

جامعة 8 ماي 1945

قائمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان

## أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها

"دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي 2005-2015"

الأستاذة:

د/ مريمت عديلة

إشراف

إعداد الطالبتين:

سارة هميسي

مريم بلعربي

السنة الجامعية 2015/2016

# شكر وتقدير

## "وقل رببي زدني علما"

اللهم لا تجعلنا نصابج بالغرور إذا نجحنا ولا باليأس إذا أخفقنا.

اللهم إذا أعطيتنا نجاحا فلا تأخذ تواضعنا.

وإذا أعطيتنا تواضعنا فلا تأخذ عزتنا بكرامتنا.

نشكر الله عز وجل الذي وفقنا وسدد خطانا

لإنهاء هذا العمل

ونتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساعدنا في بحثنا هذا حتى

بالكلمة الطيبة.

ونخص بالذكر الأستاذة المشرفة: الدكتورة مريم محمدية.

كما نتقدم بالشكر لجميع أساتذة الكلية شعبة العلوم المالية

الذين

ساعدونا ولو بمعلومة صغيرة.

# فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

شكر وتقدير

V-I	..... فهرس المحتويات.
VI	..... قائمة الجداول.
VII	..... قائمة الأشكال.
(أ-و)	..... المقدمة العامة.

الفصل الأول: الإطار النظري لعوائد الأسهم ومخاطرها

2	..... تمهيد.
3	..... المبحث الأول: أساسيات حول الأسهم.
3	..... المطلب الأول: ماهية الأسهم.
3	..... أولاً: تعريف الأسهم.
4	..... ثانياً: خصائص الأسهم.
4	..... ثالثاً: قيم الأسهم.
6	..... المطلب الثاني: أنواع الأسهم.
6	..... أولاً: تصنيف الأسهم من حيث الشكل.
8	..... ثانياً: تصنيف الأسهم حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم.
8	..... ثالثاً: تصنيف الأسهم حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها.
14	..... المطلب الثالث: تقييم الأسهم.
14	..... أولاً: تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية.
15	..... ثانياً: تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة.
15	..... ثالثاً: تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة.
17	..... المبحث الثاني: أساسيات حول عوائد الأسهم.
17	..... المطلب الأول: مفهوم عائد السهم.
18	..... المطلب الثاني: أشكال عوائد الأسهم.
18	..... أولاً: العائد التاريخي.
18	..... ثانياً: العائد المتوقع.
18	..... ثالثاً: العائد المطلوب.

18	رابعاً: عائد السهم من الأرباح الموزعة.....
19	خامساً: عائد السهم من الأرباح المحققة.....
19	سادساً: العائد الجاري للسهم.....
19	سابعاً: العائد لفترة الاقتناء.....
19	المطلب الثالث: طرق حساب عوائد الأسهم.....
19	أولاً: قياس العائد التاريخي.....
20	ثانياً: قياس العائد المتوقع.....
22	<b>المبحث الثالث: المخاطر المتعلقة بالأسهم.....</b>
22	المطلب الأول: تعريف مخاطر الأسهم.....
23	المطلب الثاني: أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأسهم.....
23	أولاً: المخاطر النظامية.....
24	ثانياً: المخاطر غير النظامية.....
26	ثالثاً: المخاطر الكلية.....
28	المطلب الثالث: طرق قياس مخاطر الأسهم.....
28	أولاً: الانحراف المعياري والتباين.....
28	ثانياً: معامل الاختلاف.....
29	ثالثاً: معامل التحديد.....
30	رابعاً: معامل بيتا.....
31	<b>خلاصة الفصل.....</b>
	<b>الفصل الثاني: الإطار النظري للرفع المالي وأساسياته</b>
33	تمهيد.....
34	<b>المبحث الأول: أساسيات حول الرفع المالي.....</b>
34	المطلب الأول: مفهوم الرفع المالي.....
35	المطلب الثاني: أشكال الرفع المالي.....
35	أولاً: القروض طويلة الأجل.....
35	ثانياً: القروض قصيرة الأجل.....
37	المطلب الثالث: مجالات الرفع في الإدارة المالية.....

37	أولاً: الرفع التشغيلي.....
38	ثانياً: الرفع المشترك.....
39	ثالثاً: الرفع القانوني.....
40	<b>المبحث الثاني: تقييم الرفع المالي.....</b>
40	المطلب الأول: نسب الرفع المالي.....
40	أولاً: نسبة الرفع المالي.....
41	ثانياً: نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات.....
41	ثالثاً: نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية.....
41	رابعاً: نسبة الديون إلى حقوق الملكية.....
42	خامساً: نسبة عدد مرات تغطية الفائدة.....
42	سادساً: درجة الرفع المالي.....
43	المطلب الثاني: نسبة المديونية وهيكل رأس المال.....
43	أولاً: نسبة المديونية.....
43	ثانياً: العلاقة بين نسبة المديونية وهيكل رأس المال.....
47	المطلب الثالث: مزايا وعيوب الرفع المالي.....
47	أولاً: مزايا الرفع المالي.....
48	ثانياً: عيوب الرفع المالي.....
49	<b>المبحث الثالث: علاقة الرفع المالي بعوائد الأسهم ومخاطرها.....</b>
49	المطلب الأول: تأثير الرفع المالي على المخاطر الكلية.....
50	المطلب الثاني: تأثير الرفع المالي على المخاطر النظامية.....
52	المطلب الثالث: تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم.....
54	<b>خلاصة الفصل.....</b>

الفصل الثالث: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي

2015-2005

56	تمهيد.....
57	المبحث الأول: الإجراءات المنهجية لدراسة حالة.....
57	المطلب الأول: مكانة سوق دبي المالي وأسباب اختياره.....
57	أولاً: مكانة سوق دبي المالي.....
57	ثانياً: أسباب اختيار سوق دبي المالي.....
58	المطلب الثاني: منهج الدراسة ومصادر جمع المعلومات.....
58	أولاً: منهج الدراسة.....
60	ثانياً: مصادر الدراسة التطبيقية.....
61	المطلب الثالث: عينة الدراسة.....
64	المبحث الثاني: الإطار العام لسوق دبي المالي.....
64	المطلب الأول: لمحة عن سوق دبي المالي.....
64	أولاً: نبذة عن سوق دبي المالي.....
65	ثانياً: تطور سوق دبي المالي.....
66	ثالثاً: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي.....
68	المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق دبي المالي.....
68	أولاً: صافي الربح.....
69	ثانياً: المؤشر العام لسوق دبي المالي.....
70	ثالثاً: حجم التداول.....
73	المطلب الثالث: آلية التداول في سوق دبي المالي.....
74	المبحث الثالث: تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها في سوق دبي المالي
74	المطلب الأول: تأثير الرفع المالي على مخاطر الأسهم.....
75	أولاً: تأثير الرفع المالي على المخاطر الكلية.....
77	ثانياً: تأثير الرفع المالي على المخاطر النظامية.....
79	المطلب الثاني: تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم.....
81	المطلب الثالث: تحليل النتائج.....

81	أولاً: تحليل نتائج أثر الرفع المالي على المخاطر الكلية.....
82	ثانياً: تحليل نتائج أثر الرفع المالي على المخاطر النظامية.....
83	أولاً: تحليل نتائج أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم.....
84	..... خلاصة الفصل.
86	..... الخاتمة العامة.
91	..... قائمة المراجع.
96	..... الملاحق.



# قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول والأشكال

1 - قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
7	مزايا وعيوب الأسهم لحاملها	1-1
61	توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة	1-3
62	عينة الشركات المختارة للدراسة	2-3
70	المؤشر السعري لسوق دبي المالي 2009-2015	3-3
74	المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة	4-3

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
27	تحليل المخاطر الكلية	1-1
36	المفاضلة بين القروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل	1-2
46	الهيكل الأمثل لرأس المال	2-2
49	العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر الكلية	3-2
51	العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر النظامية	4-2
53	تأثير الرفع المالي على ربحية السهم	5-2
67	الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي	1-3
68	الربح المحقق لسوق دبي المالي 2007-2015	2-3
69	المؤشر العام لسوق دبي المالي 2009-2015	3-3
71	حجم التداول في سوق دبي المالي حسب القطاعات سنة 2015	4-3
72	قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق الخليجية سنة 2015	5-3
75	الارتباط بين الرفع المالي والمخاطر الكلية	6-3
77	الارتباط بين الرفع المالي والمخاطر النظامية	7-3
79	الارتباط بين الرفع المالي وعوائد الأسهم	8-3

# المقدمة العامة

### المقدمة العامة

لقد فرضت شدة المنافسة والتطور التكنولوجي السريع في عالم الأعمال تحديات كبيرة وتغيرات معقدة، مما تتطلب من الشركات التركيز على أهمية الإدراك السريع لهذه التحديات والتقدير الصحيح والواقعي لفرص التعامل معها، فمسألة بقاء الشركة أصبحت صعبة وحرحة وتستدعي تضافر الجهود وتكاملها وتناسقها على مختلف المستويات الإدارية، إذ تشكل الإدارة المالية أحد أهم الوظائف في شركات الأعمال، فمهمة توفير الأموال اللازمة من أصعب المهام التي تواجهها خاصة في ظل ندرة هذه الأموال من ناحية، وتفاوت درجة تكلفتها من ناحية أخرى.

ووفقا لذلك فإن الشركة تتبنى هيكل مالي تبرز من خلاله كيفية تمويل موجوداتها سواء بالأموال الخاصة أو بواسطة القروض، مع الأخذ بعين الاعتبار جملة من العناصر أهمها تأثير المديونية على ربحية الشركة، ومستوى الدين ومدى تناسبه وإمكاناتها.

وانطلاقا من هذا يبرز مفهوم الرفع المالي كأحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركة لتحسين أرباحها، والذي يمثل مدى اعتمادها على القروض في تمويل أصولها، كما أن الرفع المالي يعتبر جانبا مهما في الهيكل المالي للشركة، فهي تخطط جملة من الهياكل المالية ثم تفاضل بينها للوصول للهيكل المالي الأمثل الذي يحقق عائد السهم المطلوب، لكن دون تجاهل المخاطر التي تتبع تحقيق هذا العائد.

### الإشكالية:

للاعتقاد على الرفع المالي أثر إيجابي على عائد السهم وذلك إذا أحسن التصرف في الأموال المقترضة من خلال الاستثمار بمعدلات فائدة تفوق معدلات الاقتراض، أما الإفراط في استعمال الديون فإنه يرفع من تكلفة الدين بالتالي زيادة المخاطر، وهو ما يؤدي لانخفاض العائد.

وبناء على ما سبق يمكن صياغة الإشكال التالي:

ما مدى تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم وكل من مخاطرها الكلية والنظامية؟ وهل هناك تأثير للرفع المالي على شركات سوق دبي المالي؟

### التساؤلات الفرعية:

وتندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما المقصود بعائد السهم ومخاطره؟ وكيف يتم حسابها؟
2. هل الاعتماد على الرفع المالي له انعكاس سلبي على ربحية الشركة؟
3. إلى أي مدى ترتبط الزيادة في المخاطر بالزيادة في الرفع المالي لعينة الشركات المدرجة في سوق دبي المالي؟
4. هل العلاقة ايجابية بين الرفع المالي وعوائد أسهم الشركات عينة الدراسة؟

### الفرضيات:

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية:

1. يتمثل عائد السهم في المكافأة التي ينتظرها المستثمر مقابل التخلي عن منفعة حاضرة والحصول على منفعة أكبر في المستقبل، ويمكن قياسه بعدة طرق حسب نوع العائد؛ أما مخاطر السهم فتعبر عن حالة عدم التأكد من الحصول على العائد المتوقع، والتي يمكن قياسها بأحد معايير التشتت أي الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، أو معامل بيتا؛
2. باعتبار أن الرفع المالي هو مدى اعتماد الشركة على الديون في تمويل أصولها، فإن الإفراط فيها من شأنه الرفع في التكاليف ما يؤثر سلبا على ربحية الشركة؛
3. الشركات عينة الدراسة التي تعتمد على الرفع المالي تزداد مخاطرها الكلية والنظامية بزيادة بسبب الرفع المالي؛
4. يؤثر الرفع المالي ايجابيا على عوائد الأسهم لعينة الشركات المدرجة في سوق دبي المالي.

### أهمية الدراسة:

يعتبر موضوع هذه الدراسة من المواضيع المالية الحديثة خاصة في مجال الإدارة المالية ومجال الاستثمار في الأوراق المالية، وتنبع أهمية هذه الدراسة من أهمية العملية الاستثمارية، إذ أن القرار الاستثماري وخاصة في الأسهم يقوم عادة على أساس المبادلة بين العائد والمخاطرة من جهة، ومدى قدرة الشركة على التحكم في الاستدانة من جهة أخرى، وكذا الوقوف على أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها.

## أهداف الدراسة:

ترمي هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- ✓ التعرف على المفاهيم الأساسية لعوائد الأسهم ومخاطرها الكلية والنظامية وكيفية قياسها؛
- ✓ التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي، أشكاله ومختلف النسب المحددة له، ومن ثم التعرف على الهيكل المالي وصولاً إلى الهيكل الأمثل لرأس المال؛
- ✓ إسقاط المفاهيم النظرية على أرض الواقع من خلال دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي للفترة 2005-2015؛
- ✓ معرفة طبيعة العلاقة التي تجمع بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ومخاطرها؛
- ✓ التأكد إحصائياً من إمكانية وجود تأثير للرفع المالي مقاس بنسبة المديونية على كل من عوائد الأسهم ومخاطرها الكلية والنظامية في عينة الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، أي وجود علاقة بين تكلفة الدين والعائد مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر الناجمة عن الاستثمار.

## منهج الدراسة:

نظراً لطبيعة الموضوع والمتمثل في اختبار مدى تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها، وبغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانبه وتحليل أبعاده، اعتمدنا على المنهج التاريخي للتعرف على نشأة وتطور سوق دبي المالي، والمنهج الوصفي التحليلي وذلك من أجل إبراز وشرح مختلف المفاهيم المتعلقة بالرفع المالي وتحليل أثره على عوائد الأسهم ومخاطرها، وكذا وصف وتحليل كل المعلومات والبيانات المالية المتاحة عن سوق دبي المالي، كما تم الاعتماد على المنهج الإحصائي لدراسة أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها.

## أدوات الدراسة:

لاختبار فرضيات الدراسة وتحليل العلاقة المشار إليها سابقاً، تم الاعتماد على مجموعة من

الأدوات هي:

- ✓ الأدوات الإحصائية الوصفية المتمثلة في المتوسط الحسابي البسيط والانحراف المعياري؛
- ✓ أسلوب العينة المتمثل في 30 شركة مدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2005-2015؛
- ✓ بعض البرمجيات مثل E-views-4- للحصول على نتائج الانحدار و Excel-2007 لحساب الانحراف المعياري والمتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة.

### الدراسات السابقة:

من بين الدراسات السابقة والمشابهة لهذه الدراسة نجد ما يلي:

1. **دراسة حنان أبو فرحة ( 2001):** تناولت هذه الدراسة العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع التشغيلي والمالي والتي أجريت في الأردن على عينة مكونة من 38 شركة مساهمة عامة في قطاع الصناعة والخدمات للفترة 1984-1999، وقد توصلت إلى وجود علاقة موجبة ليست ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية والرافعة المالية، ووجود علاقة إيجابية وليست ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية والرافعة التشغيلية.
2. **دراسة وليد أحمد صافي وشقيري نوري موسى (2010):** هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي بدلالة درجة الرفع المالي ونسبة الدين إلى حقوق الملكية في كل من المخاطرة والربحية معبرا عنها بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة، وذلك بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 1999-2006 وقد كان حجم العينة 31 شركة صناعية، ومن أبرز نتائج هذه الدراسة أن درجة الرفع المالي ذات دلالة معنوية حيث فسرت بـ 33.2% من التغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، بالمقابل فإن نسبة الدين إلى حقوق الملكية فسرت بـ 16.2% وليست ذات دلالة معنوية، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن درجة الرفع المالي ونسبة الدين إلى حقوق الملكية يؤثران في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة.
3. **دراسة Raf and Brooks (2002):** هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على درجة المخاطرة باستخدام السلاسل الزمنية، وأجريت هذه الدراسة على 348 شركة مساهمة عامة بالولايات المتحدة الأمريكية، معتمدة على البيانات المنشورة لهذه الشركات بين الفترة 1979-1985، كما اعتبرت الدراسة أن الرافعة المالية تساوي مجموع الديون إلى حقوق الملكية وأن متوسط نسبة الرافعة للشركات محل الدراسة هي 39.8%.
4. **دراسة Aivazian (2003):** هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار وأجريت على 863 شركة كندية وغطت الفترة من 1982 حتى 1999 لهذه الشركات، لمعالجة العلاقة بين الرافعة المالية والاستثمار، وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثير سلبي للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، وهي أكثر سلبية للشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بالشركات ذات فرص النمو العالية.



### التوثيق العلمي:

بحث مكثبي لأخذ نظرة شاملة ومتكاملة حول الموضوع من الجانب النظري تم الاعتماد على مجموعة من المراجع أهمها الكتب باللغتين العربية والفرنسية، المذكرات والمقالات المنشورة في مختلف المجالات، بالإضافة إلى مواقع الإنترنت.

أما من الجانب التطبيقي تم القيام بدراسة حالة لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، أين تم الحصول على مختلف مؤشرات أداء السوق ومكانته من الموقع الرسمي للسوق، وكذا القوائم المالية للشركات المكونة لعينة الدراسة خلال الفترة 2005-2015.

### شرح المصطلحات الأساسية:

- ✓ **عوائد الأسهم:** هي المكافأة التي يحصل عليها المستثمر مقابل تخليه عن منفعة حاضرة وحصوله على منفعة أكبر في المستقبل؛
- ✓ **المخاطر الكلية:** ما هي إلا مجموع للمخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، إذ تتكون الأولى من كافة المخاطر العامة، أما الثانية تتكون من المخاطر المرتبطة بالشركة أو القطاع؛
- ✓ **المخاطر النظامية:** تسمى أيضا بمخاطر السوق، وهي تعبر عن درجة حساسية العائد للتغيرات الحاصلة في السوق؛
- ✓ **الرفع المالي:** هو مدى اعتماد المؤسسة على القروض في تمويل أصولها أي استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة الأرباح؛
- ✓ **هيكل رأس المال الأمثل:** يعرف بأنه مزيج من التمويل الممتلك (الأموال الخاصة) والتمويل المقترض (الديون)، الذي تكلفته التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا تمكنت الشركة من تحقيق ذلك فإنها تمكنت من تعظيم ثروة المالكين.

### هيكل الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات، تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول، خصص فصلان للجانب النظري لإعطاء خلفية جيدة عنه، وفصل تطبيقي كدراسة حالة. يهتم الفصل الأول بالإطار النظري لعوائد الأسهم ومخاطرها، وقد تم معالجته في ثلاث مباحث أساسية، تناول المبحث الأول أساسيات حول الأسهم والثاني أساسيات حول عوائد الأسهم والمبحث الثالث المخاطر المتعلقة بالأسهم.

أما الفصل الثاني جاء بعنوان الإطار النظري للرفع المالي وأساسياته، وقد تمت دراسته وفق ثلاث مباحث، حيث جاء المبحث الأول بعنوان أساسيات حول الرفع المالي، وعالج المبحث الثاني تقييم الرفع المالي، أما المبحث الثالث فيهتم بصلب الموضوع أي علاقة الرفع المالي بعوائد الأسهم ومخاطرها. كما تم تخصيص فصل ثالث لمعرفة مدى تطابق الجزء النظري مع التطبيقي، ومن أجل ذلك قسم هذا الفصل بدوره إلى ثلاث مباحث، أولها الإجراءات المنهجية لدراسة حالة، ثانيها الإطار العام لسوق دبي المالي، أما ثالثها هو تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي للفترة 2005-2015.

### صعوبات الدراسة:

- ✓ واجهتنا بعض المشاكل في إنجاز هذه الدراسة ويمكن إبرازها فيما يلي:
- ✓ صعوبة الوصول إلى المراجع باللغة العربية والفرنسية خاصة فيما يتعلق بالرفع المالي فمراجعته قليلة جدا؛
- ✓ كان من المقرر إجراء دراسة مقارنة لأثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها في بورصة الجزائر وسوق دبي المالي، إلا أنه تم إلغاء بورصة الجزائر نظرا للعدد القليل للشركات المدرجة فيها وعدم نشره القوائم المالية، وكذا عدم تجانس فترة الدراسة.

الفصل الأول:

الإطار النظري لعوائد

الأسمم ومخاطرها

### تمهيد

تعتبر الأوراق المالية المنتجة الأساسية المتداولة في الأسواق المالية، حيث تقوم الشركات بإصدار أنواع عديدة منها وطرحها للتداول في هذه الأسواق، بهدف الحصول على أموال وعوائد لتمويل استثماراتها، ومن أهم الأوراق المصدرة وأكثرها انتشارا نجد الأسهم، فقرار الاستثمار فيها يقوم على اعتبارين أساسيين هما العائد ومستوى المخاطر المرتبطة بتحقيق هذا العائد.

وسيتم التطرق في هذا الفصل إلى:

- أساسيات حول الأسهم؛
- أساسيات حول عوائد الأسهم؛
- المخاطر المتعلقة بالأسهم.

### المبحث الأول: أساسيات حول الأسهم

تعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وأكثرها شيوعاً بين المستثمرين، والأصل في وجودها هو شركات المساهمة\*، من خلال تجزئة رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة تثبت حقوق المساهمين في امتلاك جزء من رأسمال الشركة.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى تعريف الأسهم مع ذكر أهم خصائصها، قيمها، مختلف أنواعها بالإضافة إلى تقييم الأسهم.

### المطلب الأول: ماهية الأسهم

تقوم الشركات خلال نشاطها بإصدار أنواع مختلفة من الأوراق المالية، بهدف الحصول على أموال لتمويل استثماراتها، ونجد من أهم الأوراق المصدرة الأسهم.

### أولاً: تعريف الأسهم

هناك عدة تعاريف للسهم نذكر منها:

يعرف السهم على أنه "ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته، مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة<sup>(1)</sup>".  
كما يعرف بأنه "صك يمثل حصة من رأس مال الشركة، وقابل للتداول في سوق الأوراق المالية، ويضمن الحق في الحصول على حصة من الأرباح تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم<sup>(2)</sup>".  
وعليه يمكن القول أن:

الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي تحققها، وهذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وهي أداة لتكوين رأس مال الشركة أو رفعه، كما تسمح بالحصول على امتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين.

\* شركات المساهمة: هي شركة ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، ولا يكون للشريك فيها مسؤولية عن ديون الشركة إلا بمقدار حصته في رأس المال.

(1) الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص.82.

(2) محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص.8.

ثانيا: خصائص الأسهم

- للاسهم عدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى منها<sup>(1)</sup>:
- صك ملكية فهو يمثل جزء من رأس مال الشركة؛
  - تتساوى قيم الأسهم حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، وهذا يترتب عنه المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم؛
  - عدم قابلية السهم للتجزئة، أي أن للسهم مالك وحيد ولا يجوز اشتراك شخصين أو أكثر في ملكية سهم واحد؛
  - قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية ( البيع، الرهن، الإرث، ... الخ )، وهي ميزة تعطي لحامله إمكانية التنازل عنه بسرعة؛
  - للسهم عدة قيم منها القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية والقيمة الحقيقية؛
  - يتميز السهم بعائد متغير، فالأرباح التي يحصل عليها حامل السهم غير محددة مسبقا وتعتمد على الموقف المالي للشركة؛
  - يتميز السهم بخاصية السيولة، حيث أنه قابل للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى؛
  - الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية؛
  - الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، إضافة إلى حق المشاركة في إدارة الشركة.

ثالثا: قيم الأسهم

تتميز الأسهم بعدة قيم يمكن إيجازها فيما يلي:

1. القيمة الاسمية للسهم: تمثل قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي منصوص عليها ومحددة في عقد التأسيس، عادة ما تكون أقل من القيمة السوقية، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية الشركة.

<sup>(1)</sup> العديد من المراجع منها:

\* ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات ، مؤسسة شهاب الجامعية، مصر، 2003، ص.ص.41-44.

\* رسمية قرياص، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص.25.

وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم\*، كما أن القيمة الاسمية هي القيمة المدونة على قسيمة السهم<sup>(1)</sup>. ويتم حسابها كما يلي:

$$\frac{\text{إجمالي الأرباح للبرهان للشركة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الاسمية}$$

2. القيمة الدفترية للسهم: تعبر عن قيمة السهم في دفاتر الشركة وتمثل حقوق الملكية، فهي تعادل القيمة عند التصفية، ويمكن اعتماد الصيغة التالية لحساب القيمة الدفترية<sup>(2)</sup>:

$$\frac{\text{إجمالي الأرباح المساهمين}}{\text{عدد}} = \frac{\text{رأس المال الملم + الاحتياطات + أرباح محتجزة}}{\text{عدد}} = \text{القيمة الدفترية}$$

وتمثل القيمة الدفترية للسهم مؤشر ضعيف لقيمة السهم، كونها تشير إلى القيمة التاريخية وليس القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول.

نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا. 3. القيمة السوقية للسهم: وهي عبارة عن السعر الذي تتداول به الأسهم في سوق الأوراق المالية، ويتأثر سعر السهم في السوق بالعوامل المؤثرة في تحديد السعر مثل ظروف العرض والطلب، ربحية الشركة والقيمة الدفترية... الخ، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية، فإذا كان أداء الشركة جيدا وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الاسمية أو الدفترية<sup>(3)</sup>.

\* اشتقاق الأسهم: الزيادة في عدد الأسهم المتداولة دون الزيادة في حقوق الملكية أو رأس المال.

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص.191.

(2) محمد السويلم، سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار، الشركة العربية للنشر، الأردن، 2000، ص.187.

(3) عبد النافع عبد الله الزرري وتوفيق فرح غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2001، ص.157.

