكون من الأسهم العادية نتبع الخطوات التالية: (الحجازي، 2006م).

أولاً- حساب مصروفات إصدار السهم : وتتمثل في المعادلة التالية:

مصاريف الإصدار / عدد الأسهم

ثانياً- حساب صافي التمويل عن طريق الأسهم العادية : وتتمثل في المعادلة التالية :

(العائد المطلوب / صافي قيمة السهم) * 100% .

الأسهم الممتازة :

وهي مصدر هام من مصادر التمويل طويلة الأجل للشركات المساهمة العامة، تمتاز بجمعها بين صفات أموال الملكية والاقتراض، فعند التصفية لها الحق في الحصول على الأرباح الموزعة قبل المساهمين العاديين وبعد القروض والسندات، وتسطيع الشركة الغاء توزيع الأرباح دون أن يؤدي ذلك إلى اعتبار الشركة غير ملتزمة بالوفاء بالتزاماتها. (عقل، 2008م).

النوع الثاني: الأموال المقترضة وأهم مصادرها :

1- السندات

يعرف السند بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، ويقضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغاً لمدة محددة وسعر فائدة معين، والسند يختلف عن القرض؛ لأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه، وهو بذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله، وقد يتضمن العقد شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، كما قد يتضمن شروطاً لصالح المقرض، مثل حق استدعاء السندات. (عبد الهادي، 2015م).

دوافع إصدار السندات

هناك عدة أسباب تسهم في تشجيع الشركات على استخدام السندات كمصدر التمويل، دون باقي المصادر الأخرى، وتشمل هذه الأسباب :

1-زيادة معدل النمو في مبيعات الشركة وأصولها دون أن يصحبها زيادة مماثلة في معدل نمو الأرباح المحتجزة؛ مما يؤدي إلى لجوء معظم الشركات إلى الاقتراض خاصة طويل الأجل من أجل تمويل احتياجاتها المتزايدة للأموال.

2-القدرة على استخدام الاقتراض من أجل زيادة معدل العائد على الملكية.

3-إمكانية طرح الفائدة على السندات من الأرباح عند احتساب الضرائب، مما يؤدي إلى تخفيض التكلفة الحقيقية للاقتراض.

4-الزيادة المطردة في معدلات التضخم في الدول المختلفة وما صاحبها من تخفيض القوة الشرائية للنقود، مما أدى إلى تشجيع معظم الشركات على الاقتراض؛ نظرا لأن الأموال المقترضة سوف يتم سدادها بعد فترة طويلة .

5-القدرة على الاحتفاظ بالسيطرة على الإدارة، فالمعروف أن حملة السندات ليس لهم حق التصويت مما يعني افساح المجال لأصحاب الشركة - حملة الأسهم العادية - لاختيار أعضاء مجلس الإدارة .

6-تجنب الانخفاض الذي يطرأ على ربح السهم عند قيام الشركة بإصدار الأسهم العادية، فالمعروف أن قيام الشركات بإصدار أسهم جديدة يؤدي إلى زيادة عدد أسهم الشركة، مما يؤدي بدوره إلى انخفاض نصيب السهم من الربح (ربح السهم) . (مطاوع ، 2005م).

السمات الخاصة للسندات

من أبرز السمات المؤثرة على السند اختيار الاستدعاء، واختيار الرد، ثم اختيار التحويل إلى أسهم.

1-خاصية الاستدعاء :

لا تقدم المنشأة على تنفيذ اختيار الاستدعاء إلا إذا كانت ستحقق ميزة من وراء ذلك ، تتمثل تلك الميزة في انتهاء فرصة انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وعليها تدفع ثمن تلك الميزة، ويكون ذلك بقبول معدل كوبون، يحقق من ورائه المستثمر غلة مرتفعة مقارنة بغلة سند مثيل ولكن ليس له خاصية الاستدعاء ، وذلك تشجيعا للمستثمرين على الاقبال على شراء تلك السندات.

2- خاصية الرد :

أن يعطى السند للمستثمر اختيار رد السند للجهة المصدرة قبل تاريخ الاستحقاق ، وذلك بسعر يحدد مسبقا يطلق عليه سعر التنفيذ الذي قد يكون مساويا للقيمة الاسمية أو قيمة أقل منها ، ومن المتوقع أن يلجأ المستثمر إلى تنفيذ خاصية الرد عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق ، وتتنخفض القيمة السوقية للسند (تأثير مخاطر السعر).

3- خاصية القابلية للتحويل

قد يملك المستثمر اختيار تحويل الورقة المالية إلى ورقة مالية لها سمات مختلفة، ومن أبرز الأمثلة على الأوراق المالية القابلة لتحويل السندات وهي تحمل كوبون بسعر فائدة متغير، يمكن تحويله إلى كوبون بسعر فائدة ثابت، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم لا بد أن يدفع ثمنها، ويكون ذلك بحصوله على غلة أقل مقارنة بغلة سند آخر غير قابل للتحويل، أي أن ثمن التغطية التي يتمتع بها المستثمر في القابلية للتحويل من سند بمعدل كوبون متغير إلى سند بمعدل كوبون ثابت، هو بمثابة تغطية ضد مخاطر انخفاض أسعار الفائدة. (هندي ، 2006م).

أنواع السندات

1- السندات المباشرة: هي السندات التي يتم إصدارها بسعر فائدة ثابت وبأجل معروف ويتم

سدادها عادة في موعد استحقاقها.

2- السندات ذات سعر الفائدة العائم: هي السندات التي يتم إصدارها بسعر فائدة متغير

بحيث يتم إعادة النظر في سعر الفائدة بشكل ربع سنوي أو نصف سنوي حسب سعر

الفائدة المتغير، وأن استحقاق هذا النوع من السندات يتراوح من 5-7 سنوات يعتبر

استثمار متوسط وطويل الأجل، وقد تكون مثل هذه السندات قابلة للطلب بعد سنتين أو

ثلاث سنوات وأن تداولها في السوق الثانوي نشط جدا .

3- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هي سندات ذات سعر فائدة محدود وأجل معروف،

وتعطي حامل السند حق الخيار بتحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على

أساس سعر التحويل الذي يحدد في العادة عند إصدار السند.

4- سندات الضمان بالتملك: هي السندات التي تكون بسعر فائدة ثابت وأجل معروف وتعطي الشركة حاملها حق الاكتتاب برأس مال الشركة المصدرة على أساس سعر ثابت عند الإصدار ويتم الحصول على تلك السندات كلما ارتفع سعر سهم الشركة المقترضة؛ لأن ذلك يؤدي إلى ارتفاع سعر السند .

5- السندات القابلة للتمديد: هي السندات التي يتم تمديد فترة استحقاقها، وذلك بالشروط نفسها المتعلقة بالفائدة السنوية .

6- السندات القابلة للدفع المسبق: هي السندات التي تعطي لحاملها الحق في دفع قيمتها قبل موعد استحقاقها أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق .

7- السندات القابلة للإستدعاء: هي السندات التي تصدر عادة بعلاوة لتشجيع المستثمرين على شرائها، وهذه النوع من السندات تكون لمصلحة المقترض، وذلك من أجل أن يتم تسديدها وقت ارتفاع سعر السند في السوق المالي.

8- السندات عالية المردود: هي السندات التي تكون بأسعار فائدة مرتفعة، وقد تعطي عائداً كبيراً، وفي هذه الحالة سوف تكون درجة المخاطرة كبيرة .(حردان ، 2010م).

2- القروض المصرفية طويلة الأجل

تعتبر القروض طويلة الأجل أحد المصادر الهامة التي يمكن الاعتماد عليها في تمويل الفرص الاستثمارية محل الدراسة، وهي تمثل الأموال التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر أو المؤسسة من المؤسسات المالية المحلية والدولية، كالبنوك وشركات التأمين والقروض طويلة الأجل، حيث تمثل التزاما على المستثمر أو المؤسسة، يتعين الوفاء به خلال فترة زمنية تزيد عن سنة، وقد تصل إلى ثلاثين عاما وفقا للشروط والقواعد التي يتم الاتفاق عليها بين المقرض والمقترض. وفي مقابل الحصول على تلك القروض يلتزم المقترض بسداد أقساط سنوية أو ربع سنوية أو أقل من ذلك، بالإضافة إلى فائدة سنوية يتم الإتفاق على طريقة سدادها في شروط القرض، وتتعدد المصادر المحلية التي يمكن أن يلجأ إليها المستثمر أو المنشأة في الحصول على القروض طويلة الأجل. (عثمان، 2018م).

تكلفة القروض المصرفية طويلة الأجل

هناك عدة عناصر تدخل في حساب كلفة هذا النوع من القروض وهي :

- 1- سعر الفائدة الذي يحدد على شكل نسبة مئوية من قيمة القرض .
- 2- الفوائد تعفى من الضرائب باعتبارها عنصرا من عناصر كلفة الإنتاج وتعامل معاملة بقية النفقات .

3- إن هذا النوع من الديون يتم إصداره بأسعار مختلفة، مثل :

- أ- السعر الإسمي، وهو السعر الذي يتم فيه شراء السند من قبل المشتري.
- ب- السعر المخصوم، وهو السعر الذي يقل بنسبة معينة عن السعر الاسمي للسند.
- ت- السعر الاسمي مضافا إليه نفقات الإصدار (نفقات البيع والترويج والعمولات).

ويمكن حساب كلفة القروض المستمرة وفقا للمعادلات التالية :

$$\text{الكلفة قبل الضريبة} = (\text{الفوائد المدفوعة سنويا} / \text{سعر بيع السندات}) * 100\%$$

$$\text{الكلفة بعد الضريبة} = (\text{الفوائد المدفوعة سنويا} / \text{سعر بيع السندات}) * (1 - \text{نسبة الضريبة}).$$

(الصياح والعامري ، 2003م).

ثانيا- القروض

يتم تصنيف القروض إلى عدة أصناف ومنها :

- أ- القروض حسب طبيعتها: وتقسم إلى قروض مباشرة وقروض غير مباشرة.
- 1- القروض المباشرة: وهي القروض التي يجب أن يدفع المصرف فيها مبالغ نقدية إلى المقترض مثل، الحساب الجاري المدين والكمبيالات المخصومة .
- 2- قروض غير مباشرة : وهي التي يكون المصرف فيها ملتزم بدفع مبالغ لطرف ثالث تكون بالنيابة عن عميله.
- ب- القروض حسب طريق السداد: ويتم تسديدها إما على دفعة واحدة أو على دفعات.

ت- القروض حسب الضمان: وتقسّم إلى قروض مضمونة وتكون مضمونة إما بكمبيالات أو برهن عقاري، وقروض غير مضمونة.

ث- القروض حسب الجهة المستفيدة: إما أن تكون قطاع خاص أو قطاع عام.

ج- القروض حسب نوعها: إما أن تكون قروض استهلاكية أو قروض إنتاجية.

ح- القروض حسب نوع العملة: إما أن تكون بالدينار الأردني أو الدولار الأمريكي. (جبر، 2011م).

ثانيا- المصادر الداخلية للتمويل

يتم تحديد التمويل بعد الأخذ بعين الاعتبار طبيعة الاستثمار ومخاطره، ومدى الحاجة إلى تعظيم السيولة والربحية والضمان، وتكون هذه المصادر على شكل (رأس المال، القروض المعاونة). (مختار، 2005م).

العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم

تتقلب أسعار الأسهم أو القيمة الرأسمالية للأسهم في سوق الأوراق المالية؛ بسبب التغير في العديد من العوامل ومن أهمها :

أولا : الوضع المالي والتجاري للشركة مصدره الأسهم: كلما تحسن الوضع المالي للشركة وزادت قيمة أصولها وزادت مبيعاتها زادت أرباحها بشكل كبير، والعكس صحيح .

ثانيا: الأوضاع الاقتصادية والسياسية في البلاد: تتميز الأسهم التي تصدرها الشركات التي تتبع دول تحقق معدل نمو مرتفع ومستقر للنتائج القومي الإجمالي، كما تتمتع بوجود استقرار في أسعار الأسهم وعدم وجود مخاطر حول هذه الأسهم، وهو الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم شركات هذه الدول، ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها بالمقارنة بالدول الأخرى التي لا يتحقق فيها ما سبق، كما سيؤثر الاستقرار السياسي من عدمه على التقلبات في أسواق المال بشكل عام وفي الدولة التي تعتبر مستقرة بشكل خاص مثل: الاضطرابات والأزمات السياسية، وهذا يؤدي إلى التغير في ظروف السوق وتقلب أسعار الأسهم وارتفاع المخاطرة .

ثالثا: الحركة العاملة للسوق : تتأثر أسعار الأسهم ارتفاعا أو انخفاضاً بما تشهده البورصة من تقلبات في حجم الطلب والعرض من الأسهم، فكلما زادت التقلبات زادت التذبذبات في أسعار الأسهم وزادت المخاطر في السوق.

رابعا: كميات التداول: وهي من أهم العوامل اليومية التي تؤثر على أسعار الأسهم صعودا وهبوطا، ومن الواجب أن يتابع المستثمر متوسط كميات التداول لكل شركة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه الشركة، ويمكن الوصول إلى متوسط كميات التداول من خلال جمع كميات التداول خلال شهر وقسمتها على 30 لتحصل على متوسط التداول اليومي بيعا أو شراء. (عبد القادر، 2010م).

عوائد الأسهم

بشكل عام (بافتراض ثبات العوائد الأخرى جميعا) يمارس المستثمر في سوق الأسهم عملية الشراء إذا ما كان معدل العائد المرغوب الذي يطلبه المستثمر أقل من أو مساويا إلى معدل العائد المتوقع من السهم المعروف، وعلى العكس يلجأ المستثمر إلى بيع السهم إذا كان معدل العائد المرغوب أعلى من معدل العائد المتوقع، علما بأن معدل العائد المتوقع يعبر عن تعويض المستثمر جراء تأجيل استهلاكه الحالي (استثمار)، بما يتضمن ذلك من حساب درجة المخاطرة لهذا النوع من الاستثمار، ويحقق المستثمر في السهم ثلاثة أنواع من العوائد :

1- عائد التوزيعات :

يحصل المستثمر في الأسهم على توزيعات عندما تحقق منشآت الأعمال مصدرة السهم على أرباح، على أن يكون ذلك مقرونا بموافقة الإدارة على التوزيع ، لذلك فالتوزيعات هي جزء (غالبا) أو كل من الأرباح المتحققة ، ويجري تحديد توزيع الأسهم وفق العلاقة التالية :

عائد التوزيعات = التوزيعات المقررة / عدد الأسهم المصدرة

= (الربح المقرر توزيعه لحملة الأسهم * نسبة التوزيعات) / عدد الأسهم المصدرة

لذلك فإن معدل عائد التوزيعات يمكن حسابه

معدل عائد التوزيعات = توزيعات الأسهم / القيمة السوقية للسهم

2- العائد الرأسمالي :

يمثل الفرق المتحقق للمستثمر ما بين القيمة السوقية للسهم عند الشراء (مساويا للقيمة الإسمية أو أعلى أو أقل منها) والقيمة السوقية عند البيع، أي أن ارتفاع القيمة السوقية للسهم وأخذ معدل التضخم بالحسبان عند حساب العائد الرأسمالي، ويمكن حساب العائد الرأسمالي وفق المعادلة التالية :

العائد الرأسمالي للسهم = (القيمة السوقية عند البيع - القيمة السوقية عند الشراء) / القيمة السوقية عند الشراء (قيمة الأساس).

3- العائد الأجمالي للسهم

ويساوي مجموع العوائد التي يجنيها حامل السهم العادي، وتشمل عائد التوزيعات، والعائد الرأسمالي، فضلا عن العائد الإضافي المحتمل تحقيقه من قبل المستثمر عند استثمار التوزيعات الدورية لأسهمه، ويتم حسابه وفقا للمعادلة التالية :

العائد الإجمالي = (توزيعات + العائد الرأسمالي + العائد الإضافي) / القيمة السوقية عند الشراء .

ولا بد من الإشارة أن معدلات العائد بمختلف أشكالها للسهم تقاس إلى القيمة الاسمية، أو القيمة السوقية، والأخيرة تعكس حقيقة عوائد السهم بشكل أكبر . (الداغر، 2005م).

مضاعف سعر السهم

إلى جانب نموذج خصم التوزيعات يستخدم الأساسيون مدخلا آخر بديل لتقرير القيمة الحقيقية للسهم، هو مضاعف أو مكرر الربحية أو ما يسمى بنسبة سعر السهم الى ربحيته، الذي قد يكون في بعض الأحيان الأسلوب الوحيد الأكثر ملاءمة، خاصة عندما لا تجري الشركة توزيعات :

مضاعف الربحية = القيمة السوقية للسهم / عائد السهم.

فلو أن تقارير سعر السهم السوقية 60 ديناراً، وعائد السهم 5 دنانير، فإن مضاعف سعر السهم وفقاً للمعادلة يصبح 12 مرة، أي أن سعر السهم يعادل 12 ضعفاً ربحيته، وعادة ما تتضمن النشرة اليومية لأسعار الأسهم مضاعف الربحية للأسهم المتداولة، على أساس أن المستثمرين يشترون السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس على أساس ربحيته في الماضي.

