العلوم الاقتصادية
العدد السابع والثلاثون / المجلد العاشر / تشرين الثاني 2014

علاقة نسبة الرفع المالي و WACC في مؤشرات سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية في مجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

م.م. محمد جاسم محمد

جامعة البصرة - كلية الادارة والاقتصاد

المســـتخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى بيان علاقة نسبة الرفع المالي و WACC في مؤشرات سوق الأوراق المالية ولأجل تحقيق هذا الهدف فقد تم اعتماد أربع فرضيات رئيسيه بالإضافة إلى الفرضيات الفرعية بوصفها أجابه أولية تسعى الدراسة إلى التحقق من صحتهما يمكن أجمالها بالفرضية الآتية (لا توجد علاقة ارتباط و أثر بين نسبة الرفع المالي وWACC كمتغير مستقل مؤشرات أداء السوق المالية كمتغير تابع):-

وقد توصلت الدراسة إلى استنتاجات عده من أهمها. تعدد مقاييس بعض مكونات كلفة رأس المال الموزون ومنها كلفة حق الملكية العادية ، مما يؤدي إلى شيء من الاختلافات في النتائج عند استخدام أي منها. كما تضمنت الدراسة عدة توصيات أبرزها الاعتماد على WACC في اتخاذ الكثير من القرارات الاستثمارية ، بسبب التعرض لجملة من القرارات الخطأ في حالة الاعتماد كلفة مكون واحد من مكونات رأس المال في اتخاذ القرارات المالية الاستثمارية.

المصطلحات الرئيسية: الرافعة المالية ،**WACC**، سيولة سوق الأوراق المالية ،حجم سوق الأوراق المالية.

تاريخ قبول النشر 2014/10/14

المقـــــدمة

تضطلع الإدارة المالية بمجموعة من الوظائف ومنها وظيفة التمويل ووظيفة الاستثمار والتي ترتبط مع بعضهما البعض، فوظيفة الاستثمار لها محدد رئيسي وهو كلفة التمويل بأشكاله المختلفة ومدى الاعتماد على نسبة المديونية التي تحددها و رغبة الشركة في تحمل درجة المخاطر من جهة وربحية الشركة من جهة أخرى، وبالتالي هذه المتغيرات (الرفع المالي WACC) تنعكس على ربحية الشركة وربحية السهم والذي ينعكس على قيمة السهم وقيمة الشركة ، وإقبال المستثمرين على شراء وبيع هذا السهم (تداول السهم) ومن ثم زيادة سيولة السهم والتي تعد مؤشرات لأداء السوق المالي، ومن هذا المنطلق بحثت الدراسة علاقة كل من نسبة الرفع المالي وWACC في مؤشرات أداء السوق المالي وهما(سيولة سوق الأوراق المالية وحجم سوق الأوراق المالية).

المبحث الأول: منهجية البحث والدراسات السابقة:

أولا: البنية الإجرائية للدراسة

يوضح هذا المبحث الخطوات الأساسية للبنية الإجرائية للدراسة والدراسات السابقة وذلك على وفق الفقرات التالية:-

مشكلة الدراسة:Study Problem

الاعتماد على نسبة معينة من الدين داخل الهيكل التمويلي يؤدي إلى الوصول WACC الأمثل وهذا ما تسعى إلى تحقيقه معظم الشركات التي يؤثر على نشاط تداول أسهمها نتيجة ارتفاع نصيب السهم من الأرباح وبالتالي أداء سوق الأوراق المالية لذلك جاءت مشكلة للتعرف على **العلاقة بين كل من نسبة الرفع المالي وWACC وأداء سوق الأوراق المالية من خلال مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية وهي(سيولة سوق الأوراق المالية وحجم سوق الأوراق المالية).**

أهمية الدراسة : Study importance

تستمد الدراسة أهميتها من خلال تناولها متغيرات مهمة ترتبط بعلاقات وثيقة في ضوء إشارات الباحثين من خلال ما تم استعراضه في ميادان الرفع المالية ، WACC ،سيولة سوق الأوراق المالية وحجم سوق الأوراق المالية . وعليه يمكن أبداء أهمية الدراسة في الآتي :

1- تتجلى أهمية هذه الدراسة ميدانياً في زيادة إدراك المعنيين بكل من الشركات المدرجة في السوق والمتعاملين في السوق المالية بأهمية وعلاقة كل من نسبة الرفع المالية وWACC في أداء السوق المالية.

2- تعاملها مع ما هو مستحدث في مجال متغيرات الدراسة والمقاييس المعتمدة في قياس المتغيرات.

اهداف الدراسة: Study objectives

استرشاداً بالسؤال المطروح في مشكلة الدراسة وبمسوغات إجراء الدراسة الحالية يمكن إجمال أهداف الدراسة بالآتي:-

1- وصف متغيرات الدراسة الرئيسة ومتغيراتهما الفرعية عبر تتبع المسارات التنظيرية للأدبيات المتخصصة و تجذير المعرفة التي تحويها.

2- بناء نموذج فرضي يصف شكل العلاقة بين متغيرات الدراسة الرئيسة والفرعية والتحقق من المصداقية والجدوى العلمية والعملية للنموذج المطروح من أجل الوصول إلى وضع الاستنتاجات والتوصيات اللازمة.

3- توفير قاعدة معلوماتية للباحثين المهتمين بموضوعات الدراسة، وذوي العلاقة في كل من الشركات العاملة في العراق والمتعاملين في السوق والتي قد تسهم في تطوير رؤاهم المستقبلية .

فرضيات الدراسة : Study Hypotheses

من اجل تحقيق أهداف الدراسة و اختبار نموذجها الفرضي فقد تم وضع الفرضيات الرئيسية الاتية:-

1. **الفرضية الرئيسة الأولى** : لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(حجم سوق الأوراق المالية ، سيولة سوق الأوراق المالية) وتنبثق منها الفرضيات الفرعية الآتية .

أ- لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي و حجم سوق الأوراق المالية .

ب- لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي وسيولة سوق الأوراق المالية.

2ـ **الفرضية الرئيسة الثانية:** لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين WACC ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(حجم سوق الأوراق المالية ، سيولة سوق الأوراق المالية) وتنبثق منها الفرضيات الفرعية الآتية .

أ- لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين WACC و حجم سوق الأوراق المالية .

ب-لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين WACCوسيولة سوق الأوراق المالية.

3ـ **الفرضية الرئيسة الثالثة :** لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(حجم سوق الأوراق المالية ، سيولة سوق الأوراق المالية) وتنبثق منها الفرضيات الفرعية الآتية .

أ- لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي و حجم سوق الأوراق المالية .

ب-لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي وسيولة سوق الأوراق المالية.

4ـ **الفرضية الرئيسة الرابعة :** لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين WACC ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(حجم سوق الأوراق المالية ، سيولة سوق الأوراق المالية) وتنبثق منها الفرضيات الفرعية الآتية.

أ-لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين WACC و حجم سوق الأوراق المالية .

ب-لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين WACCوسيولة سوق الأوراق المالية.

منهج الدراسة:Methodology of the Study

عمدت الدراسة إلى استخدام المنهج التحليلي في اختبار فرضيات الدراسة بعد جمع البيانات ذات العلاقة بالعينة.

حدود الدراسة: Study boundaries

1ـ الحدود المكانية للدراسة : Spatial boundaries of Study

ألزمت متغيرات الدراسة أن تكون عينة الدراسة مختصة في الشركات التي يتم تداول أسهمها في سوق العراق للأوراق المالية لذلك كانت عينة الدراسة عشرة شركات من الشركات العراقية الخاصة في قطاعين وهما(قطاع التأمين وقطاع الاستثمار المالي) ويعود سبب اختيارها إلى الأسباب الآتية:-

أ- الانتظام في تداول أسهمها في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة.

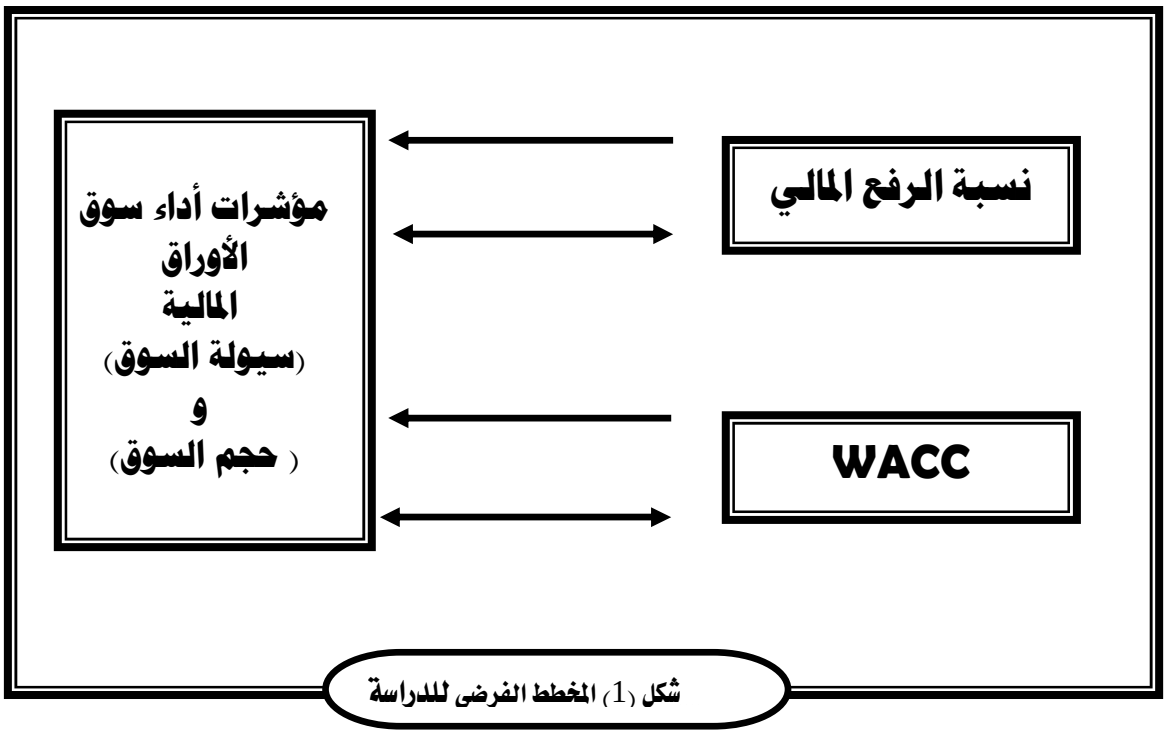
ب- لم تشهد أي حالات اندماج أو تصفية خلال مدة الدراسة.