- وعليه يمكن القول أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر التوازني للسهم الذي يتداول به في سوق الأوراق المالية.
4. القيمة الحقيقية للسهم: تتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه من هذا السهم، ويتمثل العائد في التوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر، وتعتبر عن نصيب السهم في صافي أصول الشركة بعد إعادة تقييمها وفقا للأسعار الجارية.
5. القيمة الإحلالية للسهم: تشير هذه القيمة إلى التكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدرته الإنتاجية بسعر اليوم، ففي حالة عدم وجود تكلفة معاملات (عمولات البيع، مصاريف التخلص من الأصل، ... الخ) فسوف تتعادل القيمة الدفترية مع القيمة الإحلالية، أما إذا وجدت فإن القيمة الإحلالية تكون أكبر من القيمة الدفترية<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: أنواع الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم إلى أنواع عديدة، تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم في التصنيف، والتي منها ما يلي:

#### أولاً: تصنيف الأسهم من حيث الشكل

وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم إلى:

1. أسهم اسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل، وتشتمل على ما يلي<sup>(2)</sup>:
  - الاسم، اللقب، الوطن، جنسية المساهم، نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، نوع الشركة وعنوانها، رأس مالها ومركزها؛
  - بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتسب به؛
  - عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك أن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

والأصل أن تصدر الأسهم اسمية بمعنى قيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، وعند تداول هذه الأسهم في البورصة يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد.

<sup>(1)</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤشرات، أوراق، بورصات، دار الشروق، مصر، 2005، ص.ص. 165-166.

<sup>(2)</sup> طارق عبد العال حامد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص. 20.



2. الأسهم لحاملها: تكون هذه الأسهم شبيهة بالنقود لا تحمل اسم مالكيها، وبذلك تكون حيازة السهم كافية لامتلاكه وتنتقل الملكية من شخص لآخر بمجرد المناولة، ويصدر هذا النوع بشهادة لا تحمل اسم صاحبها<sup>(1)</sup>.
- كما يكون لحاملي هذه الأسهم الحق في:
- التصويت في الجمعيات العامة للشركة؛
  - مناقشة تقرير مجلس الإدارة والميزانية؛
  - حساب الأرباح والخسائر.

ويمكن توضيح مزايا وعيوب الأسهم لحاملها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): مزايا وعيوب الأسهم لحاملها

المزايا	العيوب
*سهولة التداول بالنسبة للمستثمر والشركة المصدرة لها؛	*تساعد على التهرب الضريبي لسهولة استبعادها من تصريح الثروة؛
*مشاركة حملة الأسهم لحاملها في اتخاذ القرارات بسبب قدرتهم على التصويت.	*عدم القدرة على استخراج بديل لها في حالة الضياع والسرقة.

المصدر: طارق عبد العال حماد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص.22.

3. أسهم لأمر: يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وتتم عملية تداوله عن طريق التظهير دون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة، إلا أن الشركة تشترط عند الإصدار أن تكون هذه الأسهم كاملة الوفاء بدفع كل قيمتها الاسمية باعتبار أن الشركة المصدرة ليست قادرة على تعقب تداول السهم، ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير دون الرجوع للشركة<sup>(2)</sup>.

(1) محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2005، ص.79.

(2) ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص.39.

ثانيا: تصنيف الأسهم حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين (1):

1. الأسهم النقدية: هي أسهم تمثل حصصا نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع المكتتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.
2. الأسهم العينية: هي أسهم تمثل حصصا عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار، مصنع، متجر، مخزونات أو براءة اختراع، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم لأصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.
3. الأسهم المختلطة: وهي أسهم يتم الوفاء ببعض من قيمتها عند الاكتتاب نقدا والبعض الآخر عينا.

ثالثا: تصنيف الأسهم حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها

تقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

1. الأسهم العادية: وهي النوع السائد والمألوف من الأسهم ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة استفادة في حالة نجاح الشركة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف التي تحمل الضرر والمخاطر في حالة فشل الشركة.
- والأسهم العادية هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية للملكية، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية (سوق الإصدار)، ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية (سوق التداول)، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة (2).
- وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد.

(1) عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص علوم مالية، كلية الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2004، ص.22، تاريخ الاطلاع: 2015/12/28، نقلا عن الموقع:

[www.ccdz.cerist.dz/pnstARABE/detail.pdf](http://www.ccdz.cerist.dz/pnstARABE/detail.pdf).

(2) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص.24.

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل<sup>(1)</sup>:

- **المرحلة الأولى:** يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، بالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.

- **المرحلة الثانية:** يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة لرأس مال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين، المشترين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص لآخر. وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية.

أ. حقوق حملة الأسهم العادية: يحصل حامل السهم العادي على مجموعة من الحقوق كفلها القانون لحماية المساهمين من أهمها<sup>(2)</sup>:

- الحق في نقل ملكية السهم إلى شخص آخر بالبيع، لأنه لا يحق للمساهم العودة إلى الشركة
- المصدرة للسهم والمطالبة باسترجاع قيمته، فالسبيل الوحيد هو عرضه في سوق رأس المال للبيع؛
- حق الحصول على حصة من أرباح الشركة ولكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم (الدائنون، حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة)، غير أن حصول حملة الأسهم العادية على عوائد لا يرتبط فقط بوجود الأرباح، وإنما باتخاذ إدارة الشركة القرار بتوزيعها على المساهمين؛
- يحق للمساهمين باعتبارهم شركاء الاطلاع على دفاتر وسجلات الشركة، لذلك فشركات المساهمة ملزمة بنشر المعلومات الأساسية المرتبطة بنشاطها من موازنات وتقارير عدة مرات خلال السنة، إضافة إلى القوائم الختامية في نهاية السنة؛
- الحق في حضور الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات؛
- الحق في التصويت للجمعية العامة بنسب الأسهم التي يمتلكونها، أي من حق المساهم المشاركة في اتخاذ القرارات عن طريق التصويت في انتخابات مجلس الإدارة؛
- حق الترشح لمجلس الإدارة وفقاً لشروط القانون الأساسي للشركة؛
- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي قد تقرر الشركة إصدارها؛
- للمساهمين الحق في الحصول على القيمة التصفوية عند تصفية الشركة.

<sup>(1)</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2003، ص.ص.32-33.

<sup>(2)</sup> ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص.ص.39-40.

ب. التوجهات الحديثة بشأن الأسهم العادية: تم تطوير مفاهيم جديدة للأسهم العادية وذلك بإضافة بعض الأنواع للأسهم العادية هي <sup>(1)</sup>:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها الشركة ككل، أما في هذا النوع فالتوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين؛
  - الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: يمكن للشركة أن تباع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي؛
  - الأسهم العادية المضمونة: هي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من الشركة إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محددة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.
- ج. مزايا وعيوب الأسهم العادية: للأسهم العادية مزايا وعيوب تتمثل في <sup>(2)</sup>:
- المزايا: تتمثل فيما يلي:

- ليس للأسهم العادية تاريخ استحقاق محدد؛
- بما أن الأسهم العادية توفر الضمان الذي يعتمد عليه الدائنون، فإن بيعها يزيد من المقدرة الائتمانية للشركة؛
- بما أنها تمثل ملكية الشركة فإنها تحمي المستثمر من التضخم، حيث ترتفع قيمة الأسهم العادية عند ارتفاع قيمة الأصول الحقيقية أثناء التضخم؛
- تكون معدلات الضريبة على عوائد الفرد من الأسهم العادية أقل منها على عوائده من فوائد السندات؛
- إن زيادة الأسهم العادية ضمن هيكل رأس مال الشركة يؤدي إلى زيادة الثقة فيها وزيادة قدرتها على الاقتراض، كما تشجع الدائنين على منحها القروض؛
- سرعة تداول هذه الأسهم في الأسواق المالية خاصة الشركات التي تتمتع بمركز مالي جيد؛
- تمثل مصدرا دائما للتمويل إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها.

<sup>(1)</sup> منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص.11.

<sup>(2)</sup> محمد حسين ومحمد إبراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل، عمان، ط. 1، بدون سنة، ص.ص.164-165.

➤ العيوب: أما عيوب الأسهم العادية فتتمثل في:

- يؤدي التوسع في إصدارها إلى زيادة قاعدة المالكين، وقد يؤدي ذلك إلى تأثر سلطة المالكين المسيطرين حالياً؛

- توسيع قاعدة توزيع الأرباح وبالتالي تدني العوائد نتيجة الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار؛

- قد تكون كلفة إصدارها عالية من ناحية الإجراءات؛

- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة الأمر الذي يزيد من كلفتها،

- تتضمن الأسهم العادية مخاطرة أعلى من المخاطرة التي تتضمنها السندات والأسهم الممتازة.

2. الأسهم الممتازة: تعتبر مصدراً هاماً من مصادر التمويل طويل الأجل، وتمتاز بجمعها بين صفات

أموال الملكية والاقتراض، وقد سميت بالممتازة لأنها تمكن حاملها من الحصول على عدد من

الامتيازات فيما يخص الأولوية في الحصول على توزيعات الأرباح وناتج التصفية، وتعرف بأنها

شكل من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة، وأنها تمثل شهادة ملكية لحائزها، لها قيمة اسمية،

دفترية وقيمة سوقية شأنها شأن الأسهم العادية<sup>(1)</sup>.

تقدم الأسهم الممتازة لمالكها ما يلي:

- عائد محدد (كنسبة من قيمة السهم الاسمية)؛

- مركز ممتاز اتجاه حملة الأسهم العادية؛

- ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات وأن التوزيعات محدودة بمقدار معين؛

- لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت.

أ. الاتجاهات الحديثة في الأسهم الممتازة: مثلها مثل الأسهم العادية فإن الأسهم الممتازة عرفت تطور

من خلال ظهور الأنواع التالية:

➤ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: عادة ما تكون التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم

الممتازة ثابتة، حيث تحدد بنسبة من القيمة الاسمية للسهم، لكن تم ربط توزيعات الأسهم

بالعائد على نوع من أنواع السندات الحكومية، حيث يتم تحويل نسبة التوزيعات لهذه الأسهم

على أساس التغيرات التي تطرأ على معدلات الفائدة لهذه السندات، وهذا يقلل من مستوى

المخاطر؛

(1) حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، الأردن، ط.1، 2002، ص.149.

- الأسهم الممتازة التي تمنح لحاملها الحق في التصويت: الشائع أن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحق لهم التصويت، إلا أن النظام الداخلي للشركات قد يمنح لحاملي الأسهم الممتازة الحق في اتخاذ القرارات عن طريق التصويت في الجمعيات العامة، خاصة القرارات المتعلقة بالتوزيعات.
- ب. الاختلاف بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية: من خلال ما سبق ذكره يمكن استخراج الاختلاف بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية في العناصر التالية<sup>(1)</sup>:
- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح؛
  - ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت عكس حملة الأسهم العادية؛
  - عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بوضع الشركة في حين متغير بالنسبة للسهم العادي؛
  - حامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي؛
  - للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بخفض أسعار الفائدة كثيرا؛
  - لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية؛
  - الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حال التصفية لحملة الأسهم الممتازة.
- ج. مزايا وعيوب الأسهم الممتازة: يمكن حصر أهم المزايا والعيوب في<sup>(2)</sup>:
- المزايا: تقوم الشركات باستعمال الأسهم الممتازة لأنها توفر لها المزايا التالية:
- عدم وجود تاريخ محدد لسدادها إلا إذا تم النص على ذلك في عقد الإصدار، وهذا يعطي الشركة ميزة استبدالها بسندات في حالة انخفاض الفوائد؛
  - إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية، بالتالي تزداد فرصة الشركة وقدرتها على الاقتراض؛
  - تمكن الأسهم الممتازة الشركة المصدرة لها من الاستفادة من مزايا السندات والأسهم معا، حيث لا تكون الشركة ملزمة على دفع الأرباح في شكل توزيعات سنوية (وهي بذلك تشبه الأسهم العادية، كما تضمن عدم تدخل حملة الأسهم الممتازة في الإدارة)

<sup>(1)</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، ط.1، 1999، ص.29.

<sup>(2)</sup> منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص.27.

- قرار إصدار الأسهم الممتازة قد يتضمن إعطاء الشركة الحل في استدعاء الأسهم التي أصدرتها أي إعادة شراؤها، وذلك مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية، ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للشركة إذ يمكنها من الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وذلك من خلال التخلص من الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها.

➤ العيوب: تتمثل عيوب الأسهم الممتازة في:

- أعلى تكلفة لأن عوائدها لا تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة؛  
- إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة؛  
- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضين، ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد.

3. أسهم التمتع: هي أسهم تمنح دون مقابل للمساهمين الأصليين في الشركة، بدل الأسهم التي تم تعويضهم عليها وفق استهلاك أو غير ذلك، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة، وفي أغلب الأحيان تمنح عن طريق القرعة.

وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة، وتظهر نتيجة لاحتياجات تم تحويلها إلى رأس مال، ويتمتع صاحب هذه الأسهم بحق التصويت والأرباح وغير ذلك<sup>(1)</sup>.

(1) Mohamed Salah, *Les valeurs mobilières émises par les sociétés par action*, éd Edik, Alger, 2001, P.22.

### المطلب الثالث: تقييم الأسهم

يهتم المستثمر بشكل كبير بتقييم الأسهم بغرض معرفة مردودية استثماراته في تلك الأسهم ومقارنتها مع الاستثمارات الأخرى، حتى يتمكن في النهاية من إيجاد أنسب استثمار لتطلعاته.

#### أولاً: تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية

يعتمد هذا الأسلوب على القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي تدرها الأسهم، حيث أن:

$$\text{التدفق النقدي الصافي} = \text{التدفقات الداخلة} - \text{التدفقات الخارجة}$$

وترتكز القيمة الحالية على مفهوم الخصم الذي تخضع له كافة التدفقات النقدية، وعليه فإن

التدفقات التي يدرها عدد معين من الأسهم يجب أن تخصم بسعر خصم معين حتى يمكن معرفة قيمتها الحالية، الشيء الذي يمكن من مقارنتها ببدائل استثمارية أخرى ومعرفة مردوديتها<sup>(1)</sup>، وهذا ما توضحه المعادلة التالية:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{Cf}{(1+r)^i}$$

حيث أن:

V: القيمة النظرية للسهم؛

Cf: التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار في السهم؛

r: معدل الخصم، وهو في هذه الحالة معدل العائد الذي يرغب المستثمر الحصول عليه مقابل شرائه لهذا السهم؛

i: عدد السنوات.

#### ثانياً: تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة

يلجأ المستثمر إلى تقييم الأسهم التي بحوزته أو التي يريد شراؤها لمعرفة ما ستدر عليه من أرباح منتظرة، وأهم دراسة لتقييم الأسهم بهذه الطريقة هي تلك التي قام بها الثنائي Miller et Modigliani في أوائل الستينات من القرن الماضي، فلقد افترضوا أن السوق تسودها ظروف التأكد ووجدوا أن قيمة السهم هي عبارة عن القيمة الحالية لمجموع الأرباح الموزعة في الفترات القادمة والسعر السائد في تلك الفترة<sup>(2)</sup>. رياضياً يمكن التعبير عن هذه الفكرة بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1+r)}$$

(1) جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ج.1، ط.1، 2011، ص.720.

(2) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص.52.



حيث أن:

$P_0$ : سعر السهم في الفترة الحالية؛

$D_1$ : الأرباح الموزعة في نهاية الفترة القادمة؛

$P_1$ : سعر السهم في نهاية الفترة القادمة؛

$r$ : معدل الخصم.

من العلاقة السابقة نلاحظ أن قيمة السهم تتوقف على الأرباح الموزعة المتوقعة، حيث هناك علاقة طردية بين الاثنين، فإذا ارتفعت الأرباح الموزعة ارتفعت قيمة السهم والعكس بالعكس.

### ثالثاً: تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة

من المعروف أن الأرباح المحققة من قبل الشركة قد لا توزع إطلاقاً وقد يوزع جزء منها أو كلها، وعدم توزيعها يعني إعادة استثمارها لصالح حملة الأسهم الأمر الذي يجعلها تدر عليهم أرباحاً مضاعفة في المستقبل، ويمكن استعمال مؤشر الأرباح المحققة من قبل الشركة لتقييم أسهمها، باعتبار أن تلك الأرباح هي مصدر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم، كما أنها تعبر عن مدى نجاح الشركة في السوق وقدرتها على المنافسة<sup>(1)</sup>. ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

$$D_t = E_t - I_t$$

حيث أن:

$D_t$ : الأرباح الموزعة؛

$E_t$ : الأرباح المحققة؛

$I_t$ : الأرباح التي أعيد استثمارها.

وإذا كانت هذه السياسة متبعة على مدى حياة الشركة فإنه يمكن القول أن قيمتها تصبح مرتبطة بهذا العامل، أي الفرق بين أرباحها المحققة ومقدار ما أعادت استثماره كل سنة. وعليه فإن هذه الطريقة تتوقف على مقدار الأرباح المنتظرة من طرف حملة الأسهم من جهة، وعلى مقدار ما تعيد استثماره من جهة أخرى.

<sup>(1)</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، ج.1، ص.723.

\*معدل دوران الأسهم

يعد معدل دوران الأسهم من أهم المعايير التي يجب أن يأخذها المستثمر في الاعتبار قبل اتخاذ قرار الاستثمار بها، كما أنه يعد أحد معايير المفاضلة ليس فقط فيما بين الأسهم المدرجة في سوق ما بل تتعدى ذلك لتشمل المفاضلة فيما بين الأسواق المالية المختلفة.

ويمكن القول أن معدل دوران الأسهم يستهدف بصفة أساسية قياس درجة سيولة سهم ما دون الآخر، ويقصد بالسيولة في هذه الحالة إمكانية تحويل السهم إلى نقدية بسرعة وبأقل تكلفة وبسعر يقارب آخر سعر للتداول<sup>(1)</sup>.

يحسب معدل دوران السهم كما يلي:

$$\text{معدل دوران الأسهم} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة}}{\text{إجمالي عدد}}$$

حيث ينصح دائما بشراء الأسهم ذات معدل الدوران المرتفع مقارنة بمعدل الدوران للشركات الأخرى، أما الأسهم ذات معدلات الدوران المنخفضة لا ينصح بالاستثمار فيها، ويرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض نسبة التداول لهذا السهم نظرا لارتفاع نسبة المساهمات بهذا السهم أو قد ترجع إلى ارتفاع في القيمة التي يتم بها تداول السهم بالسوق بما يفوق قدرة غالبية المستثمرين بسوق ما.

<sup>(1)</sup> منير الخالدي، معدل دوران الأسهم، جريدة الإتحاد، تاريخ الإطلاع: 2016/02/10، نقلا عن الموقع: <http://www.alittihad.ae/details.php?id=93097&y=2013>

### المبحث الثاني: أساسيات حول عوائد الأسهم

يعتبر العائد بمثابة الهدف الرئيسي لأي مستثمر، سواء كان فردا أو شركة أو صندوقا استثماريا، وإذا كان العائد معروف مسبقا ومضمونا إلى حد ما بالنسبة لبعض الأنواع من الاستثمار مثل السندات، فهو غير معروف مسبقا وغير مضمون التحصيل بالنسبة للبعض الآخر من الاستثمار مثل الأسهم. وسيتم في هذا المبحث التعرف على مفهوم عائد الأسهم، أشكاله وأهم الطرق الإحصائية المستخدمة في قياسه.

#### المطلب الأول: مفهوم عائد الأسهم

هناك عدة مفاهيم لعائد الأسهم من بينها ما يلي:  
 "العائد هو التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، مقابل توظيف أمواله في شكل من أشكال الاستثمار<sup>(1)</sup>."  
 وبعبارة أخرى يعرف بأنه: "المكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله بالأسهم العادية، إما بصيغة مفهوم أرباح نقدية طبقا لأرباح الشركة وسيولتها النقدية أو بشكل مفهوم أرباح الأسهم<sup>(2)</sup>."  
 وعليه يقصد بعائد الأسهم تلك المكافأة التي ينتظرها المستثمر مقابل التخلي عن منفعة حاضرة والحصول على منفعة أكبر في المستقبل، وهذا من خلال حصة الأرباح الناتجة عن استثمار الأسهم العادية. ويتكون عائد الأسهم من<sup>(3)</sup>:

- التوزيعات التي يحصل عليها صاحب السهم من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة وتقرر توزيعها على المساهمين؛
- الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الفرق بين قيمة شراء السهم وقيمة بيعه في تاريخ لاحق.

<sup>(1)</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص.237.

<sup>(2)</sup> أرشد التميمي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسير، عمان، 2005، ص.46.

<sup>(3)</sup> Gatemen Lawrence, **Principles of managerial finance**, USA, 9ed, 2000, P.238.

### المطلب الثاني: أشكال عوائد الأسهم

تختلف أنواع العائد على الأسهم، وعلى المستثمر التمييز بين هذه العوائد حتى يتمكن من إدارة استثماراته، وتتمثل مختلف الأنواع فيما يلي<sup>(1)</sup>:

#### أولاً: العائد التاريخي (الفعلي)

وهو العائد الذي تحقق فعلاً على الاستثمار في الأسهم ضمن فترة تاريخية معينة، وعلى الرغم من عدم استخدام هذا العائد في تقييم الاستثمار، إلا أنه ينطوي على أهمية كبيرة في عملية التقييم، إذ يستخدم في تحديد قيمة العائد المتوقع.

#### ثانياً: العائد المتوقع

وهو العائد غير المؤكد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه خلال فترة زمنية معينة نتيجة لاقتنائه استثماراً معيناً (السهم)، ويجب أن يتم تحديد هذا العائد بطريقة موضوعية بحيث يكون منسجماً مع العوائد التاريخية المحققة، وفي الواقع العملي نادراً ما يتطابق العائد الفعلي مع العائد المتوقع.

#### ثالثاً: العائد المطلوب

هو العائد الذي يرغب المستثمر في تحقيقه عند اقتنائه للسهم، ويتحدد هذا العائد في ضوء المخاطر المرتبطة بهذا السهم، فكلما كانت المخاطر مرتفعة كلما زادت نسبة العائد المطلوب، وذلك كتعويض إضافي على تحمله لهذه المخاطر.

#### رابعاً: عائد السهم من الأرباح الموزعة

يفسر هذا النوع ما يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة مقبل استثماره في سهم ما.

(1) العديد من المراجع أهمها:

\* أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد والخطر، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 11، جامعة منتوري، قسنطينة، 1999، ص. 183-184.

\* هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص. 103.

\* علي عباس، الإدارة المالية، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، ط. 1، 2008، ص. 142-145.

\* عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظة المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010، ص. 167.

#### خامسا: عائد السهم من الأرباح المحققة

هو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشرا على عوائد الأسهم بشكل عام، وتبذل المؤسسات جهدا لزيادته لأنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون في شراء الأسهم، وهو العائد الذي يحصل عليه حامل السهم جراء تحقيقي أرباح فعلية.

#### سادسا: العائد الجاري للسهم

يعبر عن وجهة نظر المستثمر نحو تقييم السهم، إذ يقيس قدرة ما سيدفعه المستثمر ثمنا للسهم على توليد الربح، وهو يعكس تكلفة الفرصة البديلة بين الاستثمار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى أداة استثمارية أخرى.

#### سابعا: العائد لفترة الاقتناء

هو ذلك العائد الناتج عن قيام المستثمر بشراء الأسهم ثم ينتظر حتى يرتفع سعرها ثم يبيعها نعد ذلك، أو يقصد به القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر ونصيب السهم من الربح المحقق مضاف إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقي.

#### المطلب الثالث: طرق حساب عوائد الأسهم

توجد العديد من الطرق لحساب عائد الأسهم، وهذه الطرق تختلف باختلاف نوع العائد، ومن بين الطرق المستعملة نجد:

#### أولا: قياس العائد التاريخي

يتم قياس العائد التاريخي المتولد من الاستثمار في الأسهم وذلك من خلال توفر بيانات عن سعر الشراء وسعر البيع أو الإقفال والتدفقات النقدية أو توزيعات الأرباح خلال الفترة المدروسة، وبناء عليه يمكن حساب العائد التاريخي وفق الصيغة التالية<sup>(1)</sup>:

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0}$$

<sup>(1)</sup>Noel Amenc et Véronique Le Sourd, *Théorie du portefeuille et Analyse de sa Performance*, Economica, Paris, 2èd, 2003,P.115.

حيث أن:

R: العائد التاريخي؛

P<sub>0</sub>: سعر الشراء للسهم؛

P<sub>1</sub>: سعر البيع أو الإقفال؛

D: توزيعات الأرباح.

كما يمكن حساب العائد السنوي وفق الصيغة التالية:

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0} \times \frac{360}{n}$$

حيث أن:

n: فترة الاستثمار.

كما يمكن استخدام معادلة المتوسط الحسابي لحساب معدل العائد التاريخي لعدة فترات زمنية،

وذلك حسب المعادلة التالية:

$$E(R) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_i$$

وهذا يعني أن متوسط عائد السهم التاريخي هو مجموع العوائد المحققة على عددها.

### ثانياً: قياس العائد المتوقع

لحساب العوائد المتوقعة من الأسهم يجب توافر توزيعات احتمالية، ولوضع التوزيع الاحتمالي

للعائد فإن هذا يتطلب تحديد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال والعائد المتوقع مستقبلاً في كل

حالة، ويجب أن لا يتجاوز القيمة الكلية للتوزيع الاحتمالي الواحد الصحيح<sup>(1)</sup>.

وعليه ومن خلال التوزيعات الاحتمالية يمكن قياس العائد المتوقع وفق المعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n P_i \cdot R_i$$

حيث أن:

E(R<sub>i</sub>): العائد المتوقع؛

P<sub>i</sub>: الاحتمال أو درجة التوزيع الاحتمالي؛

R<sub>i</sub>: العائد من كل احتمال.

<sup>(1)</sup> طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص.261.

<sup>(2)</sup> Nathalie Morgues, *Critères de Choix et Rentabilité des Investissements*, Economica, Paris, 2010, P.62.

كما نجد هناك طرق حسابية أخرى تتمثل في<sup>(1)</sup>:

➤ عائد السهم من الأرباح المحققة: يحدد وفق الصيغة التالية:

صافي العائد بعد الضريبة - نصيب حملة الأسهم الممتازة

عدد الأسهم

➤ عائد السهم من الأرباح الموزعة: يحسب بموجب الصيغة التالية:

الأرباح المتاحة للتوزيع

عدد الأسهم

➤ العائد الجاري للسهم: يحسب بالعلاقة التالية:

عائد للسهم من الأرباح الموزعة

القيمة السوقية

➤ العائد لفترة الاقتناء: يتم حسابه كما يلي:

القيمة الأهمية لدخل السهم من جميع المصادر

سعر شراء

<sup>(1)</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 267-268.

