



## أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للشركة

دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

دكتور

ألفت على مندور

سعد السيد الشتري

أستاذ المحاسبة المساعد

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

مها محمد السيد غريب

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الرابع والأربعون - العدد الثالث يوليه 2022

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>

## المخلص

في دراسة اختبارية هدفت لمعرفة أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للشركة في الشركات المساهمة المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية، لذا حاولت الدراسة الإجابة على التساؤل التالي: هل هناك علاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي للشركة، ومن أجل اختبار فرضية الدراسة اعتمدت الباحثة على المقاييس المحاسبية التقليدية للأداء المالي المتمثلة في: العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على المبيعات (ROS)، العائد على الاستثمار (ROI)، ومعرفة ايهما أكثر تأثراً بالرفع المالي. تمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة ببورصة الأوراق المالية المصرية، حيث تم اختيار عينة مكونة من 71 شركة بعد تحقيقها لشروط معينة خلال فترة الدراسة والتي كانت من 2014 الى 2018. وقد تم استخدام نموذج الانحدار لتحليل البيانات واختبار الفرضيات والتي توصلت الى توجد علاقة معنوية طردية(موجبة) بين الرفع المالي والأداء المالي مقاساً بالعائد على حقوق الملكية (ROE) توجد علاقة معنوية عكسية (سالبة) بين الرفع المالي والأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول (ROA) بينما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بالرفع والأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات(ROS) أما علاقة الرفع المالي والأداء المالي مقاسا بالعائد على الاستثمار(ROI) أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية طردية (موجبة)

**الكلمات الدالة:** هيكل التمويل، العوائد المحاسبية، الرفع المالي، القيمة السوقية.

## المقدمة

تلجأ الشركات لتمويل أنشطتها لمصادر متعددة وتشتمل تلك المصادر على كافة البنود التي يتكون منها جانب الالتزامات وحقوق الملكية في الميزانية سواء كانت طويلة أو قصيرة الاجل (التهامي، 2014) لذا يجب على كل شركة إيجاد مزيج من الديون والأسهم في هيكل رأس المال للشركة أي الحصول على هيكل رأس المال الأمثل (Graham & Harvey, 2001).

وقد اعتمد على الرفع المالي كمقياس لقوة التعارض بين أصحاب الديون والمساهمين مقاسا بنسبة الديون طويلة الاجل إلى إجمالي الأصول كما أنه في ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها فإن الرفع المالي ينطوي على مطالبة أكبر نسبيا على أصول الشركة من قبل أصحاب الديون من منظور أصحاب الديون فإن زيادة الرفع المالي يقوى من تعارض المصالح مع المساهمين وما يتعلق بالمغالة في التوزيعات، ومن ثم فإن زيادة الرفع المالي من المحتمل أن يؤدي إلى تعارض أكبر في المصالح بين أصحاب الديون والمساهمين فيما يتعلق بسياسة التوزيعات النقدية (عفيفي، 2016). ولأن كبر حجم الديون بالشركة تؤدي إلى مشكلات مادية بداخلها بالإضافة إلى ضعف فرص النمو وهذا لوجود علاقة عكسية بين الديون والاستثمارات (Aivazian, 2005).

لذلك يعد موضوع الربط بين الرفع المالي من جهة والعوائد المالية والقيمة السوقية لمنشآت الأعمال من جهة أخرى ما زال موضوعا جدليا ومعقدا لدى المهتمين بالفكر المالي، فهناك أكثر من نظرية حاولت تجسيد العلاقة بين الرفع المالي وأثره على أهداف الإدارة المالية والمتمثلة في زيادة ثروة الملاك، وتحقيق عوائد محاسبية، وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والعوائد المالية والقيمة السوقية (الزبيدي، 2006).

## مشكلة الدراسة

يشير هيكل رأس المال إلى التوليفة الخاصة بالديون وأموال الملكية المستخدمة من قبل الشركة في تمويل أصولها وتعد قرارات هيكل رأس المال من القرارات المهمة التي تقوم بها إدارات الشركات حيث أنها تعد مركزا للقرارات المالية والمحاسبية الأخرى ويعتبر التأكد من التكلفة المنخفضة لرأس المال واحد من الأهداف الرئيسية التي يسعى لها أي مدير مالي بأي شركة مهما اختلف نشاطها وذلك لارتباطها بتعظيم الأرباح، حيث تحاول معظم إدارات الشركات الوصول إلى المستوى الأمثل لهيكل رأس المال والمتمثل في النقطة التي يكون فيها تكلفة رأس المال أقل ما يمكن ولذلك ينبغي على الشركة استخدام مزيج مناسب من الديون وحقوق الملكية الذي سوف يؤدي إلى

زيادة الربحية ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للشركة. وعاده ما يفكر المديرون الماليون بنسبة الدين إلى حقوق الملكية على أنه قرار مفاضلة ما بين الوفر الضريبي الناجم عن زيادة الدين في هيكل رأس المال للمنشأة وما بين المخاطر الناتجة عنه إلا أن عملية المفاضلة في هيكل رأس المال تشير إلى اختلاف نسبة الدين إلى حقوق الملكية من مشروع إلى آخر فالشركات ذات الأصول الملموسة وذات الشريحة الضريبية المرتفعة تميل إلى رفع هذه النسبة أما الشركات غير الربحة وذات الأصول غير الملموسة تميل إلى الاعتماد على التمويل عن طريق حقوق الملكية (Titman, 1988). ولأن الرفع المالي من النقاط المهمة التي تؤخذ في الاعتبار عند تقييم قوة أي شركة وموقفها المالي ولوجود جدل واسع حول العلاقة بين الرفع المالي وقيمة الشركة لذا فمن الممكن أن تتبلور مشكلة الدراسة في التساؤل الآتي: هل هناك تأثير للرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للشركة؟

### أهداف الدراسة

دراسة أثر الرفع المالي للشركات المدرجة بالبورصة المصرية على مؤشرات أدائها المالي.

### أهمية الدراسة

تظهر أهمية هذه الدراسة من أن تحديد هيكل تمويل الشركات يعتبر من القرارات الاستراتيجية ذات الأثر على أداء وقيمة الشركة. هل تعتمد على التمويل الذاتي (الداخلي) والمحتمل في الأرباح المحتجزة والاحتياطيات وحقوق المساهمين أم يتم اللجوء إلى التمويل الخارجي لتمويل استثماراتها في محاولة لتعظيم قيمة الشركة مما يؤدي إلى زيادة ديونها وما ينتج عن هذه الزيادة من تبعات.