لو أن هناك منشأتين تنتميان للقطاع نفسه وأن القيمة السوقية لسهم كل منهما هو 60 دينار، ومجموع الربحية في الأربعة تقارير ربع سنوية هو 5 دنانير للسهم الواحد، فإن مضاعف الربحية لكل منهما يصبح 12 مرة، ولو أنه قد وردت إلى السوق معلومات تفيد أن إحدى المنشأتين تمكنت من فتح أسواق جديدة، فسوف تؤدي تلك المعلومات إلى ارتفاع القيمة السوقية لسهم تلك المنشأة، مع بقائها على ما هي عليه، طالما أنها ربحيته عن فترة ماضية، ولو أن القيمة السوقية للسهم أصبحت 80 ديناراً بسبب تلك المعلومات حينئذ يصبح مضاعف الربحية 16 مرة، بما يعني أنه كلما ارتفع مضاعف سعر السهم، كان ذلك مؤشراً لأداء مستقبل أفضل للمنشأة. (هندي، 2006م).

محددات مضاعف سعر السهم

من العوامل المؤثرة على مضاعف سعر السهم : سعر السهم السوقية وعائد السهم ، بالنسبة لعائد السهم هو العائد الذي يتوقع الحصول عليه من جراء استثمار الأسهم في مجالات مختلفة، وبالنسبة لسعر السهم السوقية فإن المنشأة تتمتع بنمو منتظم في توزيعاتها ويتم قياس سعر السهم وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{سعر السهم السوقية} = \text{مضاعف سعر السهم} * \text{عائد السهم}$$

وهذا يعني أن المضاعف لا يتم احتسابه على أساس السعر الاسمي للسهم، بل يتم احتسابه على أساس السعر الذي يتم تحديده في سوق الأوراق المالية، وبالتالي يوجد علاقة طردية بين مضاعف سعر السهم والعائد، وتتمثل تلك العلاقة في أنه كلما زاد السعر السوقية للسهم أدى ذلك إلى زيادة

مضاعف سعر السهم، وكلما انخفض السعر السوقي للسهم أدى إلى انخفاض مضاعف سعر السهم، وكلما كان عائد السهم مرتفع أدى إلى ارتفاع مضاعف سعر السهم بشكل كبير، وكلما كان عائد السهم منخفض أدى ذلك إلى انخفاض مضاعف سعر السهم. (هندي، 2006).

المبحث الثالث: البورصة والشركات المساهمة العامة

أ- البورصة

1- نشأة بورصة فلسطين.

2- أهداف بورصة فلسطين.

3- أهمية بورصة فلسطين.

ب- الشركات المساهمة العامة

1- تعريف الشركة المساهمة العامة.

2- خصائص الشركة المساهمة العامة.

3- دور الشركات المساهمة العامة في بورصة فلسطين.

4- الحقوق المالية للمساهمين في الشركات المساهمة العامة.

5- الحقوق غير المالية للمساهمين في الشركات المساهمة العامة.

بورصة فلسطين

تأسست بورصة فلسطين كشركة مساهمة خاصة في عام 1995م، بهدف توفير أسواق مالية فلسطينية؛ لكي تعمل على تنمية الادخار عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية، كما تعمل على تنظيم مراقبة اصدار الأوراق المالية، على تسهيل التعامل معها، حيث تمت أول جلسة تداول لها في 18/2/1997م.

ثم تم تحويلها إلى شركة مساهمة عامة في عام 2010م وأصبحت مسجلة لدى مراقب الشركات في وزارة الاقتصاد الوطني بهدف ترويج الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة، واستقطاب المستثمرين الجدد سواء أكان من الداخل أم من الخارج، حيث قامت بمباشرة أعمالها في مدينة نابلس، وتم توزيع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين إلى خمس قطاعات اقتصادية وهي: البنوك والتأمين والاستثمار والصناعة والخدمات، حيث يقوم السوق بتداول الأسهم العادية بعمليتي الدينار الاردني والدولار الأمريكي. (www.pex.ps).

أهداف بورصة فلسطين

- 1- توفير بيئة آمنة لتداول الأسهم لتعمل على خدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.
- 2- زيادة الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتقوية العلاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية والاقليمية.
- 3- زيادة الاستثمارات المحلية وجذب فلسطيني الشتات ورؤوس الأموال الأجنبية.
- 4- زيادة عمق البورصة وتوفير خدمات مالية جديدة.
- 5- تطوير عمل البورصة وذلك بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية ومتابعة تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية. (خطيب، 2017م).

أهمية بورصة فلسطين

تتمثل أهمية بورصة فلسطين في النقاط التالية :

- 1- دعم الاستثمار الوطني عن طريق قيام البورصة بتشجيع الشركات على الاستثمار بأنواعه كافة لرفع مستواها الاقتصادي.
- 2- جمع المدخرات الوطنية؛ لكي تعمل على ازدهار الاقتصاد الفلسطيني من خلال استثمارها بشكل صحيح.
- 3- تقوم بورصة فلسطين بتقديم الأموال للشركات التي تحتاج إلى تلك الأموال؛ لتغطية العجز في تلك الشركات وزيادة رأسمالها.
- 4- حماية المستثمرين من خلال تقديم النصائح لهم؛ لكي تعمل على توجيههم إلى الطريق الذي يضمن حمايتهم. (قويدر، 2015م).

ب- الشركات المساهمة العامة

1- تعريف الشركة المساهمة العامة

تعتبر الشركات المساهمة العامة من الشركات المعاصرة التي نشأت حديثاً فلم تكن معروفة عند الفقهاء القدامى، حيث لا نجد لها من ذكرها في كتبهم، لذا اقتصر في تعريفها على ما جاء في القانون الوضعي الذي نظمها وبيّن أحكامها بالتفصيل، وقد عرفت المادة الثانية من قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981م شركات المساهمة العامة: شركة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون، وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة الأسهم التي اكتتب فيها ولا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما اكتتب فيه من أسهم، ويكون للشركة اسم تجاري يشق من الغرض بشأنها. (الشيخ، 2018م).

2- خصائص الشركة المساهمة العامة :

- أ- ينقسم رأسمال الشركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول .
- ب- إن كل شريك لا يكون مسؤولاً عن ديون الشركة إلا بقدر قيمة ما يملكه من أسهم ، كما أنه لا يكتسب صفة التاجر لمجرد دخوله في الشركة، بينما الشركاء المتضامنون في شركات

التضامن والتوصية يعدون تجاراً ويسألون عن ديون الشركة في أموالهم الخاصة وهذا يعني أن افلاس الشركة المساهمة لا يترتب عليه افلاس الشركاء فيها.

ت- إن الشركة المساهمة العامة لا تعنون باسم الشركاء ولا باسم أحدهم؛ لأن شخصية الشريك ليس لها أدنى اعتبار في تكوينها، هذا إلى أن الغاية الرئيسية من عنوان الشركة هي تقوية ائتمانها بإعلام الغير بأسماء الأشخاص المسؤولين بالتضامن، في حين أن مسؤولية الشركاء في الشركة المساهمة محدودة بقيمة حصصهم. (طه ، 2007م).

3- دور الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين :

لعبت الشركات المساهمة دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية من خلال جمع الأموال للقيام بالمشروعات التي تحتاج إلى تمويل كبير، وأن الشركات من خلال جهودها تستطيع أن تحقق الاستقرار والاستمرار لتلك المشاريع التي تشارك بها، وذلك باعتبار أن الشركة المساهمة هي شركة ذات شخصية معنوية ومستقلة، حيث تمول الشركات المساهمة العامة لأصحاب الدخل المحدود للمشاركة في تلك المشاريع التي تنشئها الشركات المساهمة العامة وذلك حسب قدراتهم.

وزادت أهمية تلك الشركات بحيث احتلت المرتبة الأولى في الأنشطة التجارية والصناعية؛ لأنها تشكل دعماً للحياة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، ومن أهم أهدافها حماية رؤوس الأموال والمستثمرين في تلك الشركات إذ بدأت تأسيس الشركات المساهمة العامة في فلسطين منذ زمن طويل ولكن في نطاق محدود، حيث كان يقتصر عمل تلك الشركات في نقل ملكية الأسهم وتداولها من خلال الصرافة، مما أدى ذلك إلى تشويه أسعار الأسهم، أدى هذا العمل إلى عدم تطور عدد الشركات وزيادتها، وأن هذا العمل قد لا يكون سهلاً ومتاحاً في أي وقت ولا يغير من قيمة السهم، وقد وصل عدد الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين لعام 2018م إلى ثمانية وأربعين شركة. (قويدر، 2015م).

4- الحقوق المالية للمساهم في الشركات المساهمة العامة

أ- حق المساهم في الحصول على نصيب من الأرباح

ب- حق المساهم في تداول أسهمه .

ث- حق المساهم في اقتسام موجودات الشركة.

5- الحقوق غير المالية للمساهم في الشركات المساهمة العامة

أ- حق المساهم في الحصول على المعلومات والاطلاع على وثائق الشركة وسجلاتها .

ب- حق المساهم في حضور اجتماعات الجمعية العامة والتصويت على قراراتها. (الشرعي ،

2018م)

الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات العربية

تناول هذا الموضوع كثير من الدارسين عرضو أهم الأهداف وما توصلوا إليه من نتائج وتوصيات ومنهم على سبيل المثال:

1- دراسة (عليوي، 2019م) بعنوان " أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. "

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية من خلال تحليل مؤشرات العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، واختبار أثر متغيرات الرفع المالي وتقييمها (نسبة الديون الي حقوق الملكية) على الأداء المالي ومعرفة فيما إذا كانت هناك فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي بين القطاعات المختلفة.

يشمل مجتمع الدراسة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بجميع قطاعاته (المالي، الصناعي، الخدمي) في الفترة الواقعة (2013- 2017م) والبالغ عددها 196 شركة ، تم اختيار عينة عشوائية شكلت نسبة 25% من مجتمع الدراسة حيث تكونت من 49 شركة .

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من أجل جمع البيانات والتي تم جمعها من خلال القوائم المالية للشركات وذلك عن طريق استخدام التحليل المالي للمتغيرات، تم الاعتما على البرنامج الاحصائي (spss) في التحليل، وكذلك مقاييس الاحصائية الوصفية كالوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الارتباط وتحليل الانحدار البسيط.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، أنه يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات المساهمة العامة الأردنية، ولا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال معدل العائد على الأصول في الشركات

المساهمة العامة الأردنية، وكذلك توجد فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة، قيام إدارة الشركات بالبحث عن العوامل التي لها أثر على العائد على الأصول مثل الملاءمة المالية والتي لها دور في خدمة أصول الشركة بشكل يؤدي إلى توليد أرباح تعود على الأصول وبالتالي على أداء الشركة المالي بشكل أفضل، ضرورة قيام الشركات الصناعية والخدمية بزيادة درجة الرفع المالي بهدف تحسين أدائها المالي سواء لتحقيق عوائد أصولها أو لمساهمتها، من خلال اختيار درجة الرفع التي تخدم استثماراتها بشكل يؤثر إيجاباً على الأداء المالي، ووجود أثر ذي دلالة إحصائية للرفع المالي في شركات القطاع المالي على العائد على حقوق الملكية، في حين لم يكن هناك أثر ذو دلالة إحصائية على العائد على الأصول.

2- دراسة (عبد الرحمن، 2015م) بعنوان " أثر الرفع المالي على المردودية المالية. "

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين نسبة الرافعة المالية والمردودية المالية للمؤسسات البترولية الوطنية الجزائرية، وإلى تتبع أثر الرفع المالي على مركبات المردودية المالية والبحث عن النسبة الأكثر تأثيراً.

يشمل مجتمع الدراسة الشركات البترولية الوطنية العاملة بمنطقة حاسي مسعود، حيث تم اخذ عينة مكونة من خمس شركات خلال الفترة من 2009-2014م، تم الاعتماد على برامج التحليل الاحصائي (Eviews 7).

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة وجود علاقة ارتباط او تأثير عكسية لنسبة الرفع المالي على نسبة الربحية الاجمالية لعينة المؤسسات محل الدراسة، ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معين 5% بين نسبة الرفع المالي ومعدل دوران الأصول لعينة الدراسة.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة، قدرة المؤسسات على تحسين مردوديتها المالية بالاستدانة، شرط أن يكون معدل تكلفة القروض أقل من مردوديتها الاقتصادية، وإجراء

المزيد من الدراسات لتشخيص الأسباب الحقيقية والحالات التي تجعل الرفع المالي يلعب دورا سلبيا على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

3-دراسة (المصري،2011م) بعنوان " تحليل سلوك أسعار لأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية "دراسة تحليلية "

هدفت هذه الدراسة إلى قياس سلوك أسعار الأسهم في بورصة فلسطين للأوراق المالية، وقياس كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، وقياس امكانية تحقيق أرباح غير عادية من قبل المستثمرين، وكذلك قياس مدى ارتباط القطاعات الخمس وتأثرها مع بعضها بعض، والخروج بنتائج وتوصيات تفيد المستثمرين وتزيد من كفاءة البورصة.

يشمل مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية والتي قامت بنشر بياناتها المالية للفترة من (2006-2009م)، وهي تمثل أيضا نفس عينة الدراسة حيث تم تجميع أسعار الاغلاق الاسبوعية لأسهم هذه الشركات.

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة، وتم عمل تحليل مالي لبيانات أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، كما تم استخدام برنامج التحليل الاحصائي (spss).

ومن أهم النتائج الذي توصلت إليها هذه الدراسة أن حركات أسعار الأسهم لعام 2006م تتحرك بصورة غير مستقلة، وأن هناك 5 شركات تتحرك بصورة مستقلة، وفي العام 2007م كانت حركة الأسعار غير مستقلة، وأن هناك 3 شركات تتحرك بصورة مستقلة وفي العام 2008م كانت الأسعار غير مستقلة، وأن هناك شركة واحدة تتحرك بصورة مستقلة، وفي العام 2009م كانت الأسعار غير مستقلة وأن شركتين تتحرك بصورة مستقلة، وأن إجمالي السنوات تتحرك بصورة غير مستقلة، وأثبتت الدراسة وجود ارتباط طردي وقوي بين إجمالي القطاعات الكلية وبين القطاعات الخمسة في بورصة فلسطين للأوراق المالية كما يوجد ارتباط بين القطاعات الخمسة مع بعضها عند مستوى معنوية 0.05% مما يدل على أنه إذا تحسن أداء قطاع معين فإنه بالتالي يتحسن

آداء قطاعات أخرى، وهذا يدل على تأثير سلوك أسعار أسهم الشركات لكل قطاع مع بعضها البعض، وهذا يدل على قلة كفاءة السوق وخلافا لذلك تبين أن قطاعي التأمين والخدمات يوجد بينهما ارتباط ضعيف.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة، زيادة فعالية أداء شركات التحليل المالي في توضيح أثر المعلومات المتعلقة بسلوك أسعار الأسهم على قيمة الأسهم في البورصة المالية، والعمل على رفع كفاءة أداء البورصة الأمر الذي يشجع على جذب استثمارات جديدة، وبالتالي تحسين الأداء المالي والاقتصادي، وإلزام الشركات بالإفصاح الكامل عن بياناتها المالية أولاً بأول وإعلام إدارة السوق بأية تعديلات جوهرية قد تؤثر على أسعار الأسهم.

4-دراسة (الصعيدى،2011م) بعنوان "العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية) ."

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على العائد السوقي لأسهم الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، والتعرف على القدرة التفسيرية والتنبؤية للفرضيات المختلفة للتباين في عائدات أسهم الشركات المدرجة بالبورصة الفلسطينية.

يشمل مجتمع الدراسة في مجموعة الوحدات الاقتصادية التي يتم تداول أسهمها في البورصة الفلسطينية في الفترة 2006م وحتى 2009م، وعددها 33، 35، 37، 38، على التوالي، حيث بلغت حجم العينة النهائي لهذه الدراسة 27شركة تم اختيارها وفقا للشروط التالية : أن تكون مدرجة ويتم تداول أسهمها خلال الفترة 2006-2009م، امكانية الحصول على البيانات والمعلومات اللازمة لإتمام الدراسة، تم الاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي (spss) لإجراء الاختبارات الاحصائية التحليلية الآتية: مصفوفة الارتباط وذلك لتحديد درجة ونوع العلاقة بين متغيرات الدراسة، تحليل الانحدار المتعدد وذلك لتحديد القدرة التفسيرية لنموذج الدراسة.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أنه يوجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين معدل النجاح ومعدل العائد السوقي للسهم، ويوجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين معدل التوزيعات / السعر في بداية المدة ومعدل العائد السوقي للسهم.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة هو تكثيف التوعية بأهمية جودة المعلومات المحاسبية وأثرها على البورصة الفلسطينية، ضرورة قيام الشركات التي لا تقوم بتوزيع الأرباح بتبني سياسة توزيع الأرباح والعمل على زيادة نسبة التوزيع.

5- دراسة (أحمد خليل، 2011م) بعنوان " أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الاردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح".

هدفت هذه الدراسة التعرف إلى مفهوم الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة بشكل عام ومكوناتها وأثره على أداء الشركة ممثلاً بحصة سهمها العادي من الأرباح (EPS)، والتعرف إلى أنماط السياسات التي تتبعها الشركات المساهمة العامة في توزيع الأرباح وأثر الهيكل التمويلي للشركة على تحديد نمط السياسة التي ستتبعها في هذا المجال ممثلاً بحصة السهم من التوزيعات (DPS).

يشمل مجتمع الدراسة كافة الشركات المساهمة العامة المدرجة سوق عمان المالي خلال الفترة (2007-2009) بجميع قطاعاته (المالي، الخدمي، الصناعي) البالغ عددها 277 شركة، تم اختيار عينة عشوائية ونسبة بين (25 - 30%) من مجتمع الدراسة، تم الاعتماد على البرنامج الاحصائي (spss) في التحليل وكذلك الوسط الحسابي والانحراف المعياري، بالإضافة إلى تحليل الانحدار البسيط.