### المبحث الثالث: المخاطر المتعلقة بالأسهم

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى مجموعة من المخاطر، تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية، وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر الناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار، وعليه سيتم التطرق فيما يلي إلى مفهوم مخاطر الأسهم وأنواع المخاطر التي تتعرض لها الأسهم وطرق قياسها.

#### المطلب الأول: تعريف مخاطر الأسهم

لم تحظ المخاطر بتعريف موحد، بل برزت فيها مجموعة من التعاريف منها ما يلي:  
تعرف المخاطر على أنها: "فرصة خسارة متوقعة، تعبر عن درجة الانحرافات في التدفقات النقدية، ومنه فإن مخاطر الأسهم يقصد بها مدى تذبذب العائد المتوقع<sup>(1)</sup>".  
كما عرفت المخاطر أيضاً: "تقلب العائد أو احتمال اختلاف العائد الفعلي عن العائد المتوقع ويمكن قياسها بالانحراف المعياري أو معامل الاختلاف<sup>(2)</sup>".  
وعرفت كذلك بأنها: "احتمال الفشل المستمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار، وتقاس المخاطر بناء على ذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي على العائد المرجح أو المتوقع<sup>(3)</sup>".  
وعليه يمكن تعريف مخاطر الأسهم على أنها حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد المتوقع أو من وقته أو من انتظامه ويمكن قياسه بالانحراف المعياري أو معامل الاختلاف.

(1) محمد عبد ربه، مرجع سبق ذكره، ص.27.

(2) محمد عبده ومحمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، ط. 1، 1997، ص.23.

(3) جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، ج.1، مرجع سبق ذكره، ص.90.



## المطلب الثاني: أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأسهم

توجد الكثير من المخاطر المرتبطة بالأسهم ويمكن تقسيمها إلى ثلاث أنواع رئيسية هي:

### أولاً: المخاطر النظامية

تعرف المخاطر النظامية أيضاً بالمخاطر العامة، وهي ذلك الجزء من المخاطر الكلية غير المرتبط بالاستثمار في أصل من الأصول، حيث يتوقف عائده الإجمالي على التطورات في الاقتصاد الوطني ككل، ومع زيادة ترابط الاقتصاديات العالمية قد تتوقف أيضاً على التطورات في هذه الأخيرة، أي على المحيط الاقتصادي الدولي، كما تعتبر المخاطر النظامية الوجه الآخر لمدى حساسية العائد إلى تغيرات السوق، لهذا تسمى هذه المخاطر أيضاً بمخاطر السوق، تمس هذه المخاطر كافة الشركات العاملة في اقتصاد معين ولا يمكن تفاديها باعتبارها مرتبطة بالنظام الاقتصادي، الاجتماعي والسياسي للبلد المعني<sup>(1)</sup>.

#### 1. خصائص المخاطر النظامية:

تتسم المخاطر النظامية بالخصائص التالية<sup>(2)</sup>:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي ككل؛
- تؤثر على جميع المؤسسات الناشطة، بذلك تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم؛
- لا يمكن تجنبها أو تفاديها؛
- عدم قدرة متخذي القرار على تحديدها و السيطرة عليها.

#### 2. مصادر المخاطر النظامية:

تنشأ المخاطر النظامية من عدة مصادر أهمها<sup>(3)</sup>:

- أ. تقلبات أسعار الفائدة : لتذبذب أسعار الفائدة آثار سلبية على أسعار الأوراق المالية، لاسيما أسعار الأسهم والسندات المتداولة، إذ تعتبر بمثابة المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلال بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية خلال مدة الاستثمار، وعليه فإن تقلبات أسعار

<sup>(1)</sup> محمد براق والجودي الطاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 8، مركز البصيرة للبحوث والاستثمارات والخدمات التعليمية، دار الخلدونية، الجزائر، 2006، ص.ص.30-31.

<sup>(2)</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، ط.1، 2004، ص.66.

<sup>(3)</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، ج.1، مرجع سبق ذكره، ص.ص.92-94.

الفائدة من المخاطر العامة التي تمس كافة أشكال الاستثمار، وتزيد تلك المخاطر كلما تم الاحتفاظ بالاستثمار لمدة أطول.

ب. مخاطر التضخم: تنبع هذه المخاطر من عدم دقة توقع المستثمرين للتغيرات المستقبلية في مستوى الأسعار، أي عدم القدرة على توقع معدل التضخم في الفترات القادمة لاستثماراتهم، لهذا تعرف بمخاطر القدرة الشرائية للنقود، على اعتبار أن الارتفاع العام للأسعار يخفض من القيمة الحقيقية لتلك الاستثمارات والتدفقات النقدية المنتظرة منها، هذا يؤدي أيضا إلى اختلاف معدل العائد الحقيقي لتلك الاستثمارات عن العائد المتوقع، لاسيما الأدوات ذات العائد الثابت على عكس الاستثمار في الأسهم التي ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار، وبالتالي يقل الاختلاف بين العائد المحقق و العائد المتوقع منها.

ج. مخاطر السوق: تتمثل مخاطر السوق في تلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، وكيفية إدراك المستثمرين واستيعابهم لهذه الأحداث، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين.

والأحداث التي تصل معلومتها للسوق تؤثر على توقعات المستثمرين، وبالتالي على حجم العرض والطلب بالنسبة للأسهم ومن ثم أسعارها، وقد تكون أحداثا ملموسة و منطقية كتوقع انخفاض مستوى الأرباح للشركات ككل، أو توقع حدوث كساد أو غيرها من العوامل السياسية، الاجتماعية والاقتصادية، وقد تكون هذه الأحداث أحداثا غير ملموسة تتعلق ببيكولوجية السوق والتي تتعلق بردود الفعل المبالغ فيها لحوادث معينة، فمثلا حدوث انخفاض في الأسعار على فترتين متتاليتين قد تحفز المستثمرين الآخرين على بيع أسهمهم مما يؤدي إلى الانخفاض العام في الأسعار إلى مستويات قد لا تكون حقيقية.

#### ثانيا: المخاطر غير النظامية

هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، وهذه المخاطر ترتبط بأحداث إدارية، مالية، تسويقية، إنتاجية أو فنية لشركة معينة، تؤثر على مبيعات الشركة وأرباحها وبالتالي على أسعار أسهمها، الأمر الذي يسمح بتخفيض هذا النوع من المخاطر بالتنوع في اتجاه شركات وقطاعات أخرى، لهذا تعرف هذه المخاطر بالمخاطر القابلة للتنوع، بعبارة أخرى المخاطر غير النظامية هي ذلك الجزء من التغيرات الكلية لعوائد ورقة مالية وغير المرتبط بتغيرات عوائد الأوراق الأخرى<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup> محمد براق والجودي طايطوري، مرجع سبق ذكره، ص.31.

1. خصائص المخاطر غير النظامية:

- تنشأ بفعل عوامل تخص المؤسسة ذاتها؛
- تؤثر فقط على مؤسسة معينة؛
- يمكن تجنبها بالتنوع؛
- تقاس انطلاقاً من الانحراف المعياري، التباين أو معامل الاختلاف.

2. مصادر المخاطر غير النظامية:

تتكون أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة مما يلي<sup>(2)</sup>:

أ. مخاطر الإدارة: هي الخاطر التي تنجم عن سوء إدارة الشركة واتخاذ قرارات غير دقيقة أو خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو تقدير خاطئ فيما يتعلق بالاستثمار، الإنتاج أو التسويق، الأمر الذي يؤثر على السيولة و القدرة التنافسية لها، وبالتالي يعود ذلك بآثار سلبية على قيمة أسهمها في السوق المالي وعلى قيمة إصداراتها مستقبلاً.

ويؤدي التعرض إلى اتخاذ قرارات لا تخدم المصالح الإستراتيجية للشركة وملاكها إلى طرح مسألتين على درجة كبيرة من الأهمية، الأولى تتمثل في أن تدني كفاءة الطاقم الإداري للشركة عادة ما يؤدي إلى تراجع عائدات المساهمين، الأمر الذي يفرض عليهم حسن اختيار ذلك الطاقم وفقاً لمعايير دقيقة تركز على كفاءة الأداء، والمسألة الثانية تتعلق بكيفية حدوث الأخطاء الإدارية وهل كانت مقصودة أو ناتجة عن الإهمال، كخسارة مصنع أو حريق في بعض محتوياته دون التأمين عليها، أو بسبب عدم توفير حراسة كافية وغير ذلك من الأخطاء.

ب. مخاطر صناعية: أو مخاطر النشاط، وهي المخاطر التي تنتج عن عوامل تؤثر في قطاع معين بشكل واضح دون غيره من القطاعات، يندرج تحت هذا النوع من المخاطر عجز الشركة على المنافسة، وتذبذب وتدني أرباحها بصورة مستمرة، الشيء الذي يؤثر سلباً على أسهمها في السوق وقلة الطلب على منتجاتها، ارتفاع تكاليف مدخلاتها الرئيسية، عدم القدرة على مقابلة التزاماتها لاسيما التوقف عن تسديد ديونها وكذا عدم إجراء توزيعات على المساهمين، بالإضافة إلى ذلك قد

(1) حمزة محمد الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص.68.

(2) جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، ج.1، مرجع سبق ذكره، ص.96-98.

تعرض الصناعة أو القطاع إلى مخاطر سياسية وعدم استقرار التشريعات والقوانين مثل تشريعات حماية البيئة والتشريعات الضريبية أو إلغاء إعفاءات جمركية كانت ممنوحة.

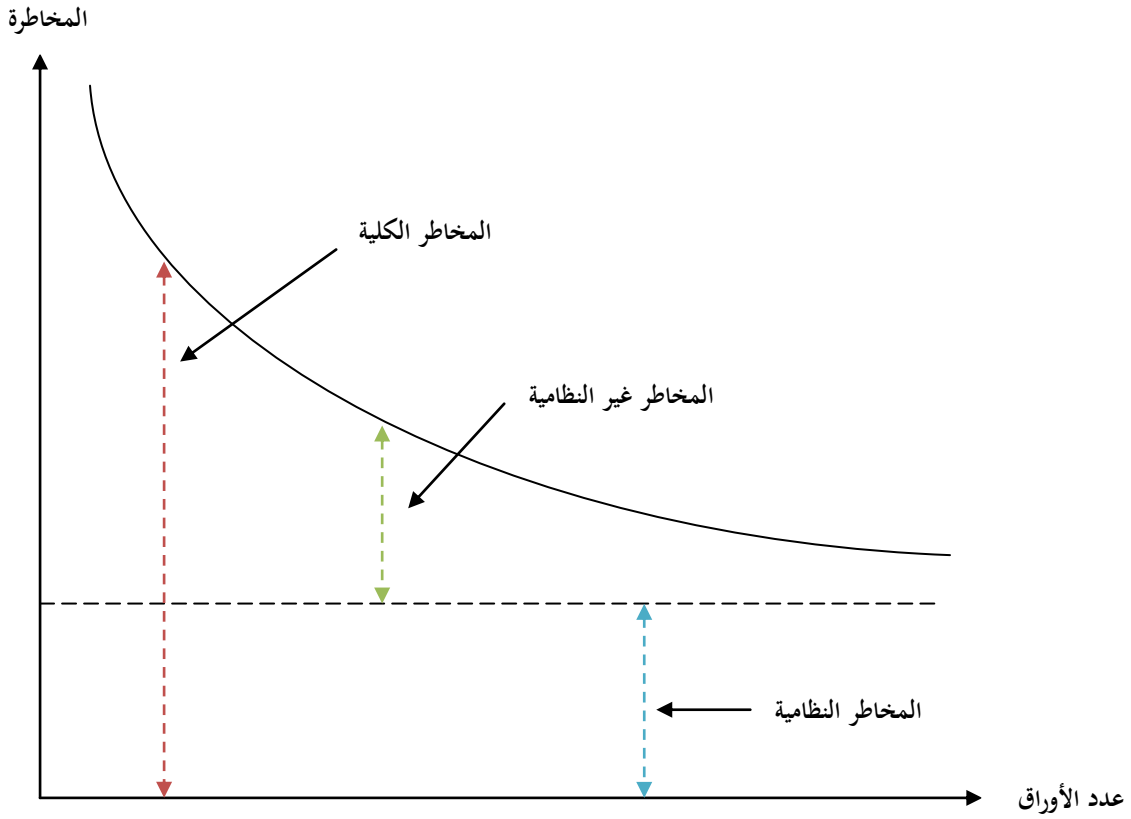
ج. المخاطر المالية: أو مخاطر الرافعة المالية، تنبع هذه المخاطر من لجوء الشركة إلى التمويل بالاستدانة بشكل مفرط أو مبالغ فيه، لذلك نجدها تحاول في الغالب الوصول إلى مستوى معين من الاستدانة في تمويل أنشطتها وذلك للاستفادة من مزايا تلك المصادر من التمويل (الرفع المالي)، وتعرف نسبة الديون إلى حقوق الملكية أو إلى الأصول بمؤشر المخاطر المالية أو مؤشر مخاطر الرافعة المالية، فكلما ارتفع حجم المديونية للشركة كلما زادت هذه المخاطر، على اعتبار أن الشركة مطالبة بتحقيق عائد يكفي لتغطية خدمات تلك الديون وإلا تعرضت للإفلاس مع تراكم تلك الديون وخدماتها.

### ثالثاً: المخاطر الكلية

المخاطر الكلية للسهم تقاس بتشتت عائده حول متوسط العائد المتوقع، فكلما زاد ذلك التشتت زاد احتمال أن يكون العائد المتوقع بعيداً عن متوسط العائد وبالتالي زادت مخاطر السهم المعني. من جهة أخرى فإن المخاطر الكلية ما هي إلا مجموع المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، إذ تتكون الأولى من كافة المخاطر العامة، أما الثانية تتكون من المخاطر المرتبطة بالشركة أو القطاع<sup>(1)</sup>. وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

<sup>(1)</sup> طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص.363.

الشكل رقم (1-1): تحليل المخاطر الكلية



المصدر: جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، ج.1، مرجع سبق ذكره، ص.99.

من الشكل السابق يمكن استخلاص المعادلة التالية:

$$\text{المخاطر الكلية} = \text{المخاطر النظامية} + \text{المخاطر غير النظامية}$$

ومن هنا تجدر الإشارة إلى أن معرفة أحد النوعين من المخاطر يتيح معرفة النوع الآخر أي:

$$\text{المخاطر النظامية} = \text{المخاطر الكلية} - \text{المخاطر غير النظامية}$$

$$\text{المخاطر غير النظامية} = \text{المخاطر الكلية} - \text{المخاطر النظامية}$$

### المطلب الثالث: طرق قياس مخاطر الأسهم

يمكن قياس المخاطر بطرق متعددة، وهي كالتالي:

#### أولاً: الانحراف المعياري والتباين

يعتبر المقياس الأكثر شيوعاً لقياس المخاطر، يمثل الجذر التربيعي للتباين، وهو المتوسط الموزون لمربع الانحراف المتوسط، ويعرف أيضاً بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أما التباين فهو مربع الانحراف المعياري ويمكن تحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطر، ويتم حساب الانحراف المعياري بالمعادلة الموالية<sup>(1)</sup>:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i (R_i - E(R))^2}$$

حيث أن:

$\delta$ : الانحراف المعياري؛

$R_i$ : العوائد المحتملة للأسهم؛

$E(R)$ : متوسط القيم المتوقعة للعوائد؛

$P_i$ : احتمال حدوث العوائد المحتملة للأسهم؛

$n$ : عدد العوائد المحتملة.

فالسهم الذي له انحراف معياري أكبر يكون أكثر مخاطرة وأقل جاذبية، وتجدر الإشارة إلى أن المعادلة السابقة تستخدم في حال توفر بيانات مستقبلية متوقعة أما في حال الاعتماد على المعلومات التاريخية فإن الانحراف المعياري يحسب وفق المعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

$$\delta = \sqrt{\delta^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n-1}}$$

حيث أن:

$\bar{R}$ : المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية.

<sup>(1)</sup> خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للطباعة، الأردن، ط.1، 1999، ص.198.

<sup>(2)</sup> محمد براق والجودي طايطوري، مرجع سبق ذكره، ص.38.

ثانيا: معامل الاختلاف

يعرف معامل الاختلاف على أنه حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعوائد،

أي أنه يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد، ويحسب وفقا للمعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$CV = \frac{\delta}{\bar{R}} \quad \text{أو} \quad CV = \frac{\delta}{E(R)}$$

حيث أن:

CV: معامل الاختلاف؛

$\bar{R}$ : المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية؛

E(R): متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.

ثالثا: معامل التحديد

يعرف معامل التحديد بأنه مربع معامل الارتباط، حيث يعتبر أداة للتعرف على القوة التفسيرية

للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم)، ويحسب وفق المعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - E(R))(R_m - E(R_m))}{\sum_{i=1}^n (R_m - E(R_m))^2}$$

حيث أن:

$R^2$ : معامل التحديد؛

E(R): قيمة العوائد؛

E( $R_m$ ): معدل عائد السوق.

يتراوح معامل الارتباط بين (+1) و (-1)، وعليه فكلما اقتربت قيمة معامل الارتباط من (+1)

و(-1) كلما دل ذلك على أن الارتباط بين العائد السوقي وعائد السهم هو ارتباط قوي، كذلك عندما

يكون معامل الارتباط موجب فإن هذا يعني وجود علاقة طردية والعكس بالعكس.

رابعا: معامل بيتا

<sup>(1)</sup> المرجع نفسه، ص.40.

<sup>(2)</sup> المرجع نفسه، ص.41.

هو مقياس لدرجة حساسية سهم معين للتغيرات الحاصلة في السوق، أو درجة تقلب مردود سهم معين في علاقته بمتوسط المردود في السوق، أو بمردود عينة من الأسهم الممثلة للسوق ككل، حيث يقاس معامل بيتا بالتباين المزدوج بين عائد السهم وعائد السوق مقسوما على تباين عائد السوق، وفقا للصيغة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)} = r_{im} \delta_i \delta_m / \delta_m^2$$

حيث أن:

$\beta$ : معامل بيتا؛

$COV(R_i, R_m)$ : التباين المزدوج بين عائد السهم وعائد السوق؛

$VAR(R_m)$ : تباين عائد السوق.

ويحسب العائد المزدوج وفق العلاقة:

$$COV(R_i, R_m) = r_{im} \delta_i \delta_m$$

حيث أن:

$r_{im}$ : معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق؛

$\delta_i$ : الانحراف المعياري للعائد المتوقع للسهم؛

$\delta_m$ : الانحراف المعياري لعائد السوق.

يعتبر معامل بيتا أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطر السوقية للسهم كما يعبر عن درجة

حساسية السهم في مجال التقييم للمخاطر السوقية.

## خلاصة الفصل

<sup>(1)</sup> محمد براق والجودي طايطوري، مرجع سبق ذكره، ص.43.



من خلال هذا الفصل اتضح أن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تمنح حاملها مكافأة مقابل التخلي عن منفعة حاضرة والحصول على منفعة أكبر في المستقبل، وهذا ما يعرف بالعائد الذي بدوره له أشكال عديدة منها العائد المتوقع والعائد التاريخي، لكن مقابل هذه العوائد تواجه المستثمر في السهم مخاطر عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد المتوقع أو من وقته، سواء كانت هذه المخاطر مخاطر نظامية والتي يمكن قياسها بمعامل بيتا، أو مخاطر غير نظامية التي تقاس بواسطة الانحراف المعياري أو معامل الاختلاف.

الفصل الثاني:  
الإطار النظري للرفع المالي  
وأساسياته

تمهيد

تعتبر مسألة الحصول على التمويل المناسب للشركة من أصعب المسائل، حيث تعنى بتوفير الأموال اللازمة لمختلف الأنشطة واختيار البديل الأفضل مقارنة بالبدائل المتاحة من حيث التكلفة وكذا درجة المخاطرة، وبالتالي تحديد هيكل رأس المال الأنسب مع الأخذ بعين الاعتبار جملة من العناصر أهمها تأثير المديونية على ربحية الشركة وقيمتها، ومستوى الدين ومدى تناسبه مع وضعية الشركة. وانطلاقاً من هذا تبرز أهمية الرفع المالي كأحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركة لتحسين أرباحها.

وعليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى:

- أساسيات حول الرفع المالي؛
- تقييم الرفع المالي؛
- علاقة الرفع المالي بعوائد الأسهم ومخاطرها.

### المبحث الأول: أساسيات حول الرفع المالي

يعتبر تحديد مصادر التمويل من أصعب المهام التي تواجه الشركة خاصة في ظل تفاوت درجة التكلفة والمخاطر المصحوبة بكل مصدر، حيث تنقسم هذه المصادر إلى قسمين، الأول التمويل بحقوق الملكية والثاني التمويل بالقروض أو بالدين ما يجعل الشركة تستفيد من ما يعرف بالتمويل بالرفع المالي. وعليه سيتم التطرق في هذا المبحث إلى كل من مفهوم وأشكال الرفع المالي وعلاقته بأبرز المفاهيم المشابهة له.

#### المطلب الأول: مفهوم الرفع المالي

قبل التطرق لمفهوم الرفع المالي يجب التعرف على معنى الرفع، فهو يعني في علم الطبيعة والفيزياء استخدام أشياء صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع<sup>(1)</sup>.

أما فيما يخص الرفع المالي فقد وردت فيه مجموعة من التعاريف نذكر أهمها:

يعرف على أنه "درجة اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروض، سندات أم أسهم ممتازة، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها"<sup>(2)</sup>.

وعرف أيضاً على أنه "نسبة إجمالي الديون إلى نسبة إجمالي الأصول أو إلى إجمالي الشركة"<sup>(3)</sup>.

كما يعرف "بأنه توليفة من أموال الملاك والدائنين ويعبر عن نسبة الدين إلى مجموع الأصول"<sup>(4)</sup>.

وعليه ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الرفع المالي يشير إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب، وهو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم لذا فهو يعتمد على الإقراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك.

<sup>(1)</sup> فريد ويستون ويوجين برجهام، التمويل الإداري، ج.1، ترجمة عبد الرحمان دعاللة بيلة، دار المريخ، الرياض، 2000، ص.478.

<sup>(2)</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، ط.5، 2008، ص.614.

<sup>(3)</sup> محمد منير شاكر وآخرون، التحليل المالي-مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، عمان، ط.1، 2005، ص.240.

<sup>(4)</sup> مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط.2، 2012، ص.164.

### المطلب الثاني: أشكال الرفع المالي

لرفع المالي أنواع متعددة يمكن التمييز بينها على أساس موعد سداد القروض كما يلي:

#### أولاً: القروض طويلة الأجل

تعد القروض طويلة الأجل من أهم مصادر التمويل للشركات ولاسيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة، وكذا إمكانية ترتيب وفائها بشكل يتناسب والعائد المتوقع تحقيقه من الاستثمار الذي سيتم تمويله، وتحصل الشركة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية كالمصارف، شركات التأمين والأسواق المالية، وقد يمتد تاريخ استحقاقها إلى فترة طويلة قد تصل إلى ثلاثين عاماً. والسبب الرئيسي للاقتراض طويل الأجل هو تأمين الشركات للتمويل اللازم لها، والمصدر البديل للاقتراض طويل الأجل هو الزيادة في رأس المال<sup>(1)</sup>.

وهناك أسباب تجعل الشركة تلجأ إلى الاقتراض منها<sup>(2)</sup>:

- عدم القدرة على طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة؛
- عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة الشركة؛
- يعطي مرونة أكثر من القروض قصيرة الأجل؛
- ضعف الطلب في السوق المالي واحتمالات عدم تغطية الإصدار؛
- كونه أقل كلفة من إصدار الأسهم؛
- يوفر للشركة الاقتراض قصير الأجل.

#### ثانياً: القروض قصيرة الأجل

يقصد بالقروض قصيرة الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بإرجاعها في فترة لا تزيد عن عام، وهناك مسألتان مهمتان في هذا الشأن والتي تهتم بإدارة الشركة. المسألة الأولى تتعلق بالمدى الذي يمكن أن تذهب إليه الشركة في الاعتماد على هذا النوع من القروض، وهذا الأمر يتوقف على هيكل الموجودات للشركة كما يتوقف على ميل الإدارة في تحمل المخاطر، أما المسألة الأخرى فهي خاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصيرة الأجل.

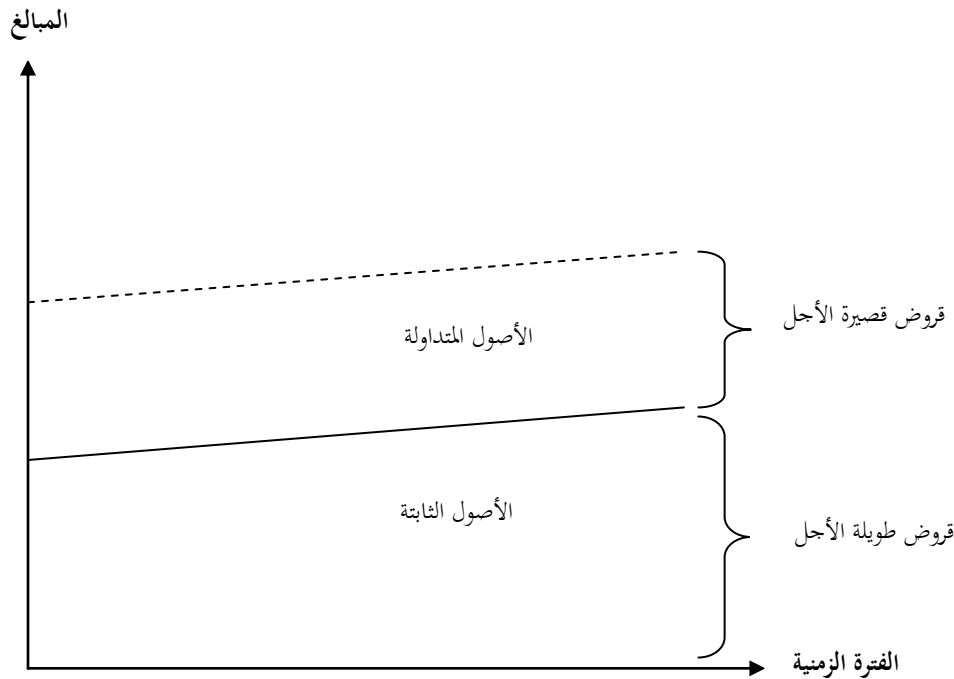
<sup>(1)</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص.526.