2- **الحدود الزمنية للدراسة** :Period boundaries of Study

هي المدة التي قام فيها الباحث بتحليل بياناتها وهي عام2011و 2012 بالإضافة إلى المدة الذي قام الباحث فيها بأعداد هذه الدراسة وهي المدة من 2014/1/2 ولغاية 2014/8/1 .

متغيرات الدراسة و المخطط الفرضي:

يتكون مخطط الدراسة من متغيرين هما متغير مستقل يتكون من متغيرين فرعيين هما نسبة الرفع المالي الذي تتمتع فيه الشركة عينة الدراسة بالإضافة إلى المعدل الموزون لكلفة رأس المال(WACC)، أما المتغير التابع وهو مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية والذي يتضمن مؤشرين أساسيين ومهمين وهما (سيولة سوق الأوراق المالية وحجم سوق الأوراق المالية) والشكل الأتي يوضح ذلك.



شكل (1) المخطط الفرضي للدراسة

الدراسات السابقة:

بما أن ما يميز البحث العلمي هو أن يتيح المجال للتعرف على وجهات نظر الآخرين ،إذ تعد الجهود المعرفية السابقة من الأمور المهمة لأية دراسة جديد ، ومن خلالها يتم التعرف على ما انتهت علية تلك الجهود ، و معرفة ما توصلت إلية من استنتاجات وتوصيات وتحديد الفوائد منها لذا ستتضمن هذه الفقرة توضيح بعض الدراسات السابقة ومن ثم مناقشة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها وفق الأتي:-

1- **دراسة (2005 الأغا)** " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"

سعت هذه الدراسة إلى تقييم العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمارات،وهي دراسة تطبيقيه على عينة تكون من 15 شركة من الشركات العاملة في فلسطين والمتنوعة بين خدمية وصناعية للمدة من 1999 إلى2003 كما اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي في التحليل ، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات من أهمها عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار ، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل بالملكية وتكلفة هذه المصادر.

2- **دراسة (Titman & Weasels, 2008)**

The determinants of capital Structure choice

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار بعض النظريات المرتبطة بالهيكل التمويلي وتحديد معايير الرفع المالي والعوامل المؤثرة على الرفع المالي ، وذلك من خلال قياس تأثير الخصائص المرتبطة بالشركة ومحدداتها وتكاليف التمويل سواء بالديون أو حقوق الملكية، لعينة من الشركات الصناعية في الولايات المتحدة الأمريكية البالغ عددها 469 شركة ، كما استخدمت الدراسة أسلوب التحليل الوظيفي ، وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج من أهمها وجود علاقة عكسية بين درجة الرفع وربحية الشركة ووجود علاقة عكسية بين حجم الشركة وبين نسبة الديون قصيرة الأجل .

3- دراسة (Rafique,2011)

Effect of Profitability & Financial Leverage on Capital Structure

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير الرفع المالي والربحية على الهيكل المالي لعينة تتكون من 11 شركة في قطاع صناعات السيارات المدرجة في سوق باكستان ولمدة خمس سنوات ، وقد تم استخدام تحليل الانحدار وقد تم التحقق من علاقة النموذج اختبار معامل الارتباط ، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها أن الرافعة المالية والربحية لها تأثير ضئيل على هيكل رأس المال وبالتالي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والربحية على الهيكل المالي.

4- **دراسة (2012 المولى)** " مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي "

تهدف هذه الدراسة لقياس سيولة سوق الأوراق المالية من خلال مجموعة من المؤشرات وتم اختبار هذه العلاقة مع النمو الاقتصادي لمجموعة من الدول العربية للمدة 1994 إلى 2007 واعتمدت الدراسة الأسلوب الإحصائي من خلال اختبار نموذج الانحدار الخطي البسيط ، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها أن السيولة التي توفرها الأسواق المالية لا تمارس تأثيراً معنوياً في النمو الاقتصادي.

5- دراسة (Dadashial et al,2013)

Investigating the effect of growth and financial strength variables on the financial leverage

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو دراسة تأثير متغير النمو والقوة المالية على الرافعة المالية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران. والتي تتكون من 700 شركة من الشركات المدرجة في سوق طهران للمدة 2006-2010. وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها هناك علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين نمو الموجودات والرفع المالي. بالإضافة إلى وجود علاقة إيجابية وهامة بين المتغيرات من نمو الأرباح ونمو المبيعات والقوة المالية مع تدابير الرافعة المالي . مناقشة وموقع الدراسة الحالية من الدراسات السابق.

بعد تفحص وتحليل الدراسات المذكورة أنفاً والملخصة وفق الجدول (1) في مجال كل من الرفع المالي و WACCو مؤشرات أداء السوق المالي تمكن من تثبيت الآتية:-

1- امتازت الدراسات الحالية عن الدراسات السابقة بعرضها لعلاقة نسبة الرفع المالي و WACCعلى أداء السوق المالي من خلال مؤشراته سابقة الذكر كلاً بشكل منفصل.

2- تباين في عينة الدراسات بين مجموعة من الشركات في دول مختلفة في درجة تطور اقتصاديا من جهة ونوع النشاط الذي تزاوله. في حين دراستنا تناولت قطاعين خدميين

3- أن أوجه الاستفادة من الدراسات السابقة تتمثل في الاطلاع على المصادر المستخدمة في الجانب النظري والتعرف على أراء الكتاب والباحثين من جهة و أغناء الجانب النظري من جانب أخر، و التعرف على الوسائل الإحصائية المستخدمة فيها وتحديد أفضل الوسائل والأكثر ملائمة لاختبار فرضيات الدراسة الحالية بالإضافة إلى معرفة ما توصلت إليها الدراسات السابقة والتوصيات بشأن ذلك والانطلاق من حيث انتهت.

المبحث الثاني:الجانب النظري

أولاً: الرفع المالي

الرافعة المالية Leverage هي نسبة الدين للشركة أما الرافعة التشغيلية فهي نسبة التكاليف الثابتة للتكاليف الكلية وكلاهما يعدان في الوقت الحالي من أهم المعايير المالية نظراً لأزمة الديون والسيولة بالإضافة إلى الربحية التي تواجهها العديد من الشركات والتي يهتم بها كل من الماليين أو المستثمرين.

فالرفع بالمفهوم الفيزيائي هو تحريك أجسام ثقليه بمجهود اقل أو استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة.(Brigham&Ehrhardt,2008:P569) ويعود سبب استخدام هذا المصطلح إلى تشابه أثر الاقتراض وطريقة عمل الرافعة . كما يشمل مفهوم الرفع ثلاثة مجالات هي الرفع التشغيلي ، الرفع المالي، الرفع الكلي.

أ- الرافع التشغيلي : يشير الرفع التشغيلي إلى مدى استخدام التكاليف الثابتة في هيكل تكاليف الشركة ، فإذا كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى نسب التكاليف الكلية مرتفعة فهذا يعني أن الشركة تتمتع برافعة

تشغيلية عالية، و تفسر الرافعة التشغيلية العالية أن تغيراً صغيراً في المبيعات ينتج عنه تغير كبير في الأرباح التشغيلية (الأرباح قبل الفوائد والضرائب Earning Before Interest and Taxes ,EBIT).

(العامري،249:2001) كما يمكن حساب الرافعة التشغيلية من خلال قيمة التغير النسبي في الأرباح التشغيلية على التغير النسبي في كمية المبيعات.كما تجدر الأشاره أن نقطة التعادل للشركة ترتبط بعلاقة طردية مع درجة الرافعة التشغيلية ،وبعلاقة عكسية مع هامش الأمان إذ أن عند ارتفاع الرافعة التشغيلية يؤدي بالفعل إلى ارتفاع العائد والمخاطرة

الرفع المالي : يرى sheng &hia أن الرفع المالي هو نسبة ما موجود من ديون ضمن هيكل تمويل الشركة إلى أجمالي الأصول (sheng &hia,2010:p364) يطلق مصطلح الرفع المالي على أي اقتراض أو استخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخم في أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم لوصف نسبة الاستدانة إلى حقوق الملكية في الشركات. فكلما زادت نسبة المديونية إلى حقوق الملكية زاد تأثير الرفع المالي على أرباح الشركة. ويمكن أيضا زيادة نسبة الرفع المالي باستخدام أدوات مالية أخرى مثل الخيارات المالية Options والعقود الآجلة Futures (الحمدوني والصبحي،154:2012) كما عرف الرفع المالي على أنه نسبة استخدام الدين ذات التكلفة الثابتة. (Van Horn& Wachwicz,2005:231) يرى Fapozzi & Peterson أن استخدام الرفع المالي في الشركة هو استخدام للديون ضمن هيكل تمويل الشركة والذي يعود بالفائدة إلى المساهمين ،على الرغم من أنه يحتوي على شيء من المخاطرة لان الدين يترتب علية دفع فوائد ثابتة، فعند عدم تحقيق أو انخفاض في مستوى الأرباح تظهر هنا المخاطرة . (Fapozzi & Peterson,2003:p591) و حدد البعض نوعين من الكلف المالية الثابتة هي :-

1- الفوائد المدفوعة على المديونية.
2- مقسوم الأرباح للأسهم الممتازة والتي يتوجب على الشركة دفعها بغض النظر عن الأرباح المتحققة. إلا أن كل من Fapozzi & Peterson قدموا ثلاثة طرق يمكن للشركة أن تستخدم احدها في مواجهة الانخفاض في الربحية لدفع المخاطر، والعبء النهائي يقع على الشركة وهي:-

(Fapozzi & Peterson,2003:p591)

1- تقوم الشركة بتقليل نسبة الموجودات الثابتة من خلال استخدام رأس المال العامل .