ومن أهم النتائج الذي توصلت إليها هذه الدراسة، أن ما نسبته 42% من الشركات المساهمة العامة الأردنية المشمولة في الدراسة تعتمد على الرفع المالي التمويلي في أعمالها ونشاطاتها، كما أن متوسط حصة السهم العادي من الأرباح (EPS) للشركات المساهمة العامة الأردنية في سوق عمان المالي والمشمولة بالدراسة يساوي 0.209 دينار، وأن متوسط حصة السهم من توزيعات

الأرباح (DPS) في الشركات الأردنية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي المشمولة في الدراسة تساوي 0.079.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة، مراعاة عامل الكفاءة في استثمار الأموال المقترضة وذلك من خلال الحرص عند اتخاذ القرار التمويلي في الشركة على الموازنة بين عنصرين وهما: العائد المتوقع على الاستثمار بالنسبة للأموال المقترضة من جهة والفائدة المدفوعة على تلك الأموال، أي تكلفة الدين من جهة أخرى، وتنمية مهارات المديرين الماليين في الشركات المساهمة العامة الأردنية من خلال عقد دورات تدريبية ودورات عمل تنمي إلى مهاراتهم في مجال دراسات الجدوى الاقتصادية وإدارة الموجودات والمطلوبات، والحرص على توزيع أرباح على المساهمين بنسب معقولة؛ لتشجيعهم على الاحتفاظ بأسهمهم، مما يسهم في استقرار الشركة واستمراريتها.

6- دراسة (العويبي، 2010م) بعنوان "تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)".

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء آراء المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية نحو العوامل التي تؤثر في تحديد توجهاتهم الاستثمارية، ومعرفة الأهمية النسبية للعوامل المؤثرة على اتجاهات المستثمرين، والتعرف على مدى الدور الذي تسهم به شركات الوساطة المالية لزيادة الاستثمار في الأسواق المالية وتشجيعه.

يشمل مجتمع الدراسة من المستثمرين الأفراد المحليين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية بقطاع غزة، تم توزيع استبانة على عينة استطلاعية من المستثمرين الأفراد المحليين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية العاملة بقطاع غزة، وتم توزيع (305) استبانة واسترداد (287) وبذلك نسبة الاسترداد (94.10%) وبعد فحص الاستبيانات تم استبعاد (13) استبانة لعد تحقيق الشروط المطلوبة للإجابة عن الاستبانة، وبذلك عدد الاستبانات الداخلة في التحليل (274) استبانة أي نسبة (90%) من حجم العينة.

قام الباحث في هذه الدراسة بتفريغ وتحليل استبانة من خلال برنامج التحليل الإحصائي (SPSS)، وتم استخدام الاختبارات الإحصائية اللامعلمية مثل: اختبار كرونباخ ألفا، معامل ارتباط سيرمان، اختبار الإشارة، النسب المئوية والمتوسط الحسابي والمتوسط الحسابي النسبي.

من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، أن لاستقرار البيئة الاستثمارية أثرا على توجهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية بنسبة 74.24%، فالبيئة الاستثمارية إما أن تكون ملائمة (جاذبة) للاستثمار، وإما أن تكون غير ملائمة (طاردة) للاستثمار، فكلتا الحالتين تؤثر إيجابا أو سلبا على العملية الاستثمارية والمستثمرين في آن واحد، وأن أداء الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية له أثر على توجهات المستثمرين الأفراد بنسبة 65.62% وذلك يوضح أن المستثمرين على اطلاع بتطورات أنشطة الشركات المدرجة في السوق، مما يؤثر على قراراتهم الاستثمارية.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة، أنه يجب على هيئة سوق رأس المال الفلسطينية مع سوق فلسطين على إزالة المعوقات والمشاكل التي يمكن أن تكون سببا في تحول بعض المستثمرين للاستثمار خارج سوق فلسطين مع القيام بتحليل صفات المستثمر الفلسطيني الذي يتوجه للاستثمار بالخارج وتحديد مجتمعهم، ويجب على الشركات أن ترفع من كفاءة أنشطتها وفعاليتها لتعظيم ربحيتها وتحسين أدائها المالي؛ ليزيد إقبال المستثمرين على أوراقها المالية، ويتوجب على الشركات تغليب مصلحة المساهمين وإعادة ترتيباتها فيما يخص أوقات استحقاق توزيع الأرباح على المساهمين، ويفضل أن يتم التوزيع بشكل منتظم وعلى فترات قصيرة وفي أوقات معلومة مسبقا لرفع درجة الثقة بالشركة والمساهمة في نموها.

7- دراسة (الجرجاوي، 2008م) بعنوان " دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في

القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم".

هدفت هذه الدراسة التعرف إلى أبعاد التحليل المالي ومزاياه وكيفية الاستفادة منه في التنبؤ بأسعار الأسهم، وصياغة الجوانب الفكرية للتحليل المالي والاستفادة منها في تطوير مفهوم التنبؤ بأسعار

الأسهم ومعاييرها، والتعرف إلى انعكاسات عملية التحليل المالي على جودة المعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للمنشآت التي تتداول أسهمها في سوق فلسطين للأوراق المالية.

يشمل مجتمع الدراسة كافة المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والمكونة من خمس قطاعات وبعدها 35 شركة وذلك خلال الفترة الواقعة (1997-2007م)، تم اختيار عينة طبقية من مجتمع الدراسة بواقع منشأتين من كل قطاع والتي يتوفر فيها شرطان (توفر كافة بياناتها المالية، أن يكون قد تم ادراجها في السوق منذ عام 1997م، للحصول على أطول سلسلة زمنية لإجراء الاختبار عليها.

تم استخدام القوائم المالية (قائمة الميزانية العمومية وقائمة الأرباح والخسائر) ل (10) منشآت مدرجة أسهمها في بورصة فلسطين منها (6) منشآت في قطاع غزة و(4) منشآت في الضفة الغربية .

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، وجود عدة أطراف تستفيد من عملية التحليل المالي عند اتخاذ قراراتها سواء من داخل المنشأة أو من خارجها، وتتفاوت من حيث اهتمام كل منها بنتائج عمليات التحليل، ولم تعد عملية التحليل المالي قاصرة على المحتوى الكمي للأرقام الدفترية التي تظهرها البيانات المالية المنشورة، وإنما يتعدى اهتمام المحلل في البحث فيما وراء هذه الأرقام من دلالات مع وجود معايير متعددة لقياس الأداء ومقارنة النتائج التي تم التوصل إليها به.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة، الاهتمام بعملية التحليل المالي؛ لما لها من دور فاعل في بيان الوضع المالي للمنشآت فضلا عن دوره في ترشيد قرارات الاستثمار، وضرورة قيام سوق فلسطين للأوراق المالية بمطالبة المنشآت المسجلة لديها بإعداد قوائمها المالية؛ وفقا للمعايير المحاسبية الدولية بهدف توحيد الإجراءات والقواعد التي يتم الاعتماد عليها في إعداد تلك القوائم وذلك بغرض مساعدة المستثمرين على إجراء المقارنات بين أداء المنشآت في القطاع الواحد فيما بينها عند اتخاذ القرار الاستثماري.

8-دراسة (الآغا،2005م) بعنوان "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على نسبة الرافعة المالية لمصادر التمويل المقترضة في الشركات المساهمة العامة، ومعرفة أثر الرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة في فلسطين والتعرف إلى أهم المعايير والمحددات التي تؤثر في اختيار معدل تمويل الاستثمارات.

يشمل مجتمع الدراسة الشركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين والذي بلغ عددها (44) شركة في نهاية سنة 2003م ، تم اختيار عينة مقصودة مكونة من خمس عشرة شركة مساهمة عامة متنوعة النشاط (تجاري ، صناعي ، خدمي) مارست نشاطها لمدة لا تقل عن خمس سنوات وذلك في الفترة الواقعة (1999-2003م) .

تم تحليل القوائم المالية باستخدام النسب المالية مثل (نسبة الرافعة المالية، معدل العائد على الاستثمار، المعدل الموزون لتكلفة التمويل) تم الاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS) في التحليل، واستخدام معامل ارتباط بيرسون وكذلك معادلات الانحدار البسيط والمتعدد بالإضافة للوحة الانتشار والمتوسطات الحسابية .

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن هناك عددا محدودا في اعتماد معظم الشركات المساهمة العامة على القروض ذات التكلفة الثابتة في التمويل خاصة القروض طويلة الأجل، وأن المتوسط العام لمعدل الرافعة المالية للشركات المساهمة العامة في فلسطين خلال فترة الدراسة (32%) وهي أقل بكثير مما هو في الدول مثل: جمهورية مصر العربية والولايات المتحدة الأمريكية.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة هو الاعتماد على مصادر التمويل من خلال حقوق الملكية، حيث أثبتت هذه الدراسة انخفاض تكلفتها وبالتالي انخفاض نسبة المخاطرة؛ لأن تكلفة هذا النوع من التمويل مرهون بشكل كبير بمدى تحقيق الأرباح، والابتعاد قدر الإمكان عن

التمويل من خلال القروض حيث أثبتت هذه الدراسة أن العلاقة عكسية بين تكلفة التمويل بالقروض ومعدل العائد على الاستثمار .

الدراسات الأجنبية

1- SHIBE, AGALEGA, ACHEAMPONG 2014 .

THE EFFECT OF FINANCIAL LEVERAGE AND MARKET SIZE ON STOCK RETURNS ON THE GHANA STOCK EXCHANGE: EVIDENCE FROM SELECTED STOCKS IN THE MANUFACTURING SECTOR.

دراسة بعنوان: أثر الرافعة المالية وحجم السوق على عوائد الأسهم. دراسة على بورصة غانا (أسهم مختارة من قطاع الصناعة).

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

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم عند استخدام البيانات الصناعية، وأيضاً في الشركات الفردية لم تكن العلاقة مستقرة.

2- PACHORM, TOTALA, 2012

INFLUENCE OF FINANCIAL LEVEREGE ON SHAREHOLDERS
RETURN AND MARKET CAPITALIZATION: A STUDY OF
AUTOMOTIVE CLUSTER COMPANIES OF PITHAMPUR " INDIA "

دراسة بعنوان: أثر الرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم والقيمة السوقية.

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تأثير الرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم والقيمة السوقية للشركات العاملة في مجال السيارات.

ومن أهم النتائج الذي توصلت إليها هذه الدراسة، عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم والقيمة السوقية، وقد أرجع الأمر لكون احتمال وجود عوامل أخرى لها الأثر في تحديد الرافعة المالية، مثل المنافسة وتشبع السوق في صناعة السيارات.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة، 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.

3-Mathur,Gill,2011

Factors that influence financial leverage of Canadian Firms

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

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على الرافعة المالية في الشركات الكندية، حيث تكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة تورونتو، خلال الفترة 2008-2010م، حيث اختير منها عينة بواقع (166) شركة .

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

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

4- WILL, 2003: LEVERAGE AND CORPORATE PERFORMANCE A FRONTIER EFFICIENCY ANALYSIS.

دراسة بعنوان: الرافعة المالية والأداء المؤسسي: تحليل الكفاءة.

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم دليل تجريبي جديد حول قضية حوكمة الشركات، من خلال العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الشركات، وقد تم استخدام تقنيات جديدة للحصول على مقاييس لأداء الشركات، تم اجراء التحليل على مجموعة من المتغيرات من بينها الرافعة المالية.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، وجود تباين بين الدول من حيث التأثير.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة، احتياج الموضوع للمزيد من البحث، وتوسع أكثر من حيث المكان والزمان.

التعقيب على الدراسات السابقة

تناولت الدراسات السابقة موضوع الرافعة المالية من أكثر من جانب، حيث تناول بعضها أثر الرافعة المالية على مجموعة من العوامل مثل: معدل العائد على الاستثمار، المردودية المالية، الأداء المالي للشركات، عوائد الأسهم، ربحية الشركات المساهمة، كما تناول بعضها أثر الهيكل التمويلي على تحليل اتجاهات المستثمرين، والتنبؤ بأسعار الأسهم .

تناولت دراسات أخرى علاقة الرافعة المالية بمجموعة من المتغيرات: نسب السيولة، الربحية، المديونية، حجم الشركة، بينما هذه الدراسة تضمنت المتغيرات التالية: حجم الشركة، السعر السوقي للسهم، عائد السهم، درجة الرافعة المالية.

تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في أنها قد يتم تطبيقها في دولة فلسطين ، في حين الدراسات السابقة قد تم تطبيقها في دول عربية أخرى، وهذه الدراسة الأولى التي تناولت موضوع أثر الرافعة المالية على مضاعف سعر السهم في الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

إن هذه الدراسة تعد إضافة للدراسات السابقة؛ لما لها من أهمية كبيرة في موضوعها التي قد يكون تأثيرها على رفع أسعار الأسهم كما قد يزيد في ربحية الشركات المساهمة وتضخيم ثروة الملاك، وإننا في هذه الدراسة سوف نستخدم أسلوب التحليل المالي للقوائم المالية السنوية للشركات المساهمة العامة.

وتتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة أنها ستغطي فجوة بحثية زمنية وأنها امتداد لدراسات سابقة في هذا المجال.

والجدول التالي يوضح ذلك :

الدراسة	العنوان	المنهج المستخدم	مجتمع الدراسة	عينة الدراسة	البيئة التي أجريت فيها	التشابه مع الدراسة الحالية	الاختلاف مع الدراسة الحالية
(الأغا،2005م)	أثر الرفعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار	التحليلي	الشركات المساهمة العامة في فلسطين	15 شركة	الفلسطينية	الهدف، والبيئة المستخدمة، والمنهج	المتغير التابع (معدل العائد على الاستثمار)
(عبد الرحمن، 2015م)	أثر الرفع المالي على المردودية المالية	التحليلي	الشركات البترولية الوطنية العاملة بمنطقة حاسي مسعود في الجزائر	5 شركات	الجزائر	الهدف ، والمنهج المستخدم، والمتغير التابع (المردودية المالية)	البيئة التي أجريت فيها
(عليوي،2019م)	أثر الرفع المالي على الأداء المالي	التحليلي	الشركات المساهمة العامة الأردنية	25% من مجتمع الدراسة	الأردن	الهدف ، والمنهج المستخدم	البيئة والمتغير التابع (الأداء المالي)
(الصعيدى،2011 م)	العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي	التحليلي	الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية (143) شركة	27 شركة	الفلسطينية	المنهج المستخدم والبيئة التي أجريت فيها	المتغير المستقل (العوامل المؤثرة)
(أحمد خليل،2011م)	أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات	التحليلي	الشركات المساهمة العامة الاردنية (277 شركة)	20-30% من مجتمع الدراسة	الأردنية		المتغير المستقل والتابع

الهدف والمنهج المستخدم	البيئة	الفلسطينية	287 فرداً	المستثمرين الأفراد المحليين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية	الوصفي	تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية	(العويسي، 2010م)
المتغير المستقل والمتابع	المنهج المستخدم والبيئة التي أجريت فيها	الفلسطينية	الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية	الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية	التحليلي	تحليل سلوك أسعار لأسهم وأثره على كفاءة بورصة	(المصري، 2011م)
المتغير المستقل	المنهج المستخدم والبيئة التي أجريت فيها	الفلسطينية	منشأتين من كل قطاع	المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (35) شركة	التحليلي	دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم	(الجرجاوي، 2008م)
البيئة التي أجريت فيها	المنهج والمتغيرات	الهندية	الشركات العاملة في مجال السيارات	الشركات العاملة في مجال السيارات	التحليلي	تأثير الرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم	PACHORM, 2012
البيئة التي أجريت فيها والمتغير التابع	المنهج والمتغير المستقل	_____	_____	_____	التحليلي	الرافعة المالية والأداء المؤسسي	WILL, 2003

البشة التي أجريت فيها	المنهج والمتغيرات	غانا	بورصة غانا	بورصة غانا	التحليلي	أثر الرافعة المالية وحجم السوق على عوائد الأسهم	SHIBE, AGALEGA, ACHEAMPON G2014.
المتغير المستقل (العوامل المؤثرة)	المنهج والمتغيرات	كندا	الشركات المدرجة في بورصة توريننتو، كندا 166 شركة	الشركات الكندية	التحليلي	العوامل التي تؤثر على الرافعة المالية	Mathur,Gill,2011

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

3-1 مجتمع الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها 48 شركة. وذلك لتوفر التقارير المالية لهذه الشركات.