<sup>(2)</sup> المرجع نفسه، ص.527.

وهناك اعتباران رئيسيان في هذا الصدد، هما التكلفة التي تتحملها الشركة ومدى إمكانية الاعتماد على المصادر قصيرة الأجل في تزويد الشركة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه الاحتياجات<sup>(1)</sup>.

تجدر الإشارة إلى أن الشركة تسعى لاختيار مصدر تمويلي أمثل من خلال المفاضلة بين كل من القروض طويلة وقصيرة الأجل، وهذا بتمويل الأصول الثابتة بمصادر طويلة الأجل والأصول المتداولة بمصادر قصيرة الأجل، والشكل الموالي يوضح ذلك<sup>(2)</sup>:

الشكل رقم (2-1): المفاضلة بين القروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل



المصدر: خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان، ط.1، 2000، ص.424.

<sup>(1)</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، مرجع سبق ذكره، ص.618.

<sup>(2)</sup> خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان، ط.1، 2000، ص.423.

### المطلب الثالث: مجالات الرفع في الإدارة المالية

يغطي مفهوم الرفع في الإدارة المالية أربع مجالات أساسية هي الرفع المالي، الرفع التشغيلي، الرفع المشترك والرفع القانوني، وفيما يلي سيتم التطرق لها.

#### أولاً: الرفع التشغيلي

يقصد بالرفع التشغيلي تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، أو بعبارة أخرى إحلال التكاليف الثابتة مكان التكاليف المتغيرة بهدف تضخيم أثر التغير في صافي المبيعات (رقم الأعمال) على صافي الأرباح قبل الفائدة والضريبة. فلو نجحت الشركة في زيادة تكاليفها الثابتة، كأن تلجأ إلى استخدام المزيد من الآلات، واستطاعت بالمقابل أن تستغني عن عدد من العمال الذين حلت هذه الآلات محلهم (تكاليف متغيرة) فإنها بذلك تكون قد لجأت إلى ما يعرف بالرفع التشغيلي، حيث يمكنها ذلك من تحقيق أرباح أكبر عند نفس المستوى من المبيعات، وبالتالي فالشركة بإحلالها التكاليف الثابتة محل المتغيرة تستطيع وبنفس الجهد تضخيم النتائج<sup>(1)</sup>.

وعليه يمكن القول أن للرفع التشغيلي جملة من الخصائص نذكر منها<sup>(2)</sup>:

- تعكس الرافعة التشغيلية مدى حساسية أرباح الشركة للتغيرات في حجم المبيعات فإذا ما كانت هذه الرافعة في شركة معينة صغيرة فهذا يعني أن أرباحها أقل حساسية للتغيرات في حجم رفع المبيعات، والعكس صحيح؛
- الرفع التشغيلي سلاح ذو حدين، فهو يعظم الأرباح في حال ازدياد المبيعات ويعظم الخسائر في حال انخفاضها؛
- يساعد الإدارة في اتخاذ القرارات في المجال التشغيلي وفي الوصول إلى المزيج التكاملي الأمثل.

<sup>(1)</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية، الأردن، 2009، ص.413.

<sup>(2)</sup> محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر، الأردن، 2007، ص.202.

• درجة الرفع التشغيلي:

تشتمل درجة الرفع التشغيلي معدل التغيير في صافي أرباح التشغيل (قبل الفوائد والضريبة) إلى معدل التغيير في المبيعات وفق الصيغة التالية<sup>(1)</sup>:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q}$$

حيث أن:

DOL: درجة الرفع المالي؛

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضريبة لصافي الربح التشغيلي؛

$\Delta EBIT$ : التغيير في الأرباح قبل الفوائد والضريبة؛

Q: حجم المبيعات؛

$\Delta Q$ : التغيير في حجم المبيعات.

ثانياً: الرفع المشترك

يمثل الرفع المشترك الأثر الموحد للرفع التشغيلي والرفع المالي، ولذلك فإن درجة الرفع المشترك تمثل مقياساً للمخاطر الكلية، والتي يمكن أن تواجه المساهمين من خلال مجمل مخاطر الأعمال والمخاطرة المالية، وعليه فإن درجة الرفع المشترك يمكن إخراجها من المعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

درجة الرفع المشترك = درجة الرفع المالي × درجة الرفع التشغيلي

$$\text{درجة الرفع المشترك} = \frac{\text{المبيعات - التكاليف}}{\text{صافي الربح التشغيلي قبل الضريبة}}$$

أو:

$$\text{درجة الرفع المشترك} = \frac{\text{مجملاً للترجيح}}{\text{صافي الربح التشغيلي قبل الضريبة}}$$

<sup>(1)</sup> محمد علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص. 203.

<sup>(2)</sup> محمد منير شاكر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 263.



كما يستخدم الرفع المشترك لقياس مدى استجابة عائد السهم الواحد للتغير الحاصل في المبيعات وهو ما توضحه المعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\frac{\text{التغير في عائد السهم الواحد}}{\text{التغير في الرفع المشترك}} =$$

### ثالثاً: الرفع القانوني

يعبر الرفع القانوني على انتقال رأس المال بواسطة الديون، وهي تقنية تستخدم في انتقال الشركة من أحد المساهمين إلى مساهمين آخرين، وبمعنى آخر هي وسيلة للاستحواذ على الشركة بتمويل الجزء الأكبر من هذه العملية من خلال الديون<sup>(2)</sup>.  
تهدف هذه التقنية إلى:

- السماح للمشتريين بشراء الشركة بإفراق القليل من المال؛
  - الحصول على رأس المال وتحقيق مكاسب رأسمالية؛
  - تعظيم قيمة المؤسسة.
- ولهذه التقنية مجموعة من المميزات نذكر منها:
- اختلاف أنواع الديون حيث تتضمن قروض بنكية وسندات قابلة للتحويل لأسهم وهو ما يسمح بتنمية الشركة؛
  - الأموال المستثمرة تزيد ربحيتها بشكل كبير وفق هذه التقنية مقارنة برأس المال المباشر.
- وعموماً يمكن القول أن الرافعة التشغيلية تنشأ بوجود تكاليف ثابتة في التكاليف الإجمالية للشركة، بينما الرافعة المالية تنشأ عندما يتضمن هيكل رأس المال التزامات مالية أو ديوناً، أما الرافعة المشتركة فهي محصلة الرافعتين السابقتين، وبالتالي تؤثر على أرباح الشركة بفعل أثر الرافعتين السابقتين معاً، وفي الأخير الرافعة القانونية التي تسمح بالسيطرة على الشركة دون الحاجة لمصادر مالية تقليدية وهو ما يتم عن طريق الاستحواذ.

<sup>(1)</sup> محمد منير شاكر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.264.

<sup>(2)</sup> Arif Yazid, *Les effets du financement de l'économie sur la gouvernance, la gestion et les rapports humains dans les PME française le cas de LBO*, France, 2013, P.06.

### المبحث الثاني: تقييم الرفع المالي

كلما قامت شركة ما بتمويل نشاطها بديون تحتوي على فائدة فهذا يمكنها من الاستفادة من ما يعرف بالتمويل بالرفع المالي، الذي يستخدم في الغالب لوصف نسب المديونية، وهذه النسب هي من أكثر أدوات المراقبة أهمية كما تساعد في تقييم الهيكل المالي للشركة.

#### المطلب الأول: نسب الرفع المالي

هناك عدة جوانب أساسية لنسب الرفع المالي، وهي التي تقيس مدى مساهمة الملاك في الهيكل المالي، منها<sup>(1)</sup>:

- ينظر المقرضون إلى حقوق الملكية باعتبارها هامش أمان، حيث أنه في حالة انخفاض نسبة حقوق الملكية فإن ذلك يعني أن الخطر يتحمله المقرضون بصفة أساسية؛
- في حالة استخدام الإقراض على نطاق كبير فغن الملاك يمكنهم الاحتفاظ بالسيطرة على المشروع بأقل قدر ممكن من الاستثمار؛
- يتضخم العائد الذي يحققه الملاك في حالة تحقيق المشروع لعائد على الأموال المقترضة يفوق الفائدة المدفوعة عنها، فعلى سبيل المثال إذا حققت الأصول عائدا قدره 6% في حين تكلفة الاقتراض كانت 4%، يكون هناك فرق قدره 2% يعود على الملاك.
- وعليه يستخدم المحللون النسب التالية الأكثر شيوعا للحكم على مديونية الشركة، وتتمثل فيما يلي<sup>(2)</sup>:

#### أولاً: نسبة الرفع المالي

تستخدم هذه النسبة لقياس مدى اعتماد الشركة في تمويل أصولها على الأموال المقترضة، ويمكن حسابها كما يلي:

$$\text{نسبة الرفع المالي} = 100 \times \frac{\text{إجمالي المديونيات}}{\text{إجمالي}}$$

(1) عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص. 42.

(2) العديد من المراجع أهمها:

\* محمد منير شاكر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 256.

\* حداد فايز سليم، الإدارة المالية، المستقبل للنشر، الأردن، ط. 3، 2010، ص. 75.

\* أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، مصر، 2010، ص. 186.

وتعتبر هذه النسبة مؤشرا لمدى توجه الشركة في تمويل موجوداتها من المصادر الخارجية للتمويل، وارتفاعها يعتبر مؤشرا سلبيا، أما انخفاضها فإنه يوضح إمكانية الشركة في تمويل استثماراتها والوفاء بالتزاماتها.

### ثانيا: نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات

تشير هذه النسبة إلى مدى اعتماد الشركة على الديون طويلة الأجل في تمويل موجوداتها، وتحسب كما يلي:

$$100 \times \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الموجودات}} = \text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات}$$

### ثالثا: نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية

تشير هذه النسبة إلى مدى قدرة الشركة على تغطية الفوائد المترتبة على اقتراضاتها من الخارج طويلة الأجل، وهي تقاس كالآتي:

$$100 \times \frac{\text{ديون المملوكة للأجل}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية}$$

### رابعا: نسبة الديون إلى حقوق الملكية (نسبة الديون إلى الأموال الخاصة)

تشير هذه النسبة إلى مدى قدرة أموال الشركة على تغطية الفوائد المترتبة على اقتراضاتها قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وتقاس بالمعادلة التالية:

$$100 \times \frac{\text{إجمالي المملوكة}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية}$$

ويعتبر انخفاض هذه النسبة مؤشرا إيجابيا يدل على قدرة حقوق الملكية الممثلة برأس المال، الاحتياطات والأرباح المحتجزة في تغطية الديون، كما أن هذه النسبة تمثل مدى المخاطر المترتبة على الشركة إذا ما ارتفعت لأنها توضح الصعوبات المتوقعة للشركة في تغطية ديونها من مصادرها الخاصة.

خامسا: نسبة عدد مرات تغطية الفائدة

تستخدم هذه النسبة لمعرفة قدرة الشركة على دفع فوائد الديون، بمعنى أنها تقيس عدد المرات التي يمكن فيها تغطية الفوائد من أرباح الشركة، مما يشير إلى هامش الأمان الذي يساعد الشركة على دفع الفوائد خلال فترة استحقاقها، وكلما زادت هذه النسبة دل ذلك على ثقة المقرضين بالمؤسسة. ويتم حساب هذه النسبة بقسمة الربح قبل الفائدة والضريبة (إجمالي الدخل) على مجموع الفوائد، كما في المعادلة التالية:

$$\text{نسبة عدد مرات تغطية الفائدة} = \frac{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{مجموع}}$$

سادسا: درجة الرفع المالي

تشير إلى نسبة التغير في عائد السهم العادي نتيجة التغير بنسبة معينة في صافي الربح قبل الفوائد والضريبة، وتقاس كما يلي:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\Delta EPS}{\Delta EBIT}$$

حيث أن:

$\Delta EPS$ : التغير في عائد السهم الواحد؛

$\Delta EBIT$ : التغير في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب.

إن ارتفاع درجة الرفع المالي يزيد من درجة المخاطرة المالية المحيطة بالمساهمين العاديين، ذلك لأن ارتفاعها يشكل سلاحا ذو حدين، بمعنى أنه يمكن لارتفاع درجة الرفع المالي أن يعظم عائد السهم العادي في حالة ازدهار نشاط الشركة، ويمكنه أيضا أن يخفض منه في حالة انكماش نشاطها، مما يوسع بالتالي مدى المخاطرة المالية المحيطة بالمساهمين العاديين، والتي تعبر عن حالة عدم التأكد المحيطة بعائد السهم.

### المطلب الثاني: نسبة المديونية وهيكل رأس المال

يتم وصف هيكل رأس المال بحساب نسبة كل من المديونية وحقوق الملكية إلى رأس المال.

#### أولاً: نسبة المديونية

تعتبر هذه النسبة من أكثر المؤشرات استخداماً لقياس درجة استخدام مصادر التمويل الخارجية في الهيكل التمويلي للشركة\*، وتحديد مقدار الديون من مجموع الأصول، وهذا يعطي فكرة عن حجم المخاطر المحتملة التي تواجهها الشركة من حيث عبء ديونها، حيث تقاس بالمعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\text{نسبة المديونية} = 100 \times \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي}} \times 100$$

إذا كانت نسبة الدين أكبر من 100% تشير إلى أن مديونية الشركة أكبر من أصولها، وبالتالي فإن الشركة تواجه أعلى مستوى من المخاطرة، وكلما انخفضت هذه النسبة فإن الشركة ستمتلك أصولاً تزيد عن قيمة مديونيتها.

وتستخدم نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل لتحليل المركزين الماليين القصير والطويل الأجل، وذلك من خلال تحديد قابلية أصول الشركة على تغطية الالتزامات في تاريخ استحقاقها.

وتجدر الإشارة إلى أن نسبة المديونية هي نفسها نسبة الرفع المالي (DR).

#### ثانياً: العلاقة بين نسبة المديونية وهيكل رأس المال

في البداية يجب التفريق بين هيكل رأس المال والهيكل المالي.

1. مفهوم الهيكل المالي: يعرف الهيكل المالي بأنه الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة، أي أنه يمثل الجانب الأيسر من الميزانية لبيان كيفية تمويل الشركة<sup>(2)</sup>.

\*الهيكل التمويلي: يشير إلى الجانب الأيسر من الميزانية، ويتكون من أموال الملكية أي الأصول التي يحصل عليها من مالكي الشركة، ومصادر الأسهم، الأرباح المحتجزة، الاحتياطات النقدية والأموال المقترضة.

<sup>(1)</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2009، ص.389.

<sup>(2)</sup> Florence Delahaye et Jacqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications**, DUNOD, Paris, 2ed, 2009, P.122.

2. مفهوم هيكل رأس المال : يقصد به التمويل الدائم للشركة والذي يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالديون طويلة الأجل، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصيرة الأجل<sup>(1)</sup>.  
وعليه هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي.  
إن اختيار هيكل رأس المال للشركة يتم عن طريق تقليل كلفة رأس المال ونسبة المديونية إلى حقوق الملكية عند مستوى معين، ومن خلال هذا وللوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل يجب التعرف على:  
أ. كلفة رأس المال:

إن معظم الشركات تستخدم عدة أنواع من رأس المال التي تتكون من الأسهم العادية والأسهم الممتازة إضافة إلى الديون، وهذه الأنواع الثلاثة المفضلة لرأس المال، إذ أن لكل من هذه المكونات صفة واحدة مش + تركة وهي أن يحصل المشتركون على عائد متوقع مقابل هذه الأموال، فإذا كان مستثمرو الشركة من حملة الأسهم فقط تكون كلفة رأس المال هي معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية، إلا أن معظم الشركات تستخدم مكونات عديدة لرأس المال، وبسبب الاختلافات في الخطر تكون معدلات العائد المطلوبة مختلفة، ويسمى العائد المطلوب على كل مكون من رأس المال بتكلفة هذا المكون، وعليه يمكن حساب التكلفة المرجحة لرأس المال كما يلي<sup>(2)</sup>:

$$WACC = W_d \cdot r_d (1-T) + W_{ps} \cdot r_{ps} + W_{ce} \cdot r_s$$

حيث أن:

WACC: التكلفة المرجحة لرأس المال؛

W<sub>d</sub>: وزن الديون؛

r<sub>d</sub>(1-T): تكلفة الديون بعد خصم الضرائب؛

T: معدل الضريبة؛

W<sub>ps</sub>: وزن الأسهم الممتازة؛

r<sub>ps</sub>: تكلفة الأسهم الممتازة؛

W<sub>ce</sub>: وزن الأسهم العادية؛

r<sub>s</sub>: تكلفة الأسهم العادية.

<sup>(1)</sup> محمد صالح الحناوي ورسمة قرياص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة، ص.244.

<sup>(2)</sup> عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد العامري، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، الأردن، ط.1، 2003، ص.231.

ب. تكلفة الاقتراض:

يكون الحد الأدنى للعائد المطلوب في الشركات مساويا لكلفة الأموال، لكن في مسألة المديونية تختلف إذ لا يكون العائد المطلوب لحملة الدين مساويا لتكلفته، ويرجع السبب كون أن الحكومة تدفع جزء من هذه التكلفة بسبب المدفوعات التي ستقطع من الضرائب، لذلك فهي تحمل جزء من إجمالي تكلفة الدين لذلك تكون تكلفة الدين أقل من العائد المطلوب لحملة الدين، وتستخدم هذه التكلفة بعد الضرائب في حساب التكلفة المرجحة لرأس المال، وهي معدل الفائدة على الدين مطروحا منه الوفورات الضريبية التي تنتج بسبب استقطاع العائد من الضرائب، ومعادلة الاقتراض تكتب بالصيغة التالية<sup>(1)</sup>:

$$K_d = K (1-T)$$

حيث أن:

$K_d$ : تكلفة الاقتراض؛

$K$ : معدل الفائدة على القرض؛

$T$ : معدل الضريبة.

ج. الهيكل الأمثل لرأس المال:

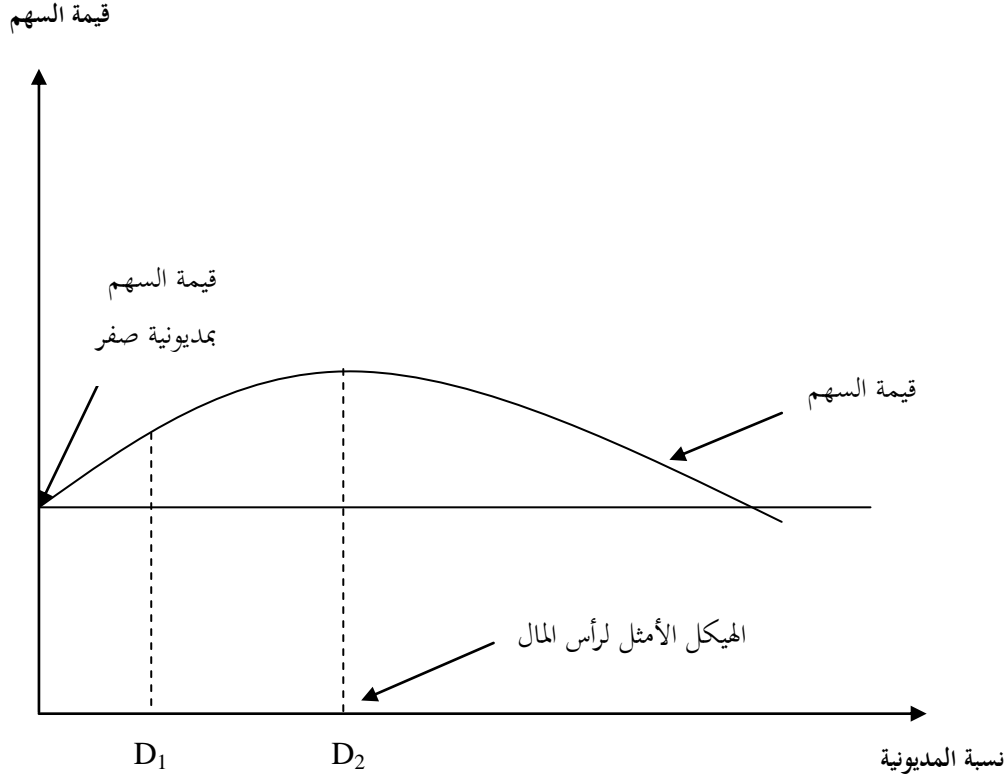
يعرف هيكل رأس المال الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا تمكنت الشركة من تحقيق ذلك فإنها تمكنت من تعظيم ثروة المالكين، وهيكل رأس المال الأمثل يرفع القيمة الإجمالية للشركة ويقلل تكلفة رأس المال<sup>(2)</sup>. ويرتبط الهيكل الأمثل لرأس المال للشركة بمجموعة من الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها، فالشركات التي تتوافر أمامها الكثير من الفرص الاستثمارية المرحة، يجب أن تحافظ على قدرتها على الاستثمار باستخدام مستوى منخفض من الدين، وهذا ما يتطلب الاحتفاظ بقدرة احتياطية للاقتراض، في حين أن الشركات ذات الفرص الاستثمارية القليلة عليها استخدام مستويات مرتفعة من الدين<sup>(3)</sup>.

(1) نحال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص.279.

(2) محمد إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2010، ص.161.

(3) فريد ويستون ويوجين برجهام، مرجع سبق ذكره، ص.480.

والشكل التالي يوضح الهيكل الأمثل لرأس المال:  
 الشكل رقم (2-2): الهيكل الأمثل لرأس المال



المصدر: فريد ويتسون ويوجين برجهام، مرجع سبق ذكره، ص.480.

الشكل السابق يبين أنه كلما زادت نسبة المديونية زادت قيمة السهم إلى أن تصل إلى النقطة  $D_1$  التي تمثل بداية ظهور تكاليف الدين، وبين النقطتين  $D_1$  و  $D_2$  تصبح التكاليف المتعلقة بالدين أكثر أهمية وتقلل من المنافع الضريبية باستخدام القروض، أما بعد النقطة  $D_2$  فإن تكاليف الدين تزيد عن المنافع الضريبية، وعليه زيادة المديونية تؤدي إلى تخفيض قيمة الشركة، ومنه فإن  $D_2$  تمثل الهيكل الأمثل لرأس المال.



وتجدر الإشارة إلى أن هناك بعض المزايا التي يحققها هيكل رأس المال الأمثل منها <sup>(1)</sup>:

- تخفيض المعدل الموزون لكلفة التمويل؛
  - تعظيم العائد على حق الملكية؛
  - تعظيم ثروة المالكين بزيادة الفرص الاستثمارية للشركة.
- وفي الأخير نستنتج أنه كلما زاد استخدام الشركة للمديونية في هيكل رأس المال زاد استخدام الرفع المالي، وأن اختيار الشركة لهيكل رأس المال الذي تريده سوف يزيد أو يخفض من نسبة الرفع المالي.

### المطلب الثالث: مزايا وعيوب الرفع المالي

لرفع المالي مجموعة من المزايا والعيوب نذكر منها:

#### أولاً: مزايا الرفع المالي

يحقق الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض الميزات التالية<sup>(2)</sup>:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار؛
- المحافظة على السيطرة في الشركة، لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة؛
- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع في شكل فوائد للمقترضين)؛
- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتنزيل من الضريبة؛
- في فترات التضخم يتم اقتراض الأموال ذات القوة الشرائية المرتفعة وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية منخفضة؛
- الاقتراض بحكمه يمكن الشركة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه دائماً خاصة عندما تحتاج إلى المزيد من الاقتراض.

(1) محمد إبراهيم العامري، مرجع نفسه، ص.165.

(2) مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص.400.

ثانياً: عيوب الرفع المالي

- في مقابل مجموعة الميزات هذه، هناك مجموعة أخرى من السلبيات إذا ما تم الرفع المالي في ظل عائد على الموجودات أقل من تكلفة الاقتراض، هي<sup>(1)</sup>:
- انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض؛
  - احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على الشركة؛
  - في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة؛
  - قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة الشركة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض.

<sup>(1)</sup> عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص.420.

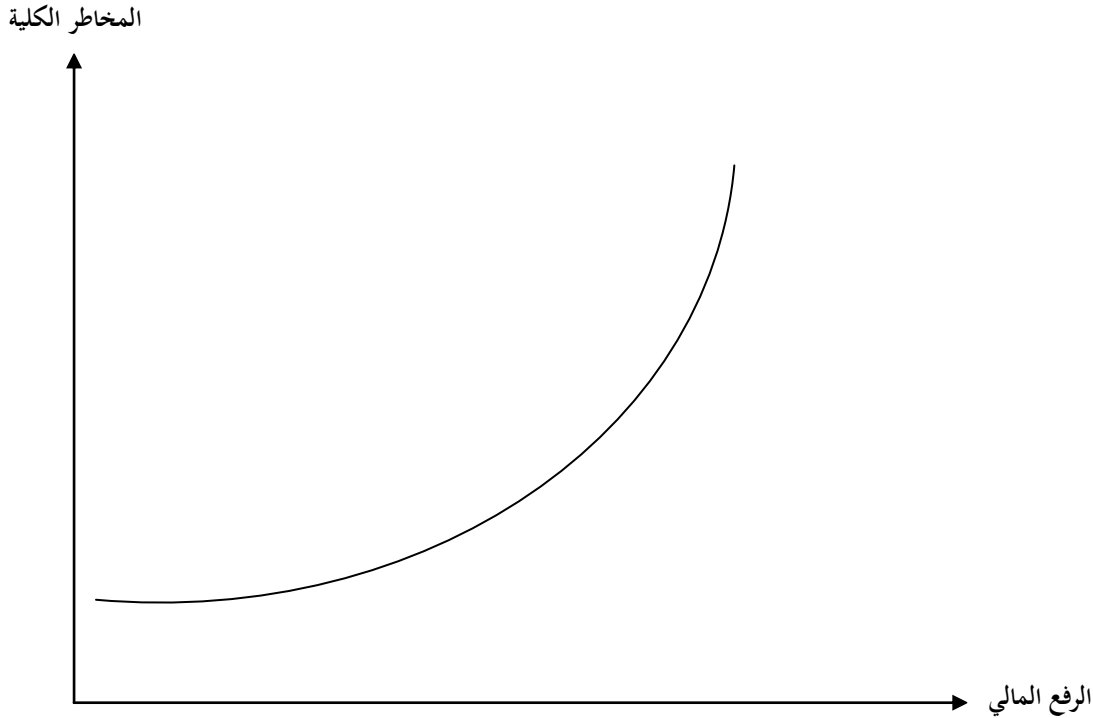
### المبحث الثالث: علاقة الرفع المالي بعوائد الأسهم ومخاطرها

سيتم في هذا المبحث تفصي العلاقة التي تجمع بين الرفع المالي ممثل بنسبة المديونية ، وكل من عوائد الأسهم ومخاطرها، حيث يعبر عن عوائد الأسهم بربحية السهم، أما المخاطر الكلية فهي ممثلة بالانحراف المعياري ، بينما المخاطر النظامية بمعامل بيتا.