2- من خلال تحمل المزيد من الديون.

3- عن طريق إصدار المزيد من الديون.

ولكن زيادة المديونية إلى مستوى معين وليس بشكل مستمر، وذلك حتى لا تؤدي هذه الزيادة إلى زيادة الكلفة الموزونة لرئس المال ومن ثم العودة إلى نفس نقطة البداية.

و يكون الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد على تكلفة الأموال المقترضة ، وإذا لم تستطيع الشركة فأنها ستتعرض لخطر وتحقق خسارة وهذا يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي في هيكل تمويل الشركة. ويقاس الرفع المالي أما من خلال نسب الرفع المالي بمجموعة من المقاييس ، ولكن الأكثر استخدام هي نسبة الرفع المالي و درجة الرافعة المالية.

1- نسب الرفع المالي: لأهمية الديون في حساب النسب المالية المتعلقة بالمخاطر والقدرة على السداد في الأجل الطويل فأن المحللين يستخدمون العديد من النسب للحكم على مديونية الشركة ومنها التالي:-

(الحمدوني والصبحي،154:2012)

1-1- نسبة الرفع المالي أي أجمالي الديون إلى أجمالي الموجودات . وهي النسبة التي تم اعتمادها في الجانب العملي للدراسة

1-2- نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات.

1-3- نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية.

1-4- نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية.

1-5- نسبة عدد مرات تغطية الفوائد.

ب-**درجة الرفع المالي:** الشركة التي تستخدم الرفع المالي هي تلك الشركة التي تستخدم الدين في هيكلها التمويلي (Ross,2010:p404) وتكون الشركة مرفوعة مالياً عندما يكون التغير في

EPS أكبر من EBIT . وتقاس درجة الرفع المالي من خلال قسمة التغير في EPSعلى التغير في EBIT. ويرى الباحث أن أثر الرفع المالي أكثر وضوحا في معدل العائد على حقوق الملكية (Return on Equity)، ويمكن حصر تأثيره إلى ثلاث حالات:

1- إذا حققت الشركة أرباحا وكان معدل العائد على الموجودات (Return on Assets) أعلى من سعر الفائدة الذي تدفعه الشركة على قروضها، يتضخم العائد على حقوق الملكية كلما زاد معدل الرفع في رأس مال الشركة.

2- إذا حققت الشركة أرباحا وكان معدل العائد على الأصول أقل من سعر الفائدة الذي تدفعه الشركة على قروضها، يتلاشى العائد على حقوق الملكية كلما زاد معدل الرفع في رأس مال الشركة.

3- إذا حققت الشركة خسائر، تتضخم خسائر العائد على حقوق الملكية كلما زاد معدل الرفع في رأسمال الشركة.

ت-الرفع الكلي : أو الذي يسمى الرفع المشترك في بعض الأحيان ، يشمل على كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي ويمكن التوصل إلى درجة الرفع الكلي من خلال ضرب درجة الرفع التشغيلي في درجة الرفع المالي. (الأغا ،82:2005)

ويرى الباحث أن الرفع الكلي أو الرفع المشترك هو أمكانية استخدام الكلف الثابت (الكلف التشغيلية و الكلف المالية) لتعظيم أثر التغيرات التي يمكم أن تحصل في المبيعات والإيرادات في حصة السهم الواحد من الربح EPS .

ثانياً: **كلفة رأس المال الموزون** WACC

كلفة رأس بصورة عامة ، هو العائد المطلوب من قبل مقدمي التمويل سواء كان تمويلاً عن طريق الأسهم أو تمويل عن طريق الدين والذي يجب أن يتجاوز ذالك العائد (أي عائد يمكن أن يحققه الممول فيما لو أستثمر المبلغ في مكان أخر وبنفس مستوى المخاطر)، وتقوم الشركات باختلاف أنواعها إلى مراعاة هذه التكلفة عند الشروع في استثمار معين وذلك من أجل اعتماد الطريقة الأنسب التي تتماشى مع وضع الشركة.(Lawrece,2000:p488)

كما أن تعدد مصادر تمويل الشركات يعد من القضايا المهمة، إلا أن هنالك مجموعة من المحددات التي تقف أمام الشركات في اختيار البديل الملائم ومن أهمها ربحية الشركة وملاءتها، ولكن على إدارة الشركة أن تتخذ قرار تمويل أنشطتها في ظل محدد رئيسي هو(Weighted cost of capital). أن معظم الشركات تستخدم أنواع مختلفة من مكونات رأس المال، وبسبب الاختلافات في المخاطر يكون لهذه الأوراق المالية المختلفة (أوراق الدين أو الملكية) معدلات عائد مختلفة ، يسمى معدل العائد المطلوب على كل مكون من مكون رأس المال بتكلفة المكون component cost ، ويجب أن تكون تكلفة رأس المال المستخدمة في تحليل قرارات موازنة رأس المال متوسطاً مرجحاً weighted average لتكاليف المكونات المختلفة ، ويسمى هذا المتوسط المرجح المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال weighted average cost of capital (WACC). (Brigham&Ehrhardt,2008:P341) وتعرف كلفة رأس المال الموزون على أنه المتوسط المرجح لتكاليف كل عنصر أو مكون من الدين ، الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.

ويرى gsheng &hia أن هيكل رأس المال يتأثر بمجموعة من العوامل البعض منها يمكن السيطرة عليها مثل(حجم الشركة ، الربحية والنمو) فالشركات ذات الحجم الكبير هي الشركات التي يمكن أن تتمتع بنسبة رفع مالي عالية إي ذات مديونية أكبر، أما الشركات ذات الربحية القليلة فهي الشركات ذات نسب الرفع الأكبر ألا أنها لا تتمتع بتدفق نقدي مستقر، كما أن الشركات ذات النمو الكبير والسريع هي التي تتمتع بنسبة رفع مالي عالي حتى وأن كانت ذات ربحية منخفضة . (sheng &hia,2010:p364) ويتفق الباحث على ما جاءه فيه كل من sheng &hia في ما يخص كل من حجم الشركة ونمو الشركة ولا يتفق في ما يخص ربحية الشركة وذلك من منطلق الوفرات الضريبة التي تحققها المديونية و أنعاكسها على صافي الربح بعد الفوائد والضرائب ومن ثم ربحية السهم الواحد .

كما يرى كل من Kim & Kim أن الشركات تقوم بحساب واستخدام WACC لعدة أسباب منها الأتي :- (Kim & Kim,2006:p476)

1- في حالة استخدام مكون أو عنصر واحد كمعيار لقبول المشاريع قد يتم قبول بعض المشاريع مع انخفاض معدل العائد الذي تدره ، وقد يتم رفض بعض المشاريع مع ارتفاع المعدل العائد الذي

تدره، ولن يتم قبول بعض المشاريع منخفضة العائد على الرغم أنه بالمكان تمويلها من مصادر أرخص لرأس المال مثل الدين ، وبعض المشاريع من شئنها أن ترفض لأنها تمول من مصادر مرتفعة الكلفة مثل الأسهم العادية .

2- أن على الشركات أن تقبل المشاريع التي تدر معدل عائد يفوق WACCوبالتالي قيمة الأسهم العادية في السوق سوف ترتفع ، وفي هذه الحالة الزيادة في القيمة السوقية لأسهم الشركة ، لان من المتوقع أن يحقق مكسب أكبر من المكسب الممول في حق الملكية . ومن ثم يؤدي ذلك إلى تعظيم قيمة الأسهم والذي يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة الذي يعد هدف إستراتيجي للإدارة المالية.

مكونات وكيفية حساب تكلفة مكونات رأس المال الموزون **WACC**

كما ذكر سابقاً فإن كلفة رأس المال تحسب من خلال حساب كلفة كل مكون من مكونات التمويل والتي تشكل هيكل رأس المال ، وأن تكلفة مكونات هيكل رأس المال يمكن حسابها بواسطة نماذج رياضية عدة للوصول إلى المعدل الموزون لتكلفة رأس المال Weighted Average Cost of Capital. أن اختلاف هذه النماذج خاصة نماذج كلفة التمويل الممتلك يؤدي إلى اختلافات هامة في المعدل الموزون لتكلفة رأس المال WACC. (Martins et al,2006:p135) لذلك يتوجب علينا التطرق لتكلفة كل مكون من مكونات رأس المال الموزون وبعد ذلك دمجها لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

1- تكلفة الدين Cost of Dept

تستخدم تكلفة الدين بعد الضرائب after-tax cost of debt ,rd (1-T) في حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، وهو معدل الفائدة على الدين مطروحاً منه وفورات الضرائب التي تنتج بسبب استقطاع الفائدة من الضرائب . (Brigham&Ehrhardt,2008:P343)

ويرى كل من Fapozzi & Peterson أن الدين أقل كلفة من مكونات التمويل الأخرى لأن أصحاب الدين يطلبون معدل عائد اقل من المساهمين فهو يعد أقل مخاطرة.

