



العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية

هل هناك تأثير لكفاءة الاستثمار؟

(دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية)

إعداد

ألفت علي مندور

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة جامعة الزقازيق

olfatmandour171250@gmail.com

إيمان حسن سليمان حسين

المعيدة بقسم المحاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

alasylyman764@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السادس والأربعون - العدد الثاني أبريل 2024

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

العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية هل هناك تأثير

لكفاءة الاستثمار؟

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

ملخص (Abstract)

تهدف هذه الدراسة إلي التحقق مما إذا كانت الرافعة المالية تؤثر علي الأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، وما إذا كانت العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية تتأثر بكفاءة الاستثمار. لذلك، تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة عن الأسئلة التالية: 1- ماهي التأثيرات المباشرة للرافعة المالية على الأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية؟ 2- ماهي التأثيرات غير المباشرة للرافعة المالية (عن طريق: كفاءة الاستثمار) على الأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية؟ 3- هل تتأثر العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي بكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة المصرية؟ ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة، تم الاستعانة بمقياسين محاسبيين للأداء هما: العائد علي الأصول والعائد علي حقوق الملكية، بالإضافة إلي ذلك تم الاعتماد علي القيمة المتبقية للبواقي (كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار) والتي تم تقديرها باستخدام نموذج (Biddle et al 2009, .) . وقد قامت الباحثة باختبار فرضيات الدراسة على عينة مكونة من 80 شركة مساهمة مصرية (315مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلي قطاعات غير مالية في الفترة 2015م إلي 2020م. وباستخدام أسلوب تحليل المسار، توصلت الباحثة إلي: (1) وجود علاقة دالة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات. (2) وجود علاقة دالة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار. وتتمثل نتيجة الدراسة في عدم وجود تأثيرات وسيطة، حيث أن كفاءة الاستثمار، لا تنطوي على تأثير ذي دلالة على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة.

الكلمات الدالة: الرافعة المالية، الأداء المالي، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، كفاءة

الاستثمار.

مشكلة البحث:

من القرارات المهمة التي تهتم بها الإدارة المالية وتقوم باتخاذها قرارات هيكل التمويل ، أي تحديد نسبة التمويل من مصادر قصيرة الأجل ومصادر طويلة الأجل ، وكذلك تحديد المزيج المناسب من مصدرين هما أموال الاقتراض وأموال الملكية، وفي حالة اعتماد الشركة علي التمويل بالمديونية فإنها تحقق أرباح حقيقية وستدفع فقط التكاليف الثابتة التي تتحملها والمتمثلة في فوائد القروض ، وتعد فوائد القروض من المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، وبالتالي يتولد عنها وفورات ضريبية لها آثار ايجابية علي أداء وقيمة الشركة ، لذلك تقوم الشركات التي ترتفع لديها حجم الضريبة علي الدخل بالاعتماد علي الأموال المقترضة من الغير (ابراهيم ، 2010: 52) .

ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام الشركة واختلاف أشكالها ، إلا أنه مازال هناك اهتمام بالطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي للشركة بين أموال الملكية وأموال الاقتراض ، وذلك لما لهذا التنوع من تأثير علي عنصرين أساسيين في نشاط الشركة هما العائد والمخاطرة ، لذلك يجب علي المدير المالي في كل شركة أن يختار الهيكل المالي الأنسب ، والذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها الشركة في تمويل أصولها ، ونسبة كل عنصر فيه ، مع الأخذ في الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطر (عبد الحميد ، 2011 : 168-169) .

وتعتبر القرارات الاستثمارية من أهم القرارات التي يتخذها المديرين، وتحدد تلك القرارات مدي نجاح أو فشل الشركة في تحقيق أهدافها وتلبية احتياجات المستثمرين والمقرضين، وتعد كفاءة الاستثمار أحد أهم الجوانب الأساسية التي تحدد قيمة الشركة وبالتالي مستوي أدائها، لذلك فقد زاد الاهتمام في الأونة الأخيرة بضرورة زيادة كفاءة الاستثمار وذلك نتيجة انفصال الملكية عن الإدارة فإن المديرين قد يقومون بالدخول في مشروعات استثمارية غير مربحة من أجل زيادة منافعهم الشخصية علي حساب مصالح المساهمين (خلف ، 2020: 3) .

وعلى الرغم من أن الاستثمار الناجح يخلق قيمة للمساهمين ويدفع الشركات إلى معدلات أعلى من النمو إلا أنه قد تفشل الشركات في الاستثمار بكفاءة ويرجع ذلك إلى تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين. حيث أن العديد من مشاكل الوكالة تؤدي إلى الإفراط في الاستثمار (over investment) أو نقص الاستثمار (under investment) (Ward et al ., 2020) . (349:)

وتشير كفاءة الاستثمار إلى تنفيذ المشروعات الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، ويوجد تعريف آخر لكفاءة الاستثمار وهو المستوي الأمثل للاستثمار، حيث أن المستوي الأمثل للاستثمار قد لا يتحقق دائماً وغالباً ما يكون هناك ابتعاد عن هذا المستوي وهو ما يترتب عليه عدم كفاءة القرارات الاستثمارية بسبب بعض مظاهر الخلل المرتبطة بالسوق، والتي من أهمها عدم تماثل المعلومات (سنبل، 2014 : 71) .

وعرف (Biddle et al , 2009 :3) كفاءة الاستثمار أنها قيام الشركات بتنفيذ جميع المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة ، وذلك بافتراض عدم وجود مشاكل في السوق والتي تتمثل في :

- الاختيار العكسي Adverse Selection : والذي ينتج عن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف الخارجية بما يؤثر سلباً علي الكفاءة الاستثمارية .
- الخطر الأخلاقي: ويقصد به قيام الإدارة باتخاذ قرارات استثمارية معينة تحقق لها مصالحها الشخصية على حساب مصلحة حملة الأسهم، ويحدث ذلك عند الاستثمار في مشروعات استثمارية عالية المخاطر أو تأجيل الاعتراف بالخسائر الناتجة عن بعض المشروعات الاستثمارية منخفضة الجودة بهدف تعظيم الأرباح التي يتم التقرير عنها في الفترة الحالية.

● مشاكل الوكالة: التي تنتج عن تعارض المصالح بين الإدارة والأطراف الخارجية. وتعتمد استثمارات الشركة علي فرص النمو المتاحة لديها حيث تعكس صافي القيمة الحالية لاستثمارات الشركة (Cherkasova et al , 2017 : 455) ، ويمكن لحجم الاستثمارات السابقة ومعدلات النمو أن تؤثر علي حجم الاستثمار في الشركة لذلك تعمل الشركة علي رفع كفاءة الاستثمار وتوظيف أموال المدخرين في المشروعات الاستثمارية التي لديها فرص استثمارية وتحتاج إلي التمويل من أجل الحصول علي العوائد المناسبة (Shin et al , 2019 : 11) .

وعند الربط بين الرافعة المالية وقدرة الشركة علي تحقيق كفاءة الاستثمار وتحسين أداء الشركة نجد أن الشركة تقوم بالحصول علي الأموال من الغير وذلك رغبة في اقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة وتحقيق مستوي الاستثمار الأمثل الذي تتحقق عنده كفاءة الاستثمار ويتحسن أداء الشركة ، بينما علي النقيض الآخر قد تفرط الشركة في الاستثمار في كافة البدائل المتاحة سواء كانت تحقق عائد جيد في المستقبل أم خسارة ويعتبر ذلك إهدار لموارد الشركة وتسمى هذه الحالة

افراط استثماري ويمثل أحد أشكال عدم الكفاءة الاستثمارية ، ويؤثر ذلك سلبا علي أداء الشركة ، وأيضا عندما لا تقوم الشركة باستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة رغم ثبوت جدواها الاقتصادية وتضيع الشركة هذه الفرص الجيدة وتسمي هذه الحالة نقص في الاستثمار ويمثل أيضا أحد أشكال عدم الكفاءة الاستثمارية ، وتؤثر أيضا سلبا علي أداء الشركة .

من هذا المنطلق ونظرا لوجود أدلة بشأن العلاقات بين الرافعة المالية وكل من الأداء المالي وكفاءة الاستثمار، يمكن القول إن العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة قد تتأثر بحالة أو متغير ثالث هو كفاءة الاستثمار، والذي قد يؤثر على العلاقة بينهما، لذا يمكن عرض مشكلة الدراسة الحالية من خلال طرح التساؤلات التالية:

- 1- هل هناك تأثير مباشر للرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة المصرية؟
- 2- هل هناك ارتباط لكفاءة الاستثمار بكل من الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية؟
- 3- هل هناك تأثير لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية؟
- 4- هل المسار غير المباشر للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة – من خلال كفاءة الاستثمار – ذو دلالة أكثر عن المسار المباشر لتفسير تلك العلاقة؟

هدف البحث:

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الرئيسي في دراسة العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية الآتية:

- 1- دراسة واختبار العلاقة المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية.
- 2- دراسة واختبار العلاقة غير المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال دراسة الأثر الوسيط لكفاءة الاستثمار على تلك العلاقة، ويتطلب ذلك:
 - دراسة واختبار العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار.
 - دراسة واختبار العلاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية.
- 3- اختبار التأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة للرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة المصرية.

4- تحديد مدى مساهمة كل مسار من المسارين المباشر وغير المباشر في تفسير العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، وكذلك تحديد مدى دلالة كلاً من المسارين في تفسير تلك العلاقة.

أهمية البحث:

ترجع أهمية الدراسة الحالية إلى عدة عوامل أو اعتبارات لعل من أهمها ما يلي:

- 1- تسهم هذه الدراسة في معالجة القصور الذي اكتنف الدراسات السابقة التي اختبرت العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي نتيجة تجاهل احتمال تأثر تلك العلاقة بمتغير ثالث وهو كفاءة الاستثمار، وذلك من خلال اجراء دراسة اختبارية تراعي تأثير هذا المتغير عند اختبار تلك العلاقة.
- 2- تسهم الدراسة الحالية في تفسير التناقض أو التعارض في نتائج الدراسات السابقة التي استهدفت التحقق من تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي معبرا عنه بالمؤشرات المحاسبية التقليدية المستندة إلى رقم صافي الربح المحاسبي المنشور، وذلك من خلال تقديم كفاءة الاستثمار كمتغير مفسر لهذا التناقض أو التعارض، مما يكسب الدراسة الحالية بعدا جديدا تم تجاهله من قبل الدراسات السابقة ذات الصلة.
- 3- تتبع أهمية هذه الدراسة من الدور الذي تلعبه أموال الاقتراض في تنمية الشركات ولاسيما إذا ما وظفت هذه الأموال في المجالات الاستثمارية بشكل رشيد، لذا فهذه الدراسة تساهم في بناء إطار علمي لاتخاذ القرارات المالية في مجالات تدبير واستخدام الأموال بشكل يعظم من قيمة الشركة وبالتالي من الأداء وهذا يمثل هدفا اساسيا للإدارة المالية وبالتالي للمديرين الماليين للشركات.
- 4- تتمثل أهمية الدراسة في منفعتها لكل من المستثمرين، والمقرضين، وسوق الأوراق المالية وغيرهم من أصحاب المصالح في البيئة المصرية، وذلك من خلال التحليل الذي ستقدمه الباحثة لأثر كفاءة الاستثمار على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية.
- 5- ندرة الدراسات العربية والأجنبية - في حدود علم الباحثة - التي اهتمت بدراسة التأثير الذي يمكن أن تمارسه كفاءة الاستثمار على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي، ولعل هذا الأمر هو ما يميز الدراسة الحالية عن بقية الدراسات السابقة ذات الصلة.