#### المطلب الأول: تأثير الرفع المالي على المخاطر الكلية

تقوم الشركة بالافتراض لتمويل مختلف استثماراتها، حيث باعتمادها على القروض تجبر على تحمل تكاليف جديدة تعرف بتكاليف الدين، وهذا ما يجعلها عرضة لمزيد من المخاطر، فإذا زادت نسبة الديون إلى إجمالي الأصول، زادت المخاطر الكلية للشركة والعكس، وهو ما يوضح وجود علاقة طردية بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول أي الرفع المالي والمخاطر الكلية<sup>(1)</sup>، والشكل التالي يبين ذلك:

#### الشكل رقم (2-3): العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر الكلية



المصدر: فريد ويستون ويوجين برجهام، مرجع سبق ذكره، ص.246.

(1) فريد ويستون ويوجين برجهام، التمويل الإداري، ج.2، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة، دار المريخ، الرياض، 2003، ص.245.

تتكون المخاطر الكلية من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، حيث يمكن خفض المخاطر الكلية عن طريق التنويع الذي يؤدي إلى خفض المخاطر غير النظامية وبالتالي تخفيض المخاطر الكلية. وتقاس المخاطر الكلية بأحد مقاييس التشتت منها الانحراف المعياري الذي يقيس انحرافات العوائد (ربحية السهم) عن وسطها الحسابي. وعليه يمكن قياس أثر الرفع المالي على المخاطر الكلية ممثلة بالانحراف المعياري عن طريق نموذج انحدار خطي بسيط وفق المعادلة التالية:

$$y = a + bX + \varepsilon_i$$

أي:

$$\delta = a + b DR + \varepsilon_i$$

حيث أن:

$\delta$ : الانحراف المعياري (مخاطر كلية) (متغير تابع)؛

DR: نسبة الرفع المالي (متغير مستقل)؛

$\varepsilon_i$ : البواقي؛

a, b: معلمات النموذج.

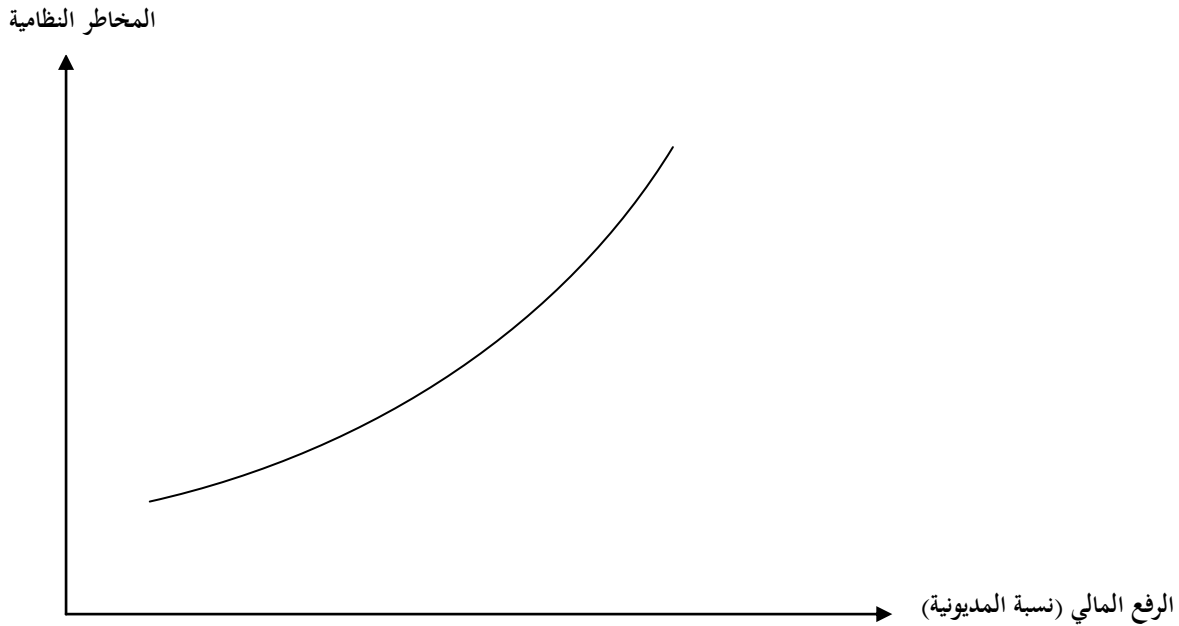
### المطلب الثاني: تأثير الرفع المالي على المخاطر النظامية

تسمى المخاطر النظامية بمخاطر السوق نظراً لانعكاس أثر الظروف الاقتصادية على السوق المالي، من بينها مخاطر التضخم التي تؤثر على القيمة الحقيقية لاستثمارات الشركة والتدفقات النقدية المنتظرة، وهو ما ينعكس على ربحية السهم. إضافة إلى تقلبات أسعار الفائدة فالتذبذب فيها من شأنه التأثير على قروض الشركة أي تكلفة الدين، حيث عند ارتفاع أسعار الفائدة تزداد تكاليف القروض، ومنه انخفاض العوائد عن المعدل المتوقع، بالتالي زيادة المخاطر<sup>(1)</sup>:

إذن يمكن القول أن هناك علاقة طردية بين الرفع المالي (نسبة المديونية) والمخاطر النظامية، كما يوضحه الشكل التالي:

<sup>(1)</sup> فريد ويستون ويوجين برجهام، مرجع سبق ذكره، ص. 239.

الشكل رقم (2-4): العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر النظامية



المصدر: فريد ويستون ويوجين برجهام، مرجع سبق ذكره، ص.246.

ولدراسة طبيعة العلاقة ودلالاتها بين المتغير المستقل الرفع المالي ممثل بنسبة المديونية (DR)، والمتغير التابع المخاطر النظامية ( $\beta$ )، تم اعتماد نموذج الانحدار وفق الصيغة التالية:

$$y = a + bX + \varepsilon_i$$

أي:

$$\beta = a + b DR + \varepsilon_i$$

حيث أن:

$\beta$ : المخاطر النظامية (متغير تابع)؛

DR: نسبة الرفع المالي (متغير مستقل)؛

$\varepsilon_i$ : البواقي؛

$a, b$ : معلمات النموذج.

### المطلب الثالث: تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم

إن العلاقة بين العائد والرفع المالي هي أن الأرباح لكل سهم تزداد كلما زاد الرفع المالي وهذا في ظل أي هيكل مالي تعتمد عليه الشركة، كما تتأثر ربحية السهم في الشركة إيجاباً أو سلباً بمحتوى هيكل التمويل للشركة، فعندما تقوم الشركة بالاقتراض بمعدل ثابت التكلفة فإنها تحقق من ذلك عائد يزيد على تكلفة الديون وهو التأثير الإيجابي للرفع المالي، أما إذا لم تستطع الشركة تحقيق عائد يفوق كلفة التمويل للديون فعندئذ يصبح تأثير الرفع المالي سلباً<sup>(1)</sup>.

ويمكن أن يزيد الرفع المالي من التدفقات المتوقعة للأرباح لكل سهم وليس لسعر السهم، ويعود ذلك إلى أن التغير في التدفق المتوقع يتساوى مع التغير في معدل الأرباح إلى رأس المال، وهو ما يعني أن العائد يتناسب مع نسبة الدين<sup>(2)</sup>.

إن تأثير الرفع المالي يعتمد على نسبة الديون، فإذا كانت نسبة الديون أكبر من نقطة التعادل سوف يزداد عائد السهم بزيادة الرفع المالي، ما يعظم من ربحية السهم، أما إذا كانت أقل من نقطة التعادل فيقل العائد على السهم بانخفاض الرفع المالي، وعند نقطة التعادل يكون العائد على السهم مساوياً لنسبة الديون، وهو ما يوضحه الشكل الموالي<sup>(3)</sup>:

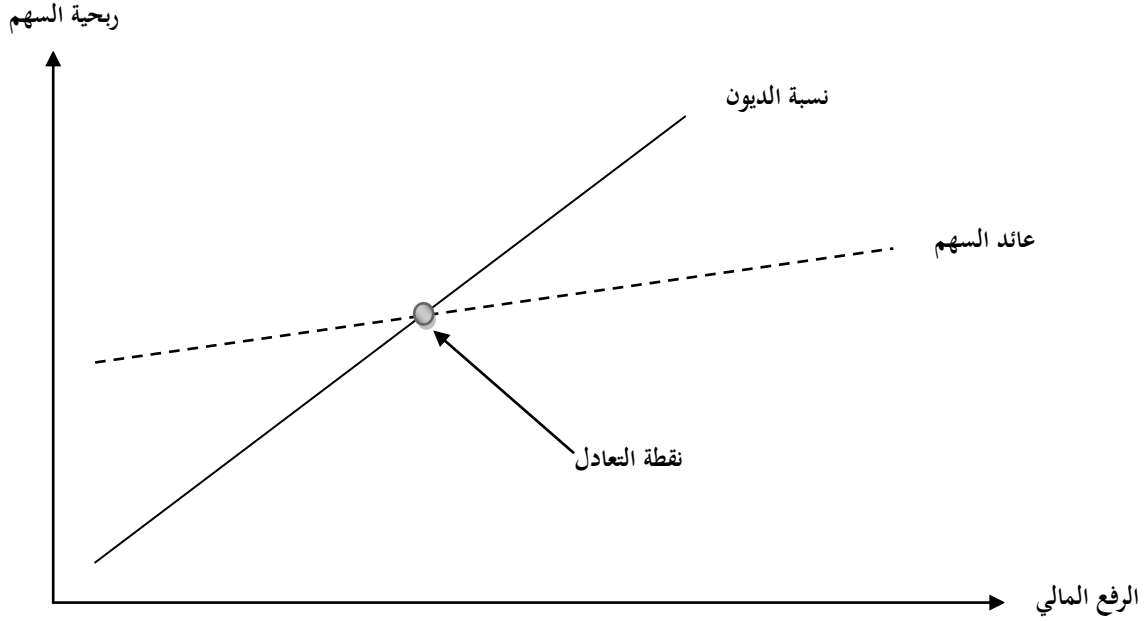
<sup>(1)</sup> مدحت إبراهيم الطراونة، أثر الرفع المالي في ربحية شركات المساهمة، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد 15، العدد 1، الأردن،

2010، تاريخ الاطلاع 2016/3/15، نقلاً عن الموقع: <http://www.iasj.net/func=fulltext53133.pdf>

<sup>(2)</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي والإدارة المالية، ج.1، دار وائل، الأردن، ط.2، 2011، 267.

<sup>(3)</sup> Brealey Richard ,Myers Stewart, **Principals of corporate finance**, USA , 2003, 7ed, P.470 .

الشكل رقم (2-5): تأثير الرفع المالي على ربحية السهم



Source : Brealey Richard and Myers Stewart, Op.cit, P.471.

ويقاس أثر الرفع المالي على ربحية السهم انطلاقاً من نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يبين طبيعة العلاقة بين المتغيرين، وفقاً للمعادلة التالية:

$$y = a + bX + \varepsilon_i$$

أي:

$$EPS = a + b DR + \varepsilon_i$$

حيث أن:

EPS: ربحية السهم (متغير تابع)؛

DR: نسبة الرفع المالي (متغير مستقل)؛

$\varepsilon_i$ : البواقي؛

a, b: معلمات النموذج.

### خلاصة الفصل

يعبر الرفع المالي عن درجة اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر خارجية تتمثل أساساً في الاقتراض، سواء كان قصير أو طويل الأجل، حيث تقوم الشركة بالمفاضلة بينهما بهدف تحديد هيكل رأس المال الأنسب لها، من خلال تحليل أثر المديونية على الربح أو العائد المتوقع باستعمال مجموعة من النسب، أهمها نسبة الرفع المالي أو ما يعرف بنسبة المديونية التي لها أثر وعلاقة طردية مع كل من عائد السهم، المخاطر الكلية والمخاطر النظامية، لكن في حدود هيكل رأس المال الأمثل.



الفصل الثالث:  
دراسة حالة عينة من  
الشركات المدرجة في  
سوق دبي المالي  
2005-2015

## تمهيد

بعد دراسة عوائد الأسهم ومخاطرها الكلية والنظامية، وكذا الرفع المالي ومختلف النسب المحددة له خاصة نسبة المديونية في الجانب النظري من الدراسة، وتوضيح العلاقة بين الرفع المالي وكل من عوائد الأسهم ومخاطرها في حدود هيكل رأس المال الأمثل.

سيتم في هذا الفصل إسقاط هذا الجانب على الواقع التطبيقي لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي للفترة 2005-2015 لمعرفة أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها.

وقد تم التطرق في هذا الفصل إلى:

- الإجراءات المنهجية لدراسة حالة؛
- الإطار العام لسوق دبي المالي؛
- تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها في سوق دبي المالي (2005-2015).

**المبحث الأول: الإجراءات المنهجية لدراسة حالة**

تأكيدا للجانب النظري من هذه الدراسة ورغبة في الاطلاع على أهمية الرفع المالي وأثره على كل من عوائد الأسهم ومخاطرها، تم التركيز على دراسة سوق دبي المالي لمعرفة أثر هذه التقنية على عينة من الشركات المدرجة فيه.

ونظرا لأهمية المنهجية المتبعة في أي بحث ونوعية المعلومات المتوفرة، خاصة وأنها تنعكس مباشرة على نتائج البحث والدراسة، سوف يتم التعرض فيما يلي للإجراءات المنهجية المتبعة في الدراسة التطبيقية.

**المطلب الأول: مكانة سوق دبي المالي وأسباب اختياره**

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى المكانة التي يحتلها سوق دبي المالي من بين أسواق الشرق الأوسط، إضافة إلى مبررات اختيار هذا السوق في الدراسة.

**أولاً: مكانة سوق دبي المالي**

يحتل سوق دبي المالي مكانة هامة في الإمارات العربية خصوصا والشرق الأوسط عموما، لأنه يعتبر سوق جاذب للمستثمرين والصفقات التجارية الكبيرة، ورغم أنه سوق حديث النشأة إلا أنه حاز على اهتمام المستثمرين وكبرى الشركات ما جعله سوق يتميز بالتطور والنمو، فمنذ تأسيسه لعب دورا هاما في مساعدة العديد من القطاعات الاقتصادية في إمارة دبي على التوسع والنمو، حيث يعتبر القناة المثلى لتوفير السيولة للعديد من الشركات التي أعادت رسم الخارطة الاقتصادية للإمارة خاصة شركات العقارات، التمويل والمصارف، ومما لا شك فيه أن قدرة السوق على خدمة مختلف القطاعات الاقتصادية في دبي تعزز بشكل ملحوظ بفضل العديد من المبادرات التطويرية التي طورت من بنيته التنظيمية إلى مستوى أفضل<sup>(1)</sup>.

**ثانياً: أسباب اختيار سوق دبي المالي**

يعود اختيار سوق دبي المالي لجملة من الأسباب تتمثل في:

- توفر كافة المعلومات الإحصائية والمعطيات الرقمية والعقدية، وهو الأمر الذي ساعدنا كثيرا في بناء النموذج الإحصائي وتقديره وحساب مختلف النسب الإحصائية الخاصة بالدراسة؛
- سوق دبي المالي من الأسواق المتطورة رغم حداثة نشأته، ومن بين أحسن الأسواق المالية من حيث تحقيقه لأفضل أداء حسب تقارير الجهات المختصة؛
- استخدامه أعلى تقنيات تكنولوجيا المعلومات في مختلف التعاملات؛
- اتسام سوق دبي المالي بمستوى مقبول من الإفصاح.

<sup>(1)</sup> من الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، تاريخ الاطلاع 2016/4/30: <http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>

## المطلب الثاني: منهج الدراسة ومصادر جمع المعلومات

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى المنهج المتبع في الجانب التطبيقي وكذا مصادر جمع المعلومات

كما يلي:

## أولاً: منهج الدراسة

تستدعي الإجابة عن إشكالية هذه الدراسة الرجوع إلى معلومات وبيانات مستقاة من واقع السوق المالي المعني ومحاولة تحليلها وإسقاط الجانب النظري عليها، لذلك سيتم الاعتماد على ثلاث مناهج كفيلة بجمع المعلومات، ترتيبها وتحليلها، هم<sup>(1)</sup>:

1. المنهج التاريخي: يقوم بدراسة ظاهرة معينة من خلال الرجوع إلى نشأتها والتطورات التي مرت بها والعوامل التي أثرت عليها إلى أن صارت على الشكل الحالي، وتم الاعتماد على هذا المنهج في التعرف على نشأة وتطور سوق دبي المالي.

2. المنهج الوصفي التحليلي: يهتم بجمع وتلخيص الحقائق الحاضرة المرتبطة بظاهرة معينة، ويهدف إلى وصف موقف معين بصدق ودقة، وسيظهر هذا المنهج في وصف وتحليل كل المعلومات والبيانات المالية المتاحة عن سوق دبي المالي.

3. منهج دراسة حالة:

من خلال هذا المنهج سيتم بناء نموذج الحدار بسيط، وذلك لمعرفة مدى تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها الكلية والنظامية، بالاعتماد على تقنيات الاقتصاد القياسي لتفسير العلاقة.

أ. تعيين النموذج: ويكون ذلك من خلال:

➤ تحديد متغيرات النموذج: لإثبات فرضيات الدراسة سيتم استخدام أكثر من نموذج رياضي،

يربط في كل مرة بين متغير مستقل ومتغير تابع، وعليه فمتغيرات الدراسة تتمثل في:

✓ المتغير المستقل: يتمثل في الرفع المالي (نسبة المديونية) ويرمز له بالرمز DR.

✓ المتغيرات التابعة: تتمثل في:

- المخاطر الكلية ويرمز لها بالرمز  $\beta$ ؛

- المخاطر النظامية ورمزها  $\delta$ ؛

- عوائد الأسهم (ربحية السهم) ويرمز لها بالرمز EPS.

<sup>(1)</sup> مهدي زويلف وتحسين الطراونة، منهجية البحث العلمي، دار الفكر، الأردن، ط.1، 1998، ص.197.

➤ الشكل الرياضي للنموذج: يتمثل في نموذج انحدار خطي بسيط، حيث تعطى الصيغة الرياضية له في شكل معادلة على النحو التالي:

$$Y = a + b X + \epsilon_i$$

حيث أن:

Y: المتغير التابع؛

X: المتغير المستقل؛

$\epsilon_i$ : البواقي.

ب. تقدير النموذج: تقدر نماذج الدراسة استعانة ببرنامج E-views 4، ويمكن صياغة نموذج الانحدار البسيط في شكل معادلة خطية من الدرجة الأولى كما يلي:

$$Y_t = a + b X_t + \epsilon_i$$

حيث أن:

$Y_t$ : قيمة المشاهدة t المتغير التابع؛

$X_t$ : قيمة المشاهدة t المتغير المستقل؛

a, b: معاملات النموذج؛

$\epsilon_i$ : البواقي.

ج. اختبار النموذج: تتم عملية اختبار النموذج من خلال:

➤ اختبار معاملات النموذج اقتصادياً : إذا كانت موافقة للنظرية الاقتصادية يقبل النموذج

اقتصادياً، أما إذا كانت مخالفة فإنه يرفض؛

➤ اختبار معاملات النموذج إحصائياً: يساعد على تحديد معنوية القيم المقدرة للمعاملات، ويكون

من خلال:

✓ اختبار ستيودنت t: يعتمد على نوعين من الفرضيات:

$$H_0 : a = b = 0$$

- فرضية العدم: تكون كالتالي:

وهي تنص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين X و Y

$$H_1 : a \neq b \neq 0$$

- فرضية العدم: تكون كالتالي:

وهي تنص على وجود علاقة بين المتغيرين X و Y

إذا كانت  $t$  المحسوبة أكبر من  $t$  الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بما عند درجات حرية  $(n-k)$ ، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة  $H_1$  ورفض فرضية العدم  $H_0$ ، ومنه يكون للمعلمة معنوية إحصائية تؤثر على المتغير التابع، والعكس صحيح.

✓ اختبار فيشر  $F$ : يقوم باختبار النموذج ككل، أي يوضح جوهرية العلاقة بين المتغيرين، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات:

- فرضية العدم: تكون كالتالي:  $H_0: a = b = 0$

وهي تنص على عدم معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمستقل.

- فرضية العدم: تكون كالتالي:  $H_1: a \neq b \neq 0$

وهي تنص على معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمستقل.

إذا كانت  $F$  المحسوبة أكبر من  $F$  الجدولية عند مستوى معنوية معينة ودرجة حرية  $(n-k, k-1)$ ، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة  $H_1$  ورفض فرضية العدم  $H_0$ ، ومنه يكون للنموذج معنوية إحصائية، والعكس صحيح.

✓ اختبار معامل التحديد  $R^2$ : يعد أساس تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، أي يمثل القوة التفسيرية، وهو نفسه مربع معامل الارتباط  $r$  ما بين المتغيرين.

#### ثانياً: مصادر الدراسة التطبيقية

يعتبر المنهج المحدد المرجعي لأدوات الدراسة وجمع المعطيات لذلك فإن الأدوات المستعملة تختلف باختلاف المناهج المتبعة، وعليه تم الاعتماد على:

- التقارير السنوية لسوق دبي المالي خلال فترة الدراسة التي امتدت 11 سنة من 2005 إلى

2015 المتحصل عليها من الموقع الرسمي: [www.gulfbase.com](http://www.gulfbase.com)

- القوائم المالية للشركات المكونة لعينة الدراسة المتحصل عليها من الموقع:

[www.mubasher:wfo/markets/dfm](http://www.mubasher:wfo/markets/dfm)

- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي: [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)

- النتائج السنوية لربحية السهم للشركات المدرجة في السوق المتحصل عليها من الموقع:

<http://www.asmainfo.com/dubai/ar/list/companylist.aspx>

المطلب الثالث: عينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال 11 سنة ( 2005-2015)، والبالغ عددها 59 شركة (انظر الملحق رقم 1).  
 أما عينة الدراسة فقد شملت 30 شركة، حيث قمنا بمسح شامل لجميع القطاعات، وكان الاختيار عشوائي للشركات الناشطة في القطاعات الرئيسية وهي القطاع البنكي، قطاع التأمين، قطاع الاستثمار والخدمات المالية، قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية، قطاع السلع الاستهلاكية، قطاع النقل، قطاع الاتصالات وقطاع البناء، أما قطاع الخدمات فتم أخذ الشركة الوحيدة المثلة له، أما الشركات المستبعدة من عينة الدراسة فإن بياناتها غير متوفرة خلال فترة الدراسة وقد تعذر الحصول عليها. والجدول التالي يبين توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة.

الجدول رقم (3-1): توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة

عينة الدراسة	عدد الشركات المدرجة	القطاع
6	11	القطاع البنكي
6	12	قطاع التأمين
4	12	قطاع الاستثمار والخدمات المالية
4	9	قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية
4	5	قطاع السلع الاستهلاكية
3	4	قطاع النقل
1	2	قطاع الاتصالات
1	1	قطاع الخدمات
1	3	قطاع الصناعة
30	59	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على الملحق (1).

وفيما يلي أسماء 30 شركة التي سنقوم بإخضاع بياناتها وقوائمها المالية المنشورة على مدار فترة الدراسة 2005-2015 للتحليل الإحصائي، من أجل التعرف على طبيعة أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها.

الجدول رقم (3-2): عينة الشركات المختارة للدراسة

الرقم	الشركات	رمز السهم
1	بنك الإمارات للاستثمار	EIBANK
2	بنك دبي التجاري	CBD
3	بنك دبي الإسلامي	DIB
4	بنك المشرق	MASQ
5	مصرف السلام - البحرين	SALAM_BAH
6	مصرف الإمارات الإسلامي	EIB
7	دبي للاستثمار	DIC
8	الخليجية للاستثمارات العامة	GGICO
9	شعاع كابيتال	SHUAA
10	سوق دبي المالي	DFMPJSC
11	شركة الفردوس القابضة	ALFIRDOUS
12	اللائنس للتأمين	ALLIANCE
13	دبي الإسلامية للتأمين (أمان)	AMAN
14	شركة الصقر للتأمين	ASNIC
15	دبي للتأمين	DIN
16	الوطنية للتأمينات العامة	NGI
17	شركة المدينة للتمويل والاستثمار	ALMADINA
18	أرابتك القابضة	ARTC
19	إعمار العقارية	EMAAR
20	الإتحاد العقارية	UPP
21	شركة أرامكس	ARMX
22	أجيليتي للمخازن العمومية	AGLTY
23	الإسمنت الوطنية	NCC
24	شركة الأغذية المتحدة	UFC



MAZAYA	شركة المزايا القابضة	25
DRC	دبي للمرطبات	26
GULFA	غلفا للمياه المعدنية والصناعات التحويلية	27
DU	الإمارات للاتصالات المتكاملة	28
AIRARABIA	العربية للطيران	29
TABREED	الوطنية للتبريد المركزي	30

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق (1).

### المبحث الثاني: الإطار العام لسوق دبي المالي

يعد سوق دبي من الأسواق المالية حديثة النشأة، وفيما يلي سيتم تقديم لمحة عن السوق وأهم المراحل التي مر بها، إضافة إلى مؤشرات الأداء في السوق وآلية التداول فيه.

#### المطلب الأول: لمحة عن سوق دبي المالي

سيتم في هذا المطلب التعرض إلى تعريف سوق دبي المالي من خلال نبذة عنه، أهم تطوراتها وهيكله التنظيمي كما يلي<sup>(1)</sup>:

#### أولاً: نبذة عن سوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية المعنوية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، ويعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومة محلية، المؤسسات العامة في الدولة، وحدات صناديق الاستثمار والعديد من الأدوات المالية الأخرى سواء كانت محلية أو أجنبية، والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي.