3-2 عينة الدراسة

تم الاعتماد على البيانات المالية لخمسة وثلاثين شركة عاملة في السوق الفلسطيني خلال الفترة من العام 2008-2018، حيث تم استخراجها من الموقع الإلكتروني لسوق الأوراق المالية الفلسطيني. يوضح الجدول أدناه الشركات التي تم استخلاص بياناتها المالية:

اسم الشركة	سنة تأسيس الشركة	رأسمال الشركة
سند للموارد الإنشائية	2016م	69.300.000 دولار أمريكي
موبايل الوطنية للاتصالات	2010م	293.000.000 دولار أمريكي
جلوبال كوم للاتصالات	2009م	10.000.000 دولار أمريكي
الإتحاد للإعمار والإستثمار	2005م	32.000.000 دولار أمريكي
الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	2005م	13.000.000 دولار أمريكي
العقارية التجارية للإستثمار	2004م	7.757.405 دولار أمريكي
الشركة الفلسطينية للكهرباء	1999م	60.000.000 دولار أمريكي
فلسطين لصناعة اللدائن	1998م	700.000 دينار أردني
بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	1998م	2.514.140 دينار أردني
دواجن فلسطين	1997م	13.440.000 دينار أردني
المؤسسة العربية للفنادق	1996م	19.677.158 دينار أردني
القدس للإستثمارات العقارية	1996م	10.000.000 دولار أمريكي
الاتصالات	1995م	131.625.000 دينار اردني

10.000.000 دولار أمريكي	1995م	سوق فلسطين للأوراق المالية
18.750.000 دولار أمريكي	1995م	فلسطين للإستثمار الصناعي
11.000.000 دولار أمريكي	1995م	أبراج الوطنية
15.000.000 دينار أردني	1995م	مطاحن القمح الذهبي
3.177.813 دينار أردني	1995م	مركز نابلس الجراحي التخصصي
100.000.000 دولار امريكي	1994م	العربية الفلسطينية للاستثمار
63.762.486 دينار أردني	1994م	فلسطين للإستثمار العقاري
12.000.000 دينار أردني	1994م	المستثمرون العرب
300.000.000 دولار امريكي	1993م	فلسطين للتنمية والاستثمار
4.840.419 دينار أردني	1993م	الفلسطينية للإستثمار والإئتماء
5.000.000 دولار أمريكي	1993م	الوطنية لصناعة الكرتون
7.314.000 دينار أردني	1991م	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات
1.500.000 دينار أردني	1990م	العربية لصناعة الدهانات
10.000.000 دولار أمريكي	1986م	دار الشفاء لصناعة الأدوية
1.000.000 دينار أردني	1986م	المؤسسة العقارية العربية
750.000 دينار أردني	1977	مصنع الشرق للإلكترود
20.000.000 دولار أمريكي	1973م	بيرزيت للأدوية
10.000.000 دينار أردني	1970م	بيت جالا لصناعة الأدوية
18.000.000 دولار أمريكي	1969م	القدس للمستحضرات الطبية
10.000.000 دينار أردني	1964م	سجائر القدس
4.000.000 دينار أردني	1953م	مصانع الزيوت النباتية
4.000.000 دينار أردني	1945م	مصايف رام الله

3-3 المعالجة الإحصائية

تهدف إلى وصف متغيرات الدراسة، واستخدام أساليب الاقتصاد القياسي لاختبار فرضيات الدراسة، إذ تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

1- المؤشرات الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة التابعة والمستقلة، والمتمثلة في الوسط الحسابي، والوسيط، والانحراف المعياري، والقيمة العظمى والقيمة الصغرى.

2- معامل الارتباط الخطي (بيرسون)

3- اختبار جذر الوحدة (Unit root test) لفحص استقرار السلاسل الزمنية باستخدام اختبار Levin, Lin, Chu (LLC).

4- اختبارات اختيار النموذج الملائم لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، اختبار تشاو (Chow test)، واختبار هوسمان (Hausman test).

5- دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة باستخدام النماذج الملائمة للبيانات المقطعية ذات السلاسل الزمنية، وهي نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثير الثابت أو العشوائي، وذلك بناء على نتائج اختبارات اختيار النموذج الملائم.

3-4 اختبار جذر الوحدة

تكمّن أهمية هذا الاختبار في معرفة استقرار السلسلة الزمنية، وتحديد درجة تكاملها، حيث أن خلو البيانات من مشكلة جذر الوحدة أي بمعنى أن البيانات مستقرة (Stationary) ومعرفة درجة التباطؤ اللازمة لاستقرارها سيحد من مشكلة الانحدار الزائف لمتغيرات الدراسة. ولفحص هذه المشكلة، يطبق عادة في حالة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية المجموعة اختبار Levin, Lin, Chu (LLC)، وتكون فرضيات هذا الاختبار على الشكل التالي:

H0: البيانات تحتوي على جذر الوحدة ($p > 0.05$)

H1: البيانات لا تحتوي على جذر الوحدة ($p < 0.05$)

3-5 تحديد النموذج الملائم لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة

يتم استخدام العديد من الاختبارات لاختيار أفضل نموذج لتقدير البيانات ذات السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة ، مثل:

3-5-1 اختبار تشاو (Chow test)

يستخدم اختبار تشاو للتحقق مما إذا كان التأثير المشترك (CE) أو التأثير الثابت (FE) هو الأنسب في تقدير البيانات ذات السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة.

H0: نموذج التأثير المشترك (CE) هو الأنسب في التقدير، ويتم قبولها في حال كانت احتمالية الاختبار ($p > 0.05$)

H1: نموذج التأثير الثابت (FE) هو الأنسب في التقدير، ويتم قبولها في حال كانت احتمالية الاختبار ($p < 0.05$)

3-5-2 اختبار Hausman

يستخدم اختبار Hausman للتحقق مما إذا كان التأثير العشوائي (RE) أو التأثير الثابت (FE) هو الأنسب لتقدير البيانات ذات السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة.

H0: نموذج التأثير العشوائي هو الأنسب للتقدير ($p > 0.05$)

H1: نموذج التأثير الثابت هو الأنسب في التقدير ($p < 0.05$)

3-6 نماذج الاقتصاد القياسي

تعرف البيانات ذات السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة (Panel data) بالبيانات التي تتكون من كل من السلاسل الزمنية وبيانات المقطع العرضي. على سبيل المثال ، بيانات الناتج المحلي الإجمالي لعشرة دول عبر عشرة سنوات، توفر 100 مشاهدة. إن تحليل هذ البيانات على شكل سلاسل زمنية أو مقاطع عرضية كل على حدا، لن يكون كافياً ويخلو من الدقة، لذلك فمن الأفضل تحليلها معاً باستخدام النماذج الخاصة بالسلاسل الزمنية المقطعية المجمعة (Panel data).

يتم تحليل هذا النوع من البيانات من خلال أحد النماذج الثلاثة، والتي يتم اختيار النموذج المناسب بناء على عدة اختبارات :

1. يعتبر نموذج الانحدار التجميعي (Pooled) أو التأثير المشترك (Common effect) هو الأبسط. ويأتي على الشكل التالي:

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad , i = 1, 2, \dots, k \quad , t = 1, 2, \dots, T \dots \dots (1)$$

y: المتغير التابع β_0 : الحد الثابت β : معامل المتغير المستقل X_i : المتغير المستقل
 ε_{it} عنصر الخطأ:

2. نموذج التأثيرات الثابتة: يهدف نموذج التأثيرات الثابتة إلى التعرف على سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية على حدا. وتستخدم نماذج التأثير الثابت المتغير الوهمي (Dummy variables) لكل مجموعة وتدخلها على نموذج المربعات الصغرى، حيث تعد نماذج انحدار المربعات الصغرى العادية (OLS) مع المتغيرات الوهمية، نماذج ذات تأثير ثابت (LSDV) كما يظهر في المعادلة رقم (2) (Baltagi, 2008).

$$y_{it} = \sum_{i=1}^k D_{it} \beta_i + \beta_i x_{it} + \varepsilon_{it} \quad , i = 1, 2, \dots, k \quad , t = 1, 2, \dots, T \dots \dots (2)$$

المتغير الوهمي لكل مجموعة: D

3. نموذج التأثيرات العشوائية: يكمن الفرق الأساسي بين نماذج التأثيرات الثابتة (FE) والعشوائية (RE) في دور المتغيرات الوهمية (Dummy Variables) في النماذج. فإذا اعتبرت المتغيرات الوهمية جزءاً من التقاطع، فهذا نموذج تأثير ثابت. أما في نموذج التأثير العشوائي، تعمل المتغيرات الوهمية كخطأ التقدير (Error term). ويفترض نموذج التأثيرات الثابتة أن كل مجموعة (شركة) لها مكون خاص بمجموعة عشوائية إلى y ، ويعد تضمين المتغيرات الوهمية طريقة للتحكم في التأثيرات غير الملحوظة على y . لكن هذه الآثار غير الملحوظة قد تكون عشوائية. إذ يحاول نموذج الآثار العشوائية التعامل مع المكون غير الملحوظ، كمكون لمصطلح الخطأ العشوائي. حيث أن V_i هو عنصر الخطأ الذي يختلف بين المجموعات ولكن ليس داخل المجموعات، و ε_{it} هو عنصر الخطأ الذي يختلف باختلاف المجموعة والوقت. يتمثل نموذج التأثير العشوائي كما في المعادلة (3):

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + V_i + \varepsilon_{it} \quad , i = 1, 2, \dots, N \quad , t = 1, 2, \dots, T \quad \dots (3)$$

الفصل الرابع

نتائج التحليل الوصفي ونماذج الاقتصاد القياسي

مقدمة

يقدم هذا الفصل تحليلاً وصفيًا للبيانات المستخدمة في بناء نماذج الاقتصاد القياسي التي بنيت بغرض اختبار فرضيات الدراسة، والإجابة عن أسئلتها، وتحقيق أهدافها. كما يشرح هذا الفصل نموذج الاقتصاد القياسي المستخدم في هذا البحث، والاختبارات المتعلقة به، والنتائج المستخلصة منه.

4-1 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

نظراً لأن بعض الشركات قد تأسست بعد عام 2008 فقد بلغ عدد المشاهدات 329 مشاهدة. وتم حساب المؤشرات الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة التابعة والمستقلة، والمتمثلة في الوسط الحسابي، والوسيط، والانحراف المعياري، والقيمة العظمى والقيمة الصغرى كما يبين الجدول (1).

جدول 1: نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة والتابعة

المتغيرات المقياس	رأس المال (دولار أمريكي)	الرفع المالي	مضاعف سعر السهم	العائد على سعر السهم (دولار أمريكي)	سعر السهم (دولار أمريكي)
الوسط الحسابي	21,786,423.0	1.30	37.26	0.15	2.23
الوسيط	9,884,000.0	1.01	9.56	0.06	1.21
القيمة العظمى	258,000,000.0	30.34	2,364.00	2.41	19.91
القيمة الصغرى	185,854.5	-1.78	-518.84	-0.47	0.08
الانحراف المعياري	41,977,503.0	2.09	197.10	0.35	2.50
عدد المشاهدات	329	329	329	329	329

بلغ متوسط رأس المال للشركات العاملة في الشوق الفلسطيني (21.8) مليون دولار أمريكي، بينما بلغت القيمة العظمى لرأس المال (258) مليون دولار أمريكي، والقيمة الصغرى (185.8) ألف دولار أمريكي. أما بالنسبة إلى الرفع المالي والذي تم حسابه بقسمة الربح قبل الفائدة والضريبة على

الربح بعد الفائدة والضريبة فقد بلغ معدله (1.3)، بقيمة عظمى وصلت إلى (30)، وقيمة صغرى بلغت (-1.78)، فيما بلغ معدل سعر السهم في السوق الفلسطيني (2.23) دولار أمريكي، بقيمة عظمى (19.91) دولار أمريكي، وقيمة صغرى (0.08) دولار أمريكي. أما العائد على سعر السهم فيبلغ متوسطه (0.15) دولار أمريكي، بقيمة عظمى (2.41) دولار أمريكي، وقيمة صغرى (-0.47) دولار أمريكي. أما مضاعف سعر السهم والذي يحسب بقسمة سعر السهم على العائد عليه، فقد بلغ معدله (37.26)، بقيمة عظمى وصلت إلى (2364)، وقيمة صغرى بلغت (-518). وتؤكد جميع هذه المؤشرات على وجود فجوة كبيرة بين الشركات العاملة في فلسطين فبالنظر إلى المؤشرات الخاصة برأس المال وسعر السهم تلاحظ مدى اتساع هذه الفجوة. في حين يدل العائد على سعر السهم على أن هناك شركات عاملة تحقق أرباحاً كبيرة، في حين يوجد شركات تتعرض إلى خسائر كبيرة، كما يوجد شركات لا تخسر ولكنها لا تحقق أرباحاً طائلة. وهذا ما تم ملاحظته أيضاً من خلال مؤشر مضاعف سعر السهم.

4-2 مصفوفة معامل الارتباط الخطي (بيرسون) بين متغيرات الدراسة

يهدف حساب معامل الارتباط (بيرسون) إلى قياس مدى قوة العلاقة بين متغيرين كميين، وتتراوح قيمة هذا المعامل بين (1 و -1). وكلما اقترب هذا المعامل من (1)، فهذا يدل على مدى قوة العلاقة الطردية بين المتغيرين. بينما كلما اقتربت من (-1)، فهذا يدل على قوة العلاقة العكسية بين المتغيرين، في حين اقترب قيمة هذا المعامل من (0)، فهذا يدل على عدم وجود علاقة بين المتغيرين. بمعنى أن قيمة معامل الارتباط (بيرسون) تدل على مدى قوة أو ضعف العلاقة بين المتغيرين المبحوثين. يوضح الجدول (2) قيمة معامل الارتباط (بيرسون) بين متغيرات الدراسة.

جدول 2: مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

سعر السهم	العائد على سعر السهم	مضاعف سعر السهم	الرافعة المالية	رأس المال	
				1	رأس المال
			1	0.172	الرافعة المالية
		1	0.599	0.120	مضاعف سعر السهم
	1	-0.044	-0.059	-0.170	العائد على سعر السهم
1	0.884	-0.051	-0.039	-0.160	سعر السهم

يبين الجدول (2) أن قيمة معامل الارتباط بيرسون بين رأس المال وكل من الرافعة المالية، ومضاعف سعر السهم، وسعر السهم، والعائد على سعر السهم متدنية، وهذا يدل على ضعف العلاقة بين رأس المال والمتغيرات المذكورة.

كما يبين الجدول أن قيمة معامل الارتباط (بيرسون) بين الرافعة المالية ومضاعف سعر السهم وصلت إلى 0.60 وهذا يعني وجود علاقة طردية بين هذين المتغيرين. بينما يقترب قيمة المعامل بين الرافعة المالية وسعر السهم، وبين الرافعة المالية والعائد على سعر السهم من (0)، وهذا يعني عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية وهذين المتغيرين، بينما توجد علاقة بين الرافعة المالية ونسبة سعر السهم إلى العائد عليه (مضاعف سعر السهم).

ونظراً لتدني قيمة معامل الارتباط بين مضاعف سعر السهم والعائد عليه، ومضاعف سعر السهم وسعر السهم، يتبين عدم وجود علاقة بينهما. في حين بلغت قيمة معامل الارتباط بين سعر السهم، والعائد عليه (0.884)، وهذا يدل على وجود علاقة طردية قوية بين سعر السهم والعائد عليه، بمعنى كلما زاد سعر السهم زاد العائد عليه.

3-4 اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات

يظهر الجدول (3) نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة، وحيث أن احتمالية الاختبار أقل من 0.05 لجميع المتغيرات فهذا يقود إلى رفض الفرضية الصفرية بوجود جذر الوحدة، وهذا يعني خلو متغيرات الدراسة من مشكلة جذر الوحدة أي السلاسل الزمنية للمتغيرات المبحوثة مستقرة، مما يمكن من استخدامها في نماذج الدراسة.

جدول(3): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

المتغير	P-value	النتيجة
مضاعف سعر السهم	0.000	لا يوجد جذر وحدة
سعر السهم	0.000	لا يوجد جذر وحدة
العائد على سعر السهم	0.000	لا يوجد جذر وحدة
الرافعة المالية	0.000	لا يوجد جذر وحدة
رأس المال	0.000	لا يوجد جذر وحدة

4-4 نماذج البحث

يهدف هذا البحث إلى تحديد أثر الرافعة المالية على كل من مضاعف سعر السهم، وسعر السهم، والعائد على السهم، ولتحقيق ذلك تم بناء ثلاثة نماذج بالاعتماد على البيانات ذات السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة لـ 35 شركة عاملة في فلسطين خلال 11 عاماً، وجاءت هذه النماذج على الشكل التالي:

$$\text{Pmstock}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dleverage}_{it} + \beta_2 \text{Capital} + \varepsilon_{it}$$
 النموذج الأول:

$$\text{Pstock}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dleverage}_{it} + \beta_2 \text{Capital} + \varepsilon_{it}$$
 النموذج الثاني:

$$\text{Rstock}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dleverage}_{it} + \beta_2 \text{Capital} + \varepsilon_{it}$$
 النموذج الثالث:

Pmstock: مضاعف سعر السهم.

Dleverage: الرافعة المالية.

Capital: رأس مال الشركة.

Pstock: سعر السهم.

Rstock: العائد على السهم.

ϵ it: حد الخطأ.

$i = 1, 2, \dots, 35$ (شركة)

$t = 1, 2, \dots, 11$ (سنة)

4-5 نتائج اختيار نموذج التقدير الأفضل

يشير الجدول (4) إلى نتائج الاختبارات المستخدمة لتحديد النموذج الأفضل لكل من نماذج التقدير الثلاثة. وتبين أن نموذج التأثير المشترك أو الانحدار التجميعي هو الأفضل لقياس تأثير الرافعة المالية على مضاعف سعر السهم، حيث تم قبول الفرضية الصفرية لاختبار Chow مما يؤكد أفضلية نموذج التأثير المشترك. أما بالنسبة إلى قياس تأثير الرافعة المالية على كل من سعر السهم، والعائد على السهم فتبين رفض الفرضية الصفرية لكلا النموذجين لاختبار Chow، مما استدعى تنفيذ اختبار Hausman، حيث تبين قبول الفرضية الصفرية لكليهما مما يعني أن نموذج التأثير العشوائي هو الأفضل لتقدير كلا النموذجين.