### مجتمع وعينة الدراسة

سوف تعتمد الباحثة على اختيار عينة عشوائية من الشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المصرية مع استبعاد الشركات المالية والبنوك من العينة لاختلاف الممارسات المحاسبية الخاصة بها مقارنة بالشركات غير المالية وذلك في الفترة من 2014-2018.

وقد قسم البحث إلى فصلين، يمثل الأول الجانب النظري للبحث حيث استعرض مبحثين الأول ماهية الرفع المالي والمبحث الثاني تناول الرفع المالي والأداء المالي للشركة أما المبحث الثالث الدراسات السابقة أما الفصل الثاني تضمن الدراسة الاختبارية للدراسة والنتائج التي توصلت إليها.

## الفصل الأول: الرفع المالي وعلاقته بمؤشرات الأداء المالي للشركة

والذي يتضمن ثلاثة مباحث:

**المبحث الأول:** ماهية الرفع المالي

**المبحث الثاني:** الرفع المالي والأداء المالي للشركة

**المبحث الثالث:** الدراسات السابقة

### المبحث الأول: ماهية الرفع المالي

يعرف الهيكل المالي بالكيفية التي من خلالها يتم تمويل إجمالي استثمارات الشركة ويتمثل في جانب الخصوم وحقوق الملكية الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تقوم الشركة باستخدامها، وكذلك يعرف بأنه مزيج من أموال الملكية وأموال الاقتراض التي تستخدمها المنشأة في تمويل استثماراتها. كما عرف بأنه التمويل الدائم للمنشأة والذي يتكون من القروض طويلة الأجل، الاسهم العادية والممتازة، جميع القروض قصيرة الاجل، وعلى هذا الأساس يعتبر هيكل رأس المال جزء من هيكلها التمويلي(الحناوي، 2000). ولأن أحد العوامل المحددة للاستراتيجية المالية هي اختيار التمويل الملائم فينبغي على الشركة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الانسب بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة ولن يتأتى ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها (Singapurwoko & El-Wahid, 2011).

لذا لا بدّ من وجود هيكل تمويلي يحتوي على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية وحجم الاستثمارات في الأصول لذا يكون لدينا ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل: وهو تشكيلة الأموال التي يترتب عليها أقل تكلفة ممكنة مع تعظيم قيمة المنشأة، كما عرفه (Brigham and Houston، 2009) بأنه مزيج من أموال الملكية وأموال الاقتراض الذي يعظم ثروة الملاك ويخفض تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان إلى أدنى حد لذا يحقق الهيكل المالي الأمثل تعظيم ربحية المنشأة والعائد على الأموال المستثمرة مع تقليل المخاطر المالية وتقليل أثرها على مخاطر الأعمال ومعدل نمو المشرع كما يحقق التوازن بين مكونات هيكل التمويل الداخلي والخارجي وتحقيق التوازن بين مكونات الهيكل التمويلي والهيكل التمويلي

**مفهوم وأهمية ومحددات الرافعة المالية:** يشير مفهوم الرافعة المالية إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب وهي عبارة عن نسبة الديون إلى مجموع الأصول (الهواري، 1996).

ويمكن أن يعرف بأنه نسبة المديونية إلى حقوق الملكية أو أنه نسبة الديون إلى إجمالي الأصول أو القيمة الكلية للمنشأة (Weston et al., 1993).

ويمكن الإشارة إلى أن الرفع المالي نسبة زيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغيرى عمليات الشركة من أجل تمويل احتياجاتها (Van Horne & Wachowicz Jr, 2005).

ويعرف الرفع المالي بأنه نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، بمعنى آخر أن الرفع المالي يعبر عن قدرة المقترض على تحقيق زيادة في العائد على الملكية وإلى مدى ارتباطه بهيكل التمويل وكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية لتمويل استثمار الشركة فإن الرفع المالي يزداد ويكون تأثيره على العائد على الاستثمار (Van Horne & Wachowicz Jr, 2005).

**يتضح مما سبق أن للرفع المالي بعض المزايا والعيوب فمن المزايا للرفع المالي:**

1. تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار وهذا في حالة نجاح الإدارة في استثمار الأموال بمعدل عائد يزيد عن الفائدة المدفوعة عليها.
2. الفوائد المدفوعة على الأموال المقترضة تخفض من قيمة الدخل الخاضع للضريبة.
3. المقرضين لا يشاركون في الأرباح عدا ما يتم دفعه على شكل فوائد.
4. المحافظة على السيطرة في الشركة لأن الدائنين ليس لهم حق التصويت.

**أما بالنسبة للعيوب فهي:**

1. في حالات التأخر عن السداد يكون له تأثير على السمعة الائتمانية.
2. انخفاض العائد على حقوق المساهمين بسبب كون العائد على الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض.

3. احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على الشركة.

4. انخفاض معدل التضخم عندما يكون أقل من معدل الفائدة.

وقد اعتمد على الرفع المالي كمقياس لقوة التعارض في المصالح بين أصحاب الديون والمساهمين مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ويروا أنه في ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها فإن الرفع المالي ينطوي على مطالبة أكبر نسبياً لأصول الشركة من قبل أصحاب الديون. من منظور أصحاب الديون فإن زيادة الرفع المالي يقوى من تعارض المصالح مع المساهمين وما يتعلق بالمغالة في التوزيعات. ومن ثم فإن زيادة الرفع المالي من المحتمل أن يؤدي إلى تعارض أكبر في المصالح بين أصحاب الديون والمساهمين فيما يتعلق بسياسة التوزيعات النقدية (Ahmed et al)

مما سبق يتضح أنه لا بدّ من العمل على الموازنة بين المديونية وحقوق الملكية وصولاً للمزيج الأمثل للهيكل المالي الذي يؤدي إلى تقليل تكلفة أموال الاقتراض.

لذا فقد تلجأ بعض الشركات إلى تخفيض مستوى الرافعة المالية بهدف تخفيض مستوى المخاطر (Jensen,1986) . وفي المقابل قد تجبر إدارات الشركات لزيادة الرافعة المالية بمعدلات أعلى من المعدلات المثالية بهدف الحفاظ على السيطرة وقوة التصويت للمساهمين القدامى ومن ثم التقليل من احتمالات السيطرة الخارجية وبالتالي تعزيز وتقوية أداء تلك الشركات (Harris & Raviv, 1991)

### المبحث الثاني: الرفع المالي والأداء المالي الشركة

**مفهوم الأداء المالي:** تقف أي إدارة على نقاط القوة والضعف وعلى الفرص المتاحة والمعوقات التي يكون عليها مواجهتها، لذا توجب عليها تقييم أدائها وخاصة الأداء المالي باعتباره همزة الوصل للإدارة من خلال المعلومات والمفاهيم التي تسمح باتخاذ القرارات الاستثمارية، وسد الثغرات والمعوقات التي تظهر مستقبلاً لذا يعتبر الأداء المالي أداة للحكم على كفاءة الشركات والحكم على مستوى نشاطها ومدى تحقيقها لأهدافها بفاعلية .