بدأ سوق دبي المالي مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي لشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره 8 مليارات درهم، وتم طرح نسبة 20% من رأسمال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا وتميزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم.

ويعتبر سوق دبي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، كما يعتبر أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم.

ويمكن تلخيص المراحل التي مر بها سوق دبي المالي كما يلي:

- مارس 2000: تأسيس وافتتاح السوق كمؤسسة عامة ذات شخصية معنوية مستقلة تعمل كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية؛
- أبريل 2000: حصر خمس شركات إماراتية في السوق كبداية للتداول؛
- أكتوبر 2000: حصول سوق دبي المالي على ترخيص هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع، كأول سوق مالي رسمي في دولة الإمارات؛
- ديسمبر 2005: إعادة هيكلة السوق كشركة مساهمة عامة برأسمال 8 مليار دولار؛

<sup>(1)</sup> من الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، تاريخ الاطلاع 2016/4/30: <http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>

- نوفمبر 2006: طرح 20% (1.6 مليار درهم) من أسهم السوق للاكتتاب العام؛
- جانفي 2007: أعلنت الجمعية العمومية تأسيس "شركة سوق دبي المالي" ووافقت على إدراجها في سوق دبي المالي؛
- جانفي 2007: انتخاب مجلس إدارة شركة سوق دبي المالي؛
- مارس 2007: إدراج أسهم شركة سوق دبي المالي في سوق دبي المالي ضمن قطاع الاستثمار.

### ثانيا: تطور سوق دبي المالي

- رغم الأداء الجيد الذي سجله سوق دبي المالي منذ تأسيسه إلا أنه يسعى للوصول إلى مستوى الأسواق العالمية، أين حرص على مواصلة مبادراته التي بدأها منذ بدء عملياته في مارس سنة 2000 والتي تهدف إلى الارتقاء بالأداء، فقد أبدت إدارة السوق اهتماما كبيرا بالتطور المستمر حيث قام بما يلي:
- التحول إلى شركة مساهمة في عام 2006؛
  - تحول السوق إلى أول سوق مالي إسلامي في عام 2007؛
  - تطبيق الحوكمة سنة 2009 لتعزيز الشفافية؛
  - إطلاق بطاقة IVESTOR سنة 2010 التي تتيح إيداع الأرباح الموزعة على المساهمين في حساب البطاقات مباشرة وبصورة سريعة وسلسة؛
  - توفير مجموعة جديدة ومتكاملة من الخدمات الإلكترونية التي تتيح للمستثمرين متابعة بيانات السوق فوراً، والتي كانت تتوفر متأخرة 15 دقيقة سابقاً؛
  - قام سوق دبي المالي بتعيين "ستاندر تشارترد" كمصرف للتسوية، ليصبح أول بنك عالمي يقدم خدمات التسوية للسوق؛
  - تم الترويج لسوق دبي المالي كسوق إقليمي واعد من خلال المشاركة في العديد من المؤتمرات وورش العمل المتخصصة في أسواق رأس المال؛
  - عمل السوق على تطوير نظام الأصول الثابتة "الباركورد" الذي من شأنه أن يزيد من إحكام الرقابة على الأصول الثابتة وصيانتها والمحافظة عليها؛
  - طبق السوق آلية التسليم مقابل السداد (DVP) الأمر الذي يضع السوق في مقدمة الأسواق المالية الإقليمية المطبقة لتلك الآلية؛

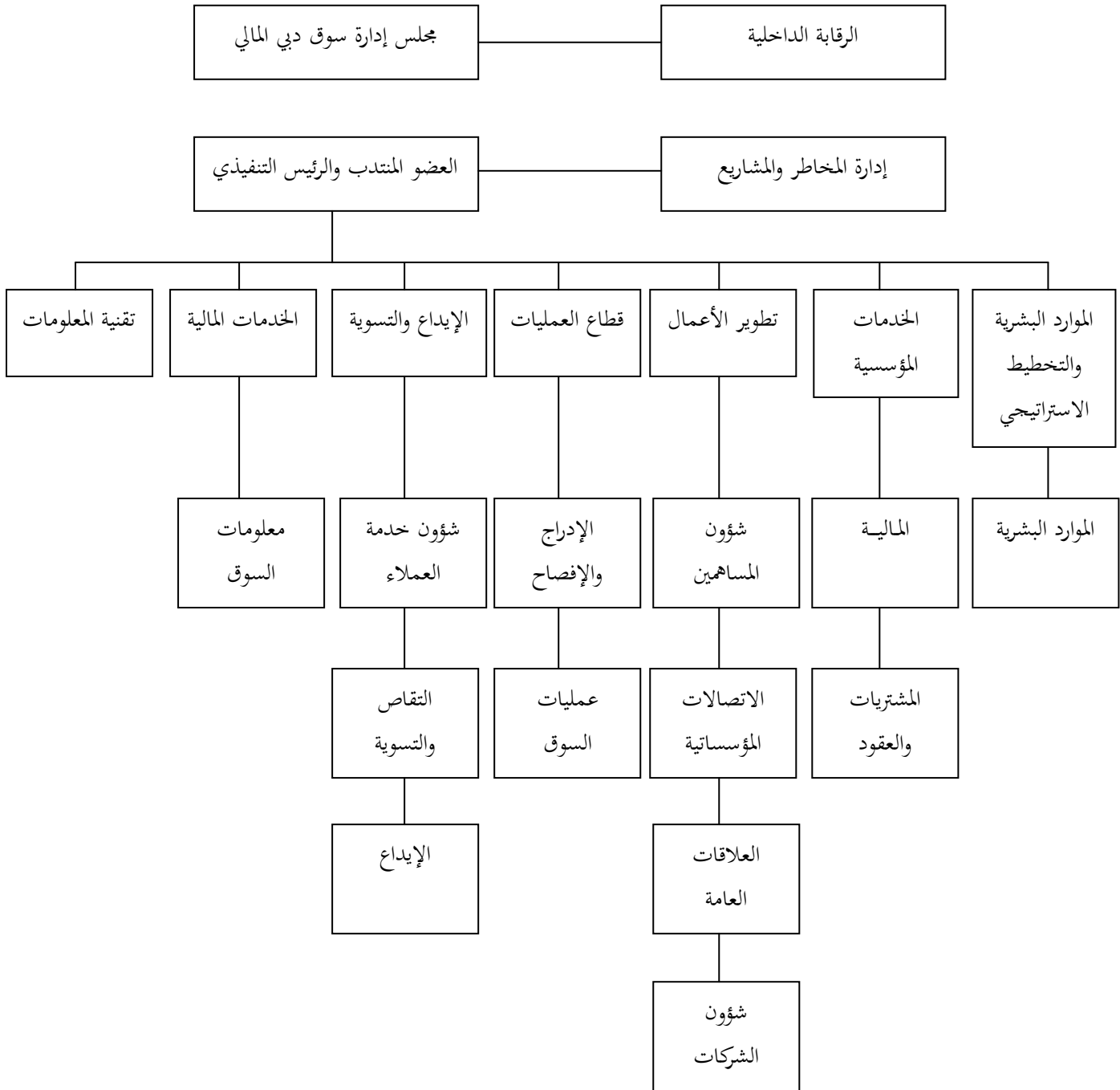
- كما قام سوق دبي المالي بتطبيق النسخة المحدثة من نظام المتابعة والتحري "سمارتس" الذي يوفر تطبيقات وخصائص فعالة لخدمة وضمان حقوق المتعاملين بكفاءة، عبر مراقبة التداولات ومنع التلاعب والعمليات المشبوهة أثناء جلسة التداول في السوق.

### ثالثاً: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي

أجرى سوق دبي المالي في عام 2010 مجموعة من التغييرات على هيكله التنظيمي بهدف مواكبة الاحتياجات المتنامية للمتعاملين فيه والارتقاء بخدماته وفق أفضل الممارسات العالمية. باعتبار سوق دبي المالي شركة مساهمة عامة مدرجة، فإن له مجلس إدارة ولجان منبثقة على هذا المجلس، وهو ما يساهم في زيادة الشفافية والكفاءة في كافة أعمال السوق من حيث الامتثال للشريعة والرقابة الداخلية والتدقيق. يشتمل سوق دبي المالي على ستة قطاعات رئيسية تركز على تحقيق الأهداف الإستراتيجية للسوق وهي:

- قطاع العمليات؛
- قطاع التقاص والتسوية والإيداع؛
- قطاع الخدمات المؤسسية؛
- قطاع الموارد البشرية والتخطيط الاستراتيجي؛
- قطاع تطوير الأعمال؛
- قطاع الخدمات المالية.

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي



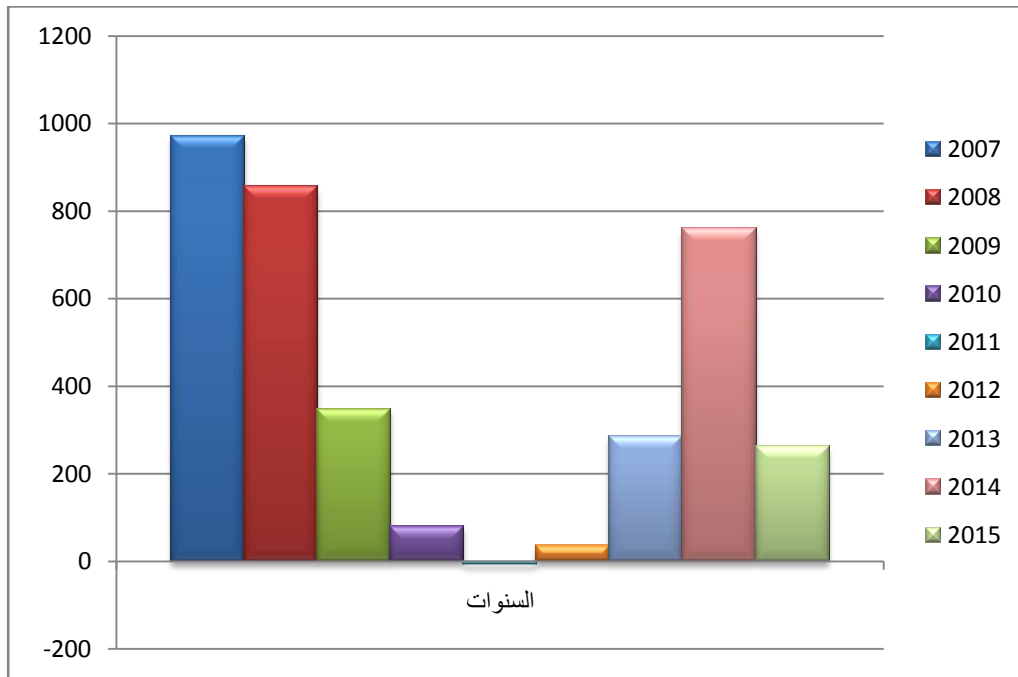
المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق دبي المالي

يحتل سوق دبي المالي مركز رائد ومتطور للأعمال، فهو من بين الأسواق الرائدة في منطقة الشرق الأوسط، وفيما يلي أهم المؤشرات التي توضح أداء السوق.

أولاً: صافي الربح

يعبر صافي الربح عن النتيجة المحققة للشركة، ويحسب من خلال الفرق بين مجموع الإيرادات ومجموع النفقات، والشكل التالي يبين صافي الربح لسوق دبي المالي للفترة 2007-2015.

الشكل رقم (3-2): صافي الربح المحقق لسوق دبي المالي 2007-2015



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع: <http://www.dfm.ae/ar/about-dfm>

بلغ صافي الأرباح السنوية لسوق دبي المالي نهاية 2007 حوالي 971 مليون درهم كأقصى ربح حققه السوق، ويعود ذلك لارتفاع الإيرادات مقارنة بالنفقات، ليشهد في الأربع سنوات الموالية انخفاضاً تدريجياً بلغ حد الخسارة بقيمة 7 مليون درهم سنة 2011، ويرجع ذلك إلى الانخفاض الملموس في حجم التداول، ليرتفع تدريجياً في السنوات 2012، 2013 و 2014، أما سنة 2015 فقد بلغ صافي الربح السنوي للسوق ما قيمته 261 مليون درهم مقارنة مع أرباح بلغت 759 مليون درهم سنة 2014 بانخفاض نسبته 66%، ويعود ذلك إلى تحقيق خسارة من بعض الشركات المدرجة في السوق.

ثانياً: المؤشر العام لسوق دبي المالي

المؤشر العام للسوق هو مؤشر قياس أسعار الأسهم في السوق بشكل عام على أساس يومي، وهو عبارة عن مجموع سعر الأسهم مضروباً بحجم الشركة في السوق، ويحسب تغير مستوى المؤشر بالنقطة، وفيما يلي شكل يبين تغير المؤشر العام لسوق دبي المالي.

الشكل رقم (3-3): تغيرات المؤشر العام لسوق دبي المالي 2009-2015



المصدر: من الموقع: <http://www.asmainfo.com/charts/ar/AsmaChart.aspx>

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن مؤشر سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2013 قد سجل تذبذب تراوحت قيمته ما بين 1300 نقطة إلى 2400 نقطة، ليشهد سنة 2014 ارتفاعاً ملحوظاً بلغ 5500 نقطة، وهذا راجع لزيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم المتداولة في السوق، ومع نهاية 2015 سجل المؤشر انخفاضاً بلغت نسبته 16.5% ليبلغ 3151 نقطة.

وفيما يخص المؤشر السعري لسوق دبي المالي، أو ما يعرف بجدول الربح والخسارة، فقد كان كالتالي:

الجدول رقم (3-3): المؤشر السعري لسوق دبي المالي 2009-2015

الوحدة: نسبة مئوية (%)

السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
المؤشر السعري	10.22	-9.60	-17	19.89	107.69	11.99	-16.51

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على الموقع: <http://www.dfm.ae/ar/about-dfm>

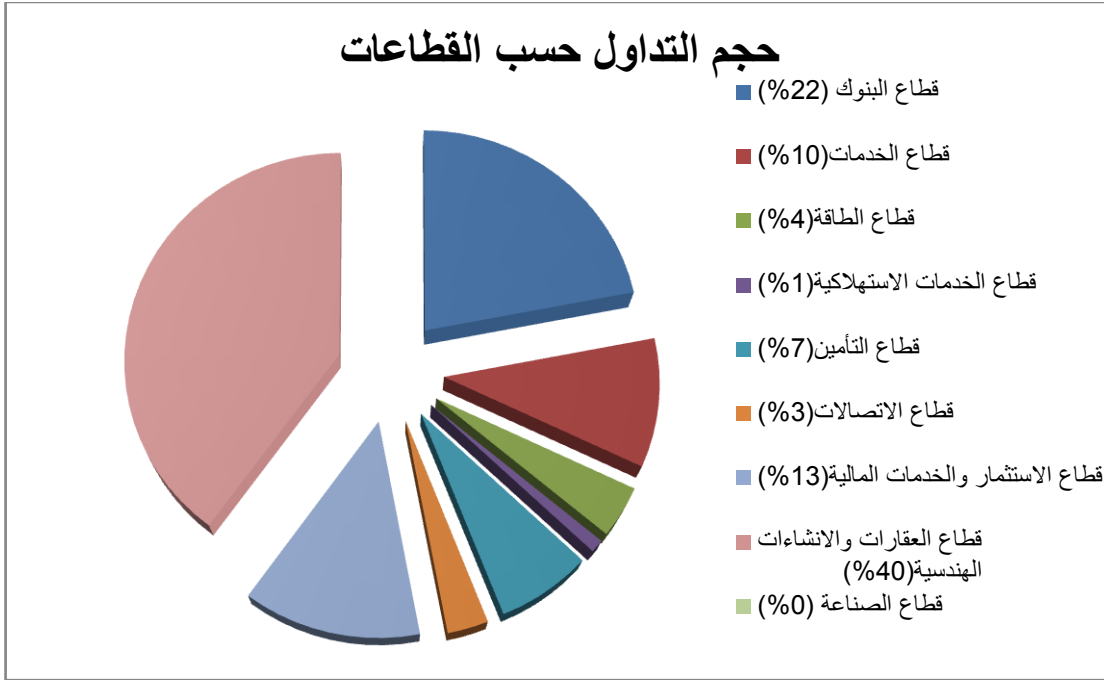
من الجدول أعلاه نلاحظ أن المؤشر السعري للسوق في تذبذب طيلة الفترة، حيث سجل ربحاً قدره 10.22% سنة 2009، ليشهد خسارة سنوية 2010-2011 بقيمة 9.60% و 17% على التوالي، أما في الثلاث سنوات الموالية حقق نسب موجبة كان أعلاها سنة 2013 والتي بلغت 107.69%، لترجع إلى الانخفاض والخسارة سنة 2015 بنسبة 16.51%.

ثالثاً: حجم التداول

يعبر حجم التداول عن مقدار رأس المال المتداول في السوق، والشكل الموالي يوضح نسبة التداول في كل قطاع سنة 2015.



الشكل رقم (3-4): حجم التداول في سوق دبي المالي حسب القطاعات سنة 2015

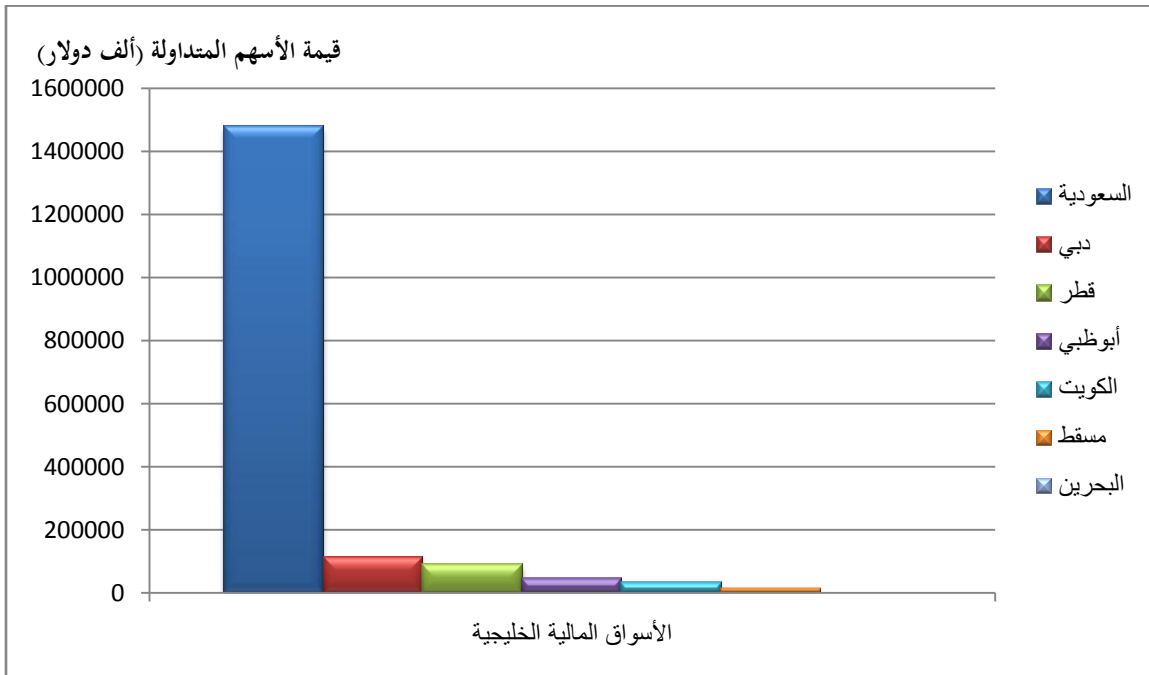


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع: <http://www.dfm.ae/ar/about-dfm>

من الشكل السابق تبين أن قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية قد استحوذ على الجزء الأكبر من قيمة التداولات، إذ سجل 40% من إجمالي التداولات في السوق، تلاه في المركز الثاني قطاع البنوك بنسبة 22%، ثم قطاع الاستثمار والخدمات المالية بنسبة 13%، بعدها قطاع الخدمات، قطاع التأمين، قطاع الطاقة ثم قطاع الخدمات الاستهلاكية بنسبة 1%، أما قطاع الصناعة فلم يتم تداول أسهمه سنة 2015.

أما فيما يتعلق بقيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي ومقارنة مع الأسواق المالية الخليجية، فإن سوق دبي المالي يحتل المركز الثاني بين هذه الأسواق من حيث قيمة الأسهم المتداولة بعد سوق السهم السعودي، لتحل ثالثا بورصة قطر، ثم أبو ظبي، الكويت، مسقط وأخيرا بورصة البحرين، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (3-5): قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق الخليجية سنة 2015



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الموقع <http://www.asmainfo.com/ar/default.aspx>

## المطلب الثالث: آلية التداول في سوق دبي المالي

يعمل سوق دبي المالي اعتمادا على نظام تداول إلكتروني، يظهر البيانات آليا على شاشات العرض، وقد اتجهت معظم الأسواق المالية العالمية مؤخرا إلى استخدام نظم تداول إلكترونية مماثلة، وذلك بالنظر لمزايا الجهاز العديدة مقارنة بأنظمة التداول التقليدية من ناحية الشفافية، السيولة وعرض أسعار التداول.

وكان سوق دبي المالي قد سعى بالتعاون مع أشهر الخبراء العاملين لتصميم يلي متطلبات العدالة، الشفافية والكفاءة للمستثمرين في دولة الإمارات العربية المتحدة يتماشى وأهدافها الاقتصادية. ويقوم نظام التشغيل بالتوفيق بين أوامر الشراء وأوامر البيع التي يتلقاها، فبعد أن يعطي المستثمر أوامره للوسيط المعتمد يقوم الأخير بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الذي يقوم إلكترونيا بمطابقة أوامر البيع والشراء بالنسبة للورقة المالية المحددة بالكمية المطلوبة والسعر المعين، ويقوم الجهاز بعرض تفاصيل أنشطة التداول الحديثة والسابقة مشتملة على الأسعار وكميات التداول وأوامر البيع والشراء قيد التنفيذ، مما يضمن للمستثمر الحصول على المعلومات اللازمة والمواتية لاتخاذ قراراته الاستثمارية. ومن أجل حماية فعالية وسلامة التداول في السوق يحرص سوق دبي المالي على القيام بمهامه الرقابية والإشرافية، حيث يتولى قسم رقابة السوق مراقبة عمليات التداول والتأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقا للوائح وأنظمة السوق، بينما يقوم قسم ترخيص ورقابة الوسطاء بالإشراف على تعاملات الوسطاء لتحقيق النزاهة التامة وتقديم أعلى مستويات الخدمة للعملاء، أما قسم إدراج ورقابة الشركات فتتجلى مهامه في ضمان تقديم كافة المعلومات المتوفرة على الجهات المدرجة وأوراقها المالية لجميع المستثمرين في الوقت المناسب، كما يقوم بالتنسيق مع قسم المتابعة والتدقيق لمنع استغلال المعلومات الداخلية التي قد لا تكون متاحة في الشركات<sup>(1)</sup>.

المبحث الثالث: تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها في سوق دبي المالي

سيتم تقييم نتائج سوق دبي المالي لتأكيد العلاقة بين الرفع المالي وكل من عوائد الأسهم

ومخاطرها، وذلك من خلال إنشاء نموذج انحدار بسيط ودراسته بالاعتماد على برنامج E-views-4- لتسهيل العمليات الحسابية.

المطلب الأول: تأثير الرفع المالي على مخاطر الأسهم

يشير الجدول أدناه إلى قيم المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي (30) على مدار 11 سنة من 2005 إلى 2015.

الجدول رقم (3-4): المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة

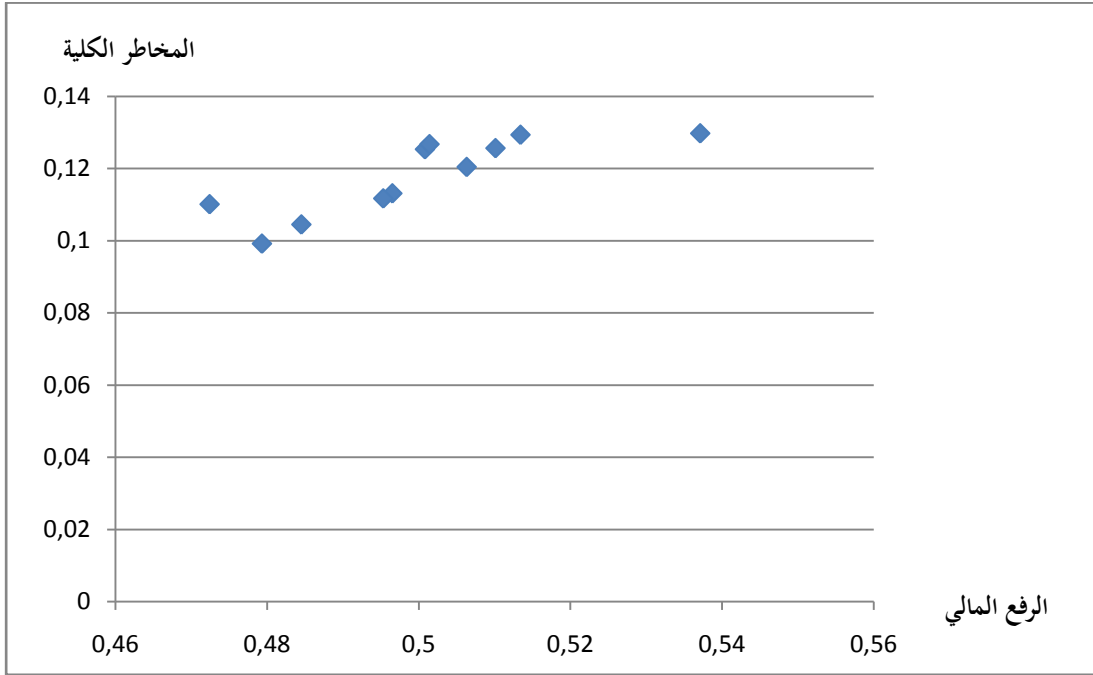
السنوات	DR	EPS	$\beta$	$\delta$
2005	0.5134	5.88	0.832	0.1293
2006	0.4965	4.262	0.683	0.1131
2007	0.4793	4.359	0.567	0.0992
2008	0.5063	4.484	0.725	0.1204
2009	0.4845	4.189	0.68	0.1045
2010	0.5101	5.642	0.754	0.1256
2011	0.4953	3.014	0.658	0.1117
2012	0.5008	4.629	0.681	0.1253
2013	0.5014	4.0641	0.679	0.1267
2014	0.4724	3.952	0.593	0.1101
2015	0.5371	6.123	0.778	0.1297

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق (2-3-4).