(Fapozzi & Peterson,2003:p591)

2- **تكلفة الأسهم المفضلة (الممتازة) Cost of Preferred Stock**

أن تكلفة هذا المكون هي عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل أصحاب الأسهم الممتازة ، وتعتبر الأسهم الممتازة أحد أشكال التمويل بالملكية وهو التزام طويل الأجل وذلك من خلال توزيع الشركة أرباح ثابتة. وتكون تكلفة المكون للأسهم المفضلة Cost of Preferred Stock component المستخدمة في حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال حصص الأرباح المفضلة مقسومة على صافي سعر الإصدار ، وهو السعر الذي تحصل علية الشركة بعد استقطاع تكاليف الإصدار. (khan & jain,2004:p128)

3- **تكلفة الأسهم العادية Cost of Common Stock**

بينما يكون الدين والأسهم المفضلة التزاما تعاقدية لها تكاليف تتحدد بسهولة ، إلا أن من أكثرها صعوبة هو تحديد Cost of Common Stock. وتقليدياً توجد ثلاثة طرق أو مداخل .

أ- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية The Capital Approach (CAPM)

يقوم هذا النموذج على وجود علاقة خطية بين عائد السهم (Stock Return) ومتوسط عائد المحفظة (Return on the Market Portfolio) ويقوم أيضاً على وجود علاقة بين العائد المطلوب (Required Return) على الاستثمار في سهم معين والمخاطرة (Risk) . ويعد ماركويتز (Markowitz 1959) أول من وضع الأسس العلمية الحديثة لإدارة المحافظ الاستثمارية ، الخاصة بتوضيح العلاقة بين العائد والمخاطرة، طور شارب (Sharpe 1964) الأسس الخاصة بتوضيح العلاقة بين العائد والخاطرة للوصل بالنهاية إلى النموذج المشهور والمسمى بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model)، وتسمى هذه العلاقة التي تظهر في معادلة خط سوق رأس المال (Security Market Line) علاقة العائد والمخاطرة ، حيث أضافه جيمس توبين (James C.Tobin) ، فيها افتراضات تختلف عن التي أستخدمها Markowitz أهمها إمكانية المستثمر الإقراض أو الاقتراض بمعدل عائد يساوي المعدل العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطر مثل اذونات الخزينة.

(عبيدات ،2008: 33)

ويتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق نموذج تسعير الأصل الرأسمالي (CAPM) وفق الصيغة التالية:

$R = R_F + B * (R_M - R_F)$

حث أن

R_F: معد العائد الخالي من المخاطر.

R_M: عائد محفظة السوق

Bi: معامل بيتا للسهم.

$(R_M - RF)$: علاوة مخاطر السوق المتوقعة (Ross et al,2003:p273)

بـ طريقة التدفق النقدي المخصوم Discounted cash Flow (DCF) Method

هذه الطريقة أو النموذج يفترض أن الأسواق متوازنة ، وبالتالي العائد المتوقع rs يساوي العائد المطلوب Rs لذلك يتوقع المستثمرون أن يحصلوا على عائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى المكاسب الرأسمالية والصيغة العامة لهذه الطرقة هي.**لنمو المتوقع في حصص الأرباح = rs**

Rs = D / Po +

تلتزم هذه الطريقة ثلاث مدخلات وهي السعر الحالي للسهم Po ، وحصص الأرباح الحالية D ، والنمو المتوقع في حصص الأرباح. ومن هذه المدخلات يكون معدل النمو الأكثر صعوبة في تقديره وتوجد ثلاث طرق هي الأكثر استخدام في تقدير معدل النمو وهي 1- معدلات النمو التاريخية 2- نموذج نمو الاستبقاء 3- تنبؤ المحللين. (Brigham&Ehrhardt,2008:P352)

تـ طريقة ناتج السند مع علاوة المخاطرة Bond-Yield-Plus-Risk-Premium Approach

يستخدم بعض المحللين أجراء خاص أكثر تحيز لتقدير تكلفة حقوق الملكية العادية وذلك من خلال إضافة علاوة مخاطرة بسيطة تتراوح بين (3% إلى 5%) إلى معدل الفائدة على الدين طويل الأجل أي تصبح كلفة حق الملكية ناتجة من كلفة الدين طويل الأجل مضافاً لها علاوة مخاطرة السند.

(Brigham&Ehrhardt,2008:P355)

كما يعد المعدل الموزون لكلفة رأس المال هو معدل الخصم الملائم لتقدير التكلفة الإجمالية لرأسمال الشركة . (Mclaney et al,2004:p125)

أما الصيغة النهائية لـ WACC بعد دمج مكونات تكلفة رأس المال فهي الأتي:

$$WACC = w_d r_d (1-t) + w_{ps} r_{ps} + w_{ce} r_s$$

حيث أن

$w_d r_d (1-T)$: كلفة الدين بعد الضرائب مضروب في نسبة الدين.

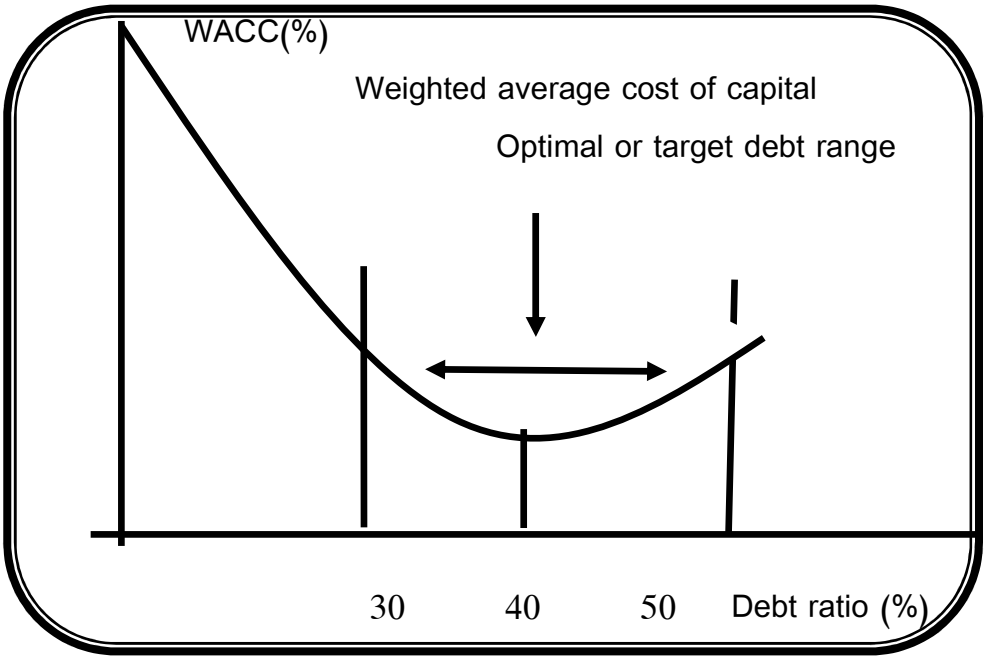
$w_{ps} r_{ps}$: كلفة الأسهم الممتازة مضروباً في نسبة الأسهم الممتازة .

$w_{ce} r_s$: كلفة الأسهم العادية مضروباً في نسبة الأسهم العادية.

يسمى الجمع بين الدين والأسهم الذي يعطي أقل تكلفة لرأس المال برأس المال الأمثل، كما أن مقدار رأس المال الذي سيتم الحصول عليها ثابتة، ولكن يتم تغيير نسبة الدين إلى أن يتم تحديد أو الحصول الهيكل الرأسمالي الأمثل. على سبيل المثال، هيكل رأس المال الشركات في نفس الصناعة على نطاق واسع يختلف من بلد إلى آخر بسبب اختلاف المتغيرات (Kim&Kim,2006:p480)

كما أن الشركات في البداية تعمل على تقليل تكلفة رأس المال مع الرافعة المالية ، ولكن مع الاستمرار في استخدام الدين تزداد تكلفة رأس المال ويعتمد معظم المهتمين بوجود منحنى التكلفة الرأسمالية ، والذي يتعلق بالديون إلى حق الملكية المختلف ، والشكل (2) يوضح أن هيكل رأس المال الأمثل هو الذي يتحقق عند نسبة دين 40% ، مع أن معظم الشركات تستخدم الدين بنسب من 30% إلى 50% وهذه المنطقة الموضحة بالشكل تسمى منطقة الثقة ، وعادتاً ما تسمى مجموعة الديون المثلى أو المستهدفة ، ويتم تحديد نسبة دين الشركة ضمن هذه المنطقة وفق مجموعة من المتغيرات مثل مدى توفر رأس المال ، توفر رأس المال الدولي للشركات متعددة الجنسية ، المخاطر المالية والحدود الدنيا من المخاطر المسموح بها ،وبشكل مختصر هيكل رأس المال الأمثل للشركة يعمل على (تقليل wacc وزيادة قيمة الشركة بعد أن يرتفع سعر السهم . (Kim&Kim,2006:p491)

شكل (2)
يوضح نسبة الدين وكلفة رأس المال الموزون



Source: Kim H.& Kim, H. Seung,***" Global Corporate Financial "*** Sixth edition, Black Well Publishing Ltd, UK, 2006:p482.

ثالثاً: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

لقياس أداء سوق الأوراق المالية هنالك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمه ومنها الأتي:-

1- حجم السوق:ويقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما.(عيدان،275:2012)

أ- مؤشر القيمة السوقية : أو (رسملة السوق) وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق المالية (مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروبة بمتوسط أسعارها في نهاية المدة) نسبة إلى أجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة. ويعد فريق من المحللين الاقتصاديين أن رسملة السوق يرتبط ارتباط وثيقاً بالقدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

ب–مؤشر عدد الشركات المدرجة: يدل هذا المؤشر على عمق السوق وتنوعه ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة ، إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالية بصورة عامة.