جدول (4): نتائج اختبارات تحديد النموذج الأفضل لتقدير النماذج المستخدمة في البحث

نموذج العائد على سعر السهم		نموذج سعر السهم		نموذج مضاعف سعر السهم		
النتيجة	احتمالية الاختبار	النتيجة	احتمالية الاختبار	النتيجة	احتمالية الاختبار	الاختبار
نموذج التأثير المشترك غير ملائم	0.000	نموذج التأثير المشترك غير ملائم	0.0000	نموذج الانحدار التجميعي أو التأثير المشترك هو الأنسب	0.2365	اختبار Chow
نموذج التأثير العشوائي هو الأفضل	0.6689	نموذج التأثير العشوائي هو الأفضل	0.5557	-	-	اختبار Hausman

4-6 اختبار الفرضية الصفرية الأولى التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية

للعلاقة المالية على مضاعف سعر السهم عند مستوى دلالة $(\alpha=0.05)$.

تم اختبار هذه الفرضية بالاعتماد على نموذج مضاعف سعر السهم. ومن خلال نتائج اختبار

النموذج الأفضل المذكورة في الجدول (4) تم تقدير نموذج مضاعف سعر السهم باستخدام نموذج

التأثير المشترك. ويشير الجدول (5) إلى نتائج تقدير نموذج مضاعف سعر السهم.

جدول (5): نتائج نموذج مضاعف سعر السهم

النتيجة	الاحتمالية P-value	المعامل Coefficient	المتغيرات المستقلة
	0.0007	-37.43707	الثابت C
ذو أهمية معنوية*	0.0000	56.31468	الرافعة المالية
لا يوجد أهمية معنوية	0.7069	7.95E-08	رأس المال
0.359590			R ²
0.00000			Prob(F-statistic)

*ذو أهمية معنوية إذا $p\text{-value} < 0.05$

لا يوجد أهمية معنوية إذا $p\text{-value} > 0.05$

ويتبين من خلال النتائج المعروضة في الجدول السابق إلى أن الرافعة المالية تفسر 36% من التغير في مضاعف سعر السهم ($R^2=0.359$). كما بلغت احتمالية اختبار جودة النموذج (0.000) وهي أقل من (0.05)، بمعنى أنه يوجد متغير واحد على الأقل يؤثر على المتغير التابع (مضاعف سعر السهم).

وتبين أن الرافعة المالية لها تأثير ذو دلالة إحصائية على مضاعف سعر السهم ($P=0.000$) أقل من (0.05)، ولذلك نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على مضاعف سعر السهم. وقد بلغت قيمة معامل الرافعة المالية (56.3)، بمعنى أن زيادة الرافعة المالية بمقدار وحدة واحدة، سيؤدي إلى زيادة مضاعف سعر السهم بـ 56 وحدة. كما تبين أنه لا يوجد أي أثر لرأس المال على مضاعف سعر السهم حيث أن الاحتمالية ($p=0.7069$) أعلى من (0.05).

4-7 اختبار الفرضية الصفرية الثانية التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على سعر السهم عند مستوى دلالة $(\alpha=0.05)$.

تم اختبار هذه الفرضية بالاعتماد على نموذج سعر السهم. ومن خلال نتائج اختبار النموذج الأفضل المذكورة في الجدول (4) تم تقدير نموذج سعر السهم باستخدام نموذج التأثير العشوائي. ويشير الجدول (6) إلى نتائج تقدير نموذج سعر السهم.

جدول (6): نتائج نموذج سعر السهم

النتيجة	الاحتمالية P-value	المعامل Coefficient	المتغيرات المستقلة
	0.0000	2.529235	الثابت C
لا يوجد أهمية معنوية	0.5011	-0.025026	الرافعة المالية
لا يوجد أهمية معنوية	0.1588	-1.12E-08	رأس المال
		0.007779	R ²
		0.280032	Prob(F-statistic)

*ذو أهمية معنوية إذا $p\text{-value} < 0.05$

لا يوجد أهمية معنوية إذا $p\text{-value} > 0.05$

يشير الجدول (6) إلى أن قيمة R² متدنية جداً بمعنى أن الرافعة المالية ورأس المال لا يفسران التغير في سعر السهم. كما تشير بطبيعة الحال قيمة احتمالية اختبار ملائمة النموذج والتي بلغت 0.28 وهي أعلى من (0.05)، بمعنى لا يوجد أي متغير ذو أهمية معنوية في النموذج. وبالنظر إلى احتمالية الرافعة المالية ($p=0.501$) وهي أعلى من 0.05 يتبين أنه لا يوجد أي تأثير للرافعة المالية على سعر السهم، لذلك نقبل الفرضية الصفرية الثانية. أي أنه يوجد أي أثر لرأس المال

على سعر السهم ($p=0.1588$). أي أنه يوجد عوامل أخرى تؤثر على سعر السهم في السوق المالي الفلسطيني.

4-8 اختبار الفرضية الصفرية الثالثة التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على العائد على سعر السهم عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$).

تم اختبار هذه الفرضية بالاعتماد على نموذج مضاعف سعر السهم. ومن خلال نتائج اختبار النموذج الأفضل المذكورة في الجدول (4) تم تقدير نموذج العائد على سعر السهم باستخدام نموذج التأثير العشوائي. ويشير الجدول (7) إلى نتائج تقدير نموذج العائد على سعر السهم.

جدول (7): نتائج نموذج العائد على سعر السهم

Decision	P-value	Coefficient	المتغيرات المستقلة
	0.0027	0.181670	الثابت C
لا يوجد أهمية معنوية	0.7367	-0.001743	الرافعة المالية
لا يوجد أهمية معنوية	0.2002	-1.45E-09	رأس المال
		0.005563	R^2
		0.280032	Prob(F-statistic)

*ذو أهمية معنوية إذا $p\text{-value} < 0.05$

لا يوجد أهمية معنوية إذا $p\text{-value} > 0.05$

يشير الجدول (7) إلى أن قيمة R^2 متدنية جداً بمعنى أن الرافعة المالية ورأس المال لا يفسران التغير في العائد على سعر السهم. كما تشير بطبيعة الحال قيمة احتمالية اختبار ملائمة النموذج والتي بلغت 0.28 وهي أعلى من (0.05)، بمعنى لا يوجد أي متغير ذو أهمية معنوية في النموذج. وبالنظر إلى احتمالية الرافعة المالية ($p=0.7367$) وهي أعلى من (0.05)، يتبين أنه لا يوجد أي تأثير للرافعة المالية على العائد على سعر السهم. لذلك نقبل الفرضية الصفرية الثالثة. أي أنه يوجد أي تأثير لرأس المال على سعر السهم ($p=0.2002$)، وهي أعلى من (0.05). أي

أنه يوجد عوامل أخرى تؤثر على العائد على سعر السهم في السوق المالي الفلسطيني مثل سعر السهم كما تبين من خلال قياس معامل الارتباط بيرسون.

9-4 اختبار الفرضية الصفرية الرابعة التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة لرأس المال على مضاعف سعر السهم عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$).

تم اختبار هذه الفرضية باستخدام نموذج مضاعف سعر السهم. ومن خلال نتائج اختبار النموذج الأفضل المذكورة في الجدول (4) تم تقدير نموذج مضاعف سعر السهم باستخدام نموذج التأثير المشترك. ويشير الجدول (5) إلى نتائج تقدير نموذج مضاعف سعر السهم.

جدول (8): نتائج نموذج مضاعف سعر السهم

النتيجة	الاحتمالية P-value	المعامل Coefficient	المتغيرات التابعة
	0.0007	-37.43707	C
ذو أهمية معنوية*	0.0000	56.31468	DLEVERAGE
لا يوجد أهمية معنوية	0.7069	7.95E-08	CAPITAL
		0.359590	R ²
		0.00000	Prob(F-statistic)

*ذو أهمية معنوية إذا $p\text{-value} < 0.05$

لا يوجد أهمية معنوية إذا $p\text{-value} > 0.05$

يبين جدول (8) أنه لا يوجد أي أثر لرأس المال على مضاعف سعر السهم حيث أن الاحتمالية ($p=0.7069$) أعلى من (0.05)، بمعنى قبول الفرضية الصفرية الرابعة.

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

مقدمة

بناء على التحليل الوصفي لبيانات الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية الفلسطيني، وبحسب نتائج نماذج الاقتصاد القياسي التي تم بناؤها بهدف دراسة أثر الرافعة المالية على مضاعف سعر السهم، وسعر السهم، والعائد على سعر السهم، توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج والتوصيات لمساعدة أصحاب القرار والمهتمين والباحثين بخصوص السوق المالي الفلسطيني.

1-5 النتائج

1. مناقشة فرضية الدراسة الأولى التي تنص على أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.05$) للرافعة المالية على مضاعف سعر السهم.

- توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية للرفع المالي على مضاعف سعر السهم. وعلى الرغم من عدم وجود أثر للرفع المالي على سعر السهم أو العائد عليه إلا أنه يوجد له أثر على مضاعف سعر السهم، بمعنى أن نسبة سعر السهم من العائد عليه هي التي تتأثر بالرفع المالي، حيث جاءت العلاقة إيجابية بشكل كبير، وهذا يعني أن الرفع المالي يزيد من الفجوة بين سعر السهم والعائد عليه.

تستند هذه النتيجة إلى رأي الباحث فقط، حيث أن هذه الدراسة هي الأولى التي تبحث في أثر الرافعة المالية على مضاعف سعر السهم على مستوى الدراسات الفلسطينية، ولم يتمكن الباحث من الوصول إلى دراسات عربية أو أجنبية عالجت بهذا الموضوع.

مناقشة فرضية الدراسة الثانية التي تنص على أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \geq 0.05$) للرفع المالي على سعر السهم.

- توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على سعر السهم. وهذه النتيجة تتفق مع ما توصل إليه الباحث (إدريس، 2016) الذي توصل إلى عدم وجود علاقة بين الرفع المالي وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الفلسطيني. كما تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Totala, 2012) التي توصلت عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للرفع المالي على القيمة السوقية للأسهم، ويعزى ذلك إلى وجود عوامل أخرى أكبر تأثيراً من الرافعة المالية. ولكنها تختلف مع ما توصل إليه الباحثان (Brealey & Meres, 2003) الذين فسروا هذه النتيجة إلى أن الرافعة المالية تزيد من التدفقات المتوقعة للأرباح لكل سهم وليس لسعر السهم، حيث أن العائد المتوقع على أسهم الشركة تزيد بالتناسب مع زيادة نسبة الدين على حقوق الملكية وتعتمد هذه الزيادة على العائد المتوقع على المحفظة لكل الأوراق المالية للشركة، وكذلك العائد المتوقع على المديونية، فكلما زادت تلك التدفقات زادت العائدات المتوقعة للشركة.

3. مناقشة فرضية الدراسة الثالثة التي تنص على أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \geq 0.05$) للرفع المالي على العائد على سعر السهم.

توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر للرافعة المالية على العائد على سعر السهم. وانفقت مع دراسة (معاش، 2016) التي توصلت إلى عدم وجود علاقة بين الرفع المالي والعائد على السهم. واختلفت هذه الدراسة مع ما توصل إليه دراسة (عبد الرحمن، 2015) والتي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي وربحية الشركات. كما اختلفت مع دراسة (Shibe, 2014) التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم. وتوصلت دراسة (طراونة 2014) إلى تأثير ربحية السهم في الشركة المساهمة بشكل إيجابي أو سلبي بمحتوى هيكل التمويل للشركة، فعندما تقوم الشركة بالافتراض بمعدل ثابت التكلفة لتمويل عملياتها واستثماراتها، فإنها تحقق من ذلك عائداً على الاستثمار يزيد على تكلفة الديون، ومما يؤدي إلى الزيادة في العائد الموزع على المساهمين، وهذا من إيجابيات الرفع المالي. أما إذا لم تستطع الشركة تحقيق عائد

يفوق كلفة التمويل للديون من استثماراتها فهذا يعد تأثيراً سلبياً للرفع المالي. وتأثير الرافعة المالية يعتمد على دخل الشركة، فإذا كان الدخل أكبر من نقطة التعادل سوف يزداد العائد لحامل السهم بزيادة الرافعة المالية، أما إذا كان أقل من نقطة التعادل فيقل العائد على السهم بالرفع المالي. ولا يتأثر العائد عندما يكون الدخل التشغيلي مساوياً لمعدل الفائدة على الدين (Brealey & Myers, 2003). وتوصلت دراسة (الحمودني، 2012) إلى أن الرفع المالي يكون أثره إيجابياً على ربحية الشركات إذا استطاعت إدارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات التي تم تمويلها بأموال الديون أعلى من معدل تكلفة الديون.

4. مناقشة فرضية الدراسة الرابعة التي تنص على أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \geq 0.05$) لرأس المال على مضاعف سعر السهم.

- توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر لرأس مال الشركة على أي من مضاعف سعر السهم، سعر السهم، العائد على سعر السهم. وهذا يعود إلى التفاوت الكبير بين رأس مال الشركات العاملة في السوق المالي الفلسطيني، واعتمادها على الرفع المالي.

5. تبين من خلال التحليل الوصفي أن هناك تفاوتاً كبيراً بين المؤشرات المالية للشركات العاملة في سوق الأوراق المالية الفلسطيني، مما ما أدى إلى الوصول إلى نتائج غير متوقعة. بالإضافة إلى كون السوق المالي الفلسطيني يتسم بالصغر، ويعاني من التقلبات السياسية.

5-2 التوصيات

- 1- ضرورة دراسة العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم بنسب المديونية الأخرى مثل نسبة الدين إلى حقوق الملكية أو نسبة الدين إلى الموجودات.
- 2- ضرورة دراسة العلاقة بين الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول.
- 3- ضرورة إجراء هذه الدراسة لكل قطاع اقتصادي، نظراً لاختلاف السمات المالية بين القطاعات الاقتصادية، وذلك لتحديد أكثر القطاعات استخداماً للرفع المالي وتأثيره على الأداء المالي لهذه القطاعات.
- 4- ضرورة أن تقوم الشركات بدراسة وضعها المالي قبل الإقدام على الرفع المالي، وذلك لزيادة العائد على السهم، بمعنى ضرورة الاستخدام الأمثل لمصادر التمويل لزيادة ربحية السهم.
- 5- ضرورة إجراء هذه الدراسة بالتزامن مع دراسة أثر العوامل السياسية على أداء السوق المالي الفلسطيني كون فلسطين تعاني من عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي.
- 6- ضرورة إجراء هذه الدراسة وإضافة متغيرات مستقلة أخرى حتى يكون نموذج الاقتصاد القياسي قادراً على تفسير التغيرات في المؤشرات المالية بشكل أفضل.
- 7- ضرورة إجراء هذه الدراسة على الشركات العاملة في القطاع المالي كالبنوك، وشركات التأمين.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المراجع العربية

- أبو صباح، سليمان: الإدارة المالية. مكتبة جامعة القدس المفتوحة. نابلس- فلسطين. 2008م.
- احمد خليل، اسلام: أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح. جامعة الشرق الأوسط. عمان-الاردن. 2011م.
- آل شيب، دريد: إدارة مالية شركات متقدمة . دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع. عمان-الاردن. 2010م.
- آل شيب، دريد: مبادئ الإدارة المالية. دار المناهج للنشر والتوزيع. عمان-الاردن. 2009م.
- بن سميحة، عزيزة: البورصة والأسواق المالية. دار الأيام للنشر والتوزيع. عمان-الاردن. 2017م.
- التميمي وسلام، أرشد وأسامة: الإستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة). دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة. عمان- الاردن. 2004م.
- جبر، هشام: إدارة المصارف. جامعة القدس المفتوحة. نابلس-فلسطين . 2011م .
- الحجازي، عبيد: مصادر التمويل. أكاديمية شرطة دبي. دبي- الامارات العربية المتحدة. 2006م.
- حردان، طاهر: أساسيات الاستثمار. دار المستقبل للنشر والتوزيع. عمان - الاردن. 2010م
- الحمدوني والصبيحي، إلياس وفائز: بحث منشور (العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم) دراسة في عينة الشركات الأردنية. عمان-الاردن. 2012م .
- الحناوي ومصطفى والعبد، محمد ونهال وجدال: الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات). الدار الجامعية. الاسكندرية-مصر. 2004م .
- الداغر، محمود: الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات). دار الشروق للنشر والتوزيع. عمان - الاردن. 2005م .
- رمضان، زياد: مبادئ الإستثمار (الحقيقي والمالي). دار وائل للنشر. عمان - الاردن. 1998م.