أولاً: تأثير الرفع المالي على المخاطر الكلية

- لمعرفة نوع العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر الكلية، سيتم وضع الشكل التالي الذي يبين شكل الارتباط بين المتغيرين.

الشكل رقم (3-6): الارتباط بين الرفع المالي والمخاطر الكلية



المصدر: من إعداد الطالبتين.

من خلال التمثيل البياني السابق نلاحظ أن هناك ارتباط خطي موجب بين المتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع المخاطر الكلية، لكنه ليس بالشكل الدقيق، لذلك سيتم الكشف عن العلاقة من خلال استخدام نموذج الانحدار البسيط.

• تقدير واختبار النتائج:

لتأكيد نتائج الشكل السابق وتوضيح العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر الكلية تم صياغة العلاقة، وباستخدام برنامج E-views-4 تم الحصول على النتائج التالية:

$\delta = - 0.1283 + 0.4924 DR$	
(- 2.309) (4.433)	
Prob	(0.0463) (0.016)
F = 19.652	
Prob F = 0.01	
$R^2 = 0.6859$	$R^2 = 68.59 \%$
r = 0.8281	
n = 11	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات E-views-4

- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:  
من خلال مقارنة إشارة المعلمة b مع التوقعات المسبقة، تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية بين الرفع المالي والمخاطر الكلية، ومنه نستنتج أن هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية والمنطق النظري.
- اختبار النموذج من الناحية الاحصائية:  
بما أن النموذج مقبول اقتصاديا سيتم اختباره إحصائيا:  
✓ من أجل المعلمة a (الثابت):  
بما أن القيمة المطلقة لـ t المحسوبة تساوي 2.309 وهي أكبر من t الجدولية والتي تساوي 2.228، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة H<sub>1</sub> ورفض فرضية العدم H<sub>0</sub> عند مستوى معنوية 5%، ومنه المعلمة a لها معنوية إحصائية؛  
✓ من أجل المعلمة b (المتغير المفسر):  
بما أن t المحسوبة تساوي 4.433 وهي أكبر من t الجدولية والتي تساوي 2.228، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة H<sub>1</sub> ورفض فرضية العدم H<sub>0</sub> عند مستوى معنوية 5%، ومنه المعلمة b لها معنوية إحصائية؛  
✓ إحصائية فيشر F:  
بما أن F المحسوبة تساوي 19.652 وهي أكبر من F الجدولية والتي تساوي 5.12، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة H<sub>1</sub> ورفض فرضية العدم H<sub>0</sub> ومنه النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وعليه النموذج مقبول إحصائيا؛

✓ معامل التحديد  $R^2$ :

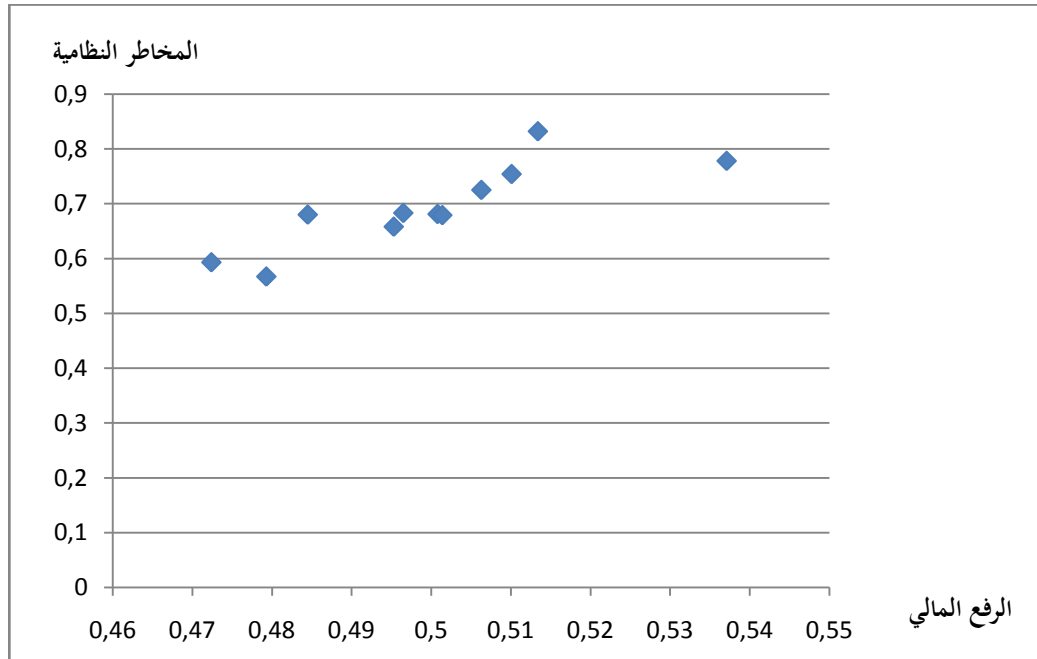
يقدر معامل التحديد بـ 0.6859 وهو ما يعني أن الرفع المالي يفسر 68.59% من التغير الحاصل في المخاطر الكلية.

$r = 0.8281$  أي توجد علاقة ارتباط طردية قوي بين الرفع المالي والمخاطر الكلية.

ثانياً: تأثير الرفع المالي على المخاطر النظامية

- لمعرفة نوع العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر النظامية، سيتم وضع الشكل التالي الذي يبين شكل الارتباط بين المتغيرين.

الشكل رقم (3-7): الارتباط بين الرفع المالي والمخاطر النظامية



المصدر: من إعداد الطالبتين.

من خلال التمثيل البياني السابق نلاحظ أن هناك ارتباط خطي موجب بين المتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع المخاطر النظامية، لكنه ليس بالشكل الدقيق، لذلك سيتم الكشف عن العلاقة من خلال استخدام نموذج الانحدار البسيط.

• تقدير واختبار النتائج:

لتأكيد نتائج الشكل السابق وتوضيح العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر الكلية تم صياغة العلاقة، وباستخدام برنامج 4- E-views تم الحصول على النتائج التالية:

$\beta = - 1.134 + 3.658 DR$	
(- 2.967) (4.784)	
Prob	(0.015) (0.01)
F = 22.887	
Prob F = 0.01	
$R^2 = 0.7178$	$\longrightarrow$ $R^2 = 71.78 \%$
$r = 0.8472$	
$n = 11$	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات 4- E-views

• اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة إشارة المعلمة b مع التوقعات المسبقة، تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية بين الرفع المالي والمخاطر النظامية، ومنه نستنتج أن هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية والمنطق النظري.

• اختبار النموذج من الناحية الاحصائية:

بما أن النموذج مقبول اقتصاديا سيتم اختباره إحصائيا:

✓ من أجل المعلمة a (الثابت):

بما أن القيمة المطلقة لـ t المحسوبة تساوي 2.967 وهي أكبر من t الجدولية والتي تساوي 2.228، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة  $H_1$  ورفض فرضية العدم  $H_0$  عند مستوى معنوية 5%، ومنه المعلمة a لها معنوية إحصائية؛

✓ من أجل المعلمة b (المتغير المفسر):

بما أن t المحسوبة تساوي 4.784 وهي أكبر من t الجدولية والتي تساوي 2.228، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة  $H_1$  ورفض فرضية العدم  $H_0$  عند مستوى معنوية 5%، ومنه المعلمة b لها معنوية إحصائية؛



✓ إحصائية فيشر  $F$ :

بما أن  $F$  المحسوبة تساوي 22.887 وهي أكبر من  $F$  الجدولية والتي تساوي 5.12، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة  $H_1$  ورفض فرضية العدم  $H_0$  ومنه النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وعليه النموذج مقبول إحصائياً؛

✓ معامل التحديد  $R^2$ :

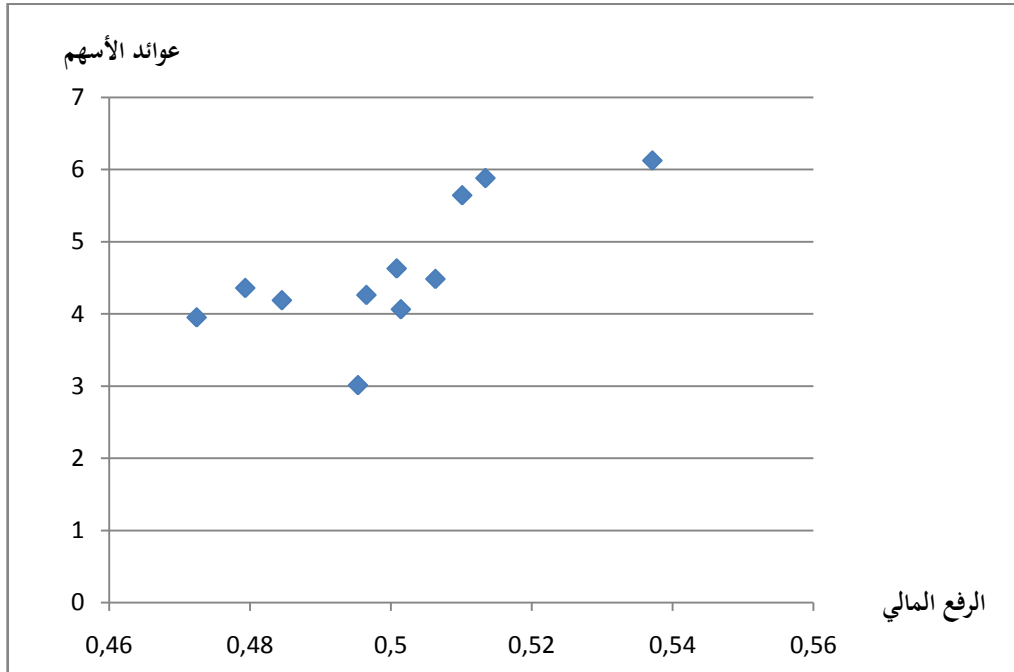
يقدر معامل التحديد بـ 0.7178 وهو ما يعني أن الرفع المالي يفسر 71.78% من التغير الحاصل في المخاطر النظامية.

$r = 0.8472$  أي توجد علاقة ارتباط طردي قوي بين الرفع المالي والمخاطر النظامية.

### المطلب الثاني: تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم

- لتوضيح العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم (ربحية السهم)، سيتم وضع الشكل التالي الذي يبين شكل الارتباط بين المتغيرين.

الشكل رقم (3-8): الارتباط بين الرفع المالي وعوائد الأسهم



المصدر: من إعداد الطالبتين.

من خلال التمثيل البياني السابق نلاحظ أن هناك ارتباط خطي موجب بين المتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع عائد السهم (ربحية السهم)، لكنه ليس بالشكل الدقيق، لذلك سيتم الكشف عن العلاقة من خلال استخدام نموذج الانحدار البسيط.

• تقدير واختبار النتائج:

لتأكيد نتائج الشكل السابق وتوضيح العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم تم صياغة العلاقة، وباستخدام برنامج E-views-4 تم الحصول على النتائج التالية:

$$\begin{array}{l} \text{EPS} = - 14.447 + 38.112 \text{ DR} \\ \quad \quad \quad (- 2.430) \quad (3.205) \\ \\ \text{Prob} \quad \quad \quad (0.03) \quad (0.016) \\ \quad \quad \quad F = 10.277 \\ \quad \quad \quad \text{Prob F} = 0.01 \\ R^2 = 0.5331 \quad \longrightarrow \quad R^2 = 53.31 \% \\ r = 0.7301 \\ n = 11 \end{array}$$

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات E-views -4

• اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة إشارة المعلمة b مع التوقعات المسبقة، تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، ومنه نستنتج أن هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية والمنطق النظري.

• اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

بما أن النموذج مقبول اقتصادياً سيتم اختباره إحصائياً:

✓ من أجل المعلمة a (الثابت):

بما أن القيمة المطلقة لـ t المحسوبة تساوي 2.430 وهي أكبر من t الجدولية والتي تساوي 2.228، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة H<sub>1</sub> ورفض فرضية العدم H<sub>0</sub> عند مستوى معنوية 5%، ومنه المعلمة a لها معنوية إحصائية؛

✓ من أجل المعلمة  $b$  (المتغير المفسر):

بما أن  $t$  المحسوبة تساوي 3.205 وهي أكبر من  $t$  الجدولية والتي تساوي 2.228، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة  $H_1$  ورفض فرضية العدم  $H_0$  عند مستوى معنوية 5%، ومنه المعلمة  $b$  لها معنوية إحصائية؛

✓ إحصائية فيشر  $F$ :

بما أن  $F$  المحسوبة تساوي 10.277 وهي أكبر من  $F$  الجدولية والتي تساوي 5.12، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة  $H_1$  ورفض فرضية العدم  $H_0$  ومنه النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وعليه النموذج مقبول إحصائياً؛

✓ معامل التحديد  $R^2$ :

يقدر معامل التحديد بـ 0.5331 وهو ما يعني أن الرفع المالي يفسر 53.31% من التغير الحاصل في عائد السهم (ربحية السهم).  
أي  $r = 0.7301$  توجد علاقة ارتباط طردية قوي بين الرفع المالي وعوائد الأسهم.

### المطلب الثالث: تحليل النتائج

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار طبيعة العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكل من عوائد الأسهم ومخاطرها، ومحاولة تحديد ما يفسره الرفع المالي في تغيرات عوائد الأسهم (ربحية السهم)، المخاطر الكلية والمخاطر النظامية، وفيما يلي ما توصلت إليه هذه الدراسة من نتائج:

#### أولاً: تحليل نتائج أثر الرفع المالي على المخاطر الكلية

تتكون المخاطر الكلية من المخاطر النظامية وغير النظامية، حيث يمكن تخفيض المخاطر غير النظامية بالتنوع على خلاف المخاطر النظامية، وهو ما يساهم في تخفيض المخاطر الكلية، ويتم قياس هذه الأخيرة عن طريق حساب الانحراف المعياري الذي يقيس انحراف عوائد الأسهم عن وسطها الحسابي. وعند إجراء اختبار فيشر لقياس مدى صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية والمخاطر الكلية لعينة مكونة من 30 شركة مدرجة في سوق دبي المالي خلال 11 سنة (2005-2015)، تبين أن النموذج صالح لتمثيل العلاقة بين المتغيرين عند مستوى معنوية 5% أي بدرجة ثقة 95%، أما قيمة معامل التحديد فقد بلغت 0.6859، أي أن التغير في الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية يفسر 68.59% من التغير الحاصل في المخاطر الكلية، أما النسبة المتبقية 31.41% تعود لعوامل أخرى.

ومنه نستنتج أن هناك علاقة طردية قوية بين المتغير التابع (المخاطر الكلية) والمتغير المستقل (الرفع المالي)، وهو ما يوضحه معامل الارتباط ذو القيمة 0.83 أي أن الزيادة في نسبة الرفع المالي تصاحبها زيادة في المخاطر الكلية.

يفسر ذلك على أن الزيادة في نسبة المديونية للشركات محل الدراسة أدت إلى الزيادة في تكلفة تمويلها، ما ضاعف من المخاطر المالية التي تتعرض لها تلك الشركات.

### ثانياً: تحليل نتائج أثر الرفع المالي على المخاطر النظامية

تسمى المخاطر النظامية بمخاطر السوق نظراً لانعكاس أثر الظروف الاقتصادية على السوق المالي، وهي تمثل درجة حساسية السهم للتغيرات الحاصلة في السوق والتي تعرف بمعامل بيتا " $\beta$ ". وبعد إجراء اختبار فيشر لقياس مدى صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية والمخاطر النظامية لعينة مكونة من 30 شركة مدرجة في سوق دبي المالي خلال 11 سنة (2005-2015)، تبين أن النموذج صالح لتمثيل العلاقة بين المتغيرين عند مستوى معنوية 5% أي بدرجة ثقة 95%.

كما بلغت قيمة معامل التحديد 0.7178، أي أن التغير في الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية يفسر 71.78% من التغير الحاصل في المخاطر النظامية، أما النسبة المتبقية 28.22% تعود لعوامل أخرى. ومنه نستنتج أن هناك علاقة طردية قوية بين المتغير التابع معامل بيتا والمتغير المستقل نسبة المديونية، وهو ما يوضحه معامل الارتباط ذو القيمة 0.847، أي أن الزيادة في نسبة الرفع المالي تؤدي للزيادة في المخاطر النظامية، وهو ما يتوافق مع التوقعات القبلية للنظرية الاقتصادية. ويفسر ذلك على أن الزيادة في معدل الاقتراض (الديون) يدفع بالمقرضين للزيادة في سعر الفائدة الذي يؤثر على الشركات المدرجة في السوق المالي والتي تعتمد على الديون بشكل كبير، وهو ما يؤدي لزيادة مخاطر السوق.

ومن الأسباب التي رفعت من مستوى المخاطرة خلال فترة الدراسة والممتدة من 2005-2015، حدوث أزمة الرهن العقاري سنة 2008 وأزمة دبي سنة 2011، التي أدت إلى تذبذب أسعار الفائدة ومعدلات التضخم، وهذا ما انعكس على سوق دبي المالي خاصة الشركات عينة الدراسة.

## ثالثاً: تحليل نتائج أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم

يعبر عائد السهم عن المكافأة التي ينتظرها المستثمر مقابل التخلي عن منفعة حاضرة للحصول على منفعة أكبر في المستقبل، وقد تم التعبير عنه بربحية السهم. وبعد القيام باختبار فيشر لقياس مدى صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين الرفع المالي مقاساً بنسبة المديونية والعائد ممثلاً بربحية السهم لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال 11 سنة (2005-2015)، تبين أن النموذج صالح لتمثيل العلاقة بين المتغيرين عند مستوى معنوية 5% أي بدرجة ثقة 95%.

كما بلغت قيمة معامل التحديد 0.5351 أي أن التغير في الرفع المالي مقاساً بنسبة المديونية يفسر 53.51% من التغير الحاصل في ربحية السهم، أما النسبة المتبقية 46.49% فتعود لعوامل أخرى. ومنه نستنتج أن العلاقة بين المتغير التابع ربحية السهم والمتغير المستقل الرفع المالي هي علاقة طردية قوية، وهو ما يوضحه معامل الارتباط ذو القيمة 0.73، أي أن الزيادة في نسبة الرفع المالي تؤدي لزيادة في ربحية السهم، وهو ما يتوافق مع التوقعات القبلية للنظرية الاقتصادية. وتفسر هذه العلاقة الطردية بالأثر الإيجابي للرفع المالي على ربحية السهم، وذلك لاعتماد أغلبية الشركات المكونة لعينة الدراسة خلال الفترة 2005-2015 على الاقتراض متوسط وطويل الأجل بمعدلات فائدة أقل من العوائد المتوقعة، على عكس البعض الآخر من الشركات التي بالغت في استعمال الديون، ما جعلها تتحمل تكاليف إضافية أدت إلى انخفاض العوائد، وهو الأثر السلبي للرفع المالي.

## خلاصة الفصل:

تم في هذا الفصل اختبار طبيعة العلاقة بين الرفع المالي وكل من عوائد الأسهم ومخاطرها لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي للفترة 2005-2015.

وقد تم التوصل إلى وجود علاقة طردية قوية بين الرفع المالي مقياساً بنسبة المديونية وكل من المخاطر الكلية والمخاطر النظامية، ومنه فإن التغير في المخاطر الكلية والنظامية يرجع أساساً للتغير في الرفع المالي، ومن جهة أخرى توجد علاقة طردية قوية تربط الرفع المالي مقياساً بنسبة المديونية بربحية السهم في الشركات محل الدراسة.

وعليه يمكن القول أن الرفع المالي سلاح ذو حدين، فالمبالغة في استخدام الديون تؤدي إلى الزيادة في المخاطر وانخفاض ربحية السهم، أما الاستثمار بمعدلات فائدة أكبر من معدلات الاقتراض فإنه يرفع من ربحية السهم.

# الخاتمة العامة

### الخاتمة العامة

وفي الأخير يمكن القول بأن الرفع المالي يعد جانبا مهما في الهيكل المالي للشركة، فهو سلاح ذو حدين فإذا حققت الشركة عائد على السهم يفوق تكلفة الديون يمكن القول أنها استفادت من الرفع المالي ايجابيا، أما إذا كانت تكلفة الديون أعلى من العائد المحقق فإن الشركة تتحمل مخاطر إضافية، وهو الجانب السلبي للرفع المالي.

ولمعرفة أثر الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية على عوائد الأسهم ممثلة بربحية السهم وكل من مخاطرها الكلية والمعبر عنها بالانحراف المعياري وكذا المخاطر النظامية والمقاسة بمعامل بيتا، تم التطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي والمكونة من 30 شركة شملت جميع القطاعات خلال الفترة 2005-2015 أي 11 سنة.

### نتائج اختبار الفرضيات

مما سبق يمكن إثبات صحة الفرضيات كما يلي:

1. إن المكافأة التي يحصل عليها المستثمر في الأسهم مقابل تخليه عن منفعة حاضرة وحصوله في المستقبل على منفعة أكبر، هذا ما يسمى بعائد السهم، ويتم حساب هذا العائد بعدة طرق حسب نوع العائد إذا كان عائد تاريخي، عائد متوقع، عائد السهم من الأرباح المحققة أو عائد السهم من الأرباح الموزعة؛  
أما إذا كان المستثمر في حالة عدم تأكد من حصوله على العائد المتوقع، فإن هذا يسمى بمخاطر الأسهم، فإذا كانت هذه المخاطر كلية يمكن حسابها بالانحراف المعياري أو معامل الاختلاف، أما إذا كانت مخاطر نظامية فيتم حسابها بمعامل بيتا. مما يثبت صحة الفرضية الأولى.
2. الرفع المالي سلاح ذو حدين، فإذا كان العائد المحقق من الاستثمار والممول بالقروض يفوق تكلفة الدين، فإن الرفع المالي يكون ايجابيا، أما الرفع المالي السلبي فتكلفة الدين تكون أعلى من العائد المحقق، أي أن الشركة تعتمد بكثرة على الديون في هيكلها المالي. مما ينفي صحة الفرضية الثانية.

3. يؤثر الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية على كل من المخاطر الكلية والنظامية لعينة الشركات المدرجة في سوق دبي المالي للفترة 2005-2015 تأثيرا ايجابيا، فالزيادة في الرفع المالي تؤدي للزيادة في المخاطر. وهذا إثبات للفرضية الثالثة.



4. هناك علاقة طردية موجبة بين الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية وعائد السهم ممثل بربحية السهم، وذلك تطبيقاً على عينة مكونة من 30 شركة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي للفترة 2005-2015. مما يثبت صحة الفرضية الرابعة.

### نتائج الدراسة:

أسفرت هذه الدراسة على جملة من النتائج هي:

1. الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تمنح حاملها حصة من رأس مال الشركة فهي تمثل حق ملكية، والاستثمار في هذه الورقة يدر عائداً لكن مع تحمل بعض المخاطرة؛
2. تتكون مصادر التمويل في الشركات من مصدرين رئيسيين هما الأموال الخاصة (الملكية) والمديونية (القروض)؛
3. يعبر الرفع المالي عن درجة اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر خارجية تتمثل أساساً في القروض؛
4. تفاضل الشركة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة لها من أموال خاصة، والقروض قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، بهدف تحقيق هيكل رأس المال الأمثل،
5. تستفيد الشركة من الوفورات الضريبية باعتمادها على التمويل بالديون، باعتبار الجزء من الاستثمار الممول بالقروض غير خاضع للضريبة؛
6. تعمل الشركة على تخطيط هيكلها المالي بما يتماشى وإمكانياتها خاصة من ناحية كيفية التمويل سواء كان بالأموال الخاصة أو بواسطة القروض، لذلك فإن الرفع المالي يمثل جانباً مهماً في الهيكل المالي للشركة؛
7. للرفع المالي وجهان هما الرفع المالي الإيجابي والرفع المالي السلبي، حيث أن:
  - ✓ الرفع المالي الإيجابي يتحقق إذا كان عائد السهم (ربحية السهم) الذي يتم تمويله بالقروض يفوق معدل تكلفة الدين؛
  - ✓ إذا كانت الديون تشكل الجزء الأكبر في الهيكل المالي هنا ترتفع درجة المخاطر وهذا ما ينجم عنه تكلفة دين أعلى من العائد المحقق، وهذا هو التأثير السلبي للرفع المالي.
8. يعتبر سوق دبي المالي من أحسن الأسواق المالية في الشرق الأوسط، نظراً للأداء الجيد المحقق؛

9. إن الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية يؤثر على كل من عائد السهم ومخاطره الكلية والنظامية، لعينة مكونة من 30 شركة مدرجة في سوق دبي المالي للفترة 2005-2015، حيث كانت النتائج كالتالي:

✓ وجود علاقة طردية قوية بين الرفع المالي والمخاطر الكلية، أي أن التغير في المخاطر الكلية يرجع أساسا إلى الرفع المالي؛

✓ نسبة الرفع المالي ذات دلالة معنوية حيث أن هناك علاقة طردية قوية بين الرفع المالي والمخاطر النظامية.

وعليه الرفع المالي يؤثر إيجابيا على مخاطر السهم؛

✓ الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية يؤثر على عائد السهم، وهي علاقة قوية وموجبة.

### الاقتراحات:

بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج، تتوجه هذه الدراسة في الختام إلى صياغة جملة من

المقترحات يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

1. على الشركات الاعتماد على الديون متوسطة وطويلة الأجل في تمويل مشاريعها، دون المبالغة في ذلك لتجنب المخاطر المالية؛
2. أن تراعي إدارة الشركات المدرجة في سوق دبي المالي لدى اتخاذ قراراتها التمويلية اختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس المال، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الحصول على الأموال من جهة والمخاطر الناجمة عنها من جهة أخرى؛
3. قيام الشركات باستخدام خيارات مختلفة للتمويل كالسندات، الأسهم الممتازة والقروض المصرفية طويلة الأجل، وذلك للاستفادة منها في تحسين العائد؛
4. ضرورة نشر معلومات إضافية مثل الانحراف المعياري ونسبة المديونية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دبي المالي بصفة دورية؛
5. تشجيع البنوك وشركات التأمين باستثمار فوائض أموالها في عمليات تمويل الشركات خاصة التمويل طويل الأجل، وهذا لتوسيع استثماراتها بالتالي تحقيق عوائد إضافية.

