



العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات:

الدور المعدل للقدررة الإدارية

دراسة اختبارية على الشركات المساهمة غير المالية

إعداد

د. السيد حسن سالم بلال

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة جامعة الزقازيق

sbelal362005@gmail.com

كريم عادل عبداللطيف عبد الوهاب

معيد بقسم المحاسبة بمعهد العبور العالى للإدارة

والحاسبات ونظم المعلومات

Kareema@oi.edu.eg

د. مصطفى السيد مصطفى الإسداوي

مدرس المحاسبة كلية التجارة جامعة الزقازيق

elesdawy@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السادس والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2024

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

العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات: الدور المعدل للقدرة الإدارية

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة غير المالية"

ملخص :

استهدف البحث دراسة واختبار أثر القدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية. من خلال الإجابة عن التساؤل التالي: ماهو أثر القدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية؟ وتحقيقاً لأهداف البحث واختبار فرضياته، تم الاعتماد على عينة قوامها 78 شركة من الشركات المساهمة غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية بعدد (468) مشاهدة خلال الفترة من 2017 إلى 2022، وقد تم قياس القدرة الإدارية كمتغير منظم باستخدام نموذج Data Envelopment Analysis والذي قدمه (Demerijian et al., 2012)، أما الرافعة المالية كمتغير مستقل فتم قياسها من خلال نسبة القيمة الدفترية للالتزامات إلى اجمالي الأصول، وتم استخدام كلاً من العائد على الأصول (ROA)، ومؤشر Tobin's Q للتعبير عن أداء الشركات كمتغير تابع. وباستخدام أسلوب تحليل الإحذار المتعدد، اعتماداً على Panel Data أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين الرافعة المالية وأداء الشركات، كما أن هناك أثر معنوي للقدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات.

الكلمات الإفتتاحية: القدرة الإدارية، الرافعة المالية، أداء الشركات، حجم الشركة، كثافة الأصول، النقدية المحتفظ بها، نمو المبيعات

مقدمة ومشكلة البحث:

نتيجة للتوسع الكبير للشركات المساهمة، خاصة في ظل العولمة وزيادة حجم منشآت الأعمال، اتجهت هذه الشركات إلى تفويض مسؤولية إدارتها إلى مجلس إدارة، حيث يعد مجلس الإدارة ممثلاً للملاك ويضم أعضاء الإدارة العليا، ويعد وسيلة للاتصال بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح الأخرى (Kallmuenzer, 2015)، يعد مجلس الإدارة آلية أولية وأساسية لرقابة أداء الإدارة، حيث يستدعي للإشراف على قرارات وإجراءات ونتائج عمل الإدارة، بالإضافة إلى المسائل المتعلقة بالكشف عن المعلومات المالية وغير المالية، والتحقق من صحتها وموثوقيتها، يعد مجلس الإدارة آلية داخلية تهدف إلى تقديم تحليل وتقييم لعمل الإدارة العليا وضمان تحقيق أقصى فائدة للمساهمين (Donnelly and Mulcahy, 2008).

إذاً تتمحور مشكلة الوكالة في اهتمام المديرين المفرط بمصلحتهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين، عند اتخاذ القرارات الإدارية، ويعمد المديرون إلى تعظيم فوائدهم الشخصية على حساب فوائد المساهمين، بالإضافة إلى ذلك، يحاولون ضعف آليات المراقبة والحوكمة لأدائهم من خلال تقديم معلومات محدودة أو مشوهة لتقييم أدائهم بشكل صحيح، يسعى المديرون أيضاً إلى تقليل تحملهم للمخاطر أو الاستثمار في مشاريع ذات مخاطر عالية التأثير السلبي على قيمة الشركة وثررة المساهمين في المستقبل (Bendickson et al., 2016).

ويمثل أداء الشركات مؤشراً لمدى نجاحها واستمراريتها مستقبلاً، وأصبحت عملية تقييم الأداء أكثر أهمية، حيث تساعد في تحديد نقاط قوة المؤسسة وتعزيزها، وكذلك تحديد نقاط الضعف ومعالجتها، يتم ذلك من خلال تقييم الأداء السابق والحالي، باستخدام مؤشرات مختلفة في عملية تقييم الأداء المالي لتحديد الأداء الفعلي للمؤسسة، ولا تقتصر أهمية هذه العملية على إدارة المؤسسة فحسب، بل تشمل أيضاً ملاك المؤسسة والدائنين، فهناك مصالح مشتركة يجب حفظها لضمان حصول جميع الأطراف على معلومات دقيقة حول المؤسسة ووضعها المالي (أوكادى وعبد الملك، 2016)، وتختلف عملية تقييم الأداء المالي من مؤسسة إلى أخرى وذلك حسب الغرض من التقييم ونوع المستفيدين منه، بالنظر إلى أهمية القطاع المالي في الإقتصاد ودوره الرئيسي في دعمه وتطويره، فإن تقييم أدائه المالي ضروري لمواجهة التحديات والعقبات والمنافسة الشديدة، وضمان إستمرارية المؤسسات في هذه البيئة التنافسية (Mostafa, 2018).