- الزبيدي، حمزة: الإستثمار في الأوراق المالية. مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع. عمان-الأردن. 2001م.
- الشحات والميناوي والقصيبي، نظير وجاد ومنى: الإدارة المالية. كلية التجارة. جامعة المنصورة. المنصورة-مصر. 2007م .
- الشرعبي، عبد السلام : حقوق المساهمين في الشركات المساهمة ووسائل حمايتها. المصدر القومي للإصدارات القومية .القاهرة -مصر. 2018م .
- الشيخ، اسامة: المساهمة في الشركات المختلطة. دار الفكر الجامعي.الاسكندرية-مصر. 2018م .
- الصياح والعامري، عبد الستار والسعود: الإدارة المالية (اظر نظرية وحالات عملية) . دار وائل للنشر. عمان-الأردن. 2003م .
- الصيرفي، محمد : البورصات . دار الفكر الجامعي . الاسكندرية-مصر. 2007م.
- الصيرفي، محمد: إدارة المال وتحليل هيكله. دار الفكر الجامعي الإسكندرية .الاسكندرية-مصر. 2007م.
- طه، مصطفى: الشركات التجارية . دار الفكر الجامعي . الاسكندرية-مصر. 2007م .
- العامري ، محمد : الإدارة المالية المتقدمة . مكتبة الشارقة . عمان-الأردن. 2010م .
- عبد القادر، متولي: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. دار الفكر للنشر والتوزيع. عمان-الأردن. 2010م .
- عبد الهادي، محمد: الإدارة المالية. دار الحامد للنشر والتوزيع . عمان-الأردن. 2015م.
- عثمان، سعيد: دراسة الجدوى الاقتصادية (أنظمة التمويل الحديثة). دار فاروس العلمية. الاسكندرية-مصر. 2018م .
- عقل، مفلح : مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي. دار المستقبل للنشر والتوزيع. عمان-الأردن. 2004م .
- عقل، مفلح : مقدمة في الإدارة المالية. مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع. عمان-الأردن. 2008م .

- عقل، مفلح: مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي. مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع. عمان-الأردن. 2011م .
- مختار، ابراهيم: التمويل المصرفي. مكتبة الأنجلو المصرية القاهرة-مصر . 2005م .
- المشهداني والعبيدي، خالد ورائد : مدخل إلى الأسواق المالية . دار الأيام للنشر والتوزيع. عمان-الأردن. 2016م.
- مطاوع، سعد: إدارة الأسواق والمؤسسات المالية. كلية التجارة جامعة المنصورة . المنصورة-مصر. 2005م .
- موسى ونور والحداد وزينب، شقيري ومحمود ووسيم وسوزان : إدارة المخاطر . دار المسيرة للنشر والتوزيع . عمان-الأردن. 2016م .
- الميداني، محمد: الإدارة التمويلية في الشركات. مكتبة العبيكان . الرياض-المملكة العربية السعودية. 2004م .
- النجار، عبد العزيز: أساسيات الإدارة المالية. المكتب العربي الحديث الإسكندرية. الإسكندرية-مصر. 2007م .
- النعيمي والتميمي، عدنان وأرشد : التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة) . دار اليازوري للنشر والتوزيع . عمان-الأردن. 2008م.
- النعيمي والتميمي، عدنان وأرشد: الإدارة المالية المتقدمة. دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع. عمان-الأردن. 2009م.
- هندي، منير: إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات. توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية. الإسكندرية-مصر. 2006م .
- هندي، منير: أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية . منشأة المعارف . الإسكندرية-مصر. 2006م .
- هندي، منير: الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر). المكتب العربي الحديث الإسكندرية. الإسكندرية-مصر. 2010م.

- الوادي ويامين، محمود واسماعيل : اقتصاديات الأعمال. دار صفاء للنشر والتوزيع. عمان-الاردن. 2014م .
- يوسف، يوسف : التمويل في المؤسسات الاقتصادية. دار التعليم الجامعي . الاسكندرية-مصر. 2012م .
- ثانياً: الرسائل العلمية:
- إدريس، خلف: العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم-دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. الجامعة الاسلامية. غزة. فلسطين. 2016.
- الآغا، بسام: أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار.الجامعة الاسلامية. غزة. فلسطين. 2005.
- الجرجاوي، حليلة: دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم. الجامعة الاسلامية. غزة. فلسطين. 2008.
- الحمدوني، إلياس. الصبيحي، فائز: العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم-دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة. مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية.الرمادي-العراق. 2012.
- الحناوي والعبد، محمد وجدال: الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات).الدار الجامعية. كلية التجارة جامعة الاسكندرية. مصر. 2006م
- خطيب، ماجدولين: مدى تفاعل الشركات مع بيئة أعمالها (دراسة مقارنة بين الشركات المدرجة والغير مدرجة في بورصة فلسطين. جامعة الخليل. فلسطين. 2017م .
- الصعيدي، اسماعيل : العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي . جامعة الأزهر. غزة. فلسطين . 2011م.
- عباس، علي: الإدارة المالية. الشارقة. جامعة البترا. الأردن 2008م.
- عبد الرحمن، دغوم: أثر الرفع المالي على المردودية المالية. جامعة قاصدي مرباح ورقلة. الجزائر. 2015.

- عبد الهادي، فوز: الشخصية المعنوية للشركات المساهمة العامة المحدودة في فلسطين. جامعة بيرزيت. فلسطين. 2000م.
- علي، محمود : (أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية) بحث منشور، جامعة كربلاء.العراق . 2008 م .
- عليوي، حكمت: أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. عمان-الأردن. جامعة الشرق الأوسط.2019.
- العويسي، سمير: تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية. الجامعة الاسلامية.غزة. فلسطين.2010.
- قويدر، أكرم: مدى التزام الشركات المساهمة العامة في فلسطين بمبادئ الحوكمة. جامعة الأقصى.غزة. فلسطين. 2015 م .
- المصري، محمود: تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية).الجامعة الاسلامية. غزة. فلسطين.2011.
- الوادية، خلف: العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم.(رسالة ماجستير) الجامعة الإسلامية. غزة. فلسطين. 2016.

ثالثاً: المراجع الأجنبية :

- Aydemir, Cevdet, Gallmeyer, Michael, Hollifield: **Financial leverage and the Leverage effect market and firm analysis**.2007.
- Brealy, Stewart. Myers: **Fundamental of corporate finance**. 2003.
- Shibu, Albert, Agalega, Evan, Acheampong, Prince: **the effect of finanacial leverage and market size on stock returns on the Ghana stock exchange evidence from selected stock in the manufacturing sector**. 2014.

- Total, Navindara, Pachori, Sachcidanand: **Influence of financial leverage on shareholders return and market capitalization: A study of automotive cluster companies of pithampure 'India'**. 2012.
- Weill, Laurent: **leverage and corporate performance a frontier efficiency analysis**. 2003.

رابعاً: المواقع الإلكترونية

www.pex.ps

الملاحق

(نتائج تقدير النماذج والاختبارات المتعلقة به):

Unit root test

Panel unit root test: Summary

Series: PMSTOCK

Date: 05/19/20 Time: 06:23

Sample: 2008 2018

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-9.07015	0.0000	31	250
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-17.0141	0.0000	31	250
ADF - Fisher Chi-square	134.963	0.0000	31	250
PP - Fisher Chi-square	191.960	0.0000	31	281

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: PSTOCK

Date: 05/19/20 Time: 06:25

Sample: 2008 2018

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-20.7254	0.0000	30	250
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.35301	0.0000	30	250
ADF - Fisher Chi-square	102.118	0.0006	30	250

PP – Fisher Chi-square 111.130 0.0001 30 280

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi
–square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: RSTOCK

Date: 05/19/20 Time: 06:25

Sample: 2008 2018

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey–West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-5.95874	0.0000	31	255
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.64275	0.0041	31	255
ADF – Fisher Chi-square	97.4384	0.0027	31	255
PP – Fisher Chi-square	150.574	0.0000	31	286

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi
–square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: DLEVERAGE

Date: 05/19/20 Time: 06:26

Sample: 2008 2018

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey–West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-9.27548	0.0000	23	195
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.1586	0.0000	23	195
ADF – Fisher Chi-square	114.602	0.0000	23	195
PP – Fisher Chi-square	108.036	0.0000	23	218

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi

-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: DLEVERAGE

Date: 05/19/20 Time: 06:26

Sample: 2008 2018

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-9.27548	0.0000	23	195
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.1586	0.0000	23	195
ADF - Fisher Chi-square	114.602	0.0000	23	195
PP - Fisher Chi-square	108.036	0.0000	23	218

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الجدول الخاصة بتقدير النموذج الأول مضاعف سعر السهم:

Chow test

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.177582	(34,292)	0.2365
Cross-section Chi-square	42.274863	34	0.1559

Output

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: PMSTOCK

Method: Panel Least Squares

Date: 03/22/20 Time: 03:13

Sample: 2008 2018

Periods included: 11

Cross-sections included: 35

Total panel (unbalanced) observations: 329

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-37.43707	10.90112	-3.434241	0.0007
DLEVERAGE	56.31468	4.247650	13.25784	0.0000
CAPITAL	7.95E-08	2.11E-07	0.376308	0.7069
R-squared	0.359590	Mean dependent var		37.25817
Adjusted R-squared	0.355661	S.D. dependent var		197.0963
S.E. of regression	158.2106	Akaike info criterion		12.97481
Sum squared resid	8159978.	Schwarz criterion		13.00942
Log likelihood	-2131.356	Hannan-Quinn criter.		12.98862
F-statistic	91.52446	Durbin-Watson stat		2.154919
Prob(F-statistic)	0.000000			

الجدول الخاصة بتقدير النموذج الثاني سعر السهم:

Chow Test

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	25.198617	(34,292)	0.0000
Cross-section Chi-square	450.624214	34	0.0000

Hausman Test

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	1.175189	2	0.5557

Output

Dependent Variable: PSTOCK

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/22/20 Time: 03:32

Sample: 2008 2018

Periods included: 11

Cross-sections included: 35

Total panel (unbalanced) observations: 329

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.529235	0.421966	5.993925	0.0000
DLEVERAGE	-0.025026	0.037156	-0.673534	0.5011
CAPITAL	-1.12E-08	7.94E-09	-1.412197	0.1588

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	2.173373	0.7324
Idiosyncratic random	1.313752	0.2676

Weighted Statistics

R-squared	0.007779	Mean dependent var	0.426162
Adjusted R-squared	0.001691	S.D. dependent var	1.309051
S.E. of regression	1.306581	Sum squared resid	556.5322
F-statistic	1.277836	Durbin-Watson stat	0.187424
Prob(F-statistic)	0.280032		

Unweighted Statistics

R-squared	0.029105	Mean dependent var	2.231950
Sum squared resid	1984.031	Durbin-Watson stat	0.052573

الجدول الخاصة بالنموذج الثالث العائد على سعر السهم:

Chow Test

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	26.230420	(34,292)	0.0000
Cross-section Chi-square	460.521049	34	0.0000

Hausman Test

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	0.804158	2	0.6689

Output

Dependent Variable: RSTOCK

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/22/20 Time: 03:27

Sample: 2008 2018

Periods included: 11

Cross-sections included: 35

Total panel (unbalanced) observations: 329

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.181670	0.060024	3.026636	0.0027
DLEVERAGE	-0.001743	0.005180	-0.336505	0.7367
CAPITAL	-1.45E-09	1.13E-09	-1.283719	0.2002

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.309604	0.7408
Idiosyncratic random	0.183132	0.2592

Weighted Statistics

R-squared	0.005563	Mean dependent var	0.027978
Adjusted R-squared	-0.000538	S.D. dependent var	0.181689
S.E. of regression	0.181825	Sum squared resid	10.77771
F-statistic	0.911793	Durbin-Watson stat	0.656038
Prob(F-statistic)	0.402825		

Unweighted Statistics

R-squared	0.025364	Mean dependent var	0.153860
Sum squared resid	39.72227	Durbin-Watson stat	0.178001

شركة الاتصالات الفلسطينية / دينار											
السنة	رئيس المال	القيمة الاسمية	عدد الاسهم	صافي الربح	عائد السهم	السعر السوقي للسهم	مضاعف سعر السهم	مصاريف التمويل (الفوائد)	الربح قبل الضريبة	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	درجة الرفع المالي
2008	131625	1	131625	89180	0.677530864	4.94	7.291180758	2300	89759	92059	1.025624171
2009	131625	1	131625	70335	0.534358974	5.14	9.619001919	2380	71888	74268	1.033107055
2010	131625	1	131625	86336	0.655924027	5.28	8.04971275	2239	90491	92730	1.024742792
2011	131625	1	131625	90744	0.689413105	5.29	7.673193269	2127	101010	103137	1.021057321
2012	131625	1	131625	82132	0.623984805	5.15	8.253406102	1478	105639	107117	1.013991045
2013	131625	1	131625	91827	0.697641026	5.8	8.313731256	1450	122453	123903	1.011841278
2014	131625	1	131625	85068	0.646290598	5.7	8.819561997	1843	98902	100745	1.018634608
2015	131625	1	131625	83060	0.631035138	5.55	8.795072839	1872	93717	95589	1.019975031
2016	131625	1	131625	80056	0.608212726	4.98	8.187924703	1195	91032	92227	1.013127252
2017	131625	1	131625	70528	0.535825261	4.58	8.54756267	4043	75358	79401	1.053650575
2018	131625	1	131625	67092	0.509720798	4.32	8.475228045	7207	79624	86831	1.090512911
باديكو / فلسطين للتنمية والاستثمار / دولار											
2008	250000	1	250000	23227	0.092908	1.21	13.02363629	6386	23740	30126	1.268997473
2009	250000	1	250000	41954	0.167816	1.19	7.091099776	6209	42331	48540	1.146677376
2010	250000	1	250000	38753	0.155012	1.2	7.741336155	6460	40096	46556	1.161113328
2011	250000	1	250000	26082	0.104328	1	9.585154513	7952	26847	34799	1.296196968
2012	250000	1	250000	18315	0.07326	0.9	12.28501229	10225	20038	30263	1.510280467
2013	250000	1	250000	25335	0.10134	1.35	13.32149201	10239	26121	36360	1.391983462
2014	250000	1	250000	19195	0.07678	1.36	17.71294608	11395	20013	31408	1.569379903
2015	250000	1	250000	24982	0.099928	1.21	12.10871828	11660	26594	38254	1.438444762
2016	250000	1	250000	18909	0.075636	1.16	15.3366122	12469	19705	32174	1.632783557
2017	250000	1	250000	4964	0.019856	1.5	75.5439162	13787	6270	20057	3.198883573
2018	250000	1	250000	15539	0.062156	1.28	20.59334578	14669	16216	30885	1.904600395
الوطنية للاتصالات ooredoo											
2011	258000000	1	258000000	-26179253	-0.101469973	1.29	-12.71312058	5855406	-26179253	-20323847	0.776334107

0.738451679	-17594490	-23826190	6231700	-13.75209381	1.27	-0.092349574	-23826190	258000000	1	258000000	2012
0.754907343	-16098310	-21324882	5226572	-12.34051377	1.02	-0.082654581	-21324882	258000000	1	258000000	2013
0.687352543	-11358918	-16525607	5166689	-13.27031437	0.85	-0.06405274	-16525607	258000000	1	258000000	2014
0.051919916	-266730	-5137335	4870605	-42.68750237	0.85	-0.019912151	-5137335	258000000	1	258000000	2015
-1.779001275	2735999	-1537941	4273940	-145.9483816	0.87	-0.005961012	-1537941	258000000	1	258000000	2016
0.347774173	-2311175	-6645620	4334445	-40.37546534	1.04	-0.025758217	-6645620	258000000	1	258000000	2017
30.33860501	3048241	100474	2947767	2099.913645	0.82	0.000390492	100747	258000000	1	258000000	2018
العربية الفلسطينية للاستثمار / ابيك : دولار											
1.363598136	20105015	14744091	5360924	5.657892116	1.07	0.189116367	11346982	60000000	1	60000000	2014
1.332097124	21366702	16039898	5326804	5.415759473	1.12	0.206803867	12408232	60000000	1	60000000	2015
1.436425597	22186471	15445611	6740860	10.49862702	1.9	0.180976045	11944419	66000000	1	66000000	2016
1.35320828	29608798	21880444	7728354	7.937245139	1.98	0.249456829	17461978	70000000	1	70000000	2017
1.452036769	29368296	20225587	9142709	12.0149599	2.35	0.1955895	16038339	82000000	1	82000000	2018
سند للموارد الانشائية											
1.039671645	12138338	11675165	463173	17.15818981	2.6	0.151531136	10001055	66000000	1	66000000	2017
2.662330638	4326873	1625220	2701653	437.2212163	2	0.004574343	317002	69300000	1	69300000	2018
شركة بيرزيت للادوية											
1.056210786	3673856	3478336	195520	14.95245166	3.8	0.254138926	3075081	12100000	1	12100000	2008
1.08065509	4959177	4589047	370130	12.75529575	3.79	0.297131488	3595291	12100000	1	12100000	2009
1.035376199	4797661	4633737	163924	10.74856308	3.64	0.338649917	4097664	12100000	1	12100000	2010
1.105464213	3839841	3473510	366331	14.08869735	3.19	0.226422637	2958471	13066145	1	13066145	2011
1.047743561	6574265	6274689	299576	11.85222045	3.19	0.269147879	3523427	13091045	1	13091045	2012
1.054196133	6998650	6638850	359800	10.23019576	3.03	0.296182015	5480204	18502825	1	18502825	2013
1.001957016	4715354	4706144	9210	14.50521086	3.3	0.227504449	4209475	18502825	1	18502825	2014
1.016888473	6087552	5986450	101102	13.12904632	3.5	0.266584481	4932566	18502825	1	18502825	2015
1.0187122	8259527	8107812	151715	11.73512941	4.8	0.409028297	7568179	18502825	1	18502825	2016
1.005112125	11757677	11697876	59801	9.069955444	5.4	0.595372274	11016069	18502825	1	18502825	2017