2– سيولة السوق: وهناك مجموعة من مقاييس سيولة السوق شائعة الاستخدام أهمها(المولى،120:2011)

نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي :ويقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم في سوق الأوراق المالية وبمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة ، ويعد مؤشراً جيداً لقياس مستوى نشاط السوق . كما يعد أيضاُ مؤشر اً جيدً لقياس سيولة سوق الأوراق المالية عند اخذ نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

أ– معدل الدوران : ويمثل قيمة الأسهم المتداولة خلال مدة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية لتلك المدة، كما يعد معدل الدوران من المؤشرات المهمة التي تقيس سيولة سوق الوراق المالية ويستخدم معدل الدوران العالي في معظم الأحيان بوصفه مؤشراً جيد على أن كلفة إتمام الصفقات أو المعاملات المالية منخفضة. ويعتبر معدل الدوران هو الأكثر ملائما كمقياس لسيولة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي.

3– المؤشر العام لأسعار الأسهم: وهو مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق ، ويتكون هذا المؤشر من معدل أسعار مجموعة من الأسهم تستخدم مقياساً للحركة العامة للسوق، ويحتل المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لكافة المتعاملين في السوق المالي ، لما لهذا المؤشر من تأثير في تحديد القرارات الاستثمارية للمستثمرين في السوق.(طالب واخرون ،204:2013)

المبحث الثالث : الجانب العملي:

أولاً : وصف متغيرات الدراسة

1– متغير الرفع المالي:

أ– **قطاع التأمين:** من خلال الجدول (2) نلاحظ أن متوسط نسبة الرفع المالي للقطاع بلغ 0.116 بانحراف معياري مقداره 0.089 أما أعلا متوسط نسبة رفع مالي فقد كان من حصة شركة الخليج

لتأمين البالغ 0.277 أما أقل متوسط فقد كان من حصة شركة دار السلام حيث بلغ 0.015.أما متوسط نسبة الرفع المالي للشركات المتبقية فهو موضح في الجدول(2).

ب- **قطاع الاستثمار المالي:** وفق الجدول (3) نلاحظ أن متوسط نسبة الرفع المالي للقطاع بلغ 0.972 بانحراف معياري مقداره 1.563 أما أعلا متوسط نسبة رفع مالي فقد كان من حصة شركة الخير للاستثمار المالي البالغ 4.041 أما أقل متوسط فقد كان من حصة شركة الوئام للاستثمار المالي حيث بلغ 0.002. وجاءت الشركات الأخرى بنسب متفاوتة حسب الجدول السابق.

جدول رقم (2)

متوسط الرفع المالي و WACC **لقطاع التأمين**

ت	اسم الشركة	نسبة الرفع المالي 2011	نسبة الرفع المالي 2012	المتوسط	WACC 2011	WACC 2012	المتوسط
1	الأهلية للتأمين	0.136099	0.073717	0.104908	0.434196	0.01871	0.226453
2	الأمين للتأمين	0.068386	0.046654	0.05752	0.230138	0.182512	0.206325
3	دار السلام للتأمين	0.026086	0.004499	0.015293	0.513104	0.168532	0.340818
4	الخليج للتأمين	0.090577	0.463064	0.276821	0.819779	0.369711	0.594745
5	الحمراء للتأمين	0.212713	0.033887	0.1233	0.381313	0.951004	0.666158
6	المتوسط			**0.116**			**0.407**

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج EXEL

2- متغير WACC:

أ- **قطاع التأمين:** يوضح الجدول (2) أن متوسط WACC للقطاع بلغت 0.407 بانحراف معياري مقداره 0.190 أما أعلا متوسط WACC فقد كان من حصة شركة الخليج لتأمين

البالغ 0.667 أما أقل متوسط فقد كان من حصة شركة الأمين للتأمين حيث بلغ 0.206. أما متوسط WACCللشركات المتبقية فهي موضحه في الجدول(2).

ب-**قطاع الاستثمار المالي:** يبين الجدول (3) أن متوسط WACC للقطاع بلغ 0.253 بانحراف معياري مقداره 0.230 أما أعلا متوسط WACC فقد كان من حصة شركة بين النهرين للاستثمار المالي البالغ 0.600 أما أقل متوسط فقد كان من حصة شركة الباتك للاستثمار المالي حيث بلغ 0.017. وجاءت الشركات الأخرى بنسب متفاوتة حسب الجدول المذكور سابقاً.

جدول رقم (3)

متوسط الرفع المالي و WACC **لقطاع الخدمات المالية**

ت	اسم الشركة	نسبة الرفع المالي 2011	نسبة الرفع المالي 2012	المتوسط	WACC 2011	WACC 2012	المتوسط
1	الباتك للاستثمارات المالية	0.008203	0.00803	0.008116	0.008976	0.026949	0.017962
2	الخير للاستثمار المالي	0.008921	8.073383	4.041152	-0.00494	0.89187	0.443466
3	بين النهرين للاستثمارات	0.608186	0.956894	0.78254	0.971374	0.230057	0.600716
4	الوئام للاستثمار المالي	0.001828	0.001856	0.001842	0.301218	0.018219	0.159718
5	الزوراء للاستثمار المالي	0.019776	0.029248	0.024512	0.074353	0.011456	0.042904
6	المتوسط			**0.972**			**0.253**

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج EXEL

3-متغير حجم سوق الأوراق:

أ- **قطاع التأمين:** الجدول (4) يوضح أن متوسط حجم السوق للقطاع بلغت 0.006 بانحراف معياري مقداره 0.023 أما أعلا متوسط سيولة فقد كان من حصة شركة دار السلام للتأمين البالغ 0.010 في حين أقل متوسط فقد كان من حصة شركة الخليج للتأمين حيث بلغ 0.004. أما متوسط السيولة للشركات المتبقية موضحه في الجدول(4).

ب-**قطاع الاستثمار المالي** : وفق الجدول (5) نلاحظ أن متوسط حجم للقطاع بلغ 0.004 بانحراف معياري مقداره 0.016 أما أعلا متوسط سيولة فكان من حصة شركة الوئام للاستثمار المالي البالغ 0.006 وأقل متوسط فقد كان من حصة كل من شركة بين النهرين للاستثمار المالي و شركة الباتك للاستثمار المالي حيث بلغ المتوسط 0.002. وجاءت الشركات الأخرى بنسب متفاوتة حسب الجدول(5).

جدول (4)

متوسط حجم السوق وسيولة السوق لقطاع التأمين

ت	اسم الشركة	حجم القطاع لعام 2011	حجم القطاع لعام 2012	المتوسط	سيولة القطاع لعام2011	سيولة القطاع لعام 2012	المتوسط
1	الأهلية للتأمين	0.00001154756	0.009278	0.004645	0.19759169618	0.00080632932	0.099199013
2	الأمين للتأمين	0.00003779460	0.008564	0.004301	0.16348107869	0.00019996792	0.081840523
3	دارالسلام للتأمين	0.00001053005	0.020726	0.010368	0.62481090008	0.00031665048	0.312563775
4	الخليج للتأمين	0.00001561761	0.007504	0.00376	1.28955582568	0.00017868852	0.644867257
5	الحمراء للتأمين	0.00000700426	0.013948	0.006977	0.02828037879	0.00000779562	0.014144087
6	المتوسط			0.006			0.231

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج EXEL

4-متغير سيولة سوق الأوراق:

أ- **قطاع التأمين:** يوضح الجدول (4) أن متوسط سيولة السوق للقطاع بلغت 0.231 بانحراف معياري مقداره 0.230 في حين كان أعلا متوسط سيولة من حصة شركة الخليج لتأمين حيث بلغ 0.644 في أما أقل متوسط فقد كان من حصة شركة الحمراء للتأمين حيث بلغ 0.014. أما متوسط السيولة للشركات المتبقية فهو موضحه في الجدول(4).

ب-**قطاع الاستثمار المالي:** وفق الجدول (5) نلاحظ أن متوسط سيولة القطاع بلغت 0.271 بانحراف معياري مقداره 0.097 أما أعلا متوسط سيولة فكان من حصة شركة الوئام للاستثمار المالي حيث بلغ 0.120 وأقل متوسط فقد كان من حصة شركة الباتك للاستثمار المالي الذي بلغ 0.008. وجاءت الشركات الأخرى بنسب متفاوتة حسب الجدول (5).

جدول (5)

متوسط حجم السوق وسيولة السوق لقطاع الخدمات المالية

ت	اسم الشركة	حجم القطاع لعام 2011	حجم القطاع لعام 2012	المتوسط	سيولة القطاع لعام2011	سيولة القطاع 2012	المتوسط
1	الباتك للاستثمارات المالية	0.00000153336	0.00367	0.001836	0.00139571222	0.00012592593	0.00076081907
2	الخير للاستثمارات المالية	0.00001041174	0.009135	0.004573	0.14381200536	0.00000417561	0.07190809049
3	بين النهرين للاستثمار المالي	0.00000189304	0.00367	0.001836	0.05476448953	0.00000255193	0.02738352073
4	الوئام للاستثمار المالي	0.00000544250	0.012806	0.006406	0.23856765875	0.00177625992	0.12017195933
5	الزوراء للاستثمار المالي	0.00000425935	0.00605	0.003027	0.10231761394	0.00012238373	0.05121999883
6	المتوسط			0.004			0.271

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج EXEL

ثانياً: تحليل علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

ومن اجل اختبار صحة الفرضية الرئيسة الأولى والفرضية الرئيسية الثانية والفرضيات الفرعية المنبثقة عنهما (علاقة الارتباط) ومعنوياتها فقد تم استخدام معامل الارتباط الخطي Person و اختبار t .وقد جاءت النتائج وفق الآتي:

1-اختبار الفرضية الرئيسة الأولى علاقة الارتباط

أ- قطاع التأمين :

من خلال الجدول (6) نلاحظ أن قيمة معامل الارتباط الخطي البسيط (0.649) بين نسبةالرفع المالي كمتغير مستقل ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية كمتغير تابع كما ألا أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (1.479) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.236) مما يدل على عدم معنوية العلاقة وهذا يدل على رفض فرضية الوجود (H1) وقبول فرضية العدم (H0) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة ارتباط عند مستوى معنوية (5%) بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية وهذا يعود إلى سبب أن المستثمرين داخل سوق الأوراق المالية لا يأخذون بنظر أهمية نسبة الرفع المالي في بناء قراراتهم في عمليات البيع والشراء مما انعكس على أداء السوق المالي.

