

أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي خلال الفترة 2005-2019 : دراسة

قياسية باستعمال نموذج ARDL

**The effect of financial leverage on earnings per share of Almarai Company: An econometric study using the ARDL model over the period 2005-2019**

نعيمة برودي<sup>1</sup>، يوسف فيلالي<sup>2</sup>

Naima BAROUDI<sup>1</sup>, Youcef Filali<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، (الجزائر) مخبر البحث MIFMA، [naima.baroudi@mail.univ-tlemcen.dz](mailto:naima.baroudi@mail.univ-tlemcen.dz)

<sup>2</sup> جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، (الجزائر) مخبر البحث MIFMA، [youcef.filali@univ-tlemcen.dz](mailto:youcef.filali@univ-tlemcen.dz)

تاريخ الاستلام: 2020/03/11 تاريخ القبول: 2020/06/15 تاريخ النشر: 2020/06/30

© 2020 by the author(s). Published by CERIST, Algiers, Algeria. This article is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License.

### الملخص :

تهدف هذه الورقة البحثية إلى تبيان أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي خلال الفترة 2005 - 2019، حيث تم تطبيق دراسة قياسية بالاعتماد على اختبار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة لدراسة العلاقة في المدى الطويل والتكامل المشترك، وأهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة تتمثل في وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وربحية سهم المراعي في المدى الطويل، بينما تكون تلك العلاقة موجبة في المدى القصير، إضافة إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الديون وربحية سهم المراعي في المدى الطويل والقصير.

**الكلمات المفتاحية:** الرفع المالي، ربحية السهم، الديون الطويلة الأجل، حقوق الملكية، نموذج ARDL

**تصنيف JEL: D25, D53, G32, C39**

### Abstract :

The aim of this paper is to explore the effect of financial leverage on earnings per share of Saudi company Almarai over the period of 2005 to 2019, depending on co-integration test analysis for the long run relationship using the Autoregressive-Distributed Lag model. Throughout the study, the following main results were concluded, as an inverse relationship was found between the debt to equity ratio and Almarai's earnings per share in the long term, whereas it is positive in the short term. Moreover, The study found a positive relationship between the long-term debt to total debt ratio and Almarai's earnings per share in both short and long terms.

**Key words:** Leverage; Earnings per share; Long-term debt; Owners equity; ARDL model.

**JEL classification codes:**D25. D53. G32. C39.

المؤلف المرسل: نعيمة برودي، [baroudinaima@yahoo.fr](mailto:baroudinaima@yahoo.fr)

## 1. مقدمة:

تسعى الإدارة المالية إلى تعظيم أرباح الشركات من خلال الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة، حيث تقوم باتخاذ القرارات المالية الخاصة بتحديد مصادر الأموال المتاحة للشركة، من أجل استخدامها في الاستثمار المناسب بهدف تعظيم الثروة وزيادة قيمة الشركة، بالإضافة إلى الموازنة بين مصادر الأموال والربحية التي يمكن أن تحققها، وعليه يتطلب الأمر من المدير المالي أن يختار الهيكل المالي المناسب الذي تعتمد عليه الشركة في تمويل استثماراتها سواء عن طريق الاقتراض (التمويل الخارجي) أو عن طريق التمويل بمحقوق الملكية (التمويل الداخلي).

ويمثل التمويل بالدين أحد المصادر الأكثر استخداماً في تمويل أصول الشركات ومشاريعها ويعبر عنها بالرافعة المالية، وهي من بين أحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركة من أجل تحسين أرباحها وذلك من خلال اعتمادها على القروض في تمويل أصولها. ومما لاشك فيه أن للرفع المالي تأثير على ربحية السهم بحيث نجد أن الزيادة في الرافعة المالية تقابلها زيادة في درجة تذبذب في نسب أرباح الأسهم، فقد ترتفع ربحية السهم أو قد تنخفض وذلك راجع إلى الكيفية التي يمكن أن توظف بها المؤسسة الأموال التي اقترضتها وهل يتم توظيفها توظيفاً صحيحاً يؤدي إلى التأثير على الأرباح التي تحققها المؤسسة.

على ضوء ما سبق، تتبور إشكالية هذه الدراسة في السؤال التالي:

هل يوجد أثر للرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي؟

**فرضيات الدراسة:** يمكن صياغة فرضيتين أساسيتين لهذه الدراسة وذلك كما يلي:

- يؤثر الرفع المالي إيجاباً على ربحية السهم.
- يؤثر الرفع المالي سلباً على ربحية السهم.

**أهداف الدراسة:** يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في التعرف على أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي خلال الفترة 2005 إلى 2019، وكذا التعرف على السياسة التمويلية للشركة من خلال تبيان مدى اعتماد الشركة على التمويل بالاقتراض أو التمويل بالملكية.

**أهمية الدراسة:** تبحث هذه الدراسة في موضوع يتعلق بالمنافع والمزايا التي يمكن أن يوفرها الرفع المالي من تقليل تكلفة التمويل والاستفادة من المزايا الضريبية وغيرها ومن ثم أثره على ربحية سهم الشركات التي تلجأ إلى التمويل الخارجي.

**حدود الدراسة:** اقتصرت هذه الدراسة على شركة المراعي المدرجة في سوق الأسهم السعودي، حيث تم إجراء الدراسة خلال الفترة ما بين الربع الرابع من سنة 2005 إلى الربع الأول من سنة 2019 وذلك بهدف معرفة أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي.

**منهج البحث والأدوات المستخدمة:** تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، من خلال دراسة الإطار النظري للرفع المالي وعوائد الأسهم، كما تم استخدام المنهج القياسي باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL) لقياس أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي.