ويعتبر هيكل رأس المال جزءاً من الهيكل المالي للشركة، وهذا الأخير يعتمد على سياسة مالية محددة تتبعها الشركة، تؤثر هذه السياسة على قرارات التمويل، حيث تتعلق بالإختيار المناسب لهيكل التمويل، أي التوازن المثالي بين مصادر التمويل المختلفة، يتم ذلك من خلال دراسة تكلفة كل مصدر من هذه المصادر، حتى تتمكن الشركة من تحقيق أقصى قدر من الأرباح وبالتالي تحقيق هدفها في زيادة ثروة المساهمين أو زيادة قيمة سهم الشركة في السوق (بوطويل، 2014)، يشير مصطلح "الهيكل التمويلي للمؤسسة" إلى التركيبة المالية التي تم اختيارها لتغطية الاستثمارات، يتألف الهيكل التمويلي من مجموعة من المصادر المالية التي تشكل جانب الخصوم في قائمة المركز المالي، سواء كانت هذه المصادر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال مقترضة أو أموال مملوكة (Kim and Zhang, 2018).

وينتج عن التمويل بالاقتراض ما يسمى بالرافعة المالية "وهو اقتراض أو استخدام أدوات مالية ينتج عنه تضخيم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر"، وفي الغالب يستخدم لوصف نسب المديونية، فكلما زادت نسب المديونية زاد تأثير الرفع المالي على أرباح المنشأة، كما تعتبر هذه النسب من أكثر الأدوات أهمية، وتساعد في تقييم الهيكل التمويلي للمنشأة في تاريخ معين من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل داخلية كانت أم خارجية. وبشكل عام فإنه كلما قل اعتماد المنشأة على القروض لتمويل أصولها كانت هذه المنشأة أقل تعرضاً للمخاطر، لأن خدمة القروض والفوائد المترتبة عليها تؤدي إلى استنزاف موارد المنشآت من سيولة نقدية لازمة لتشغيل مشروعاتها (غريب وآخرون، 2021).

وهناك الكثير من الدراسات التي أستهذفت اختبار انعكاسات خيارات هيكل رأس المال (الرفع المالي) على الأداء المالي، حيث أشارت نتائج بعض هذه الدراسات إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وأداء الشركات (مثل: عليوي، 2019؛ عبد المنعم، 2020؛ غريب وآخرون، 2021) في حين أشارت دراسات أخرى إلى وجود علاقة سالبة بين مستوى الرفع المالي وأداء الشركات (مثل: أبو سالم و كامل، 2018؛ Javeed and Dimisyqiyan et al., 2017؛ Tabassam, 2018).

في ضوء تضارب نتائج العلاقة بين الرفع المالي وأداء الشركات، وبعد الإطلاع على بعض الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير القدرة الإدارية على أداء الشركات وتأثير القدرة الإدارية على هيكل رأس المال، منها (زامل وآخرون، 2020؛ Shang, 2021؛ Wang et al., 2021)، (Ting)

(et al., 2021) تبين أن هناك متغيرات يمكن إضافتها كمتغير منظم (القدرة الإدارية)، وذلك لتأييد العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات في نفس الاتجاه أو الاتجاه المعاكس.