حدود البحث:

يقتصر هذا البحث على دراسة التأثيرات المباشرة والوسيطية بين الرافعة المالية، كفاءة الاستثمار، والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية والتي تنتمي لقطاعات اقتصادية مختلفة، وذلك بعد استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية نظراً لاختلاف طبيعة عملها وتقاريرها المالية عن الشركات غير المالية، وذلك خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2019.

خطة البحث:

تمشيا مع طبيعة مشكلة الدراسة، وتحقيقاً لأهدافها، تسير خطة البحث على النحو التالي:

- الفصل الأول: خلفية نظرية للرافعة المالية والأداء المالي للشركات
المبحث الأول: هيكل التمويل والرافعة المالية، ومؤشرات قياسها.
المبحث الثاني: ماهية الأداء المالي ومؤشرات قياسه.
- الفصل الثاني: الرافعة المالية وعلاقتها بالأداء المالي وكفاءة الاستثمار (خلفية نظرية)
المبحث الأول: كفاءة الاستثمار (خلفية نظرية).
المبحث الثاني: التأثيرات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة (خلفية نظرية).
(الرافعة المالية، الأداء المالي، كفاءة الاستثمار)
- الفصل الثالث: الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات الدراسة
المبحث الأول: الدراسات السابقة والتعليق عليها.
المبحث الثاني: اشتقاق فرضيات الدراسة.
- الفصل الرابع: الدراسة الاختبارية
المبحث الأول: تصميم الدراسة الاختبارية
- مجتمع وعينة الدراسة
- مصادر الحصول على البيانات
- نماذج الدراسة والقياس الاجرائي لمتغيرات الدراسة
المبحث الثاني: اختبار فرضيات الدراسة
- الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة
- نتائج تحليل الارتباط

- نتائج اختبارات فرضيات الدراسة

المبحث الثالث: خلاصة الدراسة والدراسات المستقبلية

- خلاصة الدراسة

- الدراسات المستقبلية

المراجع

■ المراجع العربية

■ المراجع الأجنبية

الفصل الأول: خلفية نظرية للرافعة المالية والأداء المالي للشركات:

المبحث الأول: هيكل التمويل والرافعة المالية، ومؤشرات قياسها:

يعرف (Brealey et al, 2001: 430) الرافعة المالية بأنها أموال الاقتراض التي تستخدمها الشركة في تعظيم العائد من العمليات التشغيلية ، ومن ثم تعظيم ثروات المساهمين، وكلما زادت الرافعة المالية عن المستوي المطلوب زادت تكلفة التمويل وبالتالي انخفاض العائد ، ويوجد مجموعة من العوامل التي تؤثر علي قرارات الرافعة المالية وتتمثل هذه العوامل في ثلاث نظريات هما نظرية المفاضلة وتنص هذه النظرية علي قيام الشركة بتقييم المنافع والتكاليف لكل نوع من أنواع التمويل ثم اختيار مقدار الديون المطلوب ، ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل وتنص هذه النظرية علي أنه من الأفضل للشركة الاعتماد علي التمويل الداخلي ، ونظرية الوكالة وتفترض هذه النظرية وجود علاقة بين المساهمين والمديرين ، ومؤشرات الرافعة المالية تتمثل في نسبة الرفع المالي لقياس مدى قدرة الشركة في الاعتماد علي القروض لتمويل مشروعاتها ، نسبة الديون إلي حقوق الملكية لقياس مدى مساهمة الدائنين في أصول الشركة ، ونسبة حقوق الملكية إلي إجمالي الأصول لقياس مدى اعتماد الشركة على التمويل الداخلي في تمويل أصولها ، ومزايا الرافعة المالية تتمثل في زيادة العائد علي المساهمين والاستفادة من الوفر الضريبي والسيطرة علي الشركة والقدرة علي بناء سمعة تجارية للشركة وعلي الرغم من المميزات التي تستفيد منها الشركة عند الاقتراض إلا أنه يوجد مجموعة من الصعوبات التي تواجه الشركة عند الاقتراض منها المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة والتي تتمثل في عدم القدرة علي السداد والوفاء بالالتزامات ونقص العائد المتحصل عليه مما يعرض الشركة للإفلاس.

المبحث الثاني: ماهية الأداء المالي ومؤشرات قياسه:

يشير الأداء المالي إلى مدي قدرة الشركة علي استخدام الأصول وتحقيق أرباح حالية ومستقبلية مما ينعكس علي التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية ، وقد يستخدم لمقارنة الشركات المماثلة في نفس الصناعة (عازر ، 2021: 265) ، ويعد الأداء المالي هدف رئيسي لجميع الشركات ، لتحقيق مستوي أداء يتلائم مع الأهداف الموضوعه مسبقا ، ويتمثل الأداء المالي في تحقيق نسبة سيولة تعزز موقف الشركة الائتماني وتحقق مستويات مناسبة من الربحية تتمثل في العوائد علي الأصول والملكية الأداء المالي للشركة هو الاستغلال الأمثل لموارد الشركة من أجل تحقيق الأهداف المطلوبة بكفاءة ويعتبر الأداء المالي أداة لتحفيز العاملين علي بذل الجهد لتحقيق الأهداف المطلوبة وأيضا أداة لتحفيز القرارات الاستثمارية ، ويتمثل الهدف من الأداء المالي في تحقيق الاستقرار المالي ونمو الشركة من أجل البقاء والاستمرار وتحقيق المزيد من الأرباح وتوفير سيولة من أجل مواجهة الالتزامات ،

الفصل الثاني: الرافعة المالية وعلاقتها بالأداء المالي وكفاءة الاستثمار:

المبحث الأول: كفاءة الاستثمار (خلفية نظرية)

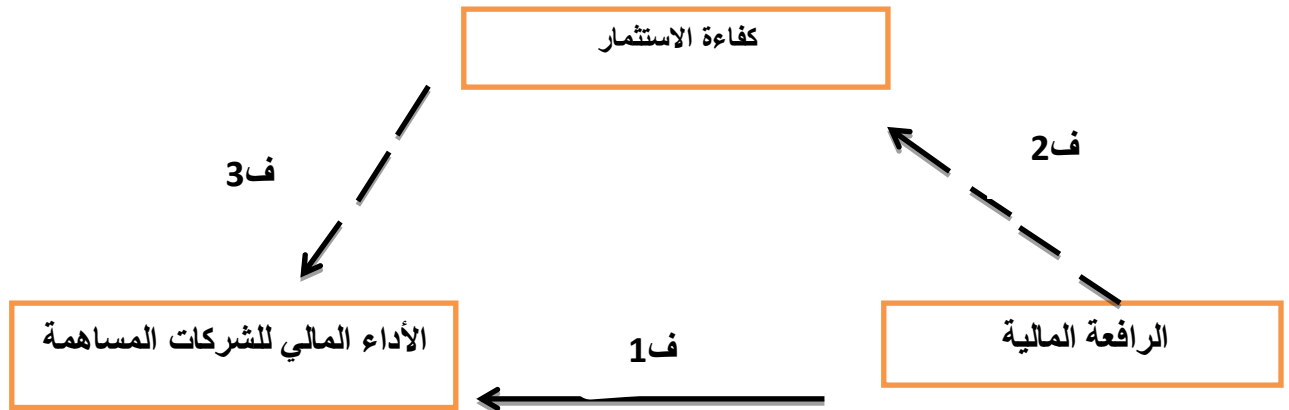
وتعني كفاءة الاستثمار: الاستثمار عند المستوي الأمثل ، وأن الانحراف عن هذا المستوي إما يعبر عن استثمار زائد وهو الاستثمار فوق المستوي الأمثل ، أو استثمار ناقص وهو الاستثمار دون المستوي الأمثل، ويرجع الانحراف عن المستوي الأمثل أو المخطط للاستثمار إلى وجود ظاهرة عدم تماثل المعلومات والتي تؤدي بدورها إلى مشاكل الأخلاقي وهو اتخاذ الإدارة إجراءات انتهائية تضر بمصلحة المساهمين ، وإلى مشاكل الاختيار السلبي وهو قيام الإدارة بإصدار أوراق مالية مغالٍ في سعرها تؤدي إلي احجام المستثمرين عن الاستثمار في تلك الأوراق وهو ما يقود إلى قيود مالية تتسبب في مشكلة الاستثمار الناقص (العزب ، 2017: 60) ، ويوجد العديد من المحددات التي تؤثر علي كفاءة الاستثمار منها حوكمة الشركات ، ومستوي حيازة الديون ، وكفاءة سوق رأس المال ، والقدرة علي الحصول علي التمويل الخارجي ، وجودة التقارير المالية وذلك لأنه في حالة وجود تقارير مالية عالية الجودة فإن ذلك يقلل من ظاهرة عدم تماثل المعلومات ، وسوف تعتمد الباحثة في قياس كفاءة الاستثمار علي بواقي الانحراف عن الاستثمار المتوقع (كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار) المتحصل عليها من نموذج الانحدار المتعدد، حيث أن البواقي الموجبة

تشير إلي الاستثمار الأكثر من اللازم (*overinvestment*)، أما البواقي السالبة تشير إلي الاستثمار الأقل من اللازم (*underinvestment*).

المبحث الثاني : التأثيرات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة (الرافعة المالية ، الأداء المالي ، كفاءة الاستثمار)

أولاً: التأثيرات المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي:

هناك ثلاثة مسارات للبحث تأخذ في الاعتبار العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة، العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، والعلاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركة. ويمكن توضيح الهيكل الأساسي من خلال خريطة المسار، حيث يتم تمثيل العلاقات من خلال أسهم للمسارات (انظر شكل رقم 1)



شكل رقم (1) : مسار العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي

التأثيرات المباشرة للرافعة المالية على الأداء المالي للشركة. ←

التأثيرات غير المباشرة للرافعة المالية على الأداء المالي للشركة. ← - - -

يوجد جدل كبير بين الباحثين بشأن مدى فعالية الرافعة المالية في دعم وتعزيز أداء الشركة. فمن ناحية ، أشار (Pochori et al ,2012 : 12) إلي أنه في حالة زيادة اعتماد الشركة علي الديون في تمويل العمليات الخاصة بها، فإن الرافعة المالية يمكن أن يكون لها تأثير إيجابي علي الأداء المالي للشركة، وتكون العلاقة إيجابية بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة أو العكس، وتعتبر مقاييس الربحية أساس يعكس أثر الرافعة المالية علي الأداء المالي للشركة.