### الدراسات السابقة

توجد العديد من الدراسات التي تناولت موضوع أثر الرافعة المالية على ربحية الأسهم أو القيمة السوقية للشركة، إذ نجد دراسة (Pushpa, Shilpa, Garima, & Nishchaya, 2012) حيث حاول الباحثون معالجة مدى تأثير الرافعة المالية على عوائد المساهمين وحصصة السهم من الأرباح والقيمة السوقية، لـ 50 شركة صناعية هندية مدرجة في بورصة نيودلهي للفترة (2003-2008)، حيث توصل الباحثون إلى عدم وجود أثر للرفع المالي على حصصة السهم من الأرباح للشركات ذات الرفع المالي المرتفع، بالمقابل وجود أثر للرفع المالي المنخفض في شركات عينة الدراسة، وكذا وجود أثر للرفع المالي على العائد على الملكية للشركات ذات الرفع المالي المرتفع وللشركات ذات الرفع المالي المنخفض، وأيضاً لا يوجد أثر للرفع المالي على نسبة حصة الأرباح الموزعة للشركات ذات الرفع المالي المرتفع في حين يوجد أثر للرفع على الشركات ذات الرفع المالي المنخفض. كما حاول (Saini, 2012) معرفة أثر الرافعة المالية على عائد الأسهم وقيمة المؤسسة لـ 7 شركات اتصالات مدرجة في بورصة الهند خلال الفترة 2005-2011، وتوصل الباحث إلى وجود أثر إيجابي بين الرافعة المالية وعائد الأسهم وأثر سلبي بين الرافعة المالية وقيمة المؤسسة، كما نجد دراسة (Totala & Pachori, 2012) حيث هدفت الدراسة إلى البحث في تأثير الرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم، والقيمة السوقية للشركات العاملة في مجال السيارات، وكان مجتمع الدراسة يتكون من سبع شركات سيارات في الهند، حيث تم إجراء العديد من الاختبارات، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذي دلالة احصائية للرافعة المالية على عوائد حملة الأسهم والقيمة السوقية، وقد أرجع الأمر لكون احتمال وجود عوامل أخرى لها أثر في تحييد أثر الرافعة المالية. أما في دراسة

(Javed, 2012)، والتي أجراها على مجموعة من الشركات المدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة 2005-2010 محاولا دراسة أثر الرافعة المالية على سياسة توزيع الأرباح، فقد توصل إلى وجود علاقة بين الرفع المالي وسياسات التوزيع، حيث إن الشركات المدرجة تعاني من ارتفاع نسبة الديون، مما أدى إلى تقليل أرباح السهم الواحد، كما صاحب ذلك انخفاض كبير في توزيع الأرباح، حتى إن بعض الشركات لم تقم بتوزيع الأرباح. كما اختبر (النجار، 2013) أثر الرفع المالي على الأداء المالي لـ 20 شركة مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة 2004-2011، وتوصل إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية (العائد على: الأصول، حقوق الملكية، المبيعات، ومعدل نمو المبيعات)، وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة، إلى جانب وجود آثار سلبية للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة، مع بقاء أثر ممتد لعدد من السنوات. كما درس كل من (Shibu, Agalaga, & Acheampong, 2014) أثر الرافعة المالية وحجم السوق على عوائد الأسهم، حيث طبقت الدراسة على 5 أسهم مختارة من قطاع الصناعة لشركات مدرجة في بورصة غانا خلال الفترة 2006-2010، وكان من أهم النتائج المتوصل إليها وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم عند استخدام البيانات الصناعية، وأيضاً وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم السوق وعوائد الاسهم ولكن كان تأثيرها قليلاً جداً. كما توصل (الوادية، 2016) إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين أسعار الأسهم ونسبة الرافعة المالية في قطاعات البنوك والصناعة والاستثمار والخدمات، ففي دراسته حاول تبيان العلاقة بين أسعار الأسهم ونسبة الرافعة المالية المستخدمة في الشركات، حيث تم دراسة وتحليل العوامل المؤثرة على حركة تلك الأسعار والوقوف على اتجاهاتها وأنماط التغيير فيها على 24 شركة من الشركات العاملة في بورصة فلسطين من 2009 إلى 2014. وفي دراسة (كنعان وسعود، 2018) تبين أن للرافعة المالية أثر ذو دلالة معنوية على الربحية في عدد من الشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2016. كما حاول (العلي، 2018) معالجة تأثير الرفع المالي على الربحية والسيولة على عينة تضمن 4 شركات ما بين خدمية وصناعية مدرجة في بورصة دمشق خلال الفترة 2012-2016 ومن أهم النتائج المتوصل إليها وجود علاقة ذات

دلالة معنوية بين الرفع المالي والربحية، حيث يؤثر الرفع المالي طردا على ربحية الشركات محل الدراسة، كما أن هناك علاقة عكسية بحيث يؤثر الرفع مالي سلبا على السيولة.

## 2. الاطار النظري

### 1.2 ماهية الهيكل التمويلي:

يعبر الهيكل التمويلي عن جميع أنواع مصادر التمويل التي يتم استخدامها في تمويل أصول الشركة، سواء كانت حقوق ملكية أو قروض طويلة الأجل، فاختيار هيكل رأس المال يعد قرارا مهما لما له من أثر على عائد المساهمين وكذا على المخاطرة، وعليه فقد تتأثر القيمة السوقية للأسهم بنوعية هيكل رأس المال، لذلك يجب على الشركة أن تحسن تكوين رأسمالها الذي يوجه لتمويل أصولها واستثماراتها (Pandey, 2010, p. 116).

وتسعى الشركات والمؤسسات إلى تحقيق مزيج تمويلي مثالي من خلال توليفة من مصادر التمويل التي تؤدي إلى التقليل من تكلفة التمويل وبالمقابل تؤدي إلى الرفع من القيمة السوقية للسهم، فالهيكل التمويلي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يعظم ثروة الملاك وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين من خلال تعظيم ربحية السهم (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 341).  
وتنقسم مصادر الهيكل التمويلي ما بين الأدوات التي تعتمد على الملكية وأدوات تعتمد على القروض، إذ نجد من بين المصادر التي تعتمد على الملكية ما يلي:

- **الأسهم العادية:** تعد من الأصول الطويلة الأجل التي ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، يعرف السهم العادي بأنه " أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله -بذمة الجهة المصدرة له- في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة " (التميمي و سلام، 2004، صفحة 30).
- **الأسهم الممتازة:** تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث أنها تأخذ أرباح محددة بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية للسهم، أما باعتبارها تشبه السهم العادي وهو كون أن أجل السهم الممتاز يرتبط بوجود واستمرار الشركة أي ليس له تاريخ استحقاق (إلا إذا نص على غير ذلك) (Timothy & Todd, p. 248)، كما أنها تعطي الحق لحاملها في الأرباح التي تحققها الشركة، كما لا يحق لحاملها المطالبة بالأرباح إذا قررت الإدارة عدم توزيعها.