يعتمد مفهوم الأداء المالي على عملية التحليل المالي والتي يمكن اعتبارها كأحد الأساليب التي يمكن استخدامها لتحديد قوة الشركة وضعفها. ويتم استخدام النسب المالية بصورة رئيسية وذلك من أجل معرفة الأداء الماضي والحاضر والمتوقع. ويؤدي الأداء المالي الجيد إلى تعظيم قيمة الشركة من خلال معرفة نقاط القوة والضعف لأدائها المالي (الحسنى، عبد الرحمن،2019).

لذا يمكن أن يعرف الأداء المالي على أنه الاستغلال الأمثل من طرف المؤسسة لمواردها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل والقصير من أجل تشكيل ثروة.

أو أنه مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة والفاعلية في استخدام الموارد المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية.

#### ومما سبق يمكن القول إن الأداء المالي:

- أداة لتحفيز الإدارة والعاملين في الشركة لبذل المزيد من الجهد وذلك لتحقيق نتائج ومعايير أفضل من السابقة.

- أداة لتحفيز القرارات الاستثمارية وتوجيهها، فالشركات الناجحة تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه إلى الشركة التي تشير المؤشرات المالية بها إلى التقدم والنجاح عن غيرها.

## أثر الرافعة المالية على الأداء المالي

تسعى الشركات إلى الوصول إلى هيكل مالي مثالي من خلال استخدام مزيج تمويلي أمثل يعمل على تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن وفي نفس الوقت تعظيم قيمة الشركة وتحسين أدائها. لذا فمفهوم الهيكل التمويلي يشير إلى جميع أنواع مصادر التمويل التي تعتمد على الشركة في تمويل استثماراتها أي تشكيلة المصادر التي حصلت منها الشركة على أموال بغرض تمويل الاستثمارات، وتتضمن (تمويل بالملكية) التي تتمثل في الاحتياطات النقدية، الأرباح المحتجزة، والأسهم، ومن الأموال التي يتم الحصول عليها من الغير (التمويل بالدين) ديون طويلة وقصيرة استثماراتها أي التي تصدرها الشركة (النجار، 2013) (العلی، 2018) (علیوی، 2019).

وبما أن الهيكل التمويل الأمثل هو الذي يعظم ثروات الملاك من خلال تعظيم معدلات الربحية وعوائد الأسهم الى أكبر حد ممكن، هنا يتطلب من الإدارة عند اتخاذها القرارات المتعلقة بالتمويل أن توازن بين الأرباح المتوقعة وتكلفة المخاطر المالية التي ترتبط بنوع التمويل الذي يقع اختيارها عليه وبالتالي فإن هيكل التمويل الأمثل ليس من القرارات العشوائية التي تقوم الشركة وإنما قرار استراتيجي لتحقيق ما تسعى إليه الإدارة من أهداف بأعلى كفاءة وأقل تكلفة ممكنة (النعیمی، 2011) (التميمي، 2010) (علیوی، 2019).

لهذا يعرف الرفع المالي بأنه الاستعانة بأموال الغير (الديون) في تمويل استثماراتها وأنشطة الشركة بهدف تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك (الشيخ، 2008) ويصبح الرفع المالي فعالاً ومرغوباً به، عندما تستطيع الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة أموال الاقتراض، وفي حالة عدم نجاحها في ذلك فمعدل المخاطر يكون عالي وتحقق خسائر كبيرة (الحمودني والصبيحي، 2012). لذا يجب أن تقوم الشركات بدراسة مستوى الكفاءة للعمليات التشغيلية والتمويلية بها ودراسة الظروف البيئية المحيطة بها قبل اتخاذ أي قرار يتعلق بالرفع المالي، حيث أن الرفع المالي يعتبر سلاح ذو حدين حيث يمكن أن يكون مفيد ويحقق نتائج إيجابية وذلك عند اتصاف العمليات التمويلية بالكفاءة والفاعلية، وعندما تكون الظروف البيئية المحيطة بالشركة ملائمة. كما يمكن أن يكون غير مفيد ويحقق نتائج غير مرغوب فيها إذا حدث العكس (إبراهيم، 2010).

ويحظى الأداء المالي في كافة أنواع المنشآت باهتمام كبير من قبل الإدارة والمستثمرين، وذلك لأن الأداء المالي الأمثل هو السبيل الوحيد لاستمرار المنشأة وتطورها ويعتبر من المقومات الأساسية لجميع المنشآت حيث يوفر نظام متكامل للمعلومات الصحيحة والوثوق بها وذلك عند مقارنة أدائها



الفعلي بالأداء المخطط بهدف تحديد الانحرافات عن الأهداف المحددة مسبقاً، ومن خلال استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف المخطط لها (الخطيب،2009).

والأداء المالي فيعبر عن مدى نجاح الشركة في استغلال الموارد المتاحة بها بكفاءة، وتحقيق مستوى مرضى من الأرباح. أي مدى قدرة المنشأة على تأدية عملياتها واستخدام مواردها بكفاءة من أجل تحقيق أرباح، ويعتبر الأداء المالي الركيزة الأساسية في تطور المنشأة(عليوى،2019). وهناك العديد من المؤشرات المالية التي تستخدم لقياس الأداء المالي من أهمها نسب الربحية حيث تعتبر من المؤشرات التي يهتم بها المساهمين والمستثمرين بشكل كبير وذلك لكونها تقيس مدى نجاح المنشأة وقدرتها على تحقيق الأرباح، كما تدل على مدى كفاءة المنشأة في استغلال الموارد المتاحة بها بالشكل الأمثل لتحقيق أرباح (Gibson,2008).