حيث تلعب الخصائص الشخصية للمديرين دوراً قوياً في تحسين الأداء المالي الحالي ومواجهة المخاطر المحتملة التي قد تؤثر على مستقبل الشركة، كما أن المديرين أصحاب القدرة العالية عادة ما يستطيعون تحقيق إنجازات في ظل بيئة أكثر تعقيداً بل والمحافظة على استقرار الأداء المالي والتشغيلي لفترة طويلة (Kuang et al., 2015)، بالإضافة إلى أن القدرة الإدارية تساهم في تحديد كمية ونوعية المعلومات التي ينبغي توفيرها لأصحاب المصالح بما يعمل على تخفيض درجة عدم التأكد حول الأداء المستقبلي، وبالتبعية توفير درجة عالية من الاطمئنان لدى المستثمرين الحاليين وجذب المزيد من المستثمرين الجدد، وهو ما يساعد على زيادة حجم تداول الأسهم وارتفاع قيمتها في سوق الأوراق المالية (Kim and Zhang, 2018)، وأيضاً يستطيع المديرين أصحاب القدرة العالية توفير الأموال اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية بفائدة أقل وتسهيلات ائتمانية أكثر مرونة من حيث إمكانية جدولة وتجديد القروض، نظراً لما يتوافر لديهم من مهارات اتصال فعالة وخبرات تفاوضية تعمل على جذب مصادر التمويل (Petkevich and Prevost, 2017).

علاوة على أن كفاءة المديرين تمكن من نقل القيمة الحقيقية للشركة إلى الأطراف الخارجية، من خلال تحديد الفرص المستقبلية المتاحة للشركة وتوفير المعلومات التي تمكن أصحاب المصالح من التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية، مما يعمل على زيادة شفافية الإفصاح في التقارير المالية ويخفض من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين (Li, 2018). وأيضاً تسهم القدرة الإدارية في المحافظة على قيمة الشركة من خلال الحد من تأخير ظهور الأخبار السيئة وزيادة سلوك الإفصاح في التقارير المالية، علاوة على دور المديرين ذوي الكفاءة العالية في تخفيض مشكلات الوكالة وتخفيض عدم التجانس في آراء المستثمرين (مليجي، 2019)، حيث يستطيع المديرين أصحاب القدرة العالية تخفيض عدم التجانس في آراء المستثمرين من خلال توفير المعلومات التي يعتمدون عليها في تقييم أسعار الأسهم (Habib and Hasan, 2018).

وفي ضوء النتائج المتعارضة حول علاقة الرافعة المالية بأداء الشركات فإن المديرين ذوي القدرات العالية سيستخدمون معارفهم وخبراتهم العالية لتنفيذ وخلق ابتكارات أفضل وأسواق تكنولوجيا جديدة، ويمكن للمديرين ذوي القدرات العالية أيضاً استخدام معارفهم وقدراتهم وخبراتهم

العالية للحد من عدم التأكد المحيط بالمواقف القرارية حتى يتمكنوا من تخفيض تكاليف عدم التأكد، وتساهم هذه الدراسة في النظر إلى القدرة الإدارية كأحد خصائص المديرين ودورها الفعال في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء.

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلين التاليين:

- 1) ما هي العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية؟
- 2) ما هو أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية؟

هدف البحث

في ضوء مشكلة الدراسة يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في دراسة واختبار تأثير القدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة غير المالية المصرية. وينبثق من الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:

- 1) دراسة واختبار العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية.
- 2) دراسة واختبار أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية.

أهمية البحث

أ- الأهمية العلمية

تعد الدراسة الحالية امتداداً للأدبيات المحاسبية السابقة التي تعرضت لتحليل أثر الخصائص الفردية للمديرين (القدرة الإدارية) على قرارات الشركة وأدائها المالي والسوقي، حيث يسعى البحث إلى تفسير دور القدرة الإدارية للمديرين في علاقة الرافعة المالية بأداء الشركات. إلى جانب ندرة الدراسات السابقة في البيئة العربية ومن بينها جمهورية مصر العربية، والتي تناولت اختبار أثر القدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات على حد علم الباحثين.

ب- الأهمية العملية

من المتوقع أن تسهم نتائج البحث في تقديم دليل اختبائي من البيئة المصرية كأحد الاقتصادات الناشئة للوقوف على أثر القدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات، ومن ثم توعية مساهمي الشركات الحاليين والمرقبين بضرورة وأهمية توافر القدرة الإدارية لدى المديرين التنفيذيين وإدراجها ضمن معايير اختيار القيادات التنفيذية بالشركات؛ وذلك لما لها من أهمية حول

تفهم طبيعة الأعمال والمنافسة داخل الصناعة التي تنتمي إليها الشركة بالشكل الذي قد ينعكس إيجابياً على أداءها.

خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث، وتحقيقاً لأهدافه، تسيير خطة البحث على النحو الآتي:

- القسم الأول: التأسيس العلمي لمتغيرات الدراسة- خلفية نظرية.
- القسم الثاني: مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث.
- القسم الثالث: تصميم البحث.
- القسم الرابع: تحليل النتائج.
- القسم الخامس: خلاصة البحث والدراسات المستقبلية.