- **الأرباح المحتجزة:** هي الجزء الغير موزع من الأرباح، فإذا حققت الشركة أرباحا واتخذت قرارا بعدم توزيعها على المساهمين فهذه الأرباح تعد أرباحا محتجزة (الحناوي ومصطفى، 2005، صفحة 45)، وتعد من بين أهم مصادر التمويل الذاتي التي تستعملها الشركات من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية الطويلة الأجل، كما تعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للشركة، بحيث تؤدي إلى الرفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى الرفع من القدرة الاقتراضية للشركة (أندراوس، 2008، صفحة 379).
- أما مصادر الأموال التي تعتمد على القروض فتتمثل في جملة من الأدوات منها:
- **القروض الطويلة الأجل:** هي قروض تحصل عليها المؤسسة من البنوك، وقد يصل تاريخ الاستحقاق إلى ثلاثين عاما، ومن أهم الخصائص المميزة للقروض أنه يتم الاتفاق على شروط يتفاوض عليها بين المقرض والمقترض (هندي، 2003، صفحة 45).
- **السندات:** هي عبارة عن صكوك قابلة للتداول تمثل تعاقدا على الاقتراض والإقراض بين طرفين هما مصدر السند ومشتري السند، وبموجب شروط يتضمنها عقد القرض، حيث يلتزم المقترض بأن يدفع لحامل السند مبلغا معيننا بتاريخ الاستحقاق، وفائدة دورية في مواعيد محددة (لطفي، 2000، صفحة 127) وذلك بغض النظر عن مدى تحقيق الأرباح أو الخسائر. كما يعطي السند لحامله الحق الأولوية في استرداد دينه في حالة تعرض الشركة للإفلاس أو التصفية، وليس لأصحاب السندات الحق في الإدارة.
- **الاسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** وهي تشبه السندات، إذ تعطى قابلية الاستدعاء الحق للشركة المصدرة في إلزام المساهم برد الأسهم للشركة بسعر محدود على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة بأن يكون لها حق في إطفاء السهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضا من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين، وبالتالي ينخفض الرفع المالي للشركة على أساس إن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي (مطر، 2004، صفحة 216).

## 2.2 مفهوم الرفع المالي

يشير الرفع المالي إلى مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام الأموال المقترضة، وتزداد كلما زاد اعتماد المؤسسة على أموال الغير لأجل زيادة رأس مالها المستثمر من أجل تحقيق

دخل مرتفع لأصحاب المؤسسة أو مساهميها (الرغبي، 2000، صفحة 282). كما يقصد بالرفع المالي اعتماد المنشأة على الاقتراض من البنوك في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تتمثل التكاليف في الفوائد المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهما ممتازة فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن هذه الأسهم تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة (الآغا، 2005، صفحة 80).

وتقوم إدارة الشركات بقياس مجموعة من نسب الرفع المالي تظهر مدى اعتماد الشركات على مصادر خارجية في التمويل، ومن الأمثلة على نسب الرفع المالي نجد:

- **نسبة القروض إلى إجمالي الأصول:** تقيس هذه النسبة درجة مساهمة الدائنين في مجموع أصول الشركة، وكلما انخفضت تلك النسبة زادت قدرة الشركة على سداد الديون، وكلما زادت قلت قدرة الشركة على السداد وزادت الرافعة المالية، وهو ما يعني أن الشركة تعتمد على أموال الغير في التمويل بشكل أكبر، وهو ما يشكل خطرا ونقطة ضعف للشركة في جانب التمويل (العداسي، 2011، الصفحات 140-141). ويفضل الملاك في بعض الحالات نسبة عالية من الديون لتعظيم ربحية استثماراتهم.

- **نسبة الاقتراض إلى حقوق المساهمين:** تقيس مدى مساهمة الدائنين في أصول الشركة مقارنة بمساهمة الملاك، فكلما انخفضت هذه النسبة كلما ارتفع نصيب التمويل طويل الأجل الذي يقدمه الملاك وكلما زادت قدرة الشركة على الدفع، وبالتالي كلما زادت هذه النسبة زادت الرافعة المالية للشركة وتقل قدرتها على الدفع (حماد، 2005، صفحة 151). ومن الأفضل أن تكون هذه النسبة المنخفضة، حتى يكون وضع الشركة إيجابيا، وألا تتجاوز هذه النسبة الواحد الصحيح (علوان، 2009، صفحة 249).

هذا ويحقق الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلي من كلفة الاقتراض جملة من المميزات منها تحسین العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين كلفة الاقتراض ومردود الاستثمار، المحافظة على السيطرة في المؤسسة، وأيضا الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتنزيل من الضريبة، وفي مقابل تلك الميزات هذه هناك سلبيات للرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أقل من كلفة الاقتراض منها: انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من كلفة اقتراض، واحتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة (عقل، 2006، الصفحات 400-401).

### 3.2 الهيكل التمويلي والرافعة المالية

يمكن للمؤسسات الحصول على التمويل من مصادر خارجية عن طريق اصدار الأسهم أو السندات، أو الحصول على القروض، ولكل مصدر تكلفة تتحملها المؤسسة، فإصدار الأسهم يترتب عنه دفع أرباح لحملةها، وإصدار السندات والحصول على القروض يتوجب عنها دفع فوائد دورية للمقرضين، وهنا يجب على الشركة أن تختار بين البدائل المتاحة ما يمكنها من تطبيق الرافعة المالية، والتي تعني تحسين الربحية اعتمادا على الاقتراض بكلفة منخفضة نسبيا، وتشغيل الأموال المقترضة في استثمارات تحقق عائد أفضل من كلفة الاقتراض.