وبشكل عام فإن التوسع في الرافعة المالية يتوقف علي قدرة الشركة علي استغلال الأموال المقترضة بكفاءة وفعالية من أجل تحقيق معدلات أعلى من الربحية، وبالتالي تحسين الأداء المالي

للشركة، وفي هذه الحالة تكون الرافعة المالية جيدة حيث تحقق عوائد تفوق تكلفة التمويل ، وقد تكون الرافعة المالية متوسطة وذلك عندما تحقق عوائد تتساوي مع تكلفة التمويل ، وقد تكون الرافعة المالية عكسية عندما تحقق عوائد أقل من تكلفة التمويل (النجار ، 2013 : 289) .

وعندما تستطيع الشركة استثمار الأموال المقترضة جيدا وتحقيق عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة فإن الرافعة المالية في هذه الحالة تصبح مرغوب فيها لأن الشركة تحقق معدلات ربحية عالية وبالتالي يتحسن أدائها. أما في حالة عدم قدرة الشركة علي استثمار أموال الاقتراض فإنها تتعرض لمخاطر عالية وتحقق خسائر ويؤدي ذلك إلى تدهور أدائها وبالتالي تصبح الرافعة المالية غير مرغوب فيها (Bringham et al , 2009 : 10).

ويشير التحليل السابق إلى أن الاستعانة بالديون في تمويل أصول الشركة يترك أثر ايجابية علي أداء الشركة ، خاصة إذا كانت نسبة الديون إلى حقوق الملكية منخفضة ، ويؤيد ذلك ما ورد في دراسة (Abor , 2005) وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وأداء الشركة. وعلي النقيض مما سبق ، يشير عدد آخر من الدراسات مثل (Rosink , 2020 ; Soumadi et al , 2012 ; Ali , 2013 ; Twairesh , 2014) إلي وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وأداء الشركة ذلك لأن زيادة نسبة الديون في هيكل رأس المال يمكن أن يضيف المزيد من المخاطر نتيجة استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد الاقتراض.

بعد التعرض في هذا المبحث للعلاقة المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة، تقوم الدراسة في القسم الثاني بدراسة العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي في حالة وجود كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط.

ثانياً: التأثيرات غير المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي

يهدف هذا المبحث إلى التأسيس النظري للعلاقة غير المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة، وذلك من خلال كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط بينهما على النحو التالي:

أ- مسار العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار

أشارت دراسة (Ferrando et al , 2017) إلي أن الرافعة المالية يمكن أن تحسن أو تلحق الضرر بكفاءة الاستثمار ويتم ذلك من خلال فرص النمو والأموال المتاحة والمرونة المالية ، وانخفاض مستوى الرافعة المالية يؤدي إلي زيادة المرونة المالية للشركة وترتبط المرونة المالية للشركة بالقدرة علي متابعة الاستثمارات والدخول في استثمارات جديدة وبالتالي زيادة كفاءة

الاستثمار ، بينما أشارت دراسة (Liu , 2018 : 25) إلى أن ارتفاع مستوى الرافعة المالية يؤدي إلى تحفيز الاستثمار المفرط مما يؤدي إلى وجود استثمارات غير كفء وبالتالي تتخفف كفاءة الاستثمار .

وتوصلت الكثير من الدراسات إلى مزيج من العلاقات السالبة والموجبة بين كفاءة الاستثمار والرافعة المالية في الشركة ، حيث أشارت (زريقات ، 2018 : 324) إلى أنه في حالة زيادة مستويات الرافعة المالية بالشركة فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة ومخاطر الإفلاس ومن ثم التصفية ، إلا أنه لا يتم استخدام الدين بحرية مطلقة وإنما يستخدم إلى الحد الذي لا يفاقم مشكلة الوكالة ومخاطر الإفلاس، فزيادة هذه التكاليف يؤدي إلى تراجع صافي الوفرة الضريبية التي تحققها الشركة من وراء استخدام الدين ، ووصول الشركة إلى كامل طاقة الاقتراض وهو ما سيحد من قدراتها علي قراراتها الاستثمارية وبالتالي تخليها عن الفرص الاستثمارية المربحة التي تساهم في تعظيم ثروة المساهمين وتحسين الأداء ، وهذا يشير إلى أن الرافعة المالية تؤثر بالسلب علي الكفاءة الاستثمارية للشركة ويؤيد ذلك ما ورد في الدراسات التالية (Khanqah , 2021 ; lok ; Lui , 2018 ; 2013; Eisdorfer et al , 2015) وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار .

وعلي النقيض مما سبق ، يشير عدد آخر من الدراسات مثل (Bimo et al , 2022 ; ; Moradi , 2021 ; Bzeouich et al , 2019) إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار وذلك لأنه في حالة ما إذا كانت مستويات الرافعة المالية بالشركة منخفضة فإن ذلك يؤثر بالإيجاب علي القرارات الاستثمارية من خلال انخفاض تكاليف الوكالة ، وانخفاض تكاليف الإفلاس ، وارتفاع صافي الوفر الضريبي ، وقد تصل الشركة إلى حدود تكون فيها طاقتها الاقتراضية عالية ، الأمر الذي يرفع من مرونة قرارات الشركة الاستثمارية ويجعلها قادرة علي اغتنام الفرص الاستثمارية المتاحة بسبب وفرة المصادر التمويلية لديها ، وفي حالة نجاح إدارة الشركة في اغتنام الفرص الاستثمارية المتاحة لديها بحيث تحقق عائد علي الاستثمار يفوق الفوائد المدفوعة من أجل الحصول علي الأموال فإن ذلك ينعكس بالإيجاب علي الكفاءة الاستثمارية للشركة .

ب- مسار العلاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي

وأشارت دراسة (يوسف ، 2018 : 31) إلى أن كفاءة القرارات الاستثمارية تؤثر بشكل مباشر علي قدرة الشركة علي تحسين أدائها وزيادة ثرواتها وخلق قيمة للشركة وذلك من خلال

المعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها من قبل الشركة ، ومن خلال المؤشرات المالية المستخرجة من التقارير المالية يتخذ المستثمرين قراراتهم الاستثمارية كسواء أو بيع ما يملكونه من أسهم أو زيادة الاستثمار في وحدات اقتصادية أخرى ، واستنادا علي قراراتهم تتدفق رؤوس الأموال داخل الحدود وعبر الحدود ، وبالتالي تتكون لديهم السلطة علي تخصيص أو سحب هذه الأموال ، وهذا يعني أن المستثمرين لديهم القدرة علي التأثير علي الشركات التي يستثمرون فيها ، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثروتهم وتحسين أدائهم ويؤيد ذلك ما ورد في الدراسات التالية مثل (Poursoleyman et al , 2022Tice , 2015) وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار وأداء الشركة .

أشارت دراسة (شعراوي ، 2021: 177) إلي أن توفير النقدية اللازمة للاستفادة من الفرص الاستثمارية الجديدة والجيدة ومواجهة التغيرات غير المتوقعة في ظروف التشغيل ينعكس علي أداء وقيمة الشركة ، وذلك لأنه في حالة توافر الأموال اللازمة للدخول في الاستثمارات ذات صافي قيمة حالية موجبة فإن ذلك ينعكس علي أداء الشركة بالإيجاب ، أما في حالة عدم توافر الأموال اللازمة للدخول في المشروعات الاستثمارية فإن الشركة لا يمكنها استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة حتي لو كانت جيدة وذلك بسبب نقص السيولة اللازمة للدخول في تلك الاستثمارات وهذا ينعكس علي أداء الشركة بالسلب ، وإذا كان اعتماد الشركة علي الديون بقدر ما تحتاج فإن ذلك يحسن من أدائها ، أما في حالة زيادة الاعتماد علي الأموال المقترضة دون أن يكون هناك كفاءة في استخدام هذه الأموال ، أو توظيفها في استثمارات مربحة ، وتكون تكلفة الديون تتجاوز العائد المتحصل منها ، فإن هذا يؤدي إلى زيادة مخاطر الإفلاس وهذا يؤثر سلباً علي الأداء ويؤيد ذلك ما ورد في دراسة (Nguyen Tronget et al , 2020) وجود علاقة سالبة بين كفاءة الاستثمار وأداء الشركة .

الفصل الثالث: الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات الدراسة:

المبحث الأول: الدراسات السابقة والتعليق عليها:

يعرض الجدول رقم (2) الدراسات السابقة التي توصلت إليها الباحثة والتي تناولت علاقة الرافعة المالية بأداء الشركات المساهمة المصرية وهل هناك تأثير لكفاءة الاستثمار على العلاقة بينهما؟

جدول رقم: (1) الدراسات السابقة التي تناولت علاقة الرافعة المالية بأداء الشركات المساهمة المصرية وهل هناك تأثير لكفاءة الاستثمار على العلاقة بينهما؟

أولاً: دراسات تناولت العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي	
1-دراسة (Soumadi et al , 2012)	
عنوان الدراسة	(Capital Structure and Corporate performance) هيكل رأس المال وأداء الشركة .
هدف الدراسة	دراسة تأثير هيكل رأس المال علي أداء الشركات الأردنية.
المتغير المستقل	الرافعة المالية (وتقاس بنسبة إجمالي الديون الي إجمالي الأصول).
المتغير التابع	الأداء (ويقاس بمعدل العائد علي حقوق الملكية).
العينة والفترة	76 شركة من عام 2001 حتي عام 2006
النتائج	وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وأداء الشركات.
2-دراسة (Ali, 2013)	
عنوان الدراسة	(Effect of Capital Structure On the performance of Firms : Evidence from Pakistan and Indian Stock Market) تأثير هيكل رأس المال علي أداء الشركات الباكستانية والهندية.
هدف الدراسة	دراسة تأثير هيكل رأس المال علي أداء الشركات الباكستانية والهندية.
المتغير المستقل	الرافعة المالية (وتقاس بنسبة الديون طويلة الأجل أو الديون قصيرة الأجل إلي إجمالي الأصول).
المتغير التابع	الأداء (ويقاس بمعدل العائد علي الأصول).
العينة والفترة	73 شركة باكستانية و 83 شركة هندية من عام 2000 حتي عام 2010.
النتائج	وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وأداء الشركة.
3-دراسة (Twairsh , 2014)	
عنوان الدراسة	(The Impact of Capital Structure on Firms performance: Evidence from Saudi Arabia) تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال علي أداء الشركات السعودية.
هدف الدراسة	دراسة تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال علي أداء الشركات السعودية.
المتغير المستقل	الرافعة المالية (وتقاس بنسبة الديون الإجمالية أو الديون طويلة الأجل أو الديون قصيرة الأجل إلي إجمالي الأصول).
المتغير التابع	الأداء (ويقاس بمعدل العائد علي الأصول و معدل العائد عل حقوق الملكية).
العينة والفترة	74 شركة سعودية من عام 2004 حتي عام 2012.
النتائج	<ul style="list-style-type: none"> وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (مقاسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلي إجمالي الأصول) و أداء الشركة (مقاس بمعدل العائد علي حقوق الملكية). عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية (مقاسة بنسبة الديون الإجمالية ،أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلي إجمالي الأصول) و أداء الشركة (مقاس بمعدل العائد علي حقوق الملكية).
4-دراسة (Rosink , 2020)	
عنوان الدراسة	(The Impact of Capital Structure on Firm Performance in Western Europe) تأثير هيكل رأس المال علي أداء الشركات في أوروبا الغربية.