القسم الأول

التأصيل العلمي لمتغيرات الدراسة- خلفية نظرية

1. العلاقة بين الهيكل التمويلي والرفع المالي

تعتبر من القرارات المهمة التي تهتم بها الإدارة المالية ما يتعلق بتحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المتاحة للمنشأة بشكل يضمن تحقيق أفضل استخدام لها، ويعمل على تعظيم العوائد والأرباح التي يتطلع المستثمرون لتحقيقها (هداجي وآخرون، 2022).

ويوجد بعض المنشآت التي قد تلجأ إلى التمويل الخارجي عندما يكون مصادر تمويلها الداخلية غير كافية، وفي هذه الحالة لا بد أن تراعي هذه المنشآت درجة الخطورة في هذا التمويل، يجب على المنشآت أن توازن في درجة الرفع المالي المستعمل في عملياتها الاستثمارية (عوض الله، 2015) لأن المنشآت التي لا تستطيع الوفاء بالتزاماتها المالية سوف يهتز مركزها المالي في السوق، فيعتبر هذا السبب إحدى سياسات هيكل رأس المال الناجح، أي أن زيادة أو تخفيض المنشأة لحجم الرفع المالي لديها سوف يؤدي إلى تعديل هيكل رأس مالها، وهذا ما يمكن تعريفه بإعادة هيكل رأس المال، وتحدث هذه العملية عندما تستبدل المنشأة رأس مال واحد بأخر وتترك موجودات المنشأة بدون تغيير (عليوي، 2019).

2. العلاقة بين الرفع المالي وأداء الشركات

تتأثر العلاقة بينهم بشكل كبير بطريقة استخدام الديون وإدارتها، على الرغم من أن استخدام الرفع المالي يمكن أن يزيد من قدرة الشركة على تمويل الاستثمارات وتوسيع نطاق أعمالها، إلا أنه يزيد أيضاً من مخاطرها المالية (Magli and Ogliari., 2018)، لذلك إذا تم استخدام الرفع المالي بشكل ذكي وتحت إدارة فعالة، فقد يؤدي إلى تحسين الأداء المالي من خلال زيادة العائد على الاستثمار وتحسين هامش الربحية. ومع ذلك، إذا لم يتم إدارة الديون بشكل جيد، فقد يؤدي الرفع المالي إلى زيادة التكاليف المالية بسبب دفع فوائد عالية على القروض والسندات، وبالتالي تقليل الربحية وتعريض الشركة للمخاطر المالية (Javeed and tabassam., 2018)، بشكل عام، يجب على الشركات الاستفادة من الرفع المالي بحذر وتحت دراسة دقيقة للظروف والاحتياجات المالية للشركة، مع التركيز على توجيه الديون نحو الاستثمارات التي من شأنها تعزيز القيمة للمساهمين وتعزيز الأداء المالي (عليوي، 2019).

3. علاقة القدرة الإدارية بأداء الشركات

توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير للدور الفردي الذي يلعبه المديرون على إجراءات العمل المحاسبي، فقد توصلت دراسة (Ajer et al., 2005) إلى وجود علاقة عكسية بين الخبرة المالية للمدير المالي المقاسة بعدد سنوات العمل والشهادات المهنية الحاصل عليها وبين الأخطاء المحاسبية، بالإضافة إلى ذلك يؤثر المديرون الماليون على المستوى الفردي على نطاق واسع على مجموعة من الخيارات المحاسبية عند إعداد التقارير المالية للشركة (كالاستحقاقات الاختيارية، وعقود الإيجار التشغيلي، والتغلب على توقعات المحللين للأرباح المستقبلية، واحتمال وجود أخطاء محاسبية).

ويلعب المديرون دوراً مهماً في تحقيق أهداف المنشأة، ويعتبر اتخاذ القرارات في التوقيت المناسب من أهم الأمور لاستغلال موارد المنشأة وتحقيق نتائج مثمرة من الفرص المتاحة للمنشأة، كما أن وجود المديرين أصحاب القدرات الإدارية العالية يساعد المنشأة على تحسين أدائها من خلال الاستخدام الأمثل لمواردها المتاحة، كما يعمل توافر القدرة الإدارية للمديرين على الحد من إهدار أو تبديد الاحتياطات النقدية (De Franco et al., 2017).