وتوجد العديد من النظريات التي توضح اختيار مصادر التمويل للشركة كنتيجة للمبادلة بين تكاليف التمويل المقترض وعائد هذا التمويل، أو نتيجة لاختيار تمويل الملكية، فالنظرية التقليدية ترى أنه يوجد هيكل مالي أمثل نظرا لأن تكلفة الأموال الخاصة تكون أعلى من تكلفة الأموال المقترضة، حيث أن مخاطر التمويل الذاتي تكون أكبر من المخاطر الناتجة عن الاستدانة، كما أن تكلفة الاقتراض تعد من النفقات المالية التي تخفض من الوعاء الضريبي، بينما العوائد المتأتية من التمويل الذاتي لا تتميز بتلك الخاصة، لكونها تأتي بعد حساب النتيجة وبالتالي فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال، وعليه يمكن استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للشركة، كما ترى هذه النظرية أن تكلفة أموال الملكية تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في الشركة. وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف لاحقا بمفهوم الرفع المالي (عليوي، 2019، الصفحات 21-22). تلا ذلك تقديم Miller et Modigliani 1958 (نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل) اقتراحين شكلا فيما بعد الأساس لكل الدراسات المتعلقة بطرق التمويل، حيث قامت هذه النظرية على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال، فحسب ميلر ومودلياني فإن قيمة الشركة لا تتأثر بكيفية تمويل الشركة ولا يهم إذا كان رأس المال العامل قد ارتفع عن طريق الحصول على قروض أو عن إصدار سندات. فحسبهما وجود هيكل تمويلي أمثل، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة الشركة مستقلتان عن هيكلها المالي، ففي ظل وجود سوق مالي كفؤ، وغياب الضرائب فإن يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل. وتميز هذه النظرية بين وجود حالتين هما: حالة وجود الضرائب وفيها يعترف كل من ميلر ومودلياني بأن قيمة الشركة التي

يتكون هيكلها المالي من ديون وأموال خاصة تفوق قيمة الشركات المماثلة لها والتي يتكون هيكلها المالي فقط من الأموال الخاص، أما الحالة الثانية وهي حالة عدم وجود الضرائب (اقترح ملير ومدجلياني 1963) وفيها لا يؤثر الهيكل المالي للشركة على قيمتها، كما أن تكلفة رأس المال تبقى ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المال (عليوي، 2019، الصفحات 22-23). وبعدها جاءت نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل التي قدمها Mayers في سنة 1984 والتي ترى أن التمويل بالدين يأتي في المرحلة الثانية بعد التمويل بالاحتياطات وبالأرباح المحتجزة. وحسب النظريتين السابقتين توجد علاقة ايجابية بين الرفع المالي من جهة والقيمة السوقية للشركة، وبالتالي فإن الاقتراض هو أفضل طرق التمويل. كما أن العديد من الدراسات التي قدمت لاحقا توصلت إلى نتيجة مهمة هي أن التوصل إلى هيكل رأس مال مثالي للشركة يقوم على أساس الموازنة بين المنافع والتكاليف عند اتخاذ القرار المتعلق باستخدام الرفع المالي في التمويل (النجار، 2013، صفحة 288).

#### 4.2 عوائد الأسهم وعلاقتها بالرفع المالي

يهتم مستعملي القوائم المالية بربحية الأسهم وذلك لاعتقادهم أنها تحتوي على معلومات مفيدة من شأنها أن تساعد في تقييم ربحية الشركة، والتنبؤ بتوزيعات الأرباح في المستقبل، لذلك فإن قياس عائد السهم العادي مهم لأنه لا يؤثر فقط على الدخل الذي يحققه السهم العادي، وإنما على قيمته في السوق (خلف، 2006، الصفحات 312-313).

ويعتبر تحليل ربحية السهم EPS والأرباح قبل الفائدة والضرائب واحدا من أهم العوامل في تكوين الهيكل المالي المناسب للشركة، ويتم ذلك من خلال دراسة التقلبات المحتملة في الأرباح قبل الفوائد والضرائب وتحليل تأثيرها على ربحية السهم، فإذا كانت احتمالات الحصول على معدل العائد على أصول الشركة أكبر من تكلفة الاستدانة، فيمكن للشركة أن تستخدم الاقتراض بهدف زيادة ربحية السهم العادي، والعكس إذا كانت احتمالات الحصول على معدل عائد على أصول الشركة أقل من تكلفة الاقتراض، فهنا يجب على الشركة أن تتوقف عن استخدام القروض في تمويل مشاريعها، نظرا لأن ربح السهم العادي سيتجه نحو الانخفاض مع ارتفاع درجة الرفع المالي (عبد العزيز، 2005، صفحة 287).

وهناك عدة مؤشرات يتم استخدامها لقياس عائد السهم العادي منها (مطر، 2004، الصفحات 263-266):

- **ربحية السهم العادي (EPS) Earning Per Share** : يستخدم هذا المؤشر لتقييم ربحية السهم العادي، ويتم احتسابه وفق طبيعة هيكل رأس المال المستثمر في الشركة، فإذا كان بسيطاً (خال من الأدوات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية) يتم احتسابه بالمعادلة التالية:
- $$\text{عائد السهم العادي EPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات السهم}}{\text{المتوسط الموزون (المرجح) لعدد الأسهم}}$$

أما إذا كان هيكل رأس المال مركباً باحتواء عدد من الأدوات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، فحينئذ يتم احتساب ما يعرف بعائد السهم المنخفض DEPS ويمكن حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{DEPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل + توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل + صافي فائدة السندات القابلة للتحويل بعد خصم الضريبة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية + الأسهم المحتمل تحويلها من الأدوات القابلة للتحويل}}$$

- **حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) Dividends Per Share**: يستخدم في تحديد حصة السهم من توزيعات الأرباح، بمعنى الأرباح المستلمة فعلاً من السهم الواحد، ويحسب هذا المؤشر كالتالي:
- $$\text{DPS} = \frac{\text{التوزيعات المعلن عنها + توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة في سجلات الشركة بتاريخ الميزانية}}$$

### 3. دراسة قياسية لأثر الرفع المالي على ربحية سهم المراعي

بدأت شركة المراعي نشاطها في سنة 1976، وفي بداية التسعينات دخلت المراعي مرحلة جديدة لإعادة تنظيم وتخطيط استثماراتها، وقد شهد عام 2005 تحول شركة المراعي من شركة خاصة إلى شركة مساهمة في سوق الأسهم السعودي للأوراق المالية.