1.006982882	8869329	8807825	61504	12.25883497	5.14	0.419289436	7967506	19002401	1	19002401	2018
السلطنة للكهرباء											
1.70077832	10677721	6278138	4399583	6.498742143	0.68	0.104635633	6278138	60000000	1	60000000	2008
1.338025253	9343999	6983425	2360574	8.935443568	1.04	0.116390417	6983425	60000000	1	60000000	2009
1.229756709	8340681	6782383	1558298	10.08495097	1.14	0.113039717	6782383	60000000	1	60000000	2010
1.145789831	9594883	8374034	1220849	8.526356592	1.19	0.139567233	8374034	60000000	1	60000000	2011
1.100648271	9261450	8414541	846909	9.840108926	1.38	0.14024235	8414541	60000000	1	60000000	2012
1.125247836	5133375	4561995	571380	18.67603976	1.42	0.07603325	4561995	60000000	1	60000000	2013
1.220916741	2301273	1884873	416400	32.7873549	1.03	0.03141455	1884873	60000000	1	60000000	2014
1.038803912	14177976	13648366	529610	5.187434159	1.18	0.227472767	13648366	60000000	1	60000000	2015
0.362538281	-235221	-648817	413596	-124.8425981	1.35	-0.010813617	-648817	60000000	1	60000000	2016
1.083534015	9364148	8642228	721920	9.025450382	1.3	0.144037133	8642228	60000000	1	60000000	2017
1.076392222	9458238	8786981	671257	9.286465966	1.36	0.146449683	8786981	60000000	1	60000000	2018
شركة مصانع الزيوت											
1.142236429	1066264	933488	132776	7.748142329	1.8	0.23231375	929255	4000000	1	4000000	2008
1.075744568	1382122	1284805	97317	7.191752834	2.31	0.32120125	1284805	4000000	1	4000000	2009
1.02066382	2043420	2002050	41370	6.412388735	3.2	0.499034	1996136	4000000	1	4000000	2010
1.01112201	1908057	1887069	20988	8.796710666	4.15	0.47176725	1887069	4000000	1	4000000	2011
1.000203556	2702509	2701959	550	7.628144413	5.1	0.66857675	2674307	4000000	1	4000000	2012
1	4985800	4985800	0	5.4181252	6.55	1.20890525	4835621	4000000	1	4000000	2013
1	5059597	5059597	0	6.485059083	7.92	1.22126875	4885075	4000000	1	4000000	2014
1	5538450	5538450	0	7.083693654	9.5	1.34110825	5364433	4000000	1	4000000	2015
1	6100250	6100250	0	6.995587645	9.81	1.4023125	5609250	4000000	1	4000000	2016
1.088195511	7782820	7152042	630778	7.528268296	12.87	1.7095565	6838226	4000000	1	4000000	2017
1.092793469	7374190	6748018	626172	8.834111826	14.1	1.59608575	6384343	4000000	1	4000000	2018
سوق فلسطين للاوراق المالية											
0.49643968	-348104	-701201	353097	-72.73235492	5.1	-0.0701201	-701201	10000000	1	10000000	2012

-0.597591404	131249	-219630	350879	-227.2002914	4.99	-0.021963	-219630	10000000	1	10000000	2013
2.135053936	600501	281258	319243	203.5161004	4.95	0.0243224	243224	10000000	1	10000000	2014
1.052029831	475811	452279	23532	142.3825344	4.95	0.0347655	347655	10000000	1	10000000	2015
1.078056724	844748	783584	61164	76.99546582	4.95	0.0642895	642895	10000000	1	10000000	2016
1.042089866	825009	791687	33322	72.34716114	4.95	0.0684201	684201	10000000	1	10000000	2017
1.07418122	553995	515737	38258	117.9933971	4.95	0.0419515	419515	10000000	1	10000000	2018
فلسطين للاستثمار الصناعي											
0.737578153	-401570	-544444	142874	-13.74365408	0.4	-0.029104341	-544444	18706625	1	18706625	2008
1.032347639	2736256	2650518	85738	4.940406932	0.7	0.141688733	2650518	18706625	1	18706625	2009
1.023670696	4520063	4415544	104519	5.823660305	1.26	0.216358773	4056727	18750000	1	18750000	2010
1.253270469	1070971	854541	216430	39.34249802	1.55	0.0393976	738705	18750000	1	18750000	2011
1.329703401	1227404	923066	304338	30.22653134	1.19	0.039369387	738176	18750000	1	18750000	2012
1.077891887	5027637	4664324	363313	9.259865263	2.06	0.22246544	4171227	18750000	1	18750000	2013
1.063407545	3963120	3726812	236308	11.34413863	1.92	0.1692504	3173445	18750000	1	18750000	2014
1.044909349	4814959	4608016	206943	9.13155725	2	0.219020693	4106638	18750000	1	18750000	2015
1.05023984	5539113	5274141	264972	8.545855819	2.2	0.25743472	4826901	18750000	1	18750000	2016
1.119849726	6667807	5954198	713609	9.196940421	2.7	0.293575893	5504548	18750000	1	18750000	2017
1.221154683	4604056	3770248	833808	13.23964785	2.47	0.186560853	3498016	18750000	1	18750000	2018
دواجن فلسطين											
1.12286565	973008	866540	106468	8.394195685	0.71	0.084582255	792650	9371351	1	9371351	2008
1.02441104	2920769	2851169	69600	5.145740718	1.35	0.2623529	2623529	10000000	1	10000000	2009
1.019074784	4893698	4802099	91599	7.426942517	2.75	0.3702735	4443282	12000000	1	12000000	2010
-0.070033998	12813	-182954	195767	-110.2044914	2.45	-0.022231399	-298790	13440000	1	13440000	2011
1.219823711	1059645	868687	190958	48.35119195	2.46	0.050877753	683797	13440000	1	13440000	2012
1.077804622	4154690	3854771	299919	11.75414392	2.94	0.250124554	3361674	13440000	1	13440000	2013
1.07515069	2978791	2770580	208211	16.78378773	2.9	0.172785789	2322241	13440000	1	13440000	2014
1.049098944	3700087	3526919	173168	10.7306846	2.47	0.230181027	3093633	13440000	1	13440000	2015

1.035880266	3700242	3572075	128167	11.73254813	2.82	0.240356994	3230398	13440000	1	13440000	2016
1.036826544	3676758	3546165	130593	11.06730498	2.62	0.236733333	3181696	13440000	1	13440000	2017
1.169215462	1119919	957838	162081	41.42483214	2.6	0.062764286	843552	13440000	1	13440000	2018
دار الشفاء لصناعة الأدوية											
1.225056226	2315001	1889710	425291	24.7248548	3.95	0.159758269	1351974	8462623	1	8462623	2013
1.441111301	1835408	1273606	561802	33.47942538	3.74	0.1117104	945363	8462623	1	8462623	2014
1.261719562	2560945	2029726	531219	19.31160409	3.75	0.194183765	1643304	8462623	1	8462623	2015
2.133204908	1496055	701318	794737	66.8924928	3.61	0.053967192	456704	8462623	1	8462623	2016
1.238327549	3875008	3129227	745781	12.35647247	3.65	0.295391748	2499789	8462623	1	8462623	2017
1.284697745	3761410	2927856	833554	11.60879649	3.65	0.314416745	2702056	8593868	1	8593868	2018
فلسطين للاستثمار العقاري											
0.9632353	-2513183	-2609106	95923	-12.47041662	0.69	-0.05533095	-2683749	48503577	1	48503577	2008
1.034184554	805062	778451	26611	74.88473956	0.81	0.010816623	525428	48575974	1	48575974	2009
1.23012837	4310296	3503940	806356	13.10138118	0.77	0.058772429	2854928	48575974	1	48575974	2010
1.193149964	5908413	4951945	956468	8.179671761	0.7	0.085578006	4157035	48575974	1	48575974	2011
-1.028589643	448534	-436067	884601	-33.10108906	0.7	-0.02114734	-1348407	63762486	1	63762486	2012
0.75415807	-1957323	-2595375	638052	-15.14251898	0.66	-0.043585879	-2779144	63762486	1	63762486	2013
0.624288668	-1470585	-2355617	885032	-13.97076938	0.53	-0.03793635	-2418916	63762486	1	63762486	2014
1.787100518	2864186	1602700	1261486	28.14623731	0.55	0.0195408	1245970	63762486	1	63762486	2015
0.405517911	-1160823	-2862569	1701746	-11.5281288	0.54	-0.046841947	-2986759	63762486	1	63762486	2016
0.880941078	-11934085	-13546973	1612888	-2.338745494	0.5	-0.213789829	-13631771	63762486	1	63762486	2017
0.657870441	-2808268	-4268725	1460457	-6.957958175	0.43	-0.061799739	-3940505	63762486	1	63762486	2018
الاتحاد للاعمار والامتنعار											
1	3142752	3142752	0	8.886168513	0.67	0.075398075	3015923	40000000	1	40000000	2008
1	2704974	2704974	0	10.16557368	0.67	0.065908725	2636349	40000000	1	40000000	2009
1	1942774	1942774	0	12.35346983	0.6	0.04856935	1942774	40000000	1	40000000	2010
1	2052470	2052470	0	15.70179157	0.7	0.0445809	1783236	40000000	1	40000000	2011

1	740934	740934	0	32.34170871	0.61	0.018861094	603555	32000000	1	32000000	2012
1	419031	419031	0	39.85078598	0.44	0.011041188	353318	32000000	1	32000000	2013
1	514439	514439	0	27.13882569	0.4	0.014739031	471649	32000000	1	32000000	2014
1	200155	200155	0	66.08357629	0.34	0.005145	164640	32000000	1	32000000	2015
1	1138108	1138108	0	12.86551516	0.39	0.030313594	970035	32000000	1	32000000	2016
1	801347	801347	0	32.25429473	0.69	0.0213925	684560	32000000	1	32000000	2017
1	2271550	2271550	0	9.965954845	0.6	0.060204969	1926559	32000000	1	32000000	2018
بيت جالا لصناعة الأدوية											
1.013486487	2041178	2014016	27162	6.582134908	2.1	0.319045421	1706893	5350000	1	5350000	2015
1.013709578	2095434	2067095	28339	8.728415356	2.4	0.274964	1924748	7000000	1	7000000	2016
1.004295924	1789109	1781456	7653	10.20844056	2.4	0.235099571	1645697	7000000	1	7000000	2017
1.050156507	863571	822326	41245	21.73941174	2.4	0.110398571	772790	7000000	1	7000000	2018
ابراج الوطنية											
1	192980	192980	0	49.12174636	0.91	0.0185254	185254	10000000	1	10000000	2008
1	336192	336192	0	28.59308254	0.83	0.029028	290280	10000000	1	10000000	2009
1	230755	230755	0	14.32569467	0.28	0.0195453	195453	10000000	1	10000000	2010
1	578392	578392	0	5.52545062	0.28	0.0506746	506746	10000000	1	10000000	2011
1.014813867	237847	234375	3472	9.826385632	0.2	0.020353364	223887	11000000	1	11000000	2012
1	398452	398452	0	4.995075877	0.16	0.032031545	352347	11000000	1	11000000	2013
1	134531	134531	0	14.70279353	0.14	0.009522	104742	11000000	1	11000000	2014
1	236864	236864	0	6.89238481	0.14	0.020312273	223435	11000000	1	11000000	2015
1	490229	490229	0	3.226468777	0.14	0.043391091	477302	11000000	1	11000000	2016
1	2309197	2309197	0	1.17047685	0.24	0.205044636	2255491	11000000	1	11000000	2017
1	1411561	1411561	0	3.627152406	0.39	0.107522364	1182746	11000000	1	11000000	2018
المؤسسة العربية للفنادق											
0.522127884	-116965	-224016	107051	-54.04235266	0.77	-0.014248084	-324016	22741022	1	22741022	2008
0.94593648	-478064	-505387	27323	-42.53317082	0.88	-0.020689734	-505387	24426945	1	24426945	2009

0.539922194	-60650	-112331	51681	-200.3008965	0.9	-0.00449324	-112331	25000000	1	25000000	2010
0.741942188	-1413687	-1905387	491700	-9.996324639	0.73	-0.07302684	-1825671	25000000	1	25000000	2011
0.403318491	-400901	-994006	593105	-15.34195971	0.61	-0.03976024	-994006	25000000	1	25000000	2012
0.322201581	-327795	-1017360	689565	-19.25502516	0.86	-0.044663665	-878854	19677158	1	19677158	2013
-0.349961921	217354	-621079	838433	-23.12801647	0.73	-0.03156345	-621079	19677158	1	19677158	2014
0.202186918	-183556	-907853	724297	-16.47253474	0.76	-0.046137405	-907853	19677158	1	19677158	2015
0.454230662	-609057	-1340854	731797	-9.763946692	0.71	-0.072716497	-1430854	19677158	1	19677158	2016
0.584093713	-886906	-1518431	631525	-6.349848903	0.49	-0.077167191	-1518431	19677158	1	19677158	2017
0.940162518	-10689331	-11369663	680332	-9.691791624	0.56	-0.057780854	-11369663	19677158	1	19677158	2018
مطاحن القمح الذهبي											
1.096769542	2137141	1948578	188563	6.472588332	0.84	0.129778067	1946671	15000000	1	15000000	2008
1.869617022	309115	165336	143779	88.73922046	0.78	0.0087898	131847	15000000	1	15000000	2009
1.09858969	1398018	1272557	125461	9.432895993	0.74	0.078448867	1176733	15000000	1	15000000	2010
1.033945817	1261082	1219679	41403	13.4994373	1.01	0.074817933	1122269	15000000	1	15000000	2011
1.157154211	569284	491969	77315	22.71894145	0.69	0.030371133	455567	15000000	1	15000000	2012
1.395639418	347263	248820	98443	62.80647232	0.9	0.014329733	214946	15000000	1	15000000	2013
1.422910681	329862	231822	98040	66.89841826	0.73	0.010912067	163681	15000000	1	15000000	2014
0.882700769	-1054063	-1194134	140071	-8.541754945	0.68	-0.079608933	-1194134	15000000	1	15000000	2015
5.682466105	310149	54580	255569	344.6542687	0.64	0.001856933	27854	15000000	1	15000000	2016
1.129481489	1835081	1624711	210370	8.115104644	0.8	0.0985816	1478724	15000000	1	15000000	2017
8.439997653	287652	34082	253570	126.19067	0.62	0.0049132	73698	15000000	1	15000000	2018
العربية لصناعة الدهانات											
1.087591714	285048	262091	22957	5.947660587	1.03	0.173177333	259766	1500000	1	1500000	2008
1.095868247	356258	325092	31166	5.387250175	1.08	0.200473333	300710	1500000	1	1500000	2009
1.051817721	734823	698622	36201	4.707496766	2.04	0.433351333	650027	1500000	1	1500000	2010
1.06046441	516794	487328	29466	9.297442255	2.45	0.263513333	395270	1500000	1	1500000	2011
1.030044982	546375	530438	15937	7.32582275	2.52	0.343988667	515983	1500000	1	1500000	2012

1.027241398	810476	788983	21493	6.360252165	3.4	0.53457	801855	1500000	1	1500000	2013
1.027776195	595215	579129	16086	9.322169126	3.7	0.396903333	595355	1500000	1	1500000	2014
1.025714861	1075740	1048771	26969	6.350430888	4.5	0.708613333	1062920	1500000	1	1500000	2015
1.017353064	1307786	1285479	22307	6.150337148	4.94	0.803208	1204812	1500000	1	1500000	2016
1.019485488	1309628	1284597	25031	7.484090072	6	0.801700667	1202551	1500000	1	1500000	2017
1.031359091	575815	558307	17508	19.44039575	6.5	0.334355333	501533	1500000	1	1500000	2018
مصايف رام الله											
1.094207817	104789	95767	9022	147.0691293	3.1	0.021078523	60896	2889007	1	2889007	2010
0.260407659	-4216	-16190	11974	-518.8387894	2.8	-0.005396667	-16190	3000000	1	3000000	2011
1.113618295	65836	59119	6717	199.2296454	3	0.015058	45174	3000000	1	3000000	2012
1.057579396	175261	165719	9542	180.2943903	3.25	0.018026074	65093	3611047	1	3611047	2013
0.924609086	-78822	-85249	6427	-100.880771	3.25	-0.032216249	-116509	3616467	1	3616467	2014
0.923883983	-63930	-69197	5267	-101.4673743	3.25	-0.03203	-128120	4000000	1	4000000	2015
1.008379114	476684	472723	3961	28.39678491	2.95	0.103885	415540	4000000	1	4000000	2016
1.006806901	573446	569569	3877	23.70668591	2.85	0.12021925	480877	4000000	1	4000000	2017
1.006465594	422163	419451	2712	32.13303075	2.8	0.08713775	348551	4000000	1	4000000	2018
سجاير القدس											
1	3048181	3048181	0	9.117726916	3.55	0.389351429	2725460	7000000	1	7000000	2008
1	2391329	2391329	0	10.21766345	2.95	0.288715714	2021010	7000000	1	7000000	2009
1.371696305	1788788	1304070	484718	14.60650804	2.55	0.174579714	1222058	7000000	1	7000000	2010
2.578047587	879916	341311	538605	39.57396157	1.28	0.0323445	323445	10000000	1	10000000	2011
1.295482663	2781194	2146840	634354	5.482311638	1.04	0.189701	1897010	10000000	1	10000000	2012
1.710705193	1233699	721164	512535	18.00719306	1.1	0.0610867	610867	10000000	1	10000000	2013
0.746080824	-1858503	-2491021	632518	-3.612976366	0.9	-0.2491021	-2491021	10000000	1	10000000	2014
6.10582461	552339	90461	461878	390.9806652	0.73	0.0018671	18671	10000000	1	10000000	2015
-0.076472437	27739	-362732	390471	-18.45096261	0.7	-0.0379384	-379384	10000000	1	10000000	2016
2.300555014	1025898	445935	579963	22.89994758	0.9	0.0393014	393014	10000000	1	10000000	2017