لذا يتضح لنا أن العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركة تظهر مع زيادة حجم التمويل بالدين، حيث يمكن أن يؤثر تأثيراً إيجابياً على الأداء المالي للشركة، وتكون العلاقة طردية (إيجابية) بين الرفع المالي والأداء المالي أو العكس، و تستخدم المقاييس (مقاييس الربحية) كأساس ليعكس أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركة (النجار،2013)، وبشكل عام فإن نتيجة التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة الشركة في استغلال الأموال المقترضة بكفاءة وفاعلية لزيادة معدلات الربحية، ومن ثم تحسين الأداء المالي للشركة، وبالتالي فإن الرفع المالي يمكن أن يحقق عوائد قد تكون أكبر من تكلفة الاقتراض أو مساوياً لها أو أقل منها وبالتالي يمكن تصنيف نتائج التوسع في الرفع المالي كالتالي: (شلاش وآخرون ، 2008 )

**1- الرفع المالي الجيد:** وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الاموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الاصول وعلى حقوق الملكية

**2- الرفع المالي المتوسط:** وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الاموال المقترضة مساوئ لتكلفة الاقتراض مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية كما هي دون تغير.

**3- الرفع المالي العكسي:** وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الاموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه انخفاض معدل العائد على الاصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية.

### المبحث الثالث: الدراسات السابقة

في دراسة (النجار، 2013) فلسطين، والتي هدفت الى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة ببورصة فلسطين حيث أجريت على عينة مكونة من 20 شركة تنتمي الى قطاع البنوك والخدمات المالية، قطاع الصناعة، قطاع الاستثمار وقطاع الخدمات وذلك في الفترة من 2004 إلى 2011 وكانت نتائج الدراسة أشارت لوجود علاقة ارتباط عكسية بين الرفع المالي على مقاييس الأداء المالي للشركات

أما دراسة (Enekwe et al, 2014) نيجيريا، على عينة من الشركات التي تنتمي الى قطاع الادوية بنيجيريا وقد بلغت العينة 30 شركة وامتدت من الفترة 2001 الى عام 2012 وكانت توصلت الى أظهرت الدراسة أن هناك علاقة سلبية وغير معنوية بين نسبة المديونية ونسبة الديون الى حقوق الملكية، والاداء المالي المقاس بمعدل والتي هدفت إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي لشركات الادوية في نيجيريا. وقد أجريت العائد على الأصول، كما أظهرت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية وغير معنوية بين نسبة تغطية الفوائد ومعدل العائد على الاصول. كما أظهرت أن جميع المتغيرات المستقلة ليس لها تأثير كبير على الاداء المالي للشركات محل الدراسة حيث أن 16.4% فقط من التغيرات على المتغير التابع كان سببها المتغيرات المستقلة، مما يشير إلى أن 83.6% من التغيرات في الاداء المالي ناتجة عن عوامل أخرى أي متغيرات أخرى لم يتم تناولها في الدراسة.

وكانت دراسة (Aziidah, 2017) كينيا، والتي كان هدفها اختبار تأثير الرفع المالي على الأداء المالي لشركات الطاقة والبتترول المسجلة في بورصة نيروبي للأوراق المالية بكينيا. وتم اجراء الدراسة على عينة مكونة من 4 شركات مسجلة في بورصة نيروبي للأوراق المالية وتنتمي لقطاع البترول. وذلك في الفترة خمس سنوات من عام 2012 الى 2016. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية معنوية بين نسبة المديونية ( إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول) ، نسبة الالتزامات الى حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول كمقياس للربحية التي تعبر عن الأداء المالي للشركات محل الدراسة ، كما أشارت إلى أن معظم الشركات ارتفعت أو حافظت على مستوى أرباحها طول فترة الدراسة حيث أن الشركات التي اعتمدت بشكل أكبر على الديون لديها أرباح اقل ، بينما الشركات التي اعتمدت بشكل كبير على حقوق الملكية كان لديها أرباح أعلى .وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية غير معنوية بين الرفع المالي ونسبة توزيعات الأرباح ، حيث انخفضت توزيعات الأرباح قليلا مع ارتفاع مستويات الرفع المالي . كما أوضحت الدراسة أن معظم

الشركات تدفع توزيعات الأرباح لمساهميها سنويا خلال فترة الدراسة. كما أظهرت أن معظم الشركات محل الدراسة أدارات مستويات السيولة لديها بكفاءة وكانت قادرة على تغطية التزاماتها قصيرة الاجل بأصولها قصيرة الاجل وأوضحت النتائج أن هناك علاقة سلبية ضعيفة بين الرفع المالي وإدارة السيولة في الشركات محل الدراسة.

**ودراسة (Javeed and Tabassam,2018) باكستان،** والتي هدفت الى اختبار إثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات الباكستانية، وطبقت الدراسة على عينة من شركات المنسوجات التي تنتمي الى قطاع النسيج في باكستان امتدت الربح. بينما أظهرت الدراسة الفترة الزمنية من عام 2007 الى عام 2016. وأظهرت الدراسة أن هناك علاقة موجبة ومعنوية بين الرفع المالي والأداء المالي المقاس بمعدل العائد على الأصول، ونمو المبيعات، وهامش صافي أن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين الرفع المالي والأداء المالي المقاس بمعدل حقوق الملكية. أما معدل العائد على الاستثمار فقد بينت الدراسة أنه ليس هناك تأثير معنوي للرفع المالي عليه.

**ودراسة (Shibuts et al ,2019) كينيا،** والتي هدفت الى اختبار الرفع المالي وحجم الشركة على الأداء المالي لتعاونيات الادخار والائتمان بكينيا. وبلغت عينة الدراسة 174 جمعية تعاونية للادخار والائتمان بكينيا وذلك في الفترة من عام 2013 الى عام 2017. وأظهرت الدراسة أن حجم الشركة له تأثير إيجابي كبير على الأداء المالي وأن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين حجم الشركة والأداء المالي. بينما أظهرت الدراسة أن للرفع المالي تأثير سلبي كبير على الأداء المالي، وأن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين الرفع المالي المقاس بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول والأداء المالي.

**تطوير فرضيات الدراسة:** الهدف الرئيسي للدراسة اختبار أثر الرفع المالي على أداء الشركة وتحقيقا لهذا الهدف تقوم الباحثة بتطوير فرض الدراسة كما يلي:

انطلاقا من أن هناك دراسات سابقة توصلت إلى أن هناك علاقة بين الرفع المالي والأداء المالي فكانت هناك علاقة موجبة بين الرفع والاداء المالي المقاس بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية(Gweyi, 2014). بينما في دراسة (Ur Rehmen,2013) ( Javeed and ) (Tabassam,2017) كانت علاقة الرفع بالأداء المالي المقاس بالعائد على الأصول ومعدل نمو المبيعات موجبة وفي نفس الدراسة كان للرفع مع الأداء المالي بالمقاس بالعائد على حقوق الملكية علاقة سلبية

بينما توصلت إلى وجود علاقة سالبة بين الرفع المالي والأداء المالي المقاس بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار (Pajkumar,2014)(النجار،2013) (Enekwe et al,2013)(Aziidah,2017).