ومن أجل دراسة أثر الرفع المالي على ربحية سهم المراعي فقد تم اختيار المتغيرات التالية: EPS، ربحية السهم العادي (متغير تابع)، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في كل من DP والتي تمثل نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، LDP والتي تمثل نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون، ومن أجل تبيان ذلك الأثر فقد الاستعانة ببيانات فصلية من الربع

الرابع لسنة 2005 إلى الربع الأول من سنة 2019 اعتمادا على الموقع الرسمي لشركة المراعي (https://www.almarai.com، 2020).

ويمكن وضع النموذج القياسي الذي يحدد العلاقة بين المتغيرات، وذلك كما يلي:

$$EPS = \beta_0 + \beta_1 LDP_t + \beta_2 DP_t + \mu_i$$

#### 1.4 اختبارات الاستقرار

قبل تقدير النموذج نقوم باختبار إستقرارية السلاسل الزمنية وهذا للتأكد من أن جميع المتغيرات مستقرة من الدرجة صفر  $I(0)$  أو الدرجة الأولى  $I(1)$  وأنه لا توجد سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة الثانية. وهذا من أجل التأكد من شرط تطبيق نموذج ARDL.

كمرحلة أولى نقوم باختبار استقرار السلاسل الزمنية وهو شرط من شروط التكامل المشترك، وتعد اختبارات جذور الوحدة أهم طريقة في تحديد مدى إستقرارية السلاسل الزمنية، ومعرفة الخصائص الإحصائية ومعرفة خصائص السلاسل الزمنية محل الدراسة من حيث تكاملها، رغم تعدد اختبارات جذور الوحدة إلا أننا سوف نستخدم اختبارين وهما اختبار PHILLIP – PERRON وكذا اختبار Dickey – Fuller Augmented والجدول التالي يوضح الاختبارين:

الجدول 1: اختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية عند المستوى

المتغيرات	اختبار Dickey and Fuller		اختبار Phillip-Perron	
	ثابت	ثابت و اتجاه العام	ثابت	ثابت واتجاه العام
LnEPS	3.098135 (0.0327)**	-5.487202 (0.0002)***	-2.945712 ) 0.0469**	-5.752870 (0.0001)***
Lndp	-7.768631 (0.0000)***	-7.691987 (0.0000)***	-7.961998 (0.0000)***	-7.874754 (0.0000)***
Lnlndp	-6.299631 (0.0000)***	-6.536633 (0.0000)***	-6.305877 (0.0000)***	-6.505159 (0.0000)***

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews 10

من خلال جدول 1 أن اختبار ADF أشار إلى إستقرارية جميع المتغيرات عند المستوى (Level) وهذا بوجود ثابت واتجاه عام، وعليه يمكن القول أن جميع المتغيرات محل الدراسة متكاملة من  $I(0)$ . أما اختبار PP فقد أشار إلى إستقرارية جميع المتغيرات عند المستوى

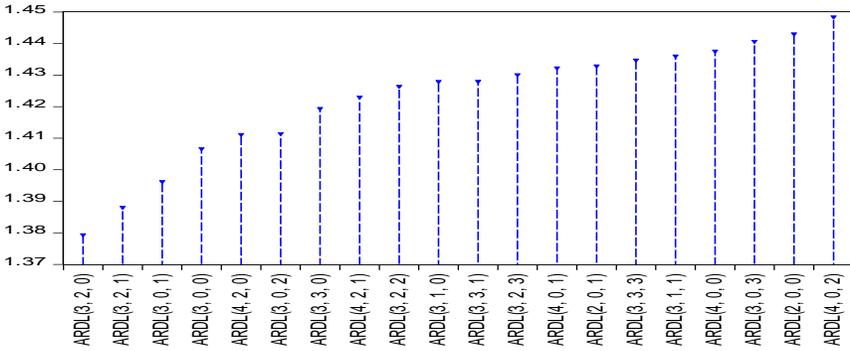
(Level) وهذا بوجود ثابت واتجاه عام، ومن ثم يمكن القول أن جميع المتغيرات محل الدراسة متكاملة من  $I(0)$ .

وعليه يمكن استعمال نموذج *ARDL* لأنه يعتبر أنسب نموذج للتعامل مع حجم العينة، فهو يأخذ عدد كافي من فترات التخلف الزمني للحصول على أفضل مجموعة من بيانات نموذج الإطار العام، كما أنه يعطي أفضل النتائج للمعاملات في الأمد الطويل، وأن اختبارات التشخيص يمكن الاعتماد عليها بشكل كبير، كما يمكننا من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل، حيث نستطيع من خلاله تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المدى الطويل والقصير في نفس المعادلة، بالإضافة إلى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع. وأيضا في هذه المنهجية يمكن تقدير معاملات المتغيرات المستقلة في المدى الطويل والقصير، وتعد أكثر تناسقا.

#### 2.4 اختيار فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات لتقدير نموذج *ARDL*

اختيار فترة الإبطاء المثلي حسب المعيار (*AIC*) يكون حسب الشكل التالي :

الشكل 1 : نتائج اختيار فترات الإبطاء المثلي حسب المعيار (*AIC*)  
Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews 10

من خلال الشكل رقم 1 يتضح أن أفضل نموذج حسب المعيار (*AIC*) هو  $ARDL(3,2,0)$ .