وبعد أن تعرض الباحثين لخلفية نظرية عن متغيرات البحث تضمنت، العلاقة بين الهيكل التمويلي والرفع المالي، العلاقة بين الرفع المالي وأداء الشركات، و علاقة القدرة الإدارية بأداء الشركات، يقوم الباحثين في القسم التالي (الثاني) باستعراض لأهم الدراسات السابقة التي تم اجراءها على المستوى الاختباري عن العلاقات بين متغيرات البحث، بما يسهم في تطوير فروض البحث.

القسم الثاني

مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث

1. مراجعة الدراسات السابقة

في ضوء مشكلة وأهداف البحث يهتم هذا القسم بعرض وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات، العلاقة بين القدرة الإدارية وأداء الشركات، وذلك تمهيداً لإشتقاق فرضيات البحث، لذا سيتم تقسيم الدراسات السابقة إلى مجموعتين رئيسيتين تتعلق المجموعة الأولى: بالدراسات التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات، بينما تتعلق

المجموعة الثانية: بالدراسات التي تناولت العلاقة بين القدرة الإدارية وأداء الشركات، وسيتم تناول الدراسات السابقة التي تنتمي لكل مجموعة كما يلي:

1.1 الدراسات التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات:

1- دراسة (غريب وآخرون، 2021)	
عنوان الدراسة	" أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للشركة".
هدف الدراسة	هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي وذلك على عينة من الشركات المساهمة المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
منهجية الدراسة	اعتمدت هذه الدراسة على عينة مكونة من 71 شركة بعد تحقيقها لشروط معينة خلال فترة الدراسة، والتي كانت من 2014 إلى 2018م، وقد تم استخدام نموذج الانحدار لتحليل البيانات واختبار الفرضيات.
متغيرات الدراسة	المتغير التابع: الأداء المالي: تم قياسه بكلاً من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على المبيعات (ROS)، والعائد على الاستثمار (ROI). المتغير المستقل: الرفع المالي وقد تم قياسه بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول
بيئة التطبيق	مصر
نتائج الدراسة	توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة معنوية طردية (موجبة) بين الرفع المالي والأداء المالي مقاساً بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، وتوجد علاقة معنوية عكسية (سالبة) بين الرفع المالي والأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول (ROA)، بينما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين الرفع والأداء المالي مقاساً بالعائد على المبيعات (ROS)، أما علاقة الرفع المالي والأداء المالي مقاساً بالعائد على الاستثمار (ROI) أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية طردية (موجبة).
2- دراسة (عبد المنعم، 2020)	
عنوان الدراسة	" أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم".
هدف الدراسة	استهدفت هذه الدراسة التحقق من أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية.
منهجية الدراسة	اعتمدت هذه الدراسة على عينة مكونة من 14 بنك مسجل في بورصة الأوراق المالية المصرية، في الفترة الزمنية بين عامي 2013 إلى 2018م، واستخدمت طريقة المربعات الصغرى العامة، طريقة المربعات الصغرى المرجحة، طريقة الانحدار الكمي، وطريقة الانحدار القوي.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل: الرفع المالي: تم قياسه بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول المتغيرات التابعة: 1-الأداء المالي مقاساً بكلاً من ، معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) 2-عوائد الأسهم وهي نصيب السهم من التوزيعات النقدية مضافاً إليها الأرباح الرأسمالية التي يحصل عليها المستثمر من خلال فروق الأسعار
بيئة التطبيق	مصر
نتائج الدراسة	أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين الرفع المالي والأداء المالي، وأن الرفع المالي له تأثير إيجابي ومعنوي على الأداء المالي في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، كما أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، وأن الرفع المالي ليس له تأثير معنوي على عوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة

الأوراق المالية المصرية.	
3- دراسة (عليوي، 2019)	
عنوان الدراسة	" أثر الرفع المالي على الأداء في الشركات المساهمة العامة"
هدف الدراسة	استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر الرفع المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي، ومعرفة ما إذا كان هناك فروق في أثر الرفع المالي على الأداء المالي بين القطاعات المختلفة في سوق عمان المالي.
منهجية الدراسة	اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 49 شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي وتنتمي إلى القطاع المالي والقطاع الخدمي، وذلك في الفترة من عام 2016 حتى عام 2017م، وتم الاعتماد على نموذج تحليل الانحدار البسيط لتحليل البيانات واختبار الفرضيات
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل: الرفع المالي، مقاساً بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول المتغير التابع: الأداء المالي، مقاساً بكلاً من، معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)
بيئة التطبيق	عمان
نتائج الدراسة	أوضحت النتائج وجود أثر ايجابي للرفع المالي على الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على حقوق الملكية في الشركات مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية، في حين تبين عدم وجود أثر للرفع المالي على الأداء المقاس بمعدل العائد على الأصول، كما أظهرت النتائج وجود فروق في أثر الرفع المالي على الأداء المقاس بمعدل العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة، في حين تبين عدم وجود فروق في أثر الرفع المالي على الأداء المقاس بمعدل العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة.
4- دراسة (lukhanda et al, 2019)	
عنوان الدراسة	" أثر الرفع المالي وحجم الشركة على الأداء المالي لتعاونيات الادخار والائتمان بكينيا "
هدف الدراسة	هدفت هذه الدراسة اختبار أثر الرفع المالي وحجم الشركة على الأداء المالي لتعاونيات الادخار والائتمان بكينيا
منهجية الدراسة	تم اعتماد المنهج الوضعي باستخدام تصميم بحث متعدد الأساليب، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 174 جمعية تعاونية للادخار والائتمان بكينيا وذلك في الفترة من عام 2013 إلى عام 2017.
متغيرات الدراسة	المتغيرات المستقلة: 1- الرفع المالي، مقاساً بنسبة إجمالي الإلتزامات إلى إجمالي الأصول 2- حجم الشركة، معبراً عنه باللوغارتم الطبيعي لإجمالي الأصول المتغير التابع: الأداء المالي، مقاساً بكلاً من، معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE).
بيئة التطبيق	كينيا
نتائج الدراسة	أظهرت نتائج الدراسة أن حجم الشركة له تأثير ايجابي كبير على الأداء المالي، وأن هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين حجم الشركة والأداء المالي، بينما أظهرت الدراسة أن للرفع المالي تأثيراً سلبياً كبيراً على الأداء المالي، وأن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين الرفع المالي المقاس بنسبة إجمالي الإلتزامات إلى إجمالي الأصول والأداء المالي.
5- دراسة (أبو سالم، كامل، 2018)	
عنوان الدراسة	" تأثير قرارات هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية "

هدف الدراسة	استهدفت هذه الدراسة التحقق من تأثير قرارات هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية
منهجية الدراسة	اعتمدت هذه الدراسة على عينة مكونة من 130 شركة مساهمة مصرية (380 مشاهدة) مقيدة بالبورصة، وتنتمي إلى ثلاثة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة بين عامي 2013 و2015م، وقد تم استخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لتحليل البيانات واختبار الفرضيات
متغيرات الدراسة	المتغير التابع: أداء الشركات، تم قياسه بكلاً من معد العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، ومؤشر (Tobin's Q) المتغير المستقل: هيكل رأس المال متمثلاً في (الرافعة المالية)، تم قياسه باستخدام عدة مقاييس تتضمن: نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.
بيئة التطبيق	مصر
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون قصيرة الأجل، أو نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وبين أداء الشركة معياراً عنه بأي من العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية، أو مؤشر (Tobin's Q)، في حين توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين المديونية طويلة الأجل منسوبة لأي من إجمالي الأصول، أو إجمالي رأس المال وبين أداء الشركات. وتوفر نتائج هذه الدراسة دليلاً إمبريقياً على أن قرارات اختيار هيكل رأس المال تعد أحد المحددات المهمة لأداء الشركات المساهمة المصرية.

1.2. بعض الدراسات التي تناولت العلاقة بين القدرة الإدارية وأداء الشركات

1- دراسة (صبرى، وآخرون، 2023)	
عنوان الدراسة	أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على قيمة المنشأة في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين
هدف الدراسة	استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر القدرة الإدارية لدى المديرين التنفيذيين على قيمة الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
منهجية الدراسة	باستخدام القوائم المالية المنشورة لعينة قوامها 30 شركة من مختلف القطاعات غير المالية (الصناعة، الخدمات، الأستثمار) ومثلت العينة ما نسبته 90.9% من مجتمع الدراسة خلال الفترة من 2011-2021م.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل: القدرة الإدارية، مقاساً باستخدام نموذج (Demerjian et al., 2012) وهي طريقة تحليل مغلف البيانات. المتغير التابع: قيمة الشركة، مقاساً بمؤشر - Tobin's Q
بيئة التطبيق	فلسطين
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة إلى أنه يوجد كفاءة (قدرة) إدارية لدى المديرين في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بشكل عام. فحازت الشركات الخدمية على أعلى درجة قدرة إدارية، بينما حازت الشركات الصناعية على أقل درجة من القدرة الإدارية، كما