### آفاق الدراسة:

مما لا شك فيه أن هناك جوانب أخرى لم يتم الإحاطة بها في هذه الدراسة، وعليه فهي آفاق

لدراسات أخرى منها:

- دراسة أثر الرفع المالي والتشغيلي معا على عائد السهم والمخاطر الكلية والنظامية في أسواق عربية مماثلة ويكون الاختبار على مستوى القطاعات لمعرفة الأثر في كل قطاع؛
- دراسة العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم مقاسة بنسب أخرى للمديونية مثل درجة الرفع المالي، أو عائد السهم ممثل بالعائد على حقوق المساهمين،
- دراسة أثر الرفع المالي على العائد والمخاطرة باستخدام أساليب أخرى كالأسلوب المتعدد، بإدخال متغيرات أخرى تم استبعادها في هذه الدراسة مثل حجم الشركة ومعدل النمو.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع

I. باللغة العربية

أولاً: الكتب

1. أرشد التميمي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسير، عمان، 2005؛
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، مصر، 2010؛
3. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي والإدارة المالية، ج.1، دار وائل، الأردن، ط.2، 2011؛
4. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ج.1، ط.1، 2011؛
5. حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، الأردن، ط.1، 2002؛
6. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، ط.1، 2004؛
7. خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان، ط.1، 2000؛
8. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للطباعة، الأردن، ط.1، 1999؛
9. رسمية قرياص، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 1999؛
10. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، ط.1، 1999؛
11. ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شهاب الجامعية، مصر، 2003؛
12. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006؛
13. طارق عبد العال حماد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002؛
14. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001؛
15. عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد العامري، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، الأردن، ط.1، 2003؛
16. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007؛
17. عبد النافع عبد الله الزرري وتوفيق فرح غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2001؛

18. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2009؛
19. علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2008؛
20. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، المستقبل للنشر، الأردن، ط.3، 2010؛
21. فريد ويستون ويوجين برجهام، التمويل الإداري، ج.1، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيبة، دار المريخ، الرياض، 2000؛
22. فريد ويستون ويوجين برجهام، التمويل الإداري، ج.2، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيبة، دار المريخ، الرياض، 2003؛
23. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط.2، 2012؛
24. محمد إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2010؛
25. محمد السويلم، سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار، الشركة العربية للنشر، الأردن، 2000؛
26. محمد حسين ومحمد إبراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل، عمان، ط.1، بدون سنة؛
27. محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003؛
28. محمد صالح الحناوي ورسمية قرياص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة؛
29. محمد عبده ومحمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، ط.1، 1997؛
30. محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر، الأردن، 2007؛
31. محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000؛
32. محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2005؛
33. محمد منير شاكر وآخرون، التحليل المالي-مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، عمان، ط.1، 2005؛

34. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤشرات، أوراق، بورصات ، دار الشروق، مصر، 2005؛
35. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2009؛
36. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر ، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، ط.5، 2008؛
37. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994؛
38. منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين ، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994؛
39. مهدي زويلف وتحسين الطراونة، منهجية البحث العلمي، دار الفكر، الأردن، ط.1، 1998؛
40. نihal فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية ، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003؛
41. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط. 1، 2003؛

### ثانيا: الرسائل العلمية

1. عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010؛

### ثالثا: المقالات والملتقيات العلمية

1. أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد والخطر ، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 11، جامعة منتوري، قسنطينة، 1999؛
2. محمد براق والجودي الطاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 8، مركز البصيرة للبحوث والاستثمارات والخدمات التعليمية، دار الخلدونية، الجزائر ، 2006؛

### رابعاً: مواقع الأنترنت

1. عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص علوم مالية، كلية الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2004، ص.22، نقلا عن الموقع: [www.ccdz.cerist.dz/pnstARABE/detail.pdf](http://www.ccdz.cerist.dz/pnstARABE/detail.pdf).
2. مدحت إبراهيم الطراونة، أثر الرفع المالي في ربحية شركات المساهمة، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد 15، العدد 1، الأردن، 2010، نقلا عن الموقع: <http://www.iasj.net/func=fulltext53133.pdf>
3. منير الخالدي، معدل دوران الأسهم، جريدة الإتحاد، نقلا عن الموقع: <http://www.alittihad.ae/details.php?id=93097&y=2013>
4. الموقع الرسمي لسوق دبي المالي: <http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>
5. الموقع الرسمي للبورصات العالمية: <http://www.world-exchange.org/statistics>

### .II باللغة الفرنسية

#### أولاً: الكتب

1. Arif Yazid, **Les effets du financement de l'économie sur la gouvernance, la gestion et les rapports humains dans les PME française le cas de LBO**, France, 2013;
2. Brealey Richard , Myers Stewart, **Principals of corporate finance**, USA, 7ed, 2003;
3. Florence Delahaye et Jacqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications**, DUNOD, Paris, 2ed, 2009 ;
4. Gatemen Lawrence, **Principles of managerial finance**, USA, 9ed, 2000;
5. Mohamed Salah, **Les valeurs mobilières émises par les sociétés par action**, éd Edik, Alger, 2001 ;
6. Nathalie Morgues, **Critères de Choix et Rentabilité des Investissements**, Economica, Paris, 2010 ;
7. Noel Amec et Véronique Le Sourd, **Théorie du portefeuille et Analyse de sa Performance**, Economica, Paris, 2ed, 2003.



الملاحق

الملحق رقم (1): الشركات المدرجة في سوق دبي المالي

رقم السهم	الشركة المدرجة	رمز السهم
101	بنك الإمارات للاستثمار	EIBANK
102	أماك للتمويل	AMLAK
103	بنك دبي التجاري	CBD
104	بنك دبي الإسلامي	DIB
106	مصرف الإمارات الإسلامي	EIB
107	بيت التمويل الخليجي ش.م.ب	GFH
108	بنك المشرق	MASQ
111	الامارات دبي الوطني	ENBD
112	مصرف السلام -البحرين	SALAM_BAH
113	السلام سودان	ALSALAMSUDAN
114	مصرف عجمان	AJMANBANK
201	دبي للاستثمار	DIC
202	الخليجية للاستثمارات العامة	GGICO
204	الاستشارات المالية الدولية	IFA
206	شعاع كابيتال	SHUAA
208	سوق دبي المالي (ش.م.ع)	DFMPJSC
211	شركة المدينة للتمويل والاستثمار	ALMADINA
212	شركة الفردوس القابضة ش.م.ع	ALFIRDOUS
213	اكتتاب القابضة	EKTTITAB
216	مجموعة السلام القابضة	ALSALAMKW
301	شركة اللانيس للتأمين	ALLIANCE
302	دبي الإسلامية للتأمين	AMAN
303	أورينت للتأمين	ORIENT
304	العربية للتأمين (أريج)	ARIG
305	العربية الاسكندنافية للتأمين	ASCANA
306	شركة الصقر الوطنية للتأمين	ASNIC
307	دبي للتأمين	DIN
308	دبي الوطنية للتأمين	DNIR
309	الإسلامية العربية للتأمين	SALAMA
310	الوطنية للتأمينات العامة	NGI
311	عمان للتأمين	OIC
312	تكافل الإمارات	Takaful-Em
313	دار التكافل	DARTAKAFUL

401	أرابتك القابضة ش.م.ع.	ARTC
402	إعمار العقارية	EMAAR
404	شركة المزايا القابضة	MAZAYA
406	الاتحاد العقارية	UPP
409	شركة دبي للتطوير	DDC
410	ديار للتطوير	Deyaar
411	دريك اند سكل	DSI
412	مجموعة إعمار مولز ش.م.ع	EMAARMALLS
414	شركة داماك العقارية دبي	DAMAC
501	شركة أرامكس	ARMX
502	شركة أجيلتي	AGLTY
503	الخليج للملاحة القابضة	GULFNAV
504	العربية للطيران ش.م.ع.	AIRARABIA
505	شركة امانات القابضة ش.م.ع	AMANAT
602	شركة الإسمنت الوطنية	NCC
603	مجموعة الصناعات الوطنية القابضة	NIND
701	شركة الإمارات للمرطبات	ERC
702	شركة الأغذية المتحدة	UFC
703	شركة يونيكاي للأغذية	UNIKAI
704	دبي للمرطبات	DRC
705	شركة غلفا للمياه المعدنية والصناعات التحويلية	GULFA
706	شركة ماركة ش.م.ع.	MARKA
707	دبي باركس اند ريزورتس	DUBAIPARKS
801	الإمارات للاتصالات المتكاملة	DU
802	هيتس تيليكوم القابضة	HITSTELEC
901	الوطنية للتبريد (تبريد)	TABREED

الملحق رقم (2): نسبة الرفع المالي 2005-2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الشركات
0,9079	0,9244	0,8902	0,8406	0,7248	0,8191	0,7855	0,7375	0,4369	0,5446	0,6881	بنك الإمارات للاستثمار
0,8577	0,8335	0,8377	0,8269	0,7562	0,8473	0,7901	0,8684	0,8436	0,7963	0,6191	بنك دبي التجاري
0,8479	0,8570	0,8557	0,889	0,8203	0,8857	0,8341	0,8548	0,8735	0,7854	0,7944	بنك دبي الإسلامي
0,8394	0,8401	0,8313	0,8190	0,8384	0,8540	0,8359	0,8854	0,8803	0,8246	0,8247	بنك المشرق
0,8068	0,8318	0,7738	0,779	0,7652	0,7427	0,0060	0,6057	0,5493	0,1677	0,6284	مصرف السلام - البحرين
0,8478	0,8251	0,8200	0,6612	0,8846	0,6886	0,7653	0,8410	0,9213	0,5959	0,8212	مصرف الإمارات الإسلامي
0,2658	0,2744	0,2506	0,3127	0,3288	0,3498	0,1432	0,441	0,4807	0,3992	0,4374	دبي للاستثمار
0,7944	0,0773	0,7968	0,810	0,7723	0,6711	0,6078	0,6556	0,5944	0,5417	0,4619	الخليجية للاستثمارات العامة
0,3990	0,2856	0,2523	0,1959	0,2721	0,202	0,4041	0,4817	0,5354	0,3366	0,4097	شعاع كابيتال
0,0572	0,0634	0,0410	0,0302	0,0254	0,0455	0,0240	0,0446	0,0605	0,0769	0,6543	سوق دبي المالي
0,0533	0,0120	0,0067	0,0149	0,0041	0,2408	0,0012	0,0001	0,0473	0,0433	0,6242	شركة الفردوس القابضة
0,6531	0,6528	0,6630	0,6666	0,667	0,6769	0,7047	0,1860	0,1606	0,6718	0,3458	اللائيس للتأمين
0,8821	0,7862	0,7672	0,7172	0,7130	0,7125	0,7220	0,5509	0,2728	0,6521	0,5838	دبي الإسلامية للتأمين (أمان)
0,6763	0,6053	0,5032	0,4921	0,4985	0,2076	0,3531	0,5459	0,8031	0,5375	0,4377	شركة الصقر للتأمين
0,4884	0,4022	0,4481	0,4946	0,5061	0,4193	0,5297	0,2719	0,1243	0,1562	0,0728	دبي للتأمين
0,6111	0,4996	0,533	0,6011	0,6290	0,6511	0,6628	0,5987	0,4921	0,8129	0,4278	الوطنية للتأمينات العامة
0,6968	0,5285	0,5625	0,4831	0,4943	0,0231	0,4668	0,4995	0,7300	0,5646	0,3107	شركة المدينة للتمويل
0,752	0,5843	0,5496	0,6262	0,6171	0,6425	0,7005	0,7761	0,7131	0,6530	0,6962	أرابنك القابضة
0,8501	0,519	0,4650	0,463	0,4740	0,4992	0,5497	0,3975	0,3212	0,2673	0,2020	إعمار العقارية
0,3581	0,4118	0,4446	0,7181	0,9619	0,7342	0,6859	0,6888	0,5292	0,5747	0,4829	الإتحاد العقارية
0,3615	0,3173	0,2876	0,2464	0,2393	0,2103	0,2110	0,2215	0,2174	0,2280	0,1391	شركة أرامكس
0,3630	0,3726	0,365	0,3649	0,3577	0,3832	0,4658	0,5210	0,4891	0,4656	0,4666	أجيبتي للمخازن العمومية
0,5560	0,5885	0,5740	0,6026	0,6681	0,4379	0,1038	0,0829	0,1194	0,4939	0,5857	شركة المزايا القابضة
0,2032	0,1808	0,203	0,2454	0,1011	0,3186	0,4646	0,7742	0,5906	0,8604	0,6866	الإسمنت الوطنية
0,2184	0,1709	0,1944	0,2259	0,3698	0,4379	0,5430	0,5491	0,5666	0,4485	0,3851	شركة الأغذية المتحدة
0,2899	0,3105	0,3289	0,2981	0,2840	0,2854	0,2783	0,2368	0,3270	0,3556	0,2291	دبي للمطبات
0,3191	0,2411	0,2888	0,2956	0,3609	0,3964	0,4431	0,4816	0,5228	0,4148	0,6141	غلفا للمياه المعدنية
0,5595	0,5615	0,5585	0,4593	0,4841	1,3788	0,7071	0,6772	0,4236	0,4113	0,6292	الإمارات للاتصالات
0,5618	0,5195	0,4064	0,3235	0,2621	0,3454	0,0993	0,0815	0,0577	0,5266	0,5764	العربية للطيران
0,4867	0,4084	0,4479	0,4787	0,5523	0,8068	0,6451	0,6325	0,6947	0,6870	0,5666	الوطنية للتبريد المركزي
16,113	14,172	15,042	15,024	14,859	15,303	14,535	15,191	14,380	14,895	15,402	المجموع
0,5371	0,4724	0,5014	0,5008	0,4953	0,5101	0,4845	0,5063	0,4793	0,4965	0,5134	المتوسط

الملحق رقم (3): ربحية السهم 2005-2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الشركات
40,19	71,13	60,38	47,87	45,0	36,91	35,76	48,03	50,56	55,69	50,08	بنك الإمارات للاستثمار
2,38	2,92	2,5	2,42	2,42	3,42	1,46	1,55	1,67	1,63	1,6	بنك دبي التجاري
0,81	0,67	0,41	0,3	0,27	0,21	0,33	0,5	0,72	0,71	0,59	بنك دبي الإسلامي
13,53	14,2	10,68	7,76	5	5,05	6,21	6,77	9,98	12,32	15,04	بنك المشرق
0,06	0,08	0,08	0,07	0	0,2	0,95	0,95	0,95	1,3	1,03	مصرف السلام - البحرين
3,12	4,07	4,01	4,03	4,06	5,004	3,07	2,33	2,32	2,16	2,84	مصرف الإمارات الإسلامي
0,27	0,35	0,23	0,09	1,6	3,19	3,27	3,5	2,51	2,52	2,62	دبي للاستثمار
0,5	0,5	0,4	1,003	1,28	5,53	0,13	0,41	0,51	1,02	1,56	الخليجية للاستثمارات العامة
-0,18	0,02	0,003	-0,06	0	-0,3	0,32	0,32	0,46	0,69	1	شعاع كابيتال
0,03	0,09	0,04	0,4	0	2,99	0,64	0,08	0,18	3,56	4,32	سوق دبي المالي
-0,026	-0,003	0,001	0,004	0,61	1,51	0,98	1,02	1,56	2,84	3,06	شركة الفردوس القابضة
44	48,13	44,26	40,76	41,8	41,7	46,7	56,23	48,42	30,21	29,54	اللائس للتأمين
0,01	0,01	-0,23	0,04	0,	9,1	0,45	0,42	0,42	0,3	1,54	دبي الإسلامية للتأمين (أمان)
0,09	0,2	0,36	0,28	0,25	1,03	2,63	3,05	1,14	0,08	3,13	شركة الصقر للتأمين
0,33	0,28	0,3	0,31	0,19	0,2	6,13	6,63	4,34	5,85	1,52	دبي للتأمين
0,16	0,53	0,83	-0,13	-0,04	3,05	0,25	0,16	0,89	0,02	1,07	الوطنية للتأمينات العامة
0,05	0,05	0,01	0,09	0,17	2,01	2,11	4,23	1,98	2,12	3,42	شركة المدينة للتمويل
-0,51	0,05	0,16	0,35	0,29	6,23	0,41	0,8	0,45	0,42	0,32	أرابتك القابضة
0,57	0,48	0,42	0,05	-0,47	5,5	0,05	0,5	1,08	1,06	0,85	إعمار العقارية
0,12	0,24	0,47	0,17	0,14	2,55	-0,15	0,25	0,22	0,28	0,28	الإتحاد العقارية
5,21	5,22	5,19	5,45	6,35	7,14	4,13	3,12	2,1	1,095	1,055	شركة أرامكس
0,58	0,58	0,57	-0,09	-0,05	0,24	1,02	0,89	0,91	0,89	1,02	أجيلتي للمخازن العمومية
1,04	1,02	0,56	1,19	1,18	-0,01	1,38	2,54	0,56	1,17	1,38	شركة المزاي القابضة
0,26	0,31	0,28	0,62	0,84	7,18	2,21	-1,78	0,52	0,19	0,25	الإسمنت الوطنية
1,01	0,59	0,52	1,81	1,47	3,16	4,02	0,54	3,01	3,45	5,37	شركة الأغذية المتحدة
1,65	1,56	1,37	0,23	0,01	1,32	0,54	0,24	0,35	0,47	2,75	دبي للمطبات
0,04	0,26	0,19	0,17	0,13	0,1	0,1	0,09	0,08	0,01	-0,14	غلفا للمياه المعدنية
0,42	0,46	0,43	0,43	0,24	0,31	0,06	0,01	-0,22	-0,15	0,65	الإمارات للاتصالات
1,08	1,08	2,1	2,1	3	6,3	2,1	2,11	2,06	1,86	1,84	العربية للطيران
2,11	2,09	3,08	4,08	4,09	4,36	3,6	2,04	1,06	0,1	1,05	الوطنية للتبريد المركزي
104,2	141,5	121,92	102,19	90,4	169,18	125,68	134,53	130,79	127,8	176,4	المجموع
6,123	3,952	4,064	4,629	3,01	5,6394	4,1896	4,4843	4,3596	4,262	5,88	المتوسط

الملحق رقم(4): المخاطر النظامية 2005-2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الشركات
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	بنك الإمارات للاستثمار
0,12	0,18	0,29	0,18	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	بنك دبي التجاري
1,03	1	0,85	0,84	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	بنك دبي الإسلامي
0,25	0,25	0,12	0,07	0	0	0	0	0	0	0	بنك المشرق
1,02	0,89	0,58	0,41	0,84	0,84	0,84	0,84	1,44	1,77	1,77	مصرف السلام - البحرين
0,51	0,5	0,4	0,58	1,02	1,02	0,55	0,16	0	0	0	مصرف الإمارات الإسلامي
1,37	1,38	1,1	1,06	1,44	1,44	1,39	1,44	1,44	1,44	1,44	دبي للاستثمار
1,24	1,18	0,66	0,6	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	الخليجية للاستثمارات العامة
1,07	0,06	0,78	0,96	1,46	1,46	1,45	1,46	1,46	1,46	1,46	شعاع كابيتال
1,48	1,48	1,68	1,7	1,94	1,94	1,9	1,94	0,53	0,83	0,83	سوق دبي المالي
0	0	-0,04	-0,03	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,2	0,2	شركة الفردوس القابضة
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	اللاينس للتأمين
0,79	0,88	0,96	1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	دبي الإسلامية للتأمين (أمان)
-0,04	0,01	0,1	0,04	0,5	0,5	0,07	0,07	1,5	0,07	0,07	شركة الصقر للتأمين
0,01	0,01	0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	0,07	-0,02	-0,02	دبي للتأمين
-0,03	-0,03	0,04	0,04	-0,01	-0,01	0	-0,01	-0,02	-0,01	-0,01	الوطنية للتأمينات العامة
1,71	1,03	1,03	1,03	0,71	0,71	0,93	0,93	-0,01	0,16	0,16	شركة المدينة للتمويل
1,55	1,5	1,61	1,69	1,86	1,86	1,86	1,86	0,93	1,86	1,86	أرابنك القابضة
1,15	1,13	1,43	1,6	2,03	2,03	2,04	2,03	1,86	2,03	2,03	إعمار العقارية
1,4	1,35	1,32	1,32	1,65	1,65	1,65	1,65	2,03	1,65	1,65	الإتحاد العقارية
0,43	0,4	0,65	0,69	1,19	1,19	1,2	1,19	1,65	1,19	1,19	شركة أرامكس
-0,03	-0,06	-0,03	0	0	0,2	0	0	0	0	0	أجيبنتي للمخازن العمومية
1,06	1,08	1,31	1,16	1,48	1,48	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	شركة المزاي القابضة
0,06	0,04	0,04	0,08	0,04	0,04	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	الإسمنت الوطنية
0	-0,01	0,07	0,07	0,02	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	شركة الأغذية المتحدة
0,01	0,02	0,14	0,11	0	0,3	0	0	0	0,02	0,02	دبي للمطبات
0,01	-0,02	0	-0,01	-0,08	-0,08	0	-0,08	0,53	0,53	0,53	غلفا للمياه المعدنية
0,51	0,59	0,74	0,75	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	الإمارات للاتصالات
0,69	0,66	0,63	0,61	0,12	0,96	1,06	1,07	1,07	0,01	0,01	العربية للطيران
1,01	1,16	1,56	1,43	1,65	1,65	1,36	1,65	1,65	1,65	1,65	الوطنية للتبريد المركزي
18,38	16,66	18,04	17,97	22,42	23,76	20,4	20,7	20,8	19,53	19,53	المجموع
0,778	0,593	0,679	0,681	0,658	0,754	0,68	0,725	0,567	0,683	0,832	المتوسط

الملحق رقم (5): مخرجات E-views-4 بين المتغيرين الرفع المالي والمخاطر الكلية

LS // Dependent Variable is Sigma				
Date: 26/05/16 Time: 16:43				
Sample: 2005 2015				
Included observations: 11				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.128264	0.055534	-2.309632	0.0463
DR	0.492351	0.111063	4.433070	0.016
R-squared	0.685887	Mean dependent var		0.117782
Adjusted R-squared	0.650986	S.D. dependent var		0.010575
S.E. of regression	0.006248	Akaike info criterion		-9.988157
Sum squared resid	0.000351	Schwarz criterion		- 9.915812
Log likelihood	41.32654	F-statistic		19.65211
Durbin-Watson stat	1.628689	Prob(F-statistic)		0.01640

الملحق رقم (6): مخرجات E-views-4 بين المتغيرين الرفع المالي والمخاطر النظامية

LS // Dependent Variable is Beta				
Date: 26/05/16 Time: 16:59				
Sample: 2005 2015				
Included observations: 11				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.134473	0.382340	-2.967187	0.0158
DR	3.658148	0.764643	4.784129	0.010
R-squared	0.717761	Mean dependent var		0.693636
Adjusted R-squared	0.686401	S.D. dependent var		0.076809
S.E. of regression	0.043013	Akaike info criterion		-6.129537
Sum squared resid	0.016651	Schwarz criterion		-6.057192
Log likelihood	20.10413	F-statistic		22.88789
Durbin-Watson stat	1.223439	Prob(F-statistic)		0.01996



الملحق رقم (7): مخرجات E-views-4 بين المتغيرين الرفع المالي وعوائد الأسهم

LS // Dependent Variable is EPS				
Date: 26/05/16 Time: 17:20				
Sample: 2005 2015				
Included observations: 11				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-14.44657	5.944600	-2.430200	0.0380
DR	38.11289	11.88863	3.205828	0.0107
R-squared	0.533130	Mean dependent var		4.599827
Adjusted R-squared	0.481256	S.D. dependent var		0.928532
S.E. of regression	0.668765	Akaike info criterion		-0.641679
Sum squared resid	4.025221	Schwarz criterion		-0.569334
Log likelihood	-10.07909	F-statistic		10.27733
Durbin-Watson stat	2.608748	Prob(F-statistic)		0.010730

## الملخص

تناولت هذه الدراسة في شقها النظري المفاهيم الأساسية لعوائد الأسهم والمخاطر المتعلقة بتحقيق هذا العائد، إضافة إلى الرفع المالي ومختلف النسب المحددة له ووزنه في الهيكل المالي للشركة وصولاً هيكل رأس المال الأمثل، وكذلك مدى تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها.

ولمعرفة مدى تأثير الرفع المالي مقاساً بنسبة المديونية على عوائد الأسهم ممثلة بربحية السهم من جهة، والمخاطر الكلية والنظامية من جهة أخرى، قمنا بالتطبيق على عينة مكونة من 30 شركة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي لمدة 11 سنة امتدت 2005-2015.

وباستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط توصلنا إلى وجود علاقة طردية قوية بين نسبة الرفع المالي وكل من المخاطر الكلية والمخاطر النظامية، كما أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن الرفع المالي مقاساً بنسبة المديونية له تأثير طردي قوي على عائد السهم، وعليه فإن التغيير في كل من المخاطر الكلية، المخاطر النظامية وعائد السهم يرجع أساساً للتغيير في الرفع المالي.

## الكلمات المفتاحية:

عوائد الأسهم، المخاطر الكلية، المخاطر النظامية، الرفع المالي، هيكل رأس المال الأمثل.

## Résumé :

Dans son côté théorique, cette étude a traité les principales définitions de la rentabilité des actions et les risques liés à l'aboutissement de cette rentabilité, également, l'augmentation financière et les ratios la déterminant, ainsi que son poids vis-à-vis la structure financière de l'entreprise, et ce, jusqu'à l'atteinte de la structure idéale du capital.

Or, pour savoir le degré d'affection de l'augmentation financière calculée par rapport au taux d'endettement sur les dividendes représenté par la rentabilité de l'action d'une part et les risques globaux et réguliers d'autre part, on a appliqué sur un échantillon de 30 entreprises incluses au marché financier de Dubaï, pour une période de 11 ans, soit de 2005 à 2015.

Par ailleurs, en utilisant le modèle simple de régression linéaire, on trouve une forte relation de corrélation directe entre le taux d'augmentation financière, les risques globaux et les risques réguliers. Aussi, des mêmes résultats il ressort que l'augmentation financière, calculée par rapport au taux d'endettement a un fort effet extrusif sur la rentabilité de l'action, de ce fait, tout changement en risques globaux, risque réguliers ou rentabilité de l'action, revient principalement sur le changement dans l'augmentation financière.

## Mots clés:

Rendement des actions, le risque global, le risque systémique, effet de levier, la structure du capital optimale.