#### 3.4 منهجية الحدود لاختبار التكامل المشترك (Bounds test):

يبين الجدول رقم 2 نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية اختبار الحدود (Bounds test)، وتشير النتائج إلى أن القيمة المحسوبة لـ *F-statistic* أكبر من القيم

المرحلة للحد الأعلى عند معظم المستويات المعنوية (10% و 5%) ما عدا 1%، ومنه نرفض فرضية العدم "عدم وجود تكامل المشترك" ونقبل فرضية البديلة "هناك العلاقة توازنية الطويلة مدى" بين المتغيرات الدراسية.

الجدول 2: اختبار منهج الحدود لوجود علاقة طويلة الأمد

F-statistic (المحسوبة)		
4.140999		
الحد الأعلى I(1)	الحد الأدنى I(0)	القيم الحرجة
3.35	2.63	10% عند مستوى المعنوية
3.87	3.1	5% عند مستوى المعنوية
5	4.13	1% عند مستوى المعنوية عند

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews 10

#### 4.4 تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة لمتباطئة ARDL

يتم تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة لمتباطئة ARDL حيث تظهر النتائج في الجدول التالي:

#### الجدول 3: نتائج اختبار نموذج ARDL

Dependent Variable: LNEPS  
Method: ARDL  
Date: 03/02/20 Time: 19:49  
Sample (adjusted): 2006Q3 2019Q1  
Included observations: 51 after adjustments  
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)  
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)  
Dynamic regressors (4 lags, automatic): LNLDP LNLDP  
Fixed regressors: C  
Number of models evaluated: 100  
Selected Model: ARDL(3, 2, 0)  
Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LNEPS(-1)	0.263689	0.132932	1.983636	0.0537
LNEPS(-2)	0.160173	0.137273	1.166820	0.2497
LNEPS(-3)	0.373981	0.125181	2.987520	0.0046
LNLDP	-0.233882	0.133876	-1.747001	0.0878
LNLDP(-1)	-0.103370	0.103927	-0.994636	0.3255
LNLDP(-2)	-0.250026	0.100337	-2.491868	0.0166
LNLDP	0.011648	0.116157	0.100274	0.9206
C	-0.2004421	0.308671	-0.662264	0.5113
R-squared	0.652894	Mean dependent var	2.109233	
Adjusted R-squared	0.596388	S.D. dependent var	0.712284	
S.E. of regression	0.452517	Akaike info criterion	1.395119	
Sum squared resid	8.805194	Schwarz criterion	1.698150	
Log likelihood	-27.57553	Hannan-Quinn criter.	1.510916	
F-statistic	11.55448	Durbin-Watson stat	1.782193	
Prob(F-statistic)	0.000000			

\*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews 10

نلاحظ من خلال الجدول 3 أن القدرة التفسيرية معامل التحديد ( $R^2$ ) لهذا النموذج بلغت 65.28% أي أن المتغيرات المستقلة تفسر 65,28% للمتغير التابع والباقي النسبة يرجع إلى عوامل خارج نموذج أو المتغيرات غير مدرجة في نموذج.

#### 5.4 الكشف عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي التقدير

قبل إجراء تقدير العلاقة في الأجل الطويل والقصير، يجب إجراء اختبار الكشف عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي التقدير (Serial Correlation LM Test) وفي حال وجود ارتباط ذاتي بين البواقي لا يمكن القبول لنموذج المدرس والمقترح لدراسة العلاقة بين متغيرات البحث، كذلك يبين كل من اختبار الارتباط الذاتي واختبار عدم ثبات تباين واختبار التوزيع الطبيعي للبواقي نجاعة النموذج.

الجدول 4 : اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي

Breush-Godfrey serial correlation LM Test			
F-statistic	0.829941	Prob. F(2,41)	0.4433
Obs*R-squared	1.984393	Prob. Chi-Square(2)	0.3708

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج Eviews 10

نلاحظ من الجدول 4 أن قيمة p-value لإحصائية فيشر (fisher) تساوي 0.4433 وهي أكبر من 5%، أي أنه يمكن قبول فرضية عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي "وبالتالي رفض الفرضية البديلة" وجود ارتباط ذاتي بين البواقي".

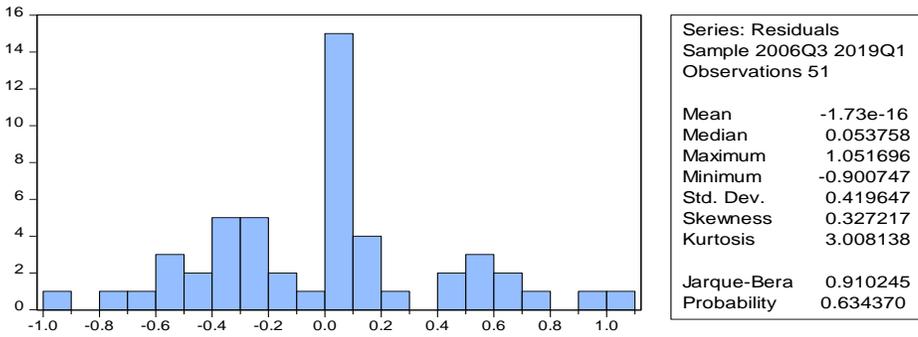
الجدول 5 : اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test ARCH			
F-statistic	1.928521	Prob. F(1,48)	0.1713
Obs*R-squared	1.931282	Prob. Chi-Square(1)	0.1646

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج Eviews 10

نلاحظ من الجدول 5 أن قيمة p-value لإحصائية فيشر (fisher) تساوي 0.1713 وهي أكبر من 0.05، أي أنه يتم قبول فرضية عدم ثبات التباين "وبالتالي رفض الفرضية البديلة".