19.93971841	538173	26990	511183	627.4915104	0.85	0.0013546	13546	10000000	1	10000000	2018
القطانية للاستثمار والائمان											
1	-97199	-97199	0	-44.81915555	0.9	-0.0200807	-97199	4840419	1	4840419	2008
1	-39929	-39929	0	-117.588881	0.97	-0.008249079	-39929	4840419	1	4840419	2009
0.915963487	-82281	-89830	7549	-53.88421463	1	-0.018558311	-89830	4840419	1	4840419	2010
0.981756441	-86156	-87757	1601	-55.15707009	1	-0.018130042	-87757	4840419	1	4840419	2011
1.010333365	285402	282483	2919	18.13733344	1	0.055134896	266876	4840419	1	4840419	2012
1.065426399	223405	209686	13719	23.31497186	1.01	0.043319804	209686	4840419	1	4840419	2013
1.070955382	119630	111704	7926	45.49917595	1.05	0.023077341	111704	4840419	1	4840419	2014
1.056271718	56538	53526	3012	108.158679	1.19	0.011002353	53256	4840419	1	4840419	2015
1.036012526	33745	32572	1173	261.2883976	1.27	0.00486053	23527	4840419	1	4840419	2016
1	-27699	-27699	0	-234.1659071	1.34	-0.005722438	-27699	4840419	1	4840419	2017
1	628969	628969	0	10.7741186	1.4	0.129941024	628969	4840419	1	4840419	2018
القطانية لصناعة الالمنيوم و البروفيلات - نابكو											
4.87594039	508780	104345	404435	62.32943794	0.95	0.015241594	105167	6900000	1	6900000	2011
3.994701614	638593	159860	478733	33.66695859	0.78	0.023168116	159860	6900000	1	6900000	2012
1.643185097	1248308	759688	488620	6.368004023	0.69	0.108354203	747644	6900000	1	6900000	2013
1.644547723	1287324	782783	504541	6.611027577	0.75	0.113446812	782783	6900000	1	6900000	2014
8.240318266	600678	72895	527783	71.93909047	0.76	0.010564493	72895	6900000	1	6900000	2015
2.702759535	866302	320525	545777	15.06902738	0.7	0.046452899	320525	6900000	1	6900000	2016
1.996883569	922694	462067	460627	8.810410611	0.59	0.066966232	462067	6900000	1	6900000	2017
1.735460994	1163847	670627	493220	9.559988004	0.79	0.082636087	570189	6900000	1	6900000	2018
المستثمرون العرب											
1.003314462	523685	521955	1730	11.71081102	0.65	0.055504269	520011	9368847	1	9368847	2008
1.306450935	31087	23795	7292	236.5645808	0.6	0.002536305	23795	9381757	1	9381757	2009
1	118587	118587	0	71.73716512	0.9	0.012545798	118587	9452328	1	9452328	2010
1.032347493	428609	415179	13430	15.66427088	0.69	0.044049289	415179	9425328	1	9425328	2011

0.91359067	-58436	-63963	5527	-146.3002786	0.99	-0.006766904	-63963	9452328	1	9452328	2012
1	84539	84539	0	108.4559571	0.97	0.008943723	84539	9452328	1	9452328	2013
1	-112498	-112498	0	-22.3080239	0.96	-0.043033843	-406770	9452328	1	9452328	2014
0.936295287	-199253	-212810	13557	-35.38548492	0.9	-0.025434158	-240412	9452328	1	9452328	2015
1.453525809	83069	57150	25919	133.9700031	0.81	0.00604613	57150	9452328	1	9452328	2016
1.327402957	74685	56264	18421	156.2396033	0.93	0.005952396	56264	9452328	1	9452328	2017
1.03603786	61407	59271	2136	143.2605032	0.85	0.005933247	56083	9452328	1	9452328	2018
مركز نابلس الجراحي التخصصي											
1	35683	35683	0	48.09065998	0.54	0.011228792	35683	3177813	1	3177813	2008
1	442842	442842	0	3.875014159	0.54	0.13935433	442842	3177813	1	3177813	2009
1	425598	425598	0	7.84003602	1.05	0.133927956	425598	3177813	1	3177813	2010
1	255862	255862	0	17.36406325	1.1	0.063349228	201312	3177813	1	3177813	2011
1	581633	581633	0	7.006430376	1.13	0.161280415	512519	3177813	1	3177813	2012
1	939171	939171	0	4.179767982	1.1	0.263172503	836313	3177813	1	3177813	2013
1	9048	9048	0	2363.99941	1.74	0.000736041	2339	3177813	1	3177813	2014
1	26729	26729	0	-81.56130218	1.06	-0.012996359	-41300	3177813	1	3177813	2015
1	6198285	6198285	0	7.144376609	1.25	0.174962781	555999	3177813	1	3177813	2016
1	411451	411451	0	12.66994969	1.47	0.11602256	368698	3177813	1	3177813	2017
1	245138	245138	0	29.60929407	1.65	0.055725746	177086	3177813	1	3177813	2018
العقارية التجارية للاستثمار											
1	71556	71556	0	72.49819312	0.8	0.011034758	60823	5511947	1	5511947	2011
1	-105167	-105167	0	-33.96257362	0.81	-0.023849783	-105167	4409558	1	4409558	2012
1	-139577	-139577	0	-25.90568331	0.82	-0.031653286	-139577	4409558	1	4409558	2013
1	-741648	-741648	0	-3.945686595	0.67	-0.169805681	-748768	4409558	1	4409558	2014
1	14926	14926	0	221.5709835	0.75	0.00338492	14926	4409558	1	4409558	2015
1	252552	252552	0	17.78137982	0.73	0.041054182	225798	5500000	1	5500000	2016
1	649515	649515	0	9.582762284	0.7	0.073047831	553513	7577405	1	7577405	2017

1	20236	20236	0	582.2153858	0.71	0.00121948	9460	7757405	1	7757405	2018
الوطنية لصناعة الكرتون											
0.981226322	-413111	-421015	7904	-3.444057813	0.29	-0.084203	-421015	5000000	1	5000000	2008
0.812604675	-22319	-27466	5147	-52.79254351	0.29	-0.0054932	-27466	5000000	1	5000000	2009
1.050071263	162823	155059	7764	21.83071786	0.48	0.021987367	155059	7052186	1	7052186	2010
1.200566496	26703	22242	4461	148.4381723	0.69	0.0046484	23242	5000000	1	5000000	2011
1	121967	121967	0	26.2620089	0.55	0.0209428	104714	5000000	1	5000000	2012
1	562712	562712	0	9.922344028	0.91	0.0917122	458561	5000000	1	5000000	2013
1	489941	489941	0	16.04886482	1.01	0.0629328	314664	5000000	1	5000000	2014
1	578760	578760	0	10.46155121	1.01	0.096544	482720	5000000	1	5000000	2015
1	384661	384661	0	18.61896696	1.13	0.0606908	303454	5000000	1	5000000	2016
1.157783294	244415	211106	33309	32.65093927	1.03	0.0315458	157729	5000000	1	5000000	2017
1.096450713	159527	145494	14033	-28.59655488	0.93	-0.0325214	-162607	5000000	1	5000000	2018
الفاصلية للتوزيع والخدمات اللوجستية											
2.290802469	222666	97200	125466	216.3331922	0.66	0.003050849	19745	6471968	1	6471968	2008
1.115295621	865688	776196	89492	5.769553874	0.56	0.097061231	630898	6500000	1	6500000	2009
1.519259035	270814	178254	92560	567.6279448	0.86	0.001515077	9848	6500000	1	6500000	2010
1.071225594	1988891	1856650	132241	-2.781378607	0.85	-0.305603846	-1986425	6500000	1	6500000	2011
0.839786918	-261534	-311429	49895	-13.92413677	0.85	-0.061045077	-396793	6500000	1	6500000	2012
1.865164286	93607	50187	43420	556.7872619	0.85	0.001526615	9923	6500000	1	6500000	2013
0.963009639	-3229266	-3353306	124040	-2.860164615	1.1	-0.384593248	-3500177	9100984	1	9100984	2014
0.837802295	-282863	-337625	54762	22.31882266	1	0.044805231	582468	13000000	1	13000000	2015
1.181425172	154404	130693	23711	85.68942636	0.75	0.008752538	113783	13000000	1	13000000	2016
1.530947079	140247	91608	48639	155.3166069	0.46	0.002961692	38502	13000000	1	13000000	2017
1.761852835	219733	124717	95016	144.8736999	0.48	0.003313231	43072	13000000	1	13000000	2018
القدس للاستثمارات العقارية											
1.21137584	612256	505422	106834	27.39513371	1.2	0.0438034	438034	10000000	1	10000000	2008

2.141074237	166066	77562	88504	135.1351351	0.94	0.006956	69560	10000000	1	10000000	2009
1.011296656	746343	738006	8337	14.50630949	0.96	0.0661781	661781	10000000	1	10000000	2010
1	609882	609882	0	16.83665783	0.95	0.0564245	564245	10000000	1	10000000	2011
0.819227312	-233293	-284772	51479	-26.68801708	0.76	-0.0284772	-284772	10000000	1	10000000	2012
0.970265606	-1732156	-1785239	53083	-3.304694515	0.59	-0.1785339	-1785339	10000000	1	10000000	2013
0.923786234	-810676	-877558	66882	-5.895165344	0.57	-0.0966894	-966894	10000000	1	10000000	2014
1.146694467	1108732	966894	141838	-4.922563881	0.47	-0.0954787	-954787	10000000	1	10000000	2015
1.033825593	976226	944285	31941	-4.55370995	0.43	-0.0944285	-944285	10000000	1	10000000	2016
1.886956522	37975	20125	17850	245.4780362	0.38	0.001548	15480	10000000	1	10000000	2017
0.258196825	-10198	-39497	29299	-75.95513583	0.3	-0.0039497	-39497	10000000	1	10000000	2018
فلسطين لصناعة اللدائن											
0.941464725	-578290	-614245	35955	-3.514179509	0.31	-0.088214048	-614254	6963222	1	6963222	2008
0.972077876	-547727	-563460	15733	-3.726972633	0.3	-0.080494286	-563460	7000000	1	7000000	2009
0.96572848	-350290	-362721	12431	-11.38616182	0.59	-0.051817286	-362721	7000000	1	7000000	2010
0.954643335	-434904	-455567	20663	-5.68391299	0.37	-0.065096	-455672	7000000	1	7000000	2011
0.948834671	-551105	-580823	29718	-4.820745735	0.4	-0.082974714	-580823	7000000	1	7000000	2012
0.950866595	-541161	-569124	27963	-4.05886942	0.33	-0.081303429	-569124	7000000	1	7000000	2013
0.433998828	-214773	-494870	280097	-2.687574515	0.19	-0.070695714	-494870	7000000	1	7000000	2014
0.9647041	-923135	-956910	33775	-2.121411627	0.29	-0.136701429	-956910	7000000	1	7000000	2015
0.903686855	-196260	-217177	20917	-9.000032143	0.28	-0.031111	-217777	7000000	1	7000000	2016
0.747662028	-36696	-49081	12385	37.93728734	2.66	0.070115714	49081	700000	1	700000	2017
0.834823975	-73179	-87658	14479	-19.16539278	2.4	-0.125225714	-87658	700000	1	700000	2018
مصنع الشرق للإلكترونيات											
1	151816	151816	0	11.6240323	2	0.172057333	129043	750000	1	750000	2011
1	117004	117004	0	14.70529089	1.95	0.132605333	99454	750000	1	750000	2012
1	118760	118760	0	15.5868447	2	0.128313333	96235	750000	1	750000	2013
1	112804	112804	0	16.47901181	2.01	0.121973333	91480	750000	1	750000	2014

1	106579	106579	0	16.55775344	2	0.120789333	90592	750000	1	750000	2015
1	110278	110278	0	16.00221897	2	0.124982667	93737	750000	1	750000	2016
1	78167	78167	0	22.57608139	2	0.088589333	66442	750000	1	750000	2017
1	111261	111261	0	15.86093135	2	0.126096	94572	750000	1	750000	2018
بال عقار للتطوير وإدارة وتشغيل العقارات											
1	44175	44175	0	68.41427026	0.82	0.011985804	30134	2514141	1	2514141	2012
1	-126846	-126846	0	-10.90713049	0.69	-0.063261368	-159048	2514141	1	2514141	2013
1	-274174	-274174	0	-5.330151817	0.64	-0.120071627	-301877	2514141	1	2514141	2014
1	-237716	-237716	0	-6.364412061	0.61	-0.09584546	-240969	2514141	1	2514141	2015
1	184335	184335	0	13.45993298	0.54	0.04011907	100865	2514141	1	2514141	2016
1	111762	111762	0	12.76664525	0.46	0.036031392	90588	2514141	1	2514141	2017
1	204208	204208	0	8.408681737	0.46	0.054705365	137537	2514141	1	2514141	2018
جلوبال كوم للاتصالات											
1	-887291	-887291	0	-10.74137008	1	-0.093097993	-887291	9530721	1	9530721	2009
1	-1340353	-1340353	0	-5.972200771	0.82	-0.137302819	-1340353	9762021	1	9762021	2010
1	-1284551	-1284551	0	-4.33174858	0.57	-0.131586584	-1284551	9762021	1	9762021	2011
1	-1119787	-1119787	0	-14.94809286	0.32	-0.021407413	-119787	5595585	1	5595585	2012
1	163950	163950	0	-1.702861814	0.18	-0.105704408	-591478	5595585	1	5595585	2013
1	140614	140614	0	-0.298917439	0.08	-0.267632428	-1497560	5595585	1	5595585	2014
1	105225	105225	0	-1.908778782	0.09	-0.047150566	-263835	5595585	1	5595585	2015
المؤسسة العقارية العربية											
1	71276.01	71276.01	0	4.792642012	0.36	0.075115145	71276.01	948890	1	948890	2008
1	98872.16	98872.16	0	5.18245581	0.54	0.104197705	98872.16	948890	1	948890	2009
1	-269582	-269582	0	-1.935921167	0.55	-0.284102478	-269582	948890	1	948890	2010
1	31459	31459	0	16.67832087	0.47	0.028180295	26740	948890	1	948890	2011
1	17796	17796	0	26.97314074	0.43	0.015941785	15127	948890	1	948890	2012
1	-321755	-321755	0	-1.152909466	0.38	-0.329600902	-312755	948890	1	948890	2013

1	-160329	-160329	0	-1.716333913	0.29	-0.16896479	-160329	948890	1	948890	2014
1	-58825	-58825	0	-4.355296218	0.27	-0.061993487	-58825	948890	1	948890	2015
القدس للمستحضرات الطبية											
1.029060241	1980836	1924898	55938	12.02343663	4.24	0.3526446	1763223	5000000	1	5000000	2008
1.028357166	1902252	1849797	52455	11.76682741	4.15	0.3526864	1763432	5000000	1	5000000	2009
1.031569793	2710527	2627575	82952	10.37850731	4.95	0.4769472	2384736	5000000	1	5000000	2010
1.052005503	2054673	1953101	101572	14.14476253	4.89	0.345711	1728555	5000000	1	5000000	2011
1.26894801	827297	651955	175342	174.0095403	3.99	0.022929777	195591	8530000	1	8530000	2012
1.072834186	2483123	2314545	168578	15.9359608	2.1	0.131777433	2248123	17060000	1	17060000	2013
1.083569053	1968988	1817132	151856	20.57123078	1.7	0.082639683	1409833	17060000	1	17060000	2014
1.091385094	2539807	2327141	212666	15.2630552	1.99	0.130380188	2224286	17060000	1	17060000	2015
1.07408552	2491887	2320008	171879	10.61961174	1.8	0.169497722	3050959	18000000	1	18000000	2016
1.022497226	6397486	6256727	140759	9.520302028	3.26	0.342426111	6163670	18000000	1	18000000	2017
1.014946824	6206751	6115346	91405	9.715373863	3.24	0.333492056	6002857	18000000	1	18000000	2018

An-Najah National University

Faculty of Graduate Studies

**Financial leverage and its Effect on Stock Price
Multiplier of Palestinian listed Corporation**

By

Banan Raed Jamil Yassin

Supervisor

Dr. Mufid Alzzahir

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

2020

Financial leverage and its effect on stock price multiplier of Palestinian listed corporation

By

Banan Raed Jamil Yassin

Supervisor

Dr. Mufid Alzzahir

Abstract

This study aimed to shed light on the relation between leverage and multiple share price. The study included two independent variables (leverage and company capital) in addition to three dependent variables of (multiple share price, sheer price return and share price). The effected factors have been studied ,analyzed to clarify their directions and change types.

For achieving the study purpose, empirical study has been conducted on the public joint- stock companies working at the Palestine Exchange except banks and insurance sectors by studying the effect of leverage on multiple share price for a sample of 35 companies presenting the study population of between 2008 – 2018 .

The study results showed a positive relation between leverage and multiple share price. On the other hand, the results showed no relation between leverage and multiple share price in public joint- stock companies working at the Palestine Exchange.

According to the study results, several suggestions have been recommended, the most important are the necessity of studying the relation between leverage and multiple share price returns with another indebtedness rates such as property rights and assets , the necessity of

studying the relation between leverage and property rights returns and assets return , and the necessity of conducting a study for each economical sector because of the differences between financial traits between them in order to define the most sectors using leverage and its effect on financial performance of theses sectors.