وكانت هناك دراسات أخرى توصلت إلى نتائج مختلفة فقد أظهرت عدم وجود تأثير للرفع المالي على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على الأصول (عليوى،2019) (Javeed and Tabassam,2017).

ونظراً لاختلاف هذه النتائج يتم صياغة فرضية الدراسة الذي يتناول العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركة.

**ف: لا توجد علاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي.**

## **الفصل الثاني: الدراسة الاختبارية**

**مجتمع وعينة الدراسة :** يتمثل مجتمع وعينة الدراسة في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وقد بلغ عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية 220 شركة حتى نوفمبر 2018 (التقرير السنوي للبورصة لعام 2018) ، وتمثل عينة الدراسة العملية في الشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المصرية مع استبعاد الشركات المالية والبنوك من العينة لاختلاف الممارسات المحاسبية الخاصة بها مقارنة بالشركات غير المالية وذلك في الفترة من 1014 إلى 2018 وقد بلغ عدد هذه الشركات 71 شركة على مدار سلسلة زمنية 4 سنوات ، وقد بلغت عدد المشاهدات 284 مشاهدة.

**قياس متغيرات الدراسة :** لتحديد أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للشركة وفقاً للمقاييس المحاسبية التقليدية فقد تم استخدام العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على المبيعات (ROS) والعائد على الاستثمار (ROI) وذلك كما يلي:

**المتغير التابع:** الأداء المالي والمتمثل في العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على المبيعات (ROS) والعائد على الاستثمار (ROI).

**كيفية قياس المتغيرات المحاسبية التابعة:**

$ROE = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{إجمالي حقوق الملكية}$ .

$ROA = \text{صافي الربح بعد الضريبة} / \text{إجمالي الأصول}$ .

ROS = صافي الربح بعد الضريبة / صافي المبيعات.

ROI = صافي الربح بعد الضريبة / (إجمالي الأصول - الالتزامات قصيرة الأجل).

المتغير المستقل: الرفع المالي = نسبة الديون إلى إجمالي الأصول.

### صياغة نماذج الدراسة

تعتمد الباحثة في اختبار الفروض على نموذج الانحدار لاختبار العلاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي من خلال نماذج للدراسة ويمكن صياغتها كما يلي: (النجار، 2013)، (Shibuts et al ,2019) (Aziidah,2017)

النموذج الأول: ويقوم هذا النموذج باختبار العلاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي (العائد على حقوق الملكية)

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \epsilon_i$$

حيث أن:

ROE<sub>it</sub>: العائد على حقوق الملكية

LEV<sub>it</sub>: الرفع المالي

Size<sub>it</sub>: حجم الشركة

Growth<sub>it</sub>: فرص النمو

ε<sub>i</sub>: بند الخطأ في النموذج

النموذج الثاني: ويقوم هذا النموذج باختبار العلاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي (العائد على الأصول)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \epsilon_i$$

حيث أن:

ROA<sub>it</sub>: العائد على الأصول

LEV<sub>it</sub>: الرفع المالي

Size<sub>it</sub>: حجم الشركة

Growth<sub>it</sub>: فرص النمو

ε<sub>i</sub>: بند الخطأ في النموذج

النموذج الثالث: ويقوم هذا النموذج باختبار العلاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي (العائد على المبيعات)

$$ROS_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \epsilon_i$$

حيث أن:

ROSit: العائد على المبيعات

LEVit: الرفع المالي

Sizeit: حجم الشركة

Growthit: فرص النمو

εi: بند الخطأ في النموذج

النموذج الرابع: ويقوم هذا النموذج باختبار العلاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي (العائد على الاستثمار)

$$ROI_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \epsilon_i$$

حيث أن:

ROIit: العائد على الاستثمار

LEVit: الرفع المالي

Sizeit: حجم الشركة

Growthit: فرص النمو

εi: بند الخطأ في النموذج

متغيرات الدراسة وطريقة قياسها مع التعريف الإجرائي لها

المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي للمتغير
المتغيرات التابعة		
{الأداء المالي}	ROE	صافي الربح بعد الضريبة / إجمالي حقوق الملكية
العائد على حقوق الملكية	ROA	صافي الربح بعد الضريبة / إجمالي الأصول
العائد على الأصول	ROS	صافي الربح بعد الضريبة / صافي المبيعات
العائد على المبيعات	ROI	صافي الربح بعد الضريبة / (إجمالي الأصول - الالتزامات قصيرة الأجل)
المتغيرات المستقلة		
الرفع المالي	LEV	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام
فرص النمو	GROWTH	تقاس بمعدل التغير في المبيعات = (المبيعات بعد الزيادة - المبيعات قبل الزيادة) ÷ المبيعات قبل الزيادة

## مجتمع الدراسة وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة من الشركات المسجلة في البورصة الأوراق المالية والتي يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية من الفترة 2014 إلى 2018 بعد استبعاد البنوك وشركات الخدمات المالية وسيتم الاعتماد على عينة عشوائية من تلك الشركات المسجلة في البورصة المصرية.

## مصادر الحصول على البيانات

اعتمدت الباحثة في جمع البيانات على المصادر التالية:

- التقارير المالية السنوية للشركات.
- الموقع الإلكتروني للشركات عبر الإنترنت.
- النشرات والتقارير المالية السنوية للشركات.
- موقع شركة مباشر مصر.

## حدود الدراسة والفترة الزمنية للدراسة

ارتبطت الدراسة بالحدود التالية:

- في ضوء ومشكلة الدراسة تم التركيز على جميع متغيرات الدراسة والمتعلقة بجميع فروض الدراسة.
- ركزت الدراسة على الشركات المساهمة في القطاعات المختلفة وذلك مع استبعاد البنوك وشركات التأمين وشركات الأوراق المالية نظرا لطبيعتها الخاصة واختلاف طبيعة النشاط وبالتالي اختلاف بنود القوائم المالية.
- ركزت الدراسة على الفترة الزمنية من بداية 2014 وحتى نهاية 2018

## اختبار فروض الدراسة

### أولاً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

قامت الباحثة باختبار فروض الدراسة باستخدام البرنامج الإحصائي وفيما يلي الإحصاءات الوصفية ونتائج تلك الاختبارات:

### الإحصاءات الوصفية

يعرض جدول (1) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج البحث مصنفة في ثلاث مجموعات، وهي: المتغير المستقل، المتغيرات التابعة، المتغيرات الضابطة حيث أن متوسط القيمة المطلقة للرفع المالي يبلغ 0.394 وذلك بانحراف معياري قدره 0.258

**جدول (1)**  
**الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة**

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد الشركات	المتغيرات
المتغير المستقل					
0.2587	0.3945	1.7201	0.00051	71	الرفع المالي
المتغيرات التابعة					
0.2759	0.0834	3.321	-0.8715	71	العائد على حقوق الملكية
.0913	.0323	.6077	-.7036	71	العائد على الأصول
.9686	-.0099	2.0293	-10.032	71	العائد على المبيعات
.2039	.0583	2.7635	-.8664	71	العائد على الاستثمار
المتغيرات الضابطة					
.8857	8.648	10.559	6.635	71	حجم الشركة
.6233	.1654	3.5169	-1	71	فرص النمو

ثانياً: عرض نتائج تحليل الانحدار

#### تحليل الانحدار الخطي المتعدد

تحققت الباحثة أولاً من مدى وقوع نماذج الانحدار المقدر في أي مشكلة من مشاكل القياس والتي تنشأ نتيجة لتخلف أحد فروض طريقة المربعات الصغرى OLS التي تستخدم في تقدير نماذج الانحدار ومن أهم تلك المشاكل ما يلي:

#### أولاً: مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation

وهي من أخطر وأهم المشاكل التي تواجه الباحث في تقدير نماذج الانحدار والتي لو وقع فيها النموذج لا نستطيع الاعتماد على نتائجه وهي تنشأ عن طريق وجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الانحدار، ويستخدم اختبار دربن واطسون (Durbin-Watson)، للكشف عن مدى وقوع النموذج في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء أم لا؟ وبحسابه توصلت الباحثة من هذا الاختبار إلى معاملات بالكشف عنها في جداول دربن واطسون (Durbin-Watson) وجد أنه لا يوجد ارتباط ذاتي في ظل هذه المعاملات لجميع النماذج المقدر (عناني، 2011).



### ثانياً: بالنسبة لمشكلة الازدواج الخطي **Multi-collinearity**:

يقصد بالازدواج الخطي وجود ارتباط مؤثر ما بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض، وتم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدرة في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم " VIF " فوجد أن جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نماذج الانحدار لم تتجاوز 10 حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم في النماذج المقدرة 1.079 وهو ما يعني عدم وقوع النماذج المقدرة في هذه المشكلة من مشاكل القياس.

### ثالثاً: اعتدالية الأخطاء العشوائية **Normality**

قامت الباحثة بالتحقق من فرض هام من فروض تطبيق طريقة التقدير المستخدمة ألا وهو أن يتبع الأخطاء العشوائية لنماذج الانحدار المقدرة التوزيع الطبيعي، وللتحقق من هذا الفرض الأساسي تم استخدام اختبار كولومجروف-سيمينروف-Kolomogrov-Siminrov، ووجد أن الفرض متحقق وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة لمتغيرات الدراسة، وأن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي لجميع نماذج الانحدار المقدرة حيث كانت نتيجة الاختبار غير دالة احصائياً ملحق رقم (1) بمعنى قبول الفرض العدم وهو أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي.

مما سبق يتضح تتحقق أهم شروط استخدام نموذج الانحدار وخلص نماذج الانحدار المقدرة من أية مشاكل قياسية تؤثر في نتائجه.

### ويمكن عرض نتائج تحليل الانحدار على النحو التالي:

حيث تم الاعتماد على برنامج 23 Spas Ver. في إجراء التحليلات الإحصائية، واستخدمت الباحثة طريقة تحليل الانحدار Enter Regression بهدف الوصول إلى أي المتغيرات التفسيرية لها تأثيراً على المتغير التابع وكذلك إبراز نسبة مساهمة كل متغير مفسر للعلاقة بالمتغير التابع، وذلك كما يلي

**ف: لا توجد علاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي للشركة**

**أولاً: النموذج الأول: دالة الانحدار للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية**

جدول (2)  
نتائج تحليل الانحدار للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية

المتغيرات المفسرة	معاملات الانحدار $\beta$	قيمة t	الدلالة sig	VIF
المقدار الثابت	-.024	-.164	.870	-
LEV	.210	3.622	.000	1.046
SIZE	.002	.122	.903	1.049
GROWTH	.047	1.963	.051	1.003
معامل التحديد = 5 %				
قيمة F = 5.925      دلالة F = .001				
قيمة اختبار Durbin-Watson = 1.822				
دلالة اختبار كولمجر وفسمينروف = .092				

يوضح الجدول السابق تحليل نموذج الانحدار، حيث يتضح الآتي:

- أن النموذج المقدر خالي من أي مشاكل قياسية تؤثر في نتائجه بناء على اختبار كلا من دربن واطسون، كولمجر وفسمينروف، VIF
- أن النموذج معنوي احصائياً بناءً على اختبار F حيث بلغت دلالة الاختبار Sig = 0.001 وهي أقل من مستوى المعنوية والمقدر 5%.
- بلغ معامل التحديد للنموذج 5% أي أن المتغيرات المفسرة في النموذج استطاعت تفسير ما مقداره 5% من المتغيرات في المتغير التابع العائد على حقوق الملكية (ROE) مما يوضح مدى تأثير الرفع المالي على العائد على حقوق الملكية.
- أظهر تحليل نموذج الانحدار المقدر معنوية كلاً من GRO,LEV وذلك بناءً على اختبار t حيث بلغت نسبة دلالة الاختبار 0.051, sig=0.00 على التوالي وهو أقل من مستوى المعنوية المستخدم بـ 5%
- مما سبق يتضح لنا وجود علاقة معنوية طردية بين العائد على حقوق الملكية والرفع المالي.

## النموذج الثاني: دالة الانحدار للرفع المالي على العائد على الأصول

جدول (3)

نتائج تحليل الانحدار للرفع المالي على العائد على الأصول

VIF	الدلالة sig	قيمة t	معاملات الانحدار $\beta$	المتغيرات المفسرة
-	.453	.751	.036	المقدار الثابت
1.045	.004	-2.926	-.056	LEV
1.048	.754	.313	.002	SIZE
1.003	.022	2.305	.018	GROWTH
معامل التحديد = 4 %				
قيمة F = 4.670      دلالة F = .003				
قيمة اختبار Durbin-Watson = 2.048				
دلالة اختبار كولمجر وفسمينزوف = .127				

يوضح الجدول السابق تحليل نموذج الانحدار حيث يتضح الآتي:

- أن النموذج المقدر خالي من أي مشاكل قياسية تؤثر في نتائجه بناء على اختبار كلا من دربن واطسون، كولمجر وفسمينزوف، VIF
- أن النموذج معنوي احصائياً بناءً على اختبار F حيث بلغت دلالة الاختبار Sig=0.003 وهي أقل من مستوى المعنوية والمقدر 5%.
- بلغ معامل التحديد للنموذج 4% أي أن المتغيرات المفسرة في النموذج استطاعت تفسير ما مقداره 4% من المتغيرات في المتغير التابع العائد على الأصول (ROA) مما يوضح مدى تأثير الرفع المالي على العائد على الأصول.
- أظهر تحليل نموذج الانحدار المقدر معنوية كلاً من GRO,LEV وذلك بناءً على اختبار t حيث بلغت نسبة دلالة الاختبار 0.022, sig=0.04 على التوالي وهو أقل من مستوى المعنوية المستخدم ب 5%
- مما سبق يتضح لنا وجود علاقة معنوية عكسية (سلبية) بين الرفع المالي والعائد على الأصول.

### النموذج الثالث: دالة الانحدار للرفع المالي على العائد على المبيعات

جدول (4)

نتائج تحليل الانحدار للعائد على المبيعات على الرفع المالي

المتغيرات المفسرة	معاملات الانحدار $\beta$	قيمة t	الدلالة sig	VIF
المقدار الثابت	.054	.098	.922	-
LEV	-.295	-1.375	.170	1.079
SIZE	.004	.054	.957	1.079
GROWTH	.112	1.195	.233	1.001
معامل التحديد = 10 %				
قيمة F = 1.117      دلالة F = .342				
قيمة اختبار Durbin-Watson = 1.830				
دلالة اختبار كولمغروفسمينروف = .237				

يوضح الجدول السابق تحليل نموذج الانحدار حيث يتضح الآتي:

- أن النموذج المقدر خالي من أي مشاكل قياسية تؤثر في نتائجه بناء على اختبار كلا من درين واطسون، كولمغروفسمينروف، VIF
- أن النموذج معنوي احصائياً بناءً على اختبار F حيث بلغت دلالة الاختبار Sig=0.342 وهي أكبر من مستوى المعنوية والمقدر 5% لذا تعتبر غير معنوية أي لا يوجد تأثير للرفع المالي على العائد على المبيعات.
- مما سبق يتضح لنا عدم وجود علاقة معنوية بين الرفع المالي والعائد على المبيعات.

### النموذج الرابع: دالة الانحدار للرفع المالي على العائد على الاستثمار

جدول (5)

تحليل نتائج الرفع المالي على العائد على الاستثمار

المتغيرات المفسرة	معاملات الانحدار $\beta$	قيمة t	الدلالة sig	VIF
المقدار الثابت	-.027	-.247	.805	-
LEV	.120	2.652	.008	1.048
SIZE	.004	.324	.746	1.051
GROWTH	.019	1.075	.283	1.003
معامل التحديد = 26 %				
قيمة F = 3.017      دلالة F = .030				
قيمة اختبار Durbin-Watson = 2.004				
دلالة اختبار كولمغروفسمينروف = .197				

### يوضح الجدول السابق تحليل نموذج الانحدار حيث يتضح الآتي:

- أن النموذج المقدر خالي من أي مشاكل قياسية تؤثر في نتائجه بناء على اختبار كلا من دربن واطسون، كولمجر وفسمينروف، VIF،
  - أن النموذج معنوي احصائياً بناءً على اختبار F حيث بلغت دلالة الاختبار  $Sig = 0.030$  وهي أقل من مستوى المعنوية والمقدر 5%.
  - بلغ معامل التحديد للنموذج 26% أي أن المتغيرات المفسرة في النموذج استطاعت تفسير ما مقداره 26% من المتغيرات في المتغير التابع العائد على الاصول (ROI) مما يوضح مدى تأثير الرفع المالي على العائد على الاستثمار.
  - أظهر تحليل نموذج الانحدار المقدر معنوية كلاً من LEV وذلك بناءً على اختبار t حيث بلغت نسبة دلالة الاختبار  $sig=0.008$  على التوالي وهو أقل من مستوى المعنوية المستخدم بـ 5%
- مما سبق يتضح لنا وجود علاقة معنوية طردية (موجبة) ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار.

### ثالثاً: نتائج اختبار فروض الدراسة

- تتناول الباحثة فيما يلي تحليل النتائج التي أسفرت عنها اختبارات الفروض، تتمثل أهم النتائج التي تم التوصل لها في الآتي:
- أولاً: عدم صحة الفرض كلياً والذي ينص على:

لا توجد علاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركة

### حيث أوضحت النتائج:

- (1) وجود علاقة معنوية بين الرفع المالي والأداء المالي مقاساً بالعائد على حقوق الملكية وأن للرفع المالي أثر إيجابي على الأداء المالي مقاساً بالعائد على حقوق الملكية. كما في دراسة (Gweyi, 2014)
- (2) كما توصلت الى وجود علاقة معنوية عكسية للرفع المالي على الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول. وهذا ما توصلت اليه دراسة (النجار، 2013)، (Aziidah, 2017)
- (3) أما بالنسبة للعلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي مقاساً بالعائد على المبيعات فكانت العلاقة غير معنوية

4) وكانت العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي مقاسا بالعائد على الاستثمار كانت العلاقة معنوية طردية. كما في دراسة (الجليل، 2014)، (Rajkumar , 2014) . وبناءً على ما سبق يتم قبول صحة الفرض جزئياً بأنه توجد علاقة بين الرفع المالي والأداء المالي.

**نتائج الدراسة:**

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى النتائج التالية:

### 1- توصلت النتائج الى وجود علاقة بين الرفع المالي والأداء المالي

- ❖ توجد علاقة معنوية طردية (موجبة) بين الرفع المالي والأداء المالي مقاساً بالعائد على حقوق الملكية عند مستوى معنوية 5%.
- ❖ توجد علاقة معنوية عكسية (سالبة) بين الرفع المالي والأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول عند مستوى معنوية 5%.
- ❖ بينما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بالرفع والأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات عند مستوى معنوية 5%.
- ❖ أما علاقة الرفع المالي والأداء المالي مقاسا بالعائد على الاستثمار أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية طردية (موجبة) عند مستوى معنوية 5%.

### 2- توصل النتائج إلى وجود علاقة معنوية عكسية بين الرفع المالي وقيمة الشركة

#### ← تفسير نتائج الدراسة

بعد التحليل المالي والإحصائي للبيانات والفرضيات تم التوصل الى مجموعة من النتائج تتخلص فيما يلي:

- 1- محدودية اعتماد معظم شركات المساهمة العامة على القروض ذات التكلفة الثابتة في التمويل وخاصة طويلة الاجل إذ بلغت نسبة القروض طويلة الاجل في بعض الشركات (صفرأ) خلال فترة الدراسة، مما أثر بشكل جوهري على اختبارات فروض الدراسة.
- 2- تدنى معدل العائد على المبيعات في معظم شركات العينة وبعض الشركات كانت تحقق خسائر متتابة خلال فترة الدراسة.
- 3- وفي بعض الشركات كان زيادة الاعتماد على التمويل المقترض تؤدي الى انخفاض معدل العائد على الاستثمار ولعل ما يفسر ذلك اعتبار تكلفة التمويل تكلفة ثابتة تتحملها الشركة بغض النظر عن معدل العائد على الاستثمار أو العائد على المبيعات الذي تحققه الشركة وإن ارتفاع هذه التكلفة يكون بمثابة مصروف يطرح من الايراد وبالتالي يتم الاستفادة من الوفر الضريبي.

## قائمة المراجع

### المراجع العربية:

- أبو العز، محمد السعيد، تحليل القوائم المالية لأغراض الائتمان والاستثمار، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- إبراهيم، على يونس. (2010). تحليل الرفع المالي والتشغيلي وأثره في تقييم الأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية لعينة من شركات قطاع الصناعات البتروكيماوية السعودية، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، 34(2): 41-83.
- أحمد، محمد أبكر عمر السر الحسن. (2018). قياس أثر مؤشرات الرفع المالي في عوائد الأسهم السوقية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية، *مجلة Qalaa Zanist*، *المجلة اللبنانية الفرنسية، العراق، العدد الأول*، 469-487.
- التميمي، أرشد فواد. (2010). *الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات*، النسخة العربية، عمان الأردن، اليازوري للطباعة.
- الحمودني، الياس خضير وفانز هليل سريح الصبيحي. (2012) *العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم: دراسة عينة من الشركات الأردنية المساهمة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية*، 8(4): 147-169.
- الخطيب، محمد محمود. (2009). *الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات*، دار الحامد عمان، الأردن.
- الزبيدي، حمزة محمد. (2006). *اساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى مؤسسة الوراق للنشر*، عمان، الأردن.
- شلاش، سليمان واخرون. (2008). *العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الاعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي*، *مجلة المنارة*، 14(1): 45-81.
- الشيخ، عبد الرازق حسن. (2012). *دور حوكمة المنشآت في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاسها على سعر السهم*، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح. (2016). *العلاقة بين التحفظ المحاسبي والتحفظ المالي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، 2(1): 171-311.

العلی، أحمد. (2018). أثر الرفع المالي على السيولة والربحية – دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، 1(40): 173-205 عليوى، نشأت حكمت. (2019). أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية الاعمال، جامعة الشرق الأوسط.

النجار، جميل حسن. (2013). مدى تأثير الرافعة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة الازهر، 15 (1).  
النعمي، محمد عبد العال. (2011). أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركة التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 15(2)  
الهورى، سيد محمود. (1998). الادارة المالية وقرارات الاجل الطويل وقيمة المنشأة، جامعة القاهرة، مكتبة عين شمس.

### المراجع الأجنبية

- Ahmad, Z., Abdullah, N. M. H., & Roslan, S. (2012). Capital structure effect on firm's performance: Focusing on consumers and industrials sectors on Malaysian firms. *International Review of Business Research Papers*, 8(5): 137–155.
- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(2): 277–291.
- Aziidah, N. (2017). *The Effect of Financial Leverage on The Financial Performance of Kenyan Energy and Petroleum Firms Listed on the NSE*. United States International University-Africa.
- Brigham, E. F., & Houston, J. (2009). *Fundamentals of financial management (concise 6th ed.)*. South-Western Cengage Learning.
- Enekwe, C. I., Agu, C. I., & Eziedo, K. N. (2014). The effect of financial leverage on financial performance: Evidence of quoted pharmaceutical companies in Nigeria. *Journal of Economics and Finance*, 5(3): 17–25.



- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(3): 187–243.
- GWEYI, M. O., & Karanja, J. (2014). *Effect of financial leverage on financial performance of deposit taking savings and credit co-operative in Kenya.*
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1): 297–355.
- Javeed, L., & Tabassam, R. (2018). Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence from Listed Textile Industry of Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(4): 457-470.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2): 323–329.
- Pajkumar, R. (2014). Impact of Financial Leverage on Financial Performance Special Reference to John Keels Holdings PLC Sri Lanka, *Scientific Research Journal (SCIRJ)*, Volume II, Issue II, PP:15-20.
- Shibutse, R., E. Kalunda and G. Achoki. (2019). Effect of Leverage and Firm Size on Financial Performance of Deposit Taking Savings and Credit Cooperatives in Kenya, *International Journal of Research in Business and Social Science*, 8 (5): 182-193.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43 (1): 1–19.
- Urehman, S. S. F. (2013). Relationship Between Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence of Listed Sugar Companies of Pakistan, *Global Journal of Management and Business Research*, 13(8): 32-40.
- Van Horne, J. (n.d.). J., Wachowicz. (2005). “*Fundamentals of financial management.*” Pearson Education Limited,
- Van Horne, J. C., & Wachowicz Jr, J. M. (2005). Financial statement analysis. *Fundamentals of Financial.*

**Abstract:**

In a test study aimed at determining the impact of the financial leverage on the firm's financial performance indicators in the joint-stock companies listed on the Egyptian Stock Exchange, the study attempted to answer the following question: Is there a relationship between the financial leverage and the company's financial performance indicators, and in order to test the hypothesis of the study, the researcher relied on the traditional accounting standards of financial performance: Return on Assets (ROA), Return on Property Rights (ROE), Return on Sales (ROE), Return on Investment (ROI), and find out which ones are most affected by the financial upturn. Study A sample of 71 firms was selected after meeting certain conditions during the study period, which was from 2014 to 2018. Regression models have been used to analyze data and test hypotheses that have found a direct (positive) moral relationship between leverage and financial performance measured by return on property rights (ROE) There is a reverse moral relationship (negative) between leverage and financial performance measured by return on assets (ROA), while the results show no moral relationship to leverage and financial performance measured by return on sales (ROS).

**Keyword** : Financing structure, accounting returns, Financial leverage, market value.