الشكل 2: اختبار التوزيع الطبيعي بين البواقي



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج Eviews 10

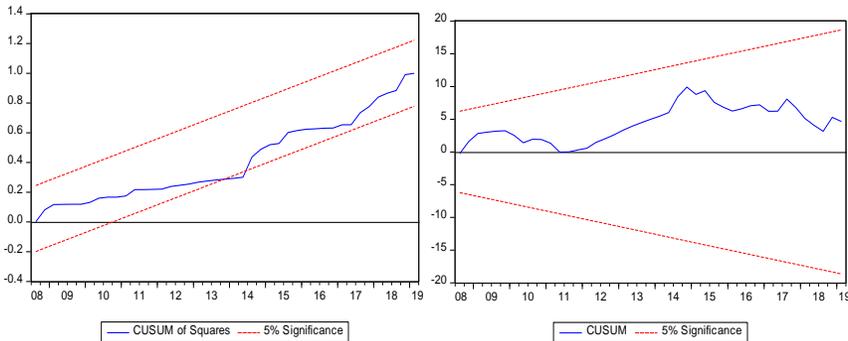
نلاحظ من خلال الشكل 2 أن القيمة الاحتمالية jarque-bera هي 0.6343

هي أكبر من 0.05، وبالتالي بواقي التقدير الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي.

#### 6.4 اختبار استقرار النموذج:

للتأكد من خلو بيانات الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك مثل: المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM) وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM of Squares). وعليه يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة، إذا وقع الشكل البياني لاختبارات كل من CUSUM و CUSUM of Squares داخل الحدود المرحجة عند مستوى 5%.

الشكل 3: اختبار استقرار النموذج



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج Eviews 10

نلاحظ من الشكل 3 أن اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة CUSUM لنسبة لهذا النموذج، وكذا اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة CUSUM of Squares، أن هناك استقرار في النموذج بين نتائج الأجل الطويل ونتائج الفترة القصيرة المدى. **6.4 نتائج تقدير العلاقة في المدى الطويل والقصير بين نسب الرفع المالي وربحية سهم المراعي**

بعد التأكد من سلامة النموذج من مشاكل هيكلية خاصة بالارتباط التسلسلي والاستقرار سنقوم بإجراء اختبار لأجل الطويل والقصير.

**الجدول 6:** نتائج تقدير العلاقة في المدى الطويل

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
LNDP	-2.905059	1.671454	-1.738043	0.0894
LNLDP	0.057617	0.566120	0.101775	0.9194
<b>C</b>	-1.011202	1.874771	-0.539374	0.5924

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج Eviews 10

**الجدول 7:** نتائج تقدير العلاقة في المدى القصير

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
$D(LNEPS_{(-1)})$	-0.534154	0.138577	-3.854575	0.0004
$D(LNEPS_{(-2)})$	-0.373981	0.125181	-2.987520	0.0046
$D(LNDP)$	-0.233882	0.133876	-1.747001	0.0878
$D(LNDP_{(-1)})$	0.250026	0.100337	2.491868	0.0166
$D(LNLDP)$	0.011648	0.116157	0.100274	0.9206
$CointEq(-1)$	-0.202157	0.099086	-2.040224	0.0475

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج Eviews 10

#### 4. تحليل النتائج

اعتماداً على الجدولين رقم 6 و7 تم التوصل إلى النتائج التالية:

— وجود علاقة عكسية ومعنوية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وربحية السهم عند مستوى معنوية 10% في مدى الطويل، بحيث أن ارتفاع نسبة إجمالي الديون إلى حقوق

الملكية بـ 1% ستنخفض ربحية السهم بـ 2.9050% ، بينما لا توجد علاقة معنوية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و ربحية السهم في مدى قصير، بينما تتحول هذه العلاقة ايجابية ومعنوية في السنة التالية، بحيث أن ارتفاع نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بـ 1% سيؤدي إلى ارتفاع ربحية السهم بـ 0.25% لأن ارتفاع نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية سيؤدي إلى زيادة نسبة الرافعة المالية لشركة المراعي، وهذا لأن نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية توضح مدى الاعتماد على الخصوم كمصدر من مصادر التمويل مقارنة بمصادر التمويل الداخلية (حقوق المساهمين) وكذلك تبين درجة المخاطرة المالية التي تواجه الشركة ويعد مؤشرا جيدا لأن تكلفة الدين أقل من تكلفة التمويل عن طريق الأسهم أو حقوق الملكية هذا ما أدى إلى ارتفاع ربحية السهم في السنة الموالية.

— وجود علاقة موجبة وغير معنوية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون و ربحية السهم في مدى الطويل والقصير، بحيث أن ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون بـ 1% سيؤدي إلى ارتفاع ربحية السهم بـ 0.057% في المدى الطويل، بينما ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون بـ 1% سيؤدي إلى الرفع من ربحية السهم بـ 0.011% في المدى القصير هذا لأن اعتماد الشركة المراعي السعودية على القروض تعني انخفاض تكلفة الأموال بسبب الانخفاض النسبي لتكلفة هذا النوع من مصادر التمويل.

— كما يلاحظ أن معلمة حد تصحيح الخطأ  $CoinEp(-1)$  سالبة -0.202 ومعنوية عند مستوى معنوية 5% ، وهذا يعني أن سلوك المتغير التابع والمتمثل في ربحية السهم يستغرق فترة أقل من سنة حتى يصل إلى التوازن في المدى الطويل، وهو ما يدعم وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين المتغيرات حيث تعكس هذه المعلمة سرعة تكيف النموذج على الانتقال من اختلالات الأجل القصير إلى التوازن طويل المدى، كما تشير قيمة معامل حد تصحيح الخطأ  $(-0.202)$  إلى أنه عند انحراف ربحية السهم خلال الفترة قصيرة الأجل  $(t-1)$  عن قيمته التوازنية في الأجل البعيد فإنه يتم تصحيح ما يعادل 20.2% من ذلك الانحراف خلال الفترة  $t$ .