جدول (6) نتائج علاقة الارتباط بين الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (قطاع التأمين)

التابع / المستقل	مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
نسبة الرفع المالي	**0.649**
قيمة (t) المحسوبة	**1.479**
قيمة (t) الجدولية	2.02
P-Value	**0.236**
القرار	قبول فرضية العدم

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

ت- قطاع الاستثمار المالي :

الجدول (7) يوضح قيمة معامل الارتباط ضعيفة جداً إذ بلغت (0.159) بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية كمتغير تابع ألا أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (0.028) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.965) مما يدل على رفض فرضية الوجود (H1) وقبول فرضية العدم (H0) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة ارتباط عند مستوى معنوية (5%) بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل ومؤشرات أداء السوق المالية وهذا يدل على أن الشركات داخل القطاع كلما كانت مرفوعة مالية لا ينعكس على الأداء الجيد لسوق الأوراق المالية وذلك بسبب تجاهل المستثمرين داخل السوق المالية على أهمية نسبة الرفع المالي للشركات المدرجة.

جدول (7)

نتائج علاقة الارتباط بين الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع الاستثمار المالي)

التابع / المستقل	مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
نسبة الرفع المالي	**0.159**
قيمة (t) المحسوبة	**0.028**
قيمة (t) الجدولية	2.02
P-Value	**0.965**
القرار	قبول فرضية العدم

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

2- الفرضيات الفرعية للفرضية الرئيسية الأولى :

أ-قطاع التأمين :

1-الجدول(8) يشير أن قيمة معامل الارتباط الخطي البسيط بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل و مؤشر السيولة كمتغير تابع بلغت(0.653) بينهما ألا أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (1.494) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.232) مما يدل على رفض فرضية الوجود (H**1**) وقبول فرضية العدم (H**0**) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة ارتباط عند مستوى معنوية (5%) معنوية بين نسبة الرفع المالي ومؤشر سيولة السوق الأوراق المالية والسبب في ذلك يعود إلى أن المستثمرين في السوق الأوراق المالية لا يعتمدون في قرارات البيع والشراء الذي يعكس سيولة القطاع أو الشركة ومن ثم سيولة السوق على تحليل نسبة الرفع المالي ودوره في ربحية السهم ومن ثم سعر السهم وسرعة تداوله وسيولته.

2-كما يشير الجدول(8) أن قيمة معامل الارتباط سالبة (0.583-) بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل و مؤشر حجم السوق كمتغير ألا أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (1.243-) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0302) مما يدل على رفض فرضية الوجود (H**1**) وقبول فرضية العدم (H**0**) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة ارتباط عند مستوى معنوية (5%) وهذا يدل على أن الشركات داخل القطاع كلما كانت مرفوعة مالية ليس بالضروري أن ينعكس على حجم السوق المالية لأن الاستثمار في السوق على لا يقوم على تحليل نسبة الرفع المالي ودوره في ربحية السهم ومن ثم سعر السهم والذي يعكس حجم السوق.

جدول (8)

نتائج علاقة الارتباط بين الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع التأمين)

التابع / المستقل	المؤشر الأول (سيولة سوق الأوراق المالية)
نسبة الرفع المالي	**0.653**
قيمة (t) المحسوبة	**1.494**
قيمة (t) الجدولية	**2.02**
P-Value	**0.232**
القرار	قبول فرضية العدم
التابع / المستقل	المؤشر الثاني (حجم سوق الأوراق المالية)
نسبة الرفع المالي	**-0.583**
قيمة (t) المحسوبة	**-1.243**
قيمة (t) الجدولية	**2.02**
P-Value	**0.302**
القرار	قبول فرضية العدم

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامجSPSS

أما نتائج تحليل قطاع الاستثمار المالي فقد كانت

1-الجدول (9) يوضح معامل الارتباط الخطي البسيط البالغ (**0.159**) بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل و مؤشر سيولة السوق كمتغير تابع ألا أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (**0.278**) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p-value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.799) مما يدل على

رفض فرضية الوجود (H1) وقبول فرضية العدم (H0) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة الارتباط عند مستوى معنوية (5%) بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل و مؤشر سيولة السوق كمتغير تابع والسبب في ذلك يعود إلى أن المستثمرين في السوق الأوراق المالية لا يعتمدون في قرارات البيع والشراء الذي يعكس سيولة القطاع أو الشركة ومن ثم سيولة السوق على تحليل نسبة الرفع المالي ودوره في ربحية السهم ومن ثم سعر السهم وسرعة تداوله وسيولته.

2-كما يشير الجدول(9) إلى قيمة معامل الارتباط الخطي البسيط البالغ (**0.345**) بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل ومؤشر حجم السوق كمتغير تابع إلا أن قيمة (t) المحسوبة بينهما والبالغة (**0.637**) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.570) مما يدل على رفض فرضية الوجود (H1) وقبول فرضية العدم (H0) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة ارتباط عند مستوى معنوية (5%) بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل ومؤشر حجم السوق كمتغير تابع وهذا يدل على أن الشركات داخل القطاع كلما كانت مرفوعة مالية ليس بالضروري أن ينعكس على حجم السوق المالية لأن الاستثمار في السوق على لا يقوم على تحليل الرفع المالي ودوره في ربحية السهم ومن ثم سعر السهم والذي يعكس حجم السوق .

جدول (9)

نتائج علاقة الارتباط بين الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع الاستثمار المالي)

التابع / المستقل	المؤشر الأول (سيولة سوق الأوراق المالية)
نسبة الرفع المالي	**0.159**
قيمة (t) المحسوبة	**0.278**
قيمة (t) الجدولية	**2.02**
P-Value	**0.799**
القرار	قبول فرضية العدم
التابع / المستقل	المؤشر الثاني (حجم سوق الأوراق المالية)
نسبة الرفع المالي	**0.345**
قيمة (t) المحسوبة	**0.637**
قيمة (t) الجدولية	**2.02**
P-Value	**0.570**
القرار	قبول فرضية العدم

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامجSPSS

3- اختبار الفرضية الرئيسة الثانية علاقة الارتباط :

أ- قطاع التأمين

من خلال الجدول(10) نلاحظ أن معامل الارتباط (0.324) بين WACC كمتغير مستقل ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية كمتغير تابع ألا أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (0.593) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.595) مما يدل على

رفض فرضية الوجود (H1) وقبول فرضية العدم (H0) عند مستوى معنوية (5%) مما يدل على عدم وجود علاقة ارتباط بين WACC ومؤشرات أداء السوق المالية وهذا يعود إلى اتخاذ القرارات بناءاً على تحليل مكون واحد من مكونات أو أن المستثمرين داخل سوق الأوراق المالية لا يأخذون بنظر الاعتبار أهمية WACC في بناء قراراتهم في عمليات البيع والشراء.

جدول (10)

نتائج علاقة الارتباط بين WACCومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع التأمين)

التابع / المستقل	مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
WACC	**0.324**
قيمة (t) المحسوبة	**0.593**
قيمة (t) الجدولية	2.02
P–Value	**0.595**
القرار	قبول فرضية العدم

ب– قطاع الاستثمار المالي :

من خلال الجدول(11) نلاحظ أن معامل الارتباط الخطي البسيط البالغ (0.028) بين WACC كمتغير مستقل ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية كمتغير تابع إضافة أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (0.048) إذ كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p– value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.956) مما يدل على رفض فرضية الوجود (H1) وقبول فرضية العدم (H0) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة الارتباط عند مستوى معنوية (5%) بين WACCومؤشرات أداء السوق المالية، وهذا يعود إلى سبب أن المستثمرين داخل سوق الأوراق المالية لا يأخذون بنظر أهمية تحليل WACC في بناء قراراتهم في عمليات البيع والشراء الذي ينعكس بمؤشرات سوق الأوراق المالية.

جدول (11)

نتائج علاقة الارتباط بين WACC **ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع الاستثمار المالي)**

التابع / المستقل	مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
WACC	**0.028**
قيمة (t) المحسوبة	**0.048**
قيمة (t) الجدولية	2.02
P-Value	**0.956**
القرار	قبول فرضية العدم

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

4- الفرضيات الفرعية للفرضية الرئيسية الثانية:

أ - قطاع التأمين :

1-على الرغم من أن قيمة معامل الارتباط الخطي البسيط الموضحة في الجدول (12) البالغة (0.321) بين WACC كمتغير مستقل و مؤشر السيولة كمتغير تابع ألا أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (0.587) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.599) مما يدل على رفض فرضية الوجود (**H1**) وقبول فرضية العدم (**H0**) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة ارتباط بين WACC كمتغير مستقل و مؤشر السيولة كمتغير تابع والتفسير لذلك يعود بأن دوران السهم من شراء وبيع من قبل المستثمرين لا يبنى على تحليل WACC .

2-كما يشير الجدول (12) إلى قيمة معامل الارتباط بين WACC كمتغير مستقل مؤشر حجم السوق كمتغير تابع إذ بلغت (0.093) إضافة إلى أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (0.162) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.881) مما يدل على

رفض فرضية الوجود (**H1**) وقبول فرضية العدم (**H0**) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة ارتباط عند مستوى معنوية (5%) مما يشير على أن حجم سوق الأوراق المالية لا يرتبط بـ WACC والسبب في ذلك يعود إلى أن بعض المستثمرين يفتقدون إلى أدراك أهمية تحليلWACC في قيمة السهم التي تعكس حجم السوق .

جدول (12)

نتائج علاقة الارتباط بين WACC **ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع التأمين)**

التابع / المستقل	المؤشر الأول (سيولة سوق الأوراق المالية)
WACC	**0.321**
قيمة (t) المحسوبة	**0.587**
قيمة (t) الجدولية	**2.02**
P-Value	**0.599**
القرار	قبول فرضية العدم
التابع / المستقل	المؤشر الثاني (حجم سوق الأوراق المالية)
WACC	**0.093**
قيمة (t) المحسوبة	**0.162**
قيمة (t) الجدولية	**2.02**
P-Value	**0.881**
القرار	قبول فرضية العدم

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

ب-قطاع الاستثمار المالي

1-وفق الجدول(13) نجد معامل الارتباط الخطي البسيط بين WACC كمتغير مستقل و مؤشر السيولة كمتغير تابع بلغ (0.159) وهو ضعيف بالإضافة إلى أن قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (0.036) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) كانت أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.974) مما يدل على رفض فرضية الوجود (H1) وقبول فرضية العدم (H0) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة الارتباط عند مستوى معنوية (5%) بين WACCو سيولة سوق الأوراق المالية والتفسير لذلك يعود بأن دوران السهم من شراء وبيع من قبل المستثمرين لا يبنى على تحليل WACC ..

2-كما يشير الجدول(13)إلى قيمة معامل ارتباط سالبة تبلغ (0.006-) بين WACC كمتغير مستقل و مؤشر حجم السوق كمتغير تابع و قيمة (t) المحسوبة لعلاقة الارتباط بينهما والبالغة (0.011-) كانت أقل من قيمة (t) الجدولية البالغة (2.02) وكذلك قيمة الدلالة الإحصائية (p- value) أكبر من مستوى المعنوية (5%) إذ بلغت (0.992) مما يدل على رفض فرضية الوجود (H1) وقبول فرضية العدم (H0) ومعنى ذلك عدم وجود علاقة ارتباط عند مستوى معنوية (5%) بين WACC كمتغير مستقل و مؤشر حجم السوق كمتغير تابع والسبب في ذلك يعود إلى أن بعض المستثمرين يفتقدون إلى أدراك أهمية تحليلWACC في قيمة السهم التي تعكس حجم السوق.

جدول (13)

نتائج علاقة الارتباط بين WACC ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (قطاع الاستثمار المالي)

التابع / المستقل	المؤشر الأول (سيولة سوق الأوراق المالية)
WACC	**0.021**
قيمة (t) المحسوبة	**0.036**
قيمة (t) الجدولية	**0.02**
P-Value	**0.974**
القرار	قبول فرضية الوجود

التابع / المستقل	المؤشر الثاني (حجم سوق الأوراق المالية)
WACC	**-0.006**
قيمة (t) المحسوبة	**-0.011**
قيمة (t) الجدولية	**2.02**
P-Value	**0.992**
القرار	قبول فرضية العدم

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

ثالثاً: تحليل علاقة التأثير بين متغيرات الدراسة

من اجل اختبار صحة الفرضية الرئيسة الثالثة والرابعة والفرضيات الفرعية المنبثقة عنها (علاقة التأثير) ومعنوياتها فقد عكف الباحث على استخدام الانحدار الخطي البسيط (Regression) فضلاً عن استخدامه معامل التفسير (R^2) لغرض قياس نسبة ما يفسره الرفع المالي من تغيرات تؤثر في تحقيق أداء سوق الأوراق المالية.

1. الفرضية الرئيسية الثالثة:

أ-قطاع التأمين:

إن قيمة (F) المحسوبة لنموذج الانحدار البسيط وفق الجدول (14) بلغت (2.188) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.236) مما يعني عدم وجود علاقة اثر بين المتغيرين ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ. أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) بلغت (0.341).

جدول (14)

العلاقة التأثيرية بين نسبة الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع التأمين)

المتغير المستقل / المتغير التابع	Constant BO	نسبة الرفع المالي B1	قيمة (F) المحسوبة	قيمة (F) الجدولية	مستوى دلالة (F)	معامل التفسير(R^2)	الخطأ المعياري
مؤشرات السوق المالية	0.056	0.504	2.188	6.6079	0.236	0.422	0.341

ب–قطاع الاستثمار المالي

إن قيمة (F) المحسوبة لنموذج الانحدار البسيط وفق الجدول (15) بلغت (0.078) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.799) مما يعني عدم وجود علاقة اثر بين المتغيرين ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ. أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) بلغت (1.99274).

جدول (15)

العلاقة التأثيرية بين نسبة الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع الاستثمار المالي)

المتغير المستقل / المتغير التابع	Constant BO	نسبة الرفع المالي B1	قيمة (F) المحسوبة	قيمة (F) الجدولية	مستوى دلالة (F)	معامل التفسير (R^2)	الخطأ المعياري
مؤشرات السوق المالية	**0.056**	**0.623**	**0.078**	**6.6079**	**0.799**	**0.025**	**1.99274**

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

2ـ الفرضيات الفرعية للفرضية الرئيسية الثالثة:

أ- قطاع التأمين:

1قيمة (F) المحسوبة وفق الجدول (16) بلغت (2.233) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.232) مما يعني عدم وجود علاقة اثر ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين نسبة الرفع المالي وسيولة السوق وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ ،أما قيمة المعامل المعياري للانحدار(Beta) فقد بلغت (0.253).

2-وفق الجدول (16) بلغت قيمة (F) المحسوبة (1.545) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.302) مما يعني عدم وجود علاقة اثر ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين نسبة الرفع المالي وحجم السوق وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ، ما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) فكانت (0.09341).

جدول(16)

العلاقة التأثيرية بين نسبة الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع التأمين)

المتغير المستقل / المتغير التابع	Constant BO	نسبة الرفع المالي B1	قيمة (F) المحسوبة	قيمة (F) الجدولية	مستوى دلالة (F)	معامل التفسير(R^2)	الخطأ المعياري
سيولة السوق	**0.057**	**0.253**	**2.233**	**6.6079**	0.232	**0.427**	**0.08705**
حجم السوق	**0.252**	**-22.769**	**1.545**	**6.6079**	**0.302**	**0.340**	**0.09341**

برنامج المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج

ب- قطاع الاستثمار المالي:

1-قيمة (F) المحسوبة وفق الجدول (17) بلغت (0.077) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.799) مما يعني عدم وجود علاقة اثر ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين نسبة الرفع المالي وسيولة السوق وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ ، أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) بلغت (1.99286).

2-بلغت قيمة (F) المحسوبة وفق الجدول (17) (0.405) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.470) مما يعني عدم وجود علاقة اثر ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين نسبة الرفع المالي وحجم السوق وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خاطئ ،أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) فقد بلغت (1.89447).

جدول (17)

العلاقة التأثيرية بين نسبة الرفع المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(سيولة السوق وحجم السوق)

المتغير المستقل / المتغير التابع	Constant	نسبة الرفع المالي	قيمة (F) المحسوبة	قيمة (F) الجدولية	مستوى دلالة (F)	معامل التفسير (R^2)	الخطأ المعياري
	BO	B1					
سيولة السوق	**0.641**	**6.109**	**0.077**	**6.6079**	**0.799**	**0.025**	**1.99286**
حجم السوق	**-0.223**	**331.939**	**0.405**	**6.6079**	**0.570**	**0.119**	**1.89447**

برنامج المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج

3-الفرضية الرئيسية الرابعة :

أ--قطاع التأمين:

إن قيمة (F) المحسوبة لنموذج الانحدار البسيط وفق الجدول (18) بلغت (2.308) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.595) مما يعني عدم وجود علاقة اثر بين المتغيرين ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ ، أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) فهي (0.536).

جدول (18)

العلاقة التأثيرية بين WACC **ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع التأمين)**

المتغير المستقل / المتغير التابع	Constant BO	الرفع المالي B1	قيمة (F) المحسوبة	قيمة (F) الجدولية	مستوى دلالة (F)	معامل التفسير (R^2)	الخطأ المعياري
مؤشرات السوق المالية	**0.343**	**0.536**	**2.308**	**6.6079**	**0.595**	**0.105**	**0.904**

ب-قطاع الاستثمار المالي:

إن قيمة (F) المحسوبة لنموذج الانحدار البسيط وفق الجدول (19) بلغت (2.188) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.965) مما يعني عدم وجود علاقة اثر بين المتغيرين ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) فقد بلغت (0.304).

جدول (19)

العلاقة التأثيرية بين WACC **ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(قطاع الاستثمار المالي)**

المتغير المستقل / المتغير التابع	Constant / BO	الرفع المالي / B1	قيمة (F) المحسوبة	قيمة (F) الجدولية	مستوى دلالة (F)	معامل التفسير (R^2)	الخطأ المعياري
مؤشرات السوق المالية	**0.244**	**0.304**	**2.188**	**6.6079**	**0.965**	**0.001**	**0.29719**

4-الفرضيات الفرعية للفرضية الرئيسية الرابعة :

أ-قطاع التأمين:

1-بلغت قيمة (F) المحسوبة وفق الجدول (20) (0.344) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.599) مما يعني عدم وجود علاقة اثر ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين WACC وسيولة السوق وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ ، أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) فقد بلغت (0.265).

ب-كما بلغت قيمة (F) المحسوبة وفق الجدول (20) (0.026) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.881) مما يعني عدم وجود علاقة اثر ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين WACC و حجم السوق وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ ، أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) كانت(0.24384).

جدول (20)

العلاقة التأثيرية بين WACC **ومؤشرات اداء سوق الاوراق المالية(سيولة السوق وحجم السوق)**

المتغير المستقل / المتغير التابع	Constant BO	WACC B1	قيمة (F) المحسوبة	قيمة (F) الجدولية	مستوى دلالة (F)	معامل التفسير (R^2)	الخطأ المعياري
سيولة السوق	0.346	0.265	0.344	6.6079	0.599	0.103	0.23196
حجم السوق	0.360	7.769	0.026	6.6079	0.881	0.09	0.24384

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامجSPSS

ب-قطاع التأمين:

1-قيمة (F) المحسوبة وفق الجدول (21) بلغت (0.001) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.599) مما يعني عدم وجود علاقة اثر ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين wacc سيولة السوق وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ . أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) بلغت (0.247).

2-كما بلغت قيمة (F) المحسوبة وفق الجدول (21) (0.000) وهي بذلك أقل من قيمة (F) الجدولية البالغة (6.6079) عند مستوى معنوية (5%) وبدرجة حرية (4) وان مستوى دلالة (F) قد بلغت (0.881) مما يعني عدم وجود علاقة اثر ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) بين wacc وحجم السوق وبالتالي هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) ورفض فرضية الوجود (H1) وتفسر النتائج أعلاه أنه من بين كل (100) قرار برفض فرضية الوجود لن يكون هنالك أي قرار خطأ ، أما قيمة المعامل المعياري للانحدار (Beta) بلغت (0.256).

جدول (21)

العلاقة التأثيرية بين WACC **ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية(سيولة السوق وحجم السوق)**

المتغير المستقل / المتغير التابع	Constant / BO	WACC / B1	قيمة (F) المحسوبة	قيمة (F) الجدولية	مستوى دلالة (F)	معامل التفسير (R^2)	الخطأ المعياري
سيولة السوق	**0.247**	**0.118**	**0.001**	6.6079	**0.974**	**0.000**	**0.29724**
حجم السوق	**0.256**	**-0.909**	**0.000**	6.6079	**0.992**	**0.000**	**0.29730**

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

تناولت الدراسة بعض الأفكار والعلاقات التي تم طرحها في منهجية الدراسة وفي بناء نموذج الدراسة، وقد تم إخضاع فرضيات الدراسة للاختبار في قطاعين وهما قطاع التأمين وقطاع خدمات الاستثمار المالي ولعينة من (10) شركات خمس لكل قطاع من الشركات المدرجة في سوق العراق للوراق المالية للمدة من 2011 – 2012 ، ويتضمن هذا المبحث فقرتين هما أهم الاستنتاجات والتوصيات .

أولا: الاستنتاجات

في ضوء النتائج المستخلصة من العرض والتحليل تم التوصل إلى مجموع من الاستنتاجات من أبرزها.

1- الاختلاف في بعض النتائج التي يتم الحصول عليها يعود إلى تعدد مقاييس حساب بعض مكونات الهيكل التمويلي .

2- أظهرت الدراسة أن استخدام نسبة الدين إلى مجموع الموجودات هي من أدق وأسهل طرق التوصل إلى نسبة الرفع المالي.

3- أن استخدام WACC في اتخاذ قرارات الاستثمارات يجنب الشركة الوقوع في الكثير من القرارات الاستثمارية الخطأ.

4- قبول جميع الفرضيات الرئيسية والفرعية التي جاءت بها الدراسة.

5- اعتمدت إدارة الشركات على استخدام نسب مختلفة من المديونية وبشكل متباين بين القطاعين أدى إلى تباين WACC بين القطاعات والشركات.

6- على الرغم من طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة إلى أن بيئة الدراسة أثبتت عدم تطبيق واستخدام بعض المفاهيم المهمة من جهة أو بسبب مستوى الأرباح المتحقق الغير مجزي في اعتماد هذه المتغيرات.

ثانياً: التوصيات

استكمالاً وفي ضوء ما سبق نستعرض أهم التوصيات.

1- للأهمية التي يلعبها WACC في اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية والتمويلية لذلك يوصي الباحث الشركات أخذ WACC في نظر الاعتبار عند مواجهة مثل هذه القرارات وذلك بسبب التعرض لجملة من القرارات الخطأ في حالة اعتماد مكون دون أخر.

2- منح البيئة العراقية وعينة الدراسة وضع خاص في التعامل مع هذه المتغيرات وذلك بسبب العلاقة المنطقية بين هذه المتغيرات

3- على الشركات الاعتماد على نسب مديونية معقولة وصولاً إلى WACC الأمثل لان الزيادة في نسبة المديونية يؤدي إلى زيادة كلفة تمويل هذا المكون ومن ثم العودة إلى نقطة البداية.

4- دراسة متغيرات فرعية أخرى أو تطبيق الدراسة على قطاعات أخرى مثل المصارف وغيرها من القطاعات الصناعية لتعميم النتائج بشكل أوسع.

5- على الشركات التي تتجنب التمويل بالمديونية الاعتماد على مصادر تمويل مشروعاتها الاستثمارية وفق الصيغ البديلة سواء الصيغ الإسلامية أو التي تقلل المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة نتيجة الالتزام بدفع معدلات فائدة ثابتة مثل التمويل بمعدل الفائدة المعوم أو أي صيغ أخرى.

المصادر

1- الحمداني ،الياس خضير و الصبحي ، فائز هليل ،" ***العلاقة بين الرفع المالي وعوائد السهم"*** مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، المجلد 4 العدد5،سنة 2012.

2- طالب ، علاء فرحان و الموسوي،حيدر يونس و حسن ، محمد فائز ،***"إدارة المؤسسات المالية"*** دار الأيام للنشر ، عمان الأردن ، الطبعة الأولى :2013.

3- العامري ، الحاج محمد علي إبراهيم، ***"الإدارة المالية"*** جامعة بغداد، 2001.

4- عبيدات ، سامر فخري محي الدين، ***"استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية"*** ، اطروحه في قسم التمويل والمصارف ، جامعة أهل البيت ،2008.

5- عيدان، فريال مشرف، ***"مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية وسبل نجاحها في الحياة الاقتصادية"*** مجلة جامعة النهرين ، كلية العلوم السياسية،العدد27-28 ،2012.

6- الأغا، بسام محمد،"***أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار "*** رسالة مقدمة إلى كلية التجارة بالجامعة الإسلامية،2005.

7- المولى،إيمان عبد المطلب حسن،"***مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي***" مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية ، المجلد 7، العدد 23، سنة2011.

Refrains

1- Brigham, F. Eugene & Ehrhardt C.Michae,***" Financial Management"*** , 12th, edition Thomson Learning,lnc, 2008.

2- Dadashia,I. Mansouriniab,E. Emamgholipourb,M. Maryam,M. Babanejad Bagheria and Mohammadpour,A Arabic,***" Investigating the effect of growth and financial strength variables on the financial leverage: Evidence from the Tehran Stock Exchange"*** Management Science Letters Contents lists available at Growing Science,2012.

3- apozzi,J. Frank & Peterson,P.Pamela,***" Financial Management Analysis***" Second elation, 2003.

4- Hai,Y. yong & Sheng,K. Yu***" Board Independence, Executive Overconfidence and Financial Leverage"*** Journal of International Conference on Advanced Management Science(ICAMS 2010) Year: 2010 Volume: 3 Pages: 364-368 Provider: IEEE Publisher: IEEE DOI.

Kim H.& Kim, H. Seung,***'' Global Corporate Financial "*** Sixth **edition,**

Black Well Publishing Ltd, UK, 2006.

5- Lawrence,D.Gitman, ***" Financial Management"*** 9th Edition ,San Diego State university,2000.

Martins,E. Galdi,F.Lima,G.&Necyk,G***."Emircal Evidenc for models to estimate the Cost of Equity Capital"***, journal Brazilian Business Review , Vol.3,No2,2006.

6- Mclaney,E. pointion,J.Thomas,M.& Tucker,J.***" Practitioners perspectives on The UK Cost of Capital "*** the European Journal of Financial, Vo1,NO.10,2004.

7- My Khan & pk Jain ***," Financial Management"***,4th Edition , Mc Grow -Hill publishing Company limited , New Delhi ,2004.

8- Ross , Stephan A. ; Randolph W .Waster Filed ; Jeffery F. Jeff and Brad Ford D. Jordan***" Fundamentals of Corporate Finance"*** 6th Edition, McGraw- Hill/ Irwin, New York, USA , 2003.

9- Ross , Stephan A. ; Randolph W .Waster Filed ; Jeffery F. Jeff and Brad Ford D. Jordan***" Corporate Finance"*** Edition, McGraw- Hill/ Irwin, New York, USA , 2010.

10- Rafique,M." ***Effect of Profitability & Financial Leverage on Capital Structure: A Case of Pakistan Automobile Industry"*** Economics and Finance Review Vol. 1(4) pp. 50 – 58, June, 2011.

11- Titman, A. & Wessels. R." ***The determinants of capital structure Choice***". Journal of finance. Vole (1), pp:1-19.2008.

12- Van Horne, James C. ***"Financial Management & policy"***,12th Edition, prentice-Hall, New Delhi , 2004.

Key Wards/ Financial leverage ratio, WACC, size of stock market indices, stock market indices. of Lucidity