هدف الدراسة	دراسة تأثير هيكل رأس المال علي أداء الشركات في أوروبا الغربية .
المتغير المستقل	هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (ويقاس بنسبة الديون الإجمالية ، أو الديون طويلة الأجل، أو الديون قصيرة الأجل الي إجمالي الأصول).
المتغير التابع	الأداء (ويقاس بمعدل العائد علي الأصول ، و معدل العائد علي حقوق الملكية).
النتائج	وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية و الأداء
ثانياً : دراسات تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار .	
1- دراسة (Liu ,2018)	
عنوان الدراسة	(Financial Leverage , Growth and Investment Efficiency) الرافعة المالية والنمو وكفاءة الاستثمار.
هدف الدراسة	دراسة الرافعة المالية والنمو وكفاءة الاستثمار في الشركات الصينية
المتغير المستقل	الرافعة المالية (وتقاس بنسبة إجمالي الديون إلي إجمالي الأصول).
المتغير التابع	كفاءة الاستثمار (وتقاس من خلال نموذج Richardson 2006).
العينة والفترة	7650 شركة من عام 2013 حتي عام 2016.
النتائج	وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار .
2- دراسة (Bzeouich et al,2019)	
عنوان الدراسة	(Earnings management and corporate investment efficiency :does the board directors matter?) إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار.
هدف الدراسة	دراسة العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار في الشركات الفرنسية و دراسة تأثير خصائص مجلس الإدارة علي هذه العلاقة .
المتغير المستقل	الرفع المالي (ويقاس بنسبة إجمالي الديون إلي إجمالي الأصول).
المتغير التابع	كفاءة الاستثمار (وتقاس من خلال نموذج Richardson 2006)
العينة والفترة	87 شركة من عام 2011 حتي عام 2015.
النتائج	وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار .
3- دراسة (Moradi , 2021)	
عنوان الدراسة	(Exploring the moderator role of audit quality in the impact of corporate governance on investment efficiency of the companies exchange palArch's)stock تأثير حوكمة الشركات علي كفاءة الاستثمار للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية و تأثير جودة المراجعة علي هذه العلاقة.
هدف الدراسة	دراسة تأثير حوكمة الشركات علي كفاءة الاستثمار للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية و دراسة تأثير جودة المراجعة علي هذه العلاقة .
المتغير المستقل	الرافعة المالية (وتقاس بنسبة إجمالي الديون إلي إجمالي الأصول) .
المتغير التابع	كفاءة الاستثمار (وتقاس من خلال نموذج Biddle et al ,2009).
العينة والفترة	108 شركة من عام 2013 حتي عام 2019.
النتائج	وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار .
4- دراسة (Iok , 2021)	
عنوان الدراسة	(The Role of the European Sovereign Debt Crisis on the impact of on Leverage Corporate Investment Efficiency)

تأثير أزمة الديون الأوروبية علي العلاقة بين الرافعة المالية علي كفاءة الاستثمار.	
هدف الدراسة	دراسة تأثير الرافعة المالية علي كفاءة الاستثمار وتأثير أزمة الديون الأوروبية علي هذه العلاقة
المتغير المستقل	الرافعة المالية (وتقاس بنسبة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول).
المتغير التابع	كفاءة الاستثمار (وتقاس بمقياسين الطريقة المثلي ونموذج Richardson 2006).
العينة والفترة	4451 شركة من عام 2011 حتي عام 2019.
النتائج	وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار.
ثالثاً : دراسات تناولت العلاقة بين كفاءة الاستثمار والاداء .	
1- دراسة (Tice , 2015)	
عنوان الدراسة	(The Effect of Relative Performance Evaluation on Investment Firm Performance) and Efficiency
هدف الدراسة	أثر تقييم الأداء النسبي علي العلاقة بين كفاءة الاستثمار والاداء.
المتغير المستقل	دراسة أثر تقييم الاداء النسبي علي العلاقة بين كفاءة الاستثمار والاداء في الولايات المتحدة.
المتغير التابع	كفاءة الاستثمار (وتقاس من خلال نموذج Richardson 2006).
العينة والفترة	الاداء (ويقاس بمعدل العائد علي الأصول ومعدل العائد علي المساهمين).
النتائج	8493 شركة من عام 2006 حتي عام 2012.
	وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار والاداء .
2- دراسة (Nguyen Tronget et al , 2020)	
عنوان الدراسة	(The Moderation Impact of Debt and Dividend Policies and over Investment on Firm Performance)
هدف الدراسة	تأثير الديون والأرباح والإفراط في الاستثمار علي أداء الشركات.
المتغير المستقل	دراسة تأثير الديون والأرباح والإفراط في الاستثمار علي أداء الشركات الفيتنامية.
المتغير التابع	الإفراط في الاستثمار (ويقاس من خلال نموذج Richardson 2006).
العينة والفترة	الاداء (ويقاس من خلال نموذج Chen et al , 2017).
النتائج	669 شركة من عام 2008 حتي عام 2018.
	وجود علاقة سالبة بين كفاءة الاستثمار والاداء .
3- دراسة (Poursoleyman et al , 2022)	
عنوان الدراسة	(The Business sustainability performance and corporate financial performance: mediating role of optimal investment)
هدف الدراسة	أثر كفاءة الاستثمار علي العلاقة بين أداء استدامه الأعمال والأداء المالي.
المتغير المستقل	دراسة أثر كفاءة الاستثمار علي العلاقة بين أداء استدامه الأعمال والأداء المالي للشركات الأمريكية .
المتغير التابع	كفاءة الاستثمار (ويقاس من خلال نموذج Biddle et al , 2009).
العينة والفترة	الاداء (ويقاس بمعدل العائد علي الأصول) .
النتائج	3701 شركة من عام 2007 حتي عام 2015.
	وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار والاداء .

التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء ما تم عرضه من دراسات سابقة، يمكن التوصل إلي ما يلي:

1. اجتمعت معظم الدراسات على قياس الرافعة المالية بأي من نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون الإجمالية، أو الديون طويلة الاجل إلى إجمالي الأصول. وقياس الأداء المالي باستخدام العائد على الأصول، العائد علي حقوق الملكية. وقياس كفاءة الاستثمار باستخدام الطريقة المثلي، نموذج (Richardson, 2006)، أو نموذج (Biddle et al., 2009) وسوف تعتمد الدراسة الحالية في قياس الرافعة المالية علي نسبة إجمالي الديون إلي إجمالي الأصول ، و قياس الأداء المالي باستخدام العائد علي الأصول ، العائد علي حقوق الملكية وقياس كفاءة الاستثمار باستخدام (نموذج Biddle et al., 2009) حيث يعد هذا النموذج أفضل مقياس وذلك لتوافر البيانات الخاصة به ، وسهولة احتسابه .
2. تعد الدراسة الحالية امتداد لهذه الدراسات السابقة، وتأتي مساهمة الدراسة الحالية من دراسة الأثر الوسيط لكفاءة الاستثمار علي العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية وخاصة في ظل عدم وجود دراسات سابقة تعرضت لاختبار الأثر الوسيط لكفاءة الاستثمار علي العلاقة بين الرافعة المالية والاداء المالي.
3. اعتمدت الدراسات السابقة علي الدراسات الاختبارية من حيث المنهجية المتبعة في كل منهما، وتري الدراسة أن الدراسة الاختبارية هي الأفضل لتحقيق الهدف المطلوب وتوفير أساس ملائم لتعميم النتائج .
4. اعتمدت بعض الدراسات علي اسلوب تحليل الانحدار لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، ولإجراء هذه الدراسة سوف يتم استخدام أسلوب تحليل الانحدار واسلوب تحليل المسار حيث يوجد تأثير مباشر بين المتغير المستقل (الرافعة المالية) والمتغير التابع (الأداء المالي) ، ويوجد تأثير غير مباشر للرافعة المالية (عن طريق : كفاءة الاستثمار) علي الأداء المالي .

المبحث الثاني: اشتقاق فرضيات الدراسة:

توجد دراسات عديدة (مثل) ؛ Rosink , 2020 ؛ Twairesh , 2014 ؛ Ali , 2013 ؛ Soumadi et al 2012 ؛ Ebaid , 2009 ؛ Abor , 2005) اختبرت العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة وأخفقت في التوصل إلى علاقة معنوية بينهما ، ونظرا لوجود تعارض في نتائج الدراسات السابقة التي أجريت بهدف اختبار العلاقة بين الرافعة المالية والأداء

المالي للشركة ، فإنه يمكن للباحثة صياغة الفرضية الأولى للدراسة الحالية في صورة الفرض
العدم ، وذلك علي النحو التالي :

ف1 : لا توجد علاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات .

وتوجد دراسات أخرى مثل (Eisdorfer et al , 2013 ؛ Khanqah , 2015 ؛ Lui ,
2018 ؛ Oh et al , 2018 ؛ Bzeuich et al , 2019 ؛ Moradi , 2021 ؛ Lok , 2021 ؛
Bim et al , 2022) تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار ، وتوصلت إلي نتائج
متضاربة ، ونظرا لوجود تعارض في نتائج الدراسات السابقة التي اجريت بهدف اختبار العلاقة
بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار ، فإنه يمكن للباحثة صياغة الفرضية الثانية للدراسة الحالية
في صورة فرض العدم ، وذلك علي النحو التالي :

ف2 : لا توجد علاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار.

و دراسات أخرى مثل (Tice , 2015 ؛ Poursoleyman et al , 2022 ؛
NguyenTrong et al , 2020) اختبرت العلاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء ، وأخفقت في
التوصل إلي علاقة معنوية بينهما ، ونظرا لوجود تعارض في نتائج الدراسات السابقة التي أجريت
بهدف اختبار العلاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء ، فإنه يمكن للباحثة صياغة الفرضية الثالثة
لِلدراسة الحالية في صورة فرض العدم ، وذلك على النحو التالي :

ف3 : لا توجد علاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركات .

وفي ضوء التأثيرات المباشرة للرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة المصرية،
وكذلك التأثيرات غير المباشرة للرافعة المالية (عن طريق: كفاءة الاستثمار) على الأداء المالي
للشركات المساهمة المصرية ويمكن اختبار تأثير كفاءة الاستثمار علي العلاقة بين الرافعة المالية
والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية من خلال اشتقاق الفرضية التالية:

**ف4: لا يوجد تأثير لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات
المساهمة المصرية.**

الفصل الرابع: الدراسة الاختبارية

المبحث الأول: تصميم البحث:

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية في الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية، وذلك عن الفترة
من عام 2015 حتى عام 2020، وقد قامت الباحثة باختبار عينة عشوائية من الشركات غير المالية

المقيدة بالبورصة المصرية، والمتاح الاستعانة بها في إتمام الدراسة الحالية، وتتمثل في 80 شركة موزعة على أربعة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي بأسماء شركات عينة الدراسة. وقد استبعدت الباحثة بعض الشركات من مجتمع الدراسة وفقاً لعدة معايير، لذلك تم استبعاد:

1- قطاع البنوك والمؤسسات المالية لاختلاف طبيعة ممارستها المحاسبية مقارنة بالقطاعات الأخرى.

2- الشركات التي تم شطبها أو لم يستمر قيدها خلال فترة الدراسة.

ويوضح الجدول رقم (2) نسبة تمثيل العينة، والجدول رقم (3) يوضح العينة النهائية للدراسة.

جدول رقم (2) : نسبة تمثيل العينة

السنوات وعدد الشركات				بيان
2019	2018	2017	2016	
عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	
80	80	80	80	إجمالي عدد شركات العينة
218	220	222	222	عدد الشركات المقيدة بالبورصة
51	49	47	49	عدد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية
167	171	175	173	عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة (القابلة للتمثيل في العينة)
%48	%47	%46	%46	نسبة شركات العينة إلى إجمالي الشركات غير المالية المقيدة

جدول رقم (3) : العينة النهائية للدراسة

النسبة المئوية /إجمالي العينة	عدد الشركات	القطاع	مسلسل
%21	17	الأغذية والمشروبات	1
%8	6	الرعاية الصحية والأدوية	2
%6	5	التشييد والتعمير	3
%8	6	الموارد الأساسية	4
%9	7	المنتجات الصناعية والسيارات	5
%1	1	التكنولوجيا	6
%3	3	الموزعون وتجار التجزئة	7
%1	1	الإعلام	8
%5	4	السياحة	9
%2	2	الغاز والبتروك	10
%9	7	المنتجات المنزلية والشخصية	11
%8	6	الكيمائيات	12
%18	14	العقارات	13
%1	1	الاتصالات	14
%100	80		الإجمالي

ثانياً: نماذج البحث:

سوف تعتمد الدراسة بشأن اختبار فرضيات الدراسة علي أسلوب تحليل المسار (Path Analysis) ، وهو أسلوب إحصائي يستخدم لتحليل العلاقة بين متغير المصدر (السبب) الذي يتمثل في الرافعة المالية ، ومتغير النتيجة الذي يتمثل في الأداء المالي إلي مسارات مباشرة ومسارات غير مباشرة (وسيلة)، وينتمي تحليل المسار إلي فئة النماذج السببية (أو المعادلة البنائية أو الهيكلية) التي تستخدم لتوفير تفسيرات مقنعة لهياكل الارتباط ، من خلال تحليل الارتباط بين الرافعة المالية والأداء المالي، إلي مسار بسيط أو مباشر ومسار مركب أو غير مباشر والذي يتضمن متغير وسيط (كفاءة الاستثمار) .

وتتمثل النتائج الرئيسية في أسلوب تحليل المسار في معاملات المسار (Path Coefficients) التي تربط متغيرين في المسار، وينطوي المسار المباشر علي معامل واحد للمسار، في حين أن المسار الوسيط يشتمل علي معامل يربط متغير المصدر (الرافعة المالية) بالمتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار) ، ومعامل يربط المتغير الوسيط بمتغير النتيجة (الأداء المالي) ، ويمثل معامل المسار الوسيط ناتج معاملات المسار الفردي لكل مسار.

ويوضح الجدول رقم (4) النماذج المستخدمة في تفسير العلاقات السببية بشكل متكامل

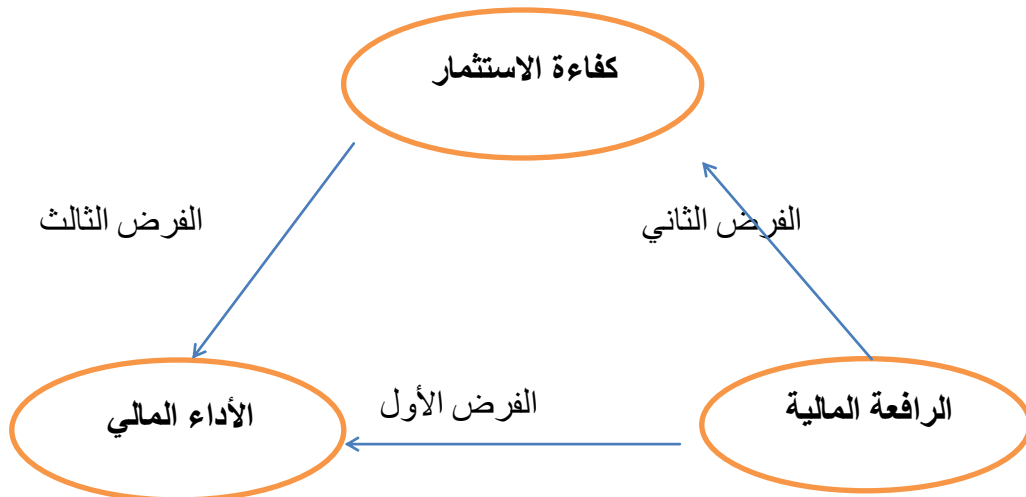
جدول (4) : النماذج المستخدمة لاختبار فرضيات الدراسة

فروض البحث	المعادلات الهيكلية
نموذج (1)	$ROA_{it} = B_0 + B_1 Lev_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Growth_{it} + B_4 Tang_{it} + B_5 Age_{it} + B_6 Cfo_{it} + B_7 Liq_{it} + \varepsilon_{it}$
نموذج (2)	$ROE_{it} = B_0 + B_1 Lev_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Growth_{it} + B_4 Tang_{it} + B_5 Age_{it} + B_6 Cfo_{it} + B_7 Liq_{it} + \varepsilon_{it}$
نموذج (3)	$IE_{it} = a_0 + a_1 Lev_{it} + a_2 Size_{it} + a_3 Tang_{it} + a_4 Age_{it} + a_5 Cfo_{it} + a_6 Cash_{it} + a_7 Loss_{it} + \varepsilon_{it}$
نموذج (4)	$Performance_{it} = y_0 + y_1 IE_{it} + y_2 Size_{it} + y_3 Growth_{it} + y_4 Tang_{it} + y_5 Age_{it} + y_6 Cfo_{it} + y_7 Liq_{it} + \varepsilon_{it}$
نموذج (5)	$f = Performance_{it} = R_0 + R_1 Lev_{it} + (a_1 * y_1) IE_{it} + R_3 Size_{it} + R_4 Growth_{it} + R_5 Tang_{it} + R_6 Age_{it} + R_7 Cfo_{it} + R_8 Liq_{it} + \varepsilon_{it}$

حيث أن :

العائد علي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	ROA_{it}
العائد علي حقوق الملكية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	ROE_{it}
الرافعة المالية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	Lev_{it}
كفاءة الاستثمار للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	IE_{it}
تتضمن : حجم الشركة ، كثافة رأس المال ، التدفقات النقدية التشغيلية إلي المبيعات ، عمر الشركة ، فرص النمو ، الخسارة ، النقدية ، السيولة ، التدفقات النقدية التشغيلية إلي الأصول .	المتغيرات الضابطة
ثوابت الانحدار .	B_0, a_0, y_0, R_0
معاملات التأثير المباشر التي تعكس المسارات المباشرة بين متغيرات الدراسة .	B_1, a_1, y_1, R_1
معامل التأثير غير المباشر بين الرافعة المالية والأداء المالي بتوسيط كفاءة الاستثمار .	$(a_1 * y_1)$
الخطأ العشوائي .	ε_{it}

وسوف تعتمد الدراسة علي تحليل نموذج المعادلات الهيكلية Structure Equations Model (SEM) لتحديد المعاملات المعيارية المشتقة كمعاملات للمسارات المباشرة وغير المباشرة في تحليل مسار أحادي الاتجاه من أجل بناء خريطة المسار وذلك علي النحو التالي (Zhao et al ., 2010 ؛ Baron et al ., 1986).



● التأثيرات المباشرة للرافعة المالية على الأداء المالي للشركة.....(الفرض الأول).

• التأثيرات غير المباشرة للرافعة المالية علي الأداء المالي للشركة (عن طريق: كفاءة الاستثمار).....(الفرض الثاني – الفرض الثالث).

ثالثاً : التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة:

يوفر الجدول التالي وصفا لمتغيرات الدراسة الحالية والتعريف الإجرائي لها.

جدول رقم (5) : التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة الحالية

المتغيرات		قياس المتغيرات
اسم المتغير	رمز المتغير	
المتغير المستقل : الرافعة المالية		
الرافعة المالية	LEV _{it}	إجمالي الالتزامات علي إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
المتغير التابع : الأداء المالي		
العائد علي الأصول	ROA _{it}	صافي الربح بعد الضريبة علي إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
العائد علي حقوق الملكية	ROE _{it}	صافي الربح بعد الضريبة علي إجمالي حقوق الملكية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
المتغير الوسيط : كفاءة الاستثمار		
كفاءة الاستثمار	IE _{it}	<p>كفاءة الاستثمار حيث تقاس كفاءة الاستثمار من خلال الانحراف عن المستوي المتوقع للاستثمار ، ويتم تقدير حجم الاستثمار المتوقع للشركة في ضوء فرص النمو (مقيسه بنمو المبيعات) ، أما الاستثمار الفعلي للشركة فإنه يتمثل في مجموع الاستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل ونفقات البحوث والتطوير مخصوصا منه مبيعات الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل ، وتستخدم البواقي المتحصل عليها من النموذج التالي بمثابة مؤشر للانحراف عن المستوي المتوقع للاستثمار ، حيث تشير البواقي السالبة (الموجبة) إلي نقص الاستثمار (زيادة الاستثمار) ، إذا كان الاستثمار في نهاية الفترة (t+1) أكبر من معدل نمو المبيعات في العام (t) ، فإن البواقي من النموذج ستكون موجبة overinvestment . علي النقيض من ذلك ، إذا كان الاستثمار في نهاية العام (t+1) أقل من معدل نمو المبيعات في العام (t) ، فإن البواقي في النموذج ستكون سالبة مما يشير إلي أن الشركة لا تستفيد منها . وعند إجراء التحليلات ، تم استخدام القيمة المطلقة للبواقي كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار . ثم ضرب البواقي في (-1) (Biddle et al. , 2009 : 117).</p> <p style="text-align: center;">$Investment_{it+1} = B_0 + B_1 Sales Growth_{it} + \varepsilon_{it}$</p> <p style="text-align: center;">حيث أن :</p> <p>Investment_{it+1}: إجمالي الاستثمارات في نهاية الفترة (t+1)، وتمثل صافي التدفقات النقدية الاستثمارية المتحصل عليها من قائمة التدفقات النقدية مقسومة علي إجمالي الأصول في بداية الفترة (t+1).</p>

		Sales Growth _{it} : النسبة المئوية المتغيرة في المبيعات بين السنة (t) والسنة (t+1) . E _{it} : الخطأ المتبقي (مؤشر عدم كفاءة الاستثمار) .
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	Size _{it}	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
فرص النمو	Growth _{it}	تقاس بمعدل التغير في المبيعات = (مبيعات السنة الحالية - مبيعات السنة السابقة) ÷ مبيعات السنة السابقة.
كثافة رأس المال	Tang _{it}	صافي الأصول الثابتة علي إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
عمر الشركة	Age _{it}	من سنة التأسيس حتي سنة الدراسة للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
التدفقات النقدية التشغيلية إلي الأصول	Cfo (Assets) _{it}	صافي التدفقات النقدية التشغيلية علي إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
السيولة	Liquidit _{Yit}	الأصول المتداولة علي الالتزامات المتداولة للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
التدفقات النقدية التشغيلية إلي المبيعات	Cfo(sales) _{it}	صافي التدفقات النقدية التشغيلية علي إجمالي المبيعات للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
النقدية	Cash _{it}	قسمة النقدية وما في حكمها علي إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
الخسارة	Loss _{it}	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان صافي الربح سالب للشركة (i) في نهاية الفترة (t)، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك .

المبحث الثاني: اختبار فرضيات الدراسة:

أولاً: الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

ثانياً: نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة:

ثالثاً: نتائج اختبارات فرضيات الدراسة:

1- معنوية النموذج

تعتمد نماذج تحليل المسار علي بناء نموذج مبدئي يمثل العلاقات بين متغيرات الدراسة، لذلك يجب التأكد من مدي توافق البيانات التي تم جمعها لنموذج الدراسة، وللحكم علي مدي توافق النموذج للبيانات التي تم جمعها سوف يتم استخدام مؤشرات جودة حسن المطابقة (of Fit Measurement Goodnes) ، ويكون هذا النموذج دقيق جداً ومناسب لبيانات العينة المستخدمة

في الدراسة وذلك عندما تكون مؤشرات حسن المطابقة في المدى المناسب لهذه المؤشرات (Browne and Cudeck, 1993) .

واقترح (Kline, 2016) نسب محددة لمؤشرات قياس جودة حسن المطابقة ، والتي يمكن من خلالها تحديد مدي صلاحية النموذج ، وفيما يلي أهم مؤشرات حسن المطابقة والمدى المناسب لكل منهما .

جدول رقم (6) : مؤشرات حسن المطابقة والمدى الملائم لها

م	قيمة المؤشر		مؤشرات حسن المطابقة
	ROE	ROA	
1	133.149	311.427	الاختبار الإحصائي كا ² (Chi ²) مستوي دلالة كا ² (P > Chi ²)
	0.000	0.000	
2	0.000	0.000	جذر متوسط مربعات البواقي (SRMR)
3	0.000	0.000	جذر متوسط خطأ الاقتراب (SEA) RM
4	1.000	1.000	مؤشر المطابقة المقارن (CFI)
5	1.000	1.000	مؤشر توكر لويس -Tuker- Lewis Index (TLI)

ويتضح من الجدول السابق ما يلي:

1- مؤشر مربع كا (Chi-Square) : هذا المؤشر هو من أهم مؤشرات حسن المطابقة ، ويعتبر المؤشر الوحيد الذي يعتمد علي الدلالة الإحصائية ، وبالتالي فإذا كانت قيمة Chi-Square غير دالة إحصائياً فسوف ستقع معظم مؤشرات جودة المطابقة الأخرى في المدى المثالي لهذه المؤشرات .

2- مؤشر جذر متوسط خطأ الاقتراب (Root Mean Square of Approximation Index) (SEA) RM: يعد هذا المؤشر أفضل المؤشرات ، حيث يأخذ في الاعتبار خطأ الاقتراب في المجتمع ، و تتراوح قيمة المؤشر ما بين (0،1) ، وتعتبر القيمة مثالية إذا كانت أقل من 0.05 .

3- جذر متوسط مربعات البواقي (Standardized Root Mean Square Residuals) (SRMR) : هو مؤشر لمتوسط البواقي المعيارية ، أي الفرق بين مصفوفة التباين المتنبأ به ومصفوفة التباين المنظور ، والقيم أقل من 0.08 تشير إلي مطابقة جيدة (Hooper et al., 2008).

4- مؤشر المطابقة المقارن (Comparative Fit Index) (CFI): مؤشر تتراوح قيمته ما بين (0,1) ، وتشير القيم الكبيرة إلي حسن المطابقة .

5- مؤشر توكر لويس (Tucker- Lewis Index (TLI): هذا المؤشر لا يقع ضمن مدي معين، ولا يتأثر بحجم العينة، والقيمة المقبولة له 0.90 فأعلى.

وبعد مقارنة مؤشرات حسن المطابقة، اتضح أن النماذج الهيكلية المقترحة ملائمة للبيانات، وذلك علي مستوي كافة المؤشرات باستثناء مؤشر (Ratio- Chi Square)Likelihood، للتأكد مما إذا كانت كفاءة الاستثمار تمثل متغير وسيط في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة أم لا ،وسيتم التحقق من وساطة كفاءة الاستثمار للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة من خلال النماذج التالية:

- تأثير المتغير المستقل (الرافعة المالية) على المتغير التابع (الأداء المالي).

- تأثير المتغير المستقل (الرافعة المالية) علي المتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار) .

- تأثير المتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار) على المتغير التابع (الأداء المالي).

ب- اختبار فرضيات الدراسة:

- نتائج تحليل المسار على مستوي عينة الشركات وفقاً للرافعة المالية، كفاءة الاستثمار، الأداء

المالي للشركة، والمتغيرات الضابطة:

يعرض الجدول رقم (7) نتائج تحليل المسار التي تم التوصل إليها على مستوي عينة الدراسة بشأن تحليل المسار للرافعة المالية، كفاءة الاستثمار، والمتغيرات الضابطة على الأداء المالي للشركة. وتظهر نتائج تحليل المسار معنوية النموذج بين (الرافعة المالية، كفاءة الاستثمار، والمتغيرات الضابطة) ، ويستدل علي ذلك من دلالة اختبار (Chi^2)، حيث أن عند مقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) بمستوي المعنوية 5% ، يتبين أن (P-Value =sig=0.00<5%).

وقد أظهرت نتائج تحليل المسار الموضحة بالجدول رقم (7) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاص بتحليل المسار للرافعة المالية ، كفاءة الاستثمار ، والمتغيرات الضابطة علي الأداء المالي للشركة معبراً عنه بالعائد علي الأصول تعادل (0.60) ، وهذا يعني أن المتغيرات المفسرة في تحليل المسار تفسر 60% من التباين في العائد علي الأصول لشركات عينة الدراسة ، أيضاً تظهر نتائج تحليل المسار الموضحة بالجدول رقم (7) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاص بتحليل المسار للرافعة المالية ، كفاءة الاستثمار ، والمتغيرات الضابطة علي الأداء المالي للشركة معبراً عنه

بالعائد علي حقوق الملكية تعادل (0.31) ، وهذا يعني أن المتغيرات التفسيرية (الرافعة المالية ، كفاءة الاستثمار ، والمتغيرات الضابطة) تفسر 31% من التباين في العائد علي حقوق الملكية لشركات عينة الدراسة .

أما بالنسبة لنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، يتبين من نتائج تحليل المسار في الجدول رقم (7) وجود علاقة سالبة ودالة إحصائياً عند مستوي معنوية 1% بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة معبراً عنه بالعائد علي الأصول، في حين لا توجد علاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي معبراً عنه بالعائد علي حقوق الملكية وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة Ebaid ., (2009) ، يتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الأولى للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة .

أما فيما يخص العلاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركة ، تظهر نتائج تحليل المسار عدم وجود علاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركة معبراً عنه بالعائد علي الأصول والعائد علي حقوق الملكية ، وهذا يعني أن الأداء المالي للشركة لا يتأثر بكفاءة الاستثمار . ولا تتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة حيث أشارت بعض الدراسات (مثل Tice ., 2015 ، Poursoleyman et al ., 2022) إلي وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي ، في حين أشارت دراسة (Nguyen Tronget et al ., 2020) إلي وجود علاقة سالبة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركة ، ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرضية الثالثة للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركة .

وتظهر النتائج التي تم التوصل إليها بالجدول رقم (7) تأثير كفاءة الاستثمار على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة . وأشارت النتائج إلى أن كفاءة الاستثمار لا تنطوي على تأثير وسيط للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي، ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرضية الرابعة للدراسة الحالية بعدم وجود تأثير لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين الرافعة المالية ومقاييس الأداء المالي للشركة .

أما فيما يخص المتغيرات الضابطة ، تظهر نتائج تحليل المسار وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً عند مستوي معنوية 1% بين حجم الشركة والأداء المالي للشركة معبراً عنه بكلاً من العائد علي الأصول والعائد علي حقوق الملكية . أيضاً تظهر النتائج المسار وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً عند مستوي معنوية 1% بين التدفقات النقدية التشغيلية إلي الأصول والأداء المالي للشركة معبراً عنه بكلاً من العائد علي الأصول والعائد علي حقوق الملكية، وأيضاً وجود علاقة

سالبة ودالة إحصائياً عند مستوي معنوية 5% بين التدفقات النقدية التشغيلية إلي المبيعات والأداء المالي للشركة معبراً عنه بالعائد علي الأصول. أيضاً وجود علاقة سالبة ودالة إحصائياً عند مستوي معنوية 1% بين الخسارة والأداء المالي للشركة معبراً عنه بالعائد علي الأصول والعائد علي حقوق الملكية.

جدول رقم (7) : نتائج تحليل المسار للرافعة المالية وكفاءة الاستثمار علي الأداء المالي

العائد علي حقوق الملكية (ROE)				العائد علي الأصول (ROA)				المتغيرات المستقلة							
حدود الثقة		معنوية معاملات المسار		الخطأ المعياري (S.E)	معاملات المسار	حدود الثقة		معاملات المسار	الانحدار ثابت (Constant)						
الحد الأدنى	الحد الأعلى	P> Z/	قيمة (Z)			الحد الأدنى	الحد الأعلى			Z/ P >	قيمة (Z)				
0.158-	0.704-	0.002	3.10-	0.139	***0.431-	0.020	0.187-	0.116	1.57-	0.053	0.083-	ثابت الانحدار (Constant)			
0.084	0.075-	0.917	0.10	0.040	0.004	0.049-	0.110-	0.000	5.18-	0.016	***0.080-	الرافعة المالية (LEV _{it})			
0.033	0.113-	0.281	1.08-	0.037	0.040-	0.018	0.037-	0.493	0.69-	0.014	0.009-	كفاءة الاستثمار (IE _{it})			
0.042	0.015	0.000	4.10	0.007	***0.028	0.015	0.005	0.000	3.71	0.003	***0.009	حجم الشركة (Size _{it})			
0.035	0.013-	0.356	0.92	0.012	0.011	0.011	0.067-	0.155	1.42-	0.019	0.028-	فرص النمو (Growth _{it})			
0.089	0.116-	0.804	0.25-	0.052	0.013-	0.015	0.003-	0.200	1.28	0.005	0.006	كثافة رأس المال (Tang _{it})			
0.538	0.171	0.000	3.79	0.094	***0.355	0.398	0.259	0.000	9.24	0.036	***0.328	التدفقات النقدية التشغيلية إلي الأصول Cfo (Assets) _{it}			
0.038	0.036-	0.965	0.04	0.019	0.008	0.019	0.009-	0.476	0.71	0.007	0.005	النقدية (Cash _{it})			
0.001	0.001-	0.857	0.18-	0.000	0.000-	0.000	0.000-	0.596	0.53-	0.000-	0.000-	عمر الشركة (Age _{it})			
0.013	0.049-	0.259	1.13-	0.015	0.017-	0.001-	0.025-	0.026	2.23-	0.006	**0.013-	التدفقات النقدية التشغيلية إلي المبيعات Cfo (Assets) _{it}			
0.153-	0.254-	0.000	7.86-	0.026	***0.204-	0.111-	0.149-	0.000	13.3-	0.009	***0.131-	الخسارة (Loss _{it})			
0.007	0.010-	0.687	0.40-	0.004	0.002-	0.002	0.004-	0.670	0.43-	0.002	0.000-	السيولة (Liquidity _{it})			
(0.01>sig) %1 معنوية				***المسار دال عند مستوي معنوية >5%				(0.01>sig) %1 معنوية				***المسار دال عند مستوي معنوية >5%			
(0.05>sig) %5 معنوية				**المسار دال عند مستوي معنوية >5%				(0.05>sig) %5 معنوية				**المسار دال عند مستوي معنوية >5%			
(0.10>sig) %10 معنوية				*المسار دال عند مستوي معنوية >10%				(0.10>sig) %10 معنوية				*المسار دال عند مستوي معنوية >10%			
0.310				معامل التحديد (R ²)				0.608				معامل التحديد (R ²)			
315				عدد المشاهدات (N)				315				عدد المشاهدات (N)			
0.000				دلالة اختبار (Chi ²)				0.000				دلالة اختبار (Chi ²)			

1 - نتائج تحليل المسار للرافعة المالية على كفاءة الاستثمار:

تظهر نتائج تحليل المسار أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة (بالرافعة المالية، والمتغيرات الضابطة) على كفاءة الاستثمار تعادل (0.049)، وهذا يعني أن المتغيرات المفسرة في تحليل المسار تفسر 4.9% من التباين في كفاءة الاستثمار لشركات عينة الدراسة.

كذلك تظهر نتائج تحليل المسار وجود تأثير سالب ومعنوي (عند مستوي معنوية 1%) بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، ويتبين أن تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الثانية للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار.

أما فيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل المسار الموضحة بالجدول رقم (8) وجود علاقة موجبة ودالة (عند مستوي معنوية 5%) بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار. بينما، تظهر نتائج تحليل المسار عدم وجود علاقة بين كلاً من (كثافة رأس المال، فرص النمو، التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول، النقدية، عمر الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية إلى المبيعات، الخسارة، السيولة) وكفاءة الاستثمار.

جدول رقم (8) : نتائج تحليل مسار الرافعة المالية علي كفاءة الاستثمار

كفاءة الاستثمار (Investment Efficiency)					معاملات المسار	المتغيرات المستقلة
حدود الثقة		معنوية معاملات المسار		الخطأ المعياري (S.E)		
الحد الأعلى	الحد الأدنى	P> Z/	قيمة (Z)			
0.109	0.716-	0.149	1.44-	0.210	0.304-	ثابت الانحدار (Constant)
0.056-	0.275-	0.011	2.54-	0.061	0.155-***	الرافعة المالية (LEV_{it})
0.044	0.004	0.020	2.32	0.104	0.024**	حجم الشركة ($Size_{it}$)
0.039	0.034-	0.874	0.16	0.019	0.003	فرص النمو ($Growth_{it}$)
0.109	0.201-	0.560	0.58-	0.079	0.046-	كثافة رأس المل ($Tang_{it}$)
0.127	0.426-	0.289	1.06-	0.141	0.149-	التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول $Cfo (Assets)_{it}$
0.006	0.105-	0.082	1.74-	0.028	0.049-	النقدية ($Cash_{it}$)
0.004	0.000-	0.089	1.70	0.001	0.002	عمر الشركة (Age_{it})
0.078	0.0153-	0.189	1.31	0.024	0.031	التدفقات النقدية التشغيلية إلى المبيعات $Cfo (Sales)_{it}$
0.095	0.057-	0.634	0.48	0.039	0.0186	الخسارة ($Loss_{it}$)
0.012	0.013-	0.927	0.09-	0.006	0.000-	السيولة ($Liquidity_{it}$)

***المسار دال عند مستوي معنوية >1% (sig>0.01)

**المسار دال عند مستوي معنوية >5% ، (0.05>sig)		
0.049		معامل التحديد (R^2)
315		عدد المشاهدات (N)
0.000		دلالة اختبار (Chi^2)

1- التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية للرافعة المالية، كفاءة الاستثمار، والأداء المالي للشركة وذلك على النحو التالي:

تظهر نتائج الجدول رقم (9) وجود تأثيرات مباشرة وكلية للرافعة المالية على المتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار). ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم توقع الفرضية الثانية للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار.

جدول رقم (9) : التأثيرات المباشرة وغير مباشرة والكلية للرافعة المالية علي كفاءة الاستثمار

كفاءة الاستثمار			نوع التأثير	المتغيرات المستقلة
P> Z/	Z	Coef		
0.011	2.54-	***0.155-	مباشر	الرافعة المالية
-----	-----	-----	غير مباشر	
0.011	2.54-	***0.155-	كلي	

جدول رقم (10) : التأثيرات المباشرة وغير مباشرة والكلية للرافعة المالية علي الأداء المالي للشركة

الأداء المالي للشركة						نوع التأثير	المتغيرات المستقلة
العائد علي حقوق الملكية (ROE)			العائد علي الأصول (ROA)				
P> Z/	Z	Coef	P> Z/	Z	Coef		
0.961	0.05-	0.002-	0.000	5.18-	***0.080-	مباشر	الرافعة المالية
0.321	0.99	0.006	0.508	0.66	0.002	غير مباشر	
0.917	0.10	0.004	0.000	5.13-	***0.079	كلي	

يتبين من الجدول رقم (10) ما يلي:

وجود تأثير مباشر وكلي سالب ودال إحصائياً (عند مستوي معنوية 1%) للرافعة المالية علي الأداء المالي للشركة (معبراً عنه بالعائد علي الأصول) ، أي أنه زيادة الرافعة المالية يمكن أن يؤدي إلي تدهور الأداء المالي للشركة بسبب تعرضها لعدم القدرة علي السداد ، أما التأثير غير المباشر غير دال إحصائياً. وأيضاً ، عدم وجود تأثير مباشر وغير مباشر وكلي للرافعة المالية علي الأداء المالي (معبراً عنه بالعائد علي حقوق الملكية)، ويتبين أن تلك النتيجة لا تدعم توقع الفرضية الأولى للدراسة .

جدول رقم (11) : التأثيرات المباشرة والغير مباشرة والكلية لكفاءة الاستثمار علي الأداء المالي للشركة

الأداء المالي للشركة						نوع التأثير	المتغيرات المستقلة
العائد علي حقوق الملكية (ROE)			العائد علي الأصول (ROA)				
P> Z/	Z	Coef	P> Z/	Z	Coef		
0.281	1.08-	0.040-	0.493	0.69-	0.009-	مباشر	كفاءة الاستثمار
---	---	---	---	---	---	غير مباشر	
0.281	1.08-	0.040-	0.493	0.69-	0.009-	كلي	

يتبين من الجدول رقم (11) ما يلي:

- 1- عدم وجود تأثيرات مباشرة وكلية للمتغير الوسيط: كفاءة الاستثمار على الأداء المالي للشركة (معيبرا عنه بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية). ويتبين أن تلك النتيجة تدعم الفرضية الثالثة للدراسة بعدم وجود علاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركة.
- 2- كما أن التأثير الكلي للرافعة المالية على الأداء المالي للشركة من خلال المتغير الوسيط: كفاءة الاستثمار غير دال إحصائياً. ويتبين أن تلك النتيجة تدعم الفرضية الرابعة للدراسة. ومن خلال نتائج تحليل المسار يتبين وجود تأثير سالب وكلي (دال إحصائياً) للرافعة المالية على الأداء المالي للشركة، أما التأثير غير المباشر للرافعة المالية على الأداء المالي للشركة فهو غير دال إحصائياً، ويشير ذلك إلي أن المسار المباشر للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة يعد ذا أهمية أكبر من المسار غير المباشر في تفسير العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة.

جدول رقم (12) : ملخص نتائج اختبار فرضيات الدراسة

م	الفرضية	نتيجة اختبار الفرضية
	التأثيرات المباشرة للرافعة المالية علي الأداء المالي:	
1-	لا توجد علاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة	رفض الفرضية
	التأثيرات المباشرة للرافعة المالية علي كفاءة الاستثمار:	
2-	لا توجد علاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار	رفض الفرضية
	التأثيرات المباشرة لكفاءة الاستثمار علي الأداء المالي :	
3-	لا توجد علاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركة	قبول الفرضية
	الدور الوسيط لكفاءة الاستثمار للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة :	
4-	لا يوجد تأثير لكفاءة الاستثمار علي العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة	قبول الفرضية

المبحث الثالث: خلاصة البحث والدراسات المستقبلية:

خلاصة الدراسة:

قامت الدراسة الحالية باختبار العلاقة المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة ، كما قامت الدراسة أيضاً باختبار العلاقة غير المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة عن طريق المتغير الوسيط : كفاءة الاستثمار ، كما تناولت الدراسة متغير مستقل (الرافعة المالية) وتم قياسه من خلال قسمة إجمالي الالتزامات علي إجمالي الأصول بالإضافة إلي تسعة متغيرات ضابطة وهي : (حجم الشركة ، فرص النمو ، كثافة رأس المال ، التدفقات النقدية التشغيلية إلي الأصول، النقدية، عمر الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية إلي المبيعات، الخسارة، والسيولة) . وكذلك استخدمت الدراسة مقياسين لقياس الأداء المالي للشركة هما: (العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية). بالإضافة إلي ذلك اعتمدت الدراسة علي القيمة المطلقة كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار والتي تم حسابها من خلال نموذج (Biddle et al., 2009) . وقد اعتمدت الدراسة علي عينة عشوائية مكونة من 80 شركة مصرية مقيدة في سوق الأوراق المالية في الفترة من 2015م إلي 2020 م .

وباستخدام أسلوب تحليل المسار، أشارت النتائج إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية والأداء المالي. كذلك أشارت النتائج إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، وأشارت النتائج أيضاً إلي عدم وجود علاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركة وتتمثل نتيجة الدراسة في عدم وجود تأثيرات وسيطة، حيث أن كفاءة الاستثمار لا تنطوي علي تأثير ذي دلالة علي العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركة.

الدراسات المستقبلية:

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة الحالية من نتائج، فهناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- 1- أحد حدود هذه الدراسة هو استبعاد الشركات المالية وقطاع البنوك من عينة الدراسة الحالية، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات غير المالية، لذلك يمكن دراسة التأثيرات المباشرة والوسيطة بين الرافعة المالية، كفاءة الاستثمار، والأداء المالي داخل الشركات المالية المصرية.
- 2- إجراء دراسة مقارنة عن تأثير كفاءة الاستثمار على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي في كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة لقطاع الأعمال العام.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

1. ابراهيم، علي 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* ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة ، مجلد الرابع والثلاثون ، العدد الثاني، 52-55.
2. النجار، جميل حسن ، 2013 ، "مدي تأثير الرفع المالي علي الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين : دراسة اختبارية " *مجلة جامعة الأزهر بغزة* ، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد الخامس عشر ، العدد الأول ، 281-318 .
3. العزب ، أميرة محمد محمود علي ، 2017 ، " قياس أثر التحفظ المحاسبي علي الكفاءة الاستثمارية في ضوء أليات حوكمة الشركات : دراسة تطبيقية " ، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة* ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثالث ، 57-84.
4. خلف ، محمد سامي سلامة ، 2020 ، " أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية علي كفاءة الاستثمار : دراسة تطبيقية علي الشركات المساهمة الصناعية المقيدة بالدورصة المصرية "، *مجلة الفكر المحاسبي* ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، المجلد الرابع والعشرين ، العدد الرابع ، 1-49.
5. زريقات ، زياد محمد سالم ، 2018 ، " أثر الانحراف عن المستوي الأمثل لهيكل رأس المال في الشركات الأردنية علي قراراتها الاستثمارية : دراسة تحليلية باستخدام بيانات السلاسل الزمنية – المقطعية " ، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال* ، المجلد الرابع عشر ، العدد الثاني ، 317-338.
6. سنبل ، سحر أحمد، 2014 ، "تقييم أثر جودة عرض المعلومات المالية علي كفاءة الاستثمار بشركات الصناعات المعدنية في ظل معايير التقارير المالية الدولية ومعايير المحاسبة المصرية دراسة تطبيقية "، *رسالة ماجستير غير منشورة* ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية .
7. شعراوي ، هناء سيد ، عامر ، أحمد حسن علي ، وحسونة ، محمد أحمد لطفي ، 2021، "أثر المعلومات المنشورة علي تقلبات أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية " ، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة* ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثاني ، 159-184.

8. عازر ، رانيا هاني رمزي ، 2021 " أثر عمليات الاندماج والاستحواذ علي مؤشرات الأداء المالي للشركات المقنتية "، مجلة الدراسات المالية والتجارية ، كلية التجارة ، جامعة بني سويف ، المجلد واحد وثلاثون ، العدد الثالث، 276-252.
9. عبد الحميد ، علاء محمد شكري ، 2011 ، " دراسة محددات الهيكل المالي لشركات الأعمال باستخدام نموذج كمي بالتطبيق علي الشركات الصناعية العامة المصرية "، مجلة البحوث العلمية ، كلية التجارة ، جامعة أسيوط ، العدد واحد وخمسون ، 199-164.
10. يوسف ، هبه إبراهيم عبد العزيز ، 2018 " تحليل أثر كفاءة قرارات الاستثمار علي خلق القيمة : دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية "، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة* ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثالث ، 13-
- . 44

المراجع الأجنبية :

1. Abor , J., 2005 , "The Effect of Capital Structure on profitability : An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana " , *The Journal of Risk Finance* ,(6)5 : 438 -445 .
2. Ahmed , F ., I .A and Kashif , M., 2018, "Financial Leverage and Firms Performance : Empirical Evidence from KSE – 100 Index , Eticonomi" , *Journal Economic* , (17)1: 45-56.
3. Ali , A ., 2013 , " Effect of Capital Structure On the performance of Firms : Evidence from Pakistan and Indian Stock Market" , *Journal of Business and Management*, (12) 6 : 83 -93 .
4. Baron ,R., M and Kenny . D.,A . 1986." The moderator –mediator variable distinction in social psychological research : conceptual , strategic and statistical considerations " , *Journal of Personality and Social Psychology* , (51) 6 : 1173.
5. Biddle ,G ., Hilary ,G .,and Verdi ,R .S.2009 ,"How does Financial reporting quality relate to investment efficiency ? " , *Journal of Accounting and Economics* , (48) 2-3 : 112-131.
6. Bimo ,I . D . , Silalahi ,E. E.,and .Kusumadewi, N .L.G .L.2022 ," corporate governance and investment efficiency Indonesia : the

- moderating role of industry competition", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, (20) 2 : 371-384.
7. Brealey , R., Myers ,S ., and Marcus , A . ,2001, " Fundamentals of Corporate Finance" , 3th edition , MC Graw –Hill Irwin , USA.
 8. Bringham , E ., F and Houston , J . F . , 2009," Fundamentals Of Financial Management " , Cengage Learning , Indonesia.
 9. Browne, M. W., and Cudeck, R. 1992. "Alternative ways of assessing model fit". *Sociological methods & research*, (21)2, 230-258.
 10. Bzeouich , B ., Lakhoul , F. and Dammak ,N . 2019, "Earnings management and corporate investment efficiency :does the board of directors matter?", *Journal of Financial Reporting and Accounting* ,(17) 4 : 650-670.
 11. Cherkasova , V., and Rasadi ,D ., 2017 ," Earnings Quality and Investment Efficiency : Evidence from Eastern Europe", *Review of Economic Perspectives* , (17)4 : 441-468.
 12. Ebaid , I. E., 2009 , " The Impact of Capital – Structure Choice on Firm performance : Empirical Evidence from Egypt " , *The Journal of Risk Finance* , (10) 5: 477 -487.
 13. Eisdorfer , A., Giaccotto , C., and White , R . 2013 , "Capital Structure , executive compensation , and investment efficiency", *Journal of Banking and Finance* ,(37)2: 549-562.
 14. Ferrando , A ., Marchica , M .T ., and Mura , R . 2017 , "Financial flexibility and Investment ability across The Euro area and The UK" , *European Financial Management* , (23)1, 87-126.
 15. Gujarati, D. N., 2003, "Basic Econometrics|| ,4th Edition , McGraw Hill, New York.
 16. Hooper, D., J. Goughian, and M. R. Mullen, 2008, "Structural Equation Modelling: Guidelines for Determining Model Fit", *Electronic Journal of Business Research Methods* (6) 1 : 53-60.

17. Khanqah , V .T .2015 , " The interaction effect of Auditor industry specialization and board independence on Investment Efficiency " , Iranian Journal of Business and Economics ,(2)1: 1-8.
18. Kline, R. B., 2016, "Principles and Practice of Structural Equation Modeling (4th ed.)", New York, NY: The Guilford Press.
19. Liu , X . 2018 , " Financial Leverage , Growth and Investment Efficiency " , in 4 th International Conference on Economics Management and Humanities Science (ECOMHS).
20. Lok , 2021 . "The Role of the European Sovereign Debt Crisis on the impact of Leverage on Corporate Investment Efficiency" (Master's thesis , university of Twente).
21. McNichols , M .F., Stubben, S. R . 2008, " Does Earnings Management affect Firm's Investment Decisions ? ", Accounting Review , (83) 6:1571-1603.
22. Moradi , H . 2021 , " Exploring the moderator role of audit quality in the impact of corporate governance on investment efficiency of the companies listed in Tehran stock exchange palArch's", Journal of Arcaeology of Egypt /Egyptology, (18)7 : 3153-3167.
23. NguyenTrong , N .and Nguyen ,C .T. 2020 , " Firm Performance : The Moderation Impact of Debt and Dividend Policies on over Investment " , Journal of Asian Business and Economics Studies , (28)1: 47-63.
24. Oh , H., and . kim , W .2018, "The effect of Analyst Coverage on the Relationship between Seasoned Equity offerings and Investment Efficiency from Korea" ,Sustainability , MDPI , open Access Journal (10)8:1-21.
25. Pachori, S. and Totala , N , K ., 2012 , " Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capital ization : A Study of Automotine Cluster Companies of Pithampur (M . P) India", International

Conference on Humanities ,Geography and Economics , Singapore , April :23-26 .

26. Poursoleyman , E., Mansourfar , G., Homayoun , S., and Rezaee , Z. 2022 "Business sustainability performance and corporate financial performance: the mediating role of optimal investment ". *Managerial Finance*, (48)2: 348-369.
27. Richardson , S .2006 " Over Investment of Free Cash Flow " , *Review of Accounting Studies* , (11)2 : 159-189.
28. Rosink , N .J.F .2020 , " The Impact of Capital Structure on Firm Performance in Western Europe " , (Master's thesis , University of Twente).
29. Shin , Y ., Z , Chang , J ., X , Jeon ,K., and Kim ,H., 2019, " Femal directors on the board and Investment efficiency : evidence from korea " , *Asian Business & Management* , (19)4 : 438-479.
30. Soumadi, M. and Hayaj neh , O. 2012 ,"Capital Structure and Corporate performance" , *European Scientific Journal* , (8)22: 173-189.
31. Tice, F .M.L. S .2015," The Effect of Relative Performance Evaluation on Investment Efficiency and Firm Performance", (Doctoral Dissertation) Texas A&M University.
32. Twairesh, A. E., 2014 , " The Impact of Capital Structure on Firms performanc: Evidence from Saudi Arabia " , *Journal of Applied Finance and Banking* (4) 2 : 183 -193 .
33. Ward , C ., C . Yin and Zeng, Y,2020 ," Motivated Monitoring by Institutional Investors and Firm Investment Efficiency" , *European Financial Management* , 26 : 348 -385
34. Zhao , X ., Lynch Jr , J. G., and Chen , Q. 2010." Reconsidering Baron and Kenny Myths and truths about mediation analysis". *Journal of Consumer Research* , (37) 2 : 197 -206.

The relationship between financial leverage and the performance of Egyptian joint stock companies Is there an effect of investment efficiency?
(Experimental study on Egyptian joint stock companies)

Abstract

This study aims to investigate whether financial leverage affects the financial performance of Egyptian joint stock companies, and whether the relationship between the financial leverage and the financial performance of Egyptian joint stock companies is affected by investment efficiency. Therefore, this study aims to answer the following questions: 1- What is the direct impact of the financial leverage on the financial performance in the Egyptian shareholding companies? 2- What is the indirect effect of the financial leverage (through: investment efficiency) on the financial performance of the Egyptian joint stock companies? 3- Is the relationship between the financial leverage and the financial performance affected by the level of investment efficiency in the Egyptian joint stock companies? In order to test the hypotheses of the study, two accounting measures of performance were used: the return on assets and the return on equity, in addition to that, the residual value of the residual was relied upon (as an inverse measure of investment efficiency), which was estimated by using the model (Biddle et al ., 2009). The researcher tested the hypotheses of the study on a sample of 80 Egyptian joint stock companies (315 observations) listed on the stock exchange and belonging to non-financial sectors in the period 2015 AD to 2020 AD. Using the path analysis method, The study found: 1) There is a significant relationship between financial leverage and the financial performance of companies. 2) There is a significant relationship between financial leverage and investment efficiency. The result of the study is that there are no intermediate effects, as investment efficiency, does not involve a significant effect on the relationship between the financial leverage and the financial performance of the company.

Keywords: financial leverage, financial performance, return on assets, return on equity, investment efficiency