## 5. الخاتمة.

أصبح هدف تعظيم ثروة المالكين أو ما يعرف بتعظيم القيمة السوقية للمنشأة هو الهدف الذي يجب أن تسعى إلى تحقيقه جميع الشركات المساهمة والهادفة للربح، وذلك من

خلال اتخاذ القرارات المالية المختلفة والتي تصب بالنهاية لصالح أداء المنشأة وبالتالي تؤدي إلى ارتفاع سعر سهم الشركة بالسوق المالي، حيث ركزت هذه الدراسة على تبيان أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي، ومن خلال الدراسة القياسية تم التوصل إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و ربحية سهم المراعي في المدى الطويل، بينما تكون تلك العلاقة موجبة في المدى القصير؛
- وجود علاقة موجبة بين نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الديون و ربحية سهم المراعي في المدى الطويل والقصير.

وبالتالي فإن شركة المراعي تقوم بالتوظيف الجيد للأموال التي تحصل عليها من القروض، حيث أن للشركة القدرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه دائئتها وكذا القدرة على تحقيق زيادة في الأرباح التي تحققها، حيث يلاحظ أن الزيادة في حجم الاقتراض يؤدي إلى الزيادة في حجم العوائد والأرباح وبالتالي الزيادة في ربحية سهم المراعي وهو ما يشجع المستثمرين على الاستثمار في هذه الشركة من خلال شراء أسهمها.

وعليه؛ يمكن لشركة المراعي الإبقاء على نفس سياسة الاقتراض نظرا لقدرتها على الاستغلال الأمثل لتلك الأموال والتي تؤدي إلى الرفع من ربحيتها، لكن يجب عدم الإفراط في سياسة الاقتراض فقد يؤدي ذلك إلى التأثير على ربحية السهم وبالتالي التأثير على القيمة السوقية لسهم المراعي في البورصة.

### قائمة المراجع.

- أحمد العلي (2018). اثر الرفع المالي على السيولة و الربحية دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة البعث. المجلد 40. العدد1.
- أحمد العداسي. (2011). التحليل المالي للقوائم المالية وفقا لمعايير المحاسبة الدولية. ط1. عمان: دار الاصدار العلمي.
- أرشد التميمي وأسامة سلام. (2004). الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة. ط1. الأردن: دار المسيرة.
- بسام محمد الآغا. (2005). أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين (رسالة ماجستير). غزة: الجامعة الإسلامية.

- جميل حسن النجار. (2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين \_ دراسة اختبارية. مجلة جامعة الأزهر بغزة، 15 (1)، الصفحات 281-318.
- حماد طارق عبد العال. (2005). دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- خلف محمد إدريس الوادية. (2016). العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم: دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (رسالة ماجستير). قسم المحاسبة والتمويل، غزة: الجامعة الإسلامية.
- عاطف أندراوس. (2008). التمويل والإدارة المالية للمؤسسات. الاسكندرية: الفكر الجامعي.
- عبد العزيز سمير محمد. (2005). الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية وقياس الربحية التجارية والقومية. الإسكندرية: مركز الإسكندرية للكتاب.
- عدنان النعيمي و أرشد التميمي. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. ط1. عمان: دار اليازوري.
- علي، كنعان و علي، ساعد. (2018). أثر الرافعة المالية على الربحية دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 40 (3)، 265-280.
- فليح حسن خلف. (2006). الأسواق المالية والتجارية. ط1. عمان: الكتاب الحديث، جدارا للكتاب العلمي.
- قاسم نايف علوان. (2009). إدارة الإستثمار - بين النظرية و التطبيق. ط1. عمان: دار الثقافة .
- لطفي أمين السيد أحمد. (2000). المحاسبة على الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية . مصر: دار النهضة العربية.
- محمد صالح الحناوي و نهال فريد، مصطفى. (2005). الادارة المالية. الاسكندرية : الدار الجامعية.
- محمد مطر. (2004). إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العلمية. ط4. الأردن: دار وائل.
- مفلح عقل. (2006). مقدمة في الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر. ط1. الاسكندرية: مكتبة المجتمع العربي.
- منير إبراهيم الهندي. (2003). أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. الاسكندرية: منشأة المعارف.
- نشأت حكمت عليوي. (2019). أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. رسالة ماجستير. كلية الأعمال. الأردن: جامعة الشرق الأوسط.
- هيثم محمد الزغبي. (2000). الإدارة والتحليل المالي. الأردن: دار الفكر للطباعة والنشر.
- Gerrard, W. J., & Godfrey, L. (1998). Diagnostic Checks for Single-Equation Error-Correction and Autoregressive Distributed Lag Models. (B. Publishing, Éd.) *The manchestre school of economic and social studies*, 66(2), pp. 222-237.

- Javed, M. (2012). Impact of financial Leverage on Divided policy- case of Karatchi stock exchange 30 index. *Journal of contemporary Issues in Business Research*, pakistan,1(1), pp28-32.
- Pandey, I. M. (2010). *financial Management* (éd. 10). new delhi, india: vikas publishing house PVT Ltd.
- Pushpa, N., Shilpa, S., Garima, M., & Nishchaya, V. (2012). Impact of financial leverage on the payoffs to stockholders and market value. *IUP Journal of Accounting research and Audit practices*, 11(1), 35-46.
- Saini, R. (2012). Impact of financial leverage on shareholders return and market capitalization, empiracal evidence of telecommunication sector companies. *International Journal of research in IT, Management and Engineering*, 2 (12).
- Shibu, A., Agalaga, E., & Acheampong, P. (2014). The effect of finncial leverage and market size on stock returns on the Ghana Stock exchange Evidence from selected stocks in the manufacturing sector. *intrnational Journal of Financial Research*, 5 (1),pp125-134.
- Timothy, R. M., & Todd, M. S. (2006). *Financial Analysis with Microsoft Excel* (4 ed.). New york:paperback edition.
- Totala, N., & Pachori, S. (2012). Influence of financial leverage on shareholders return and market capitalization: A study of autoùotive cluster companies of pithampur. *international conference on humanities, Singapore April 28-29, 2012*, pp23-26.
- www.almarai.com. (2020). Récupéré sur <https://www.almarai.com/corporate/investors/annual-report-financial-statement/>, consulté le 8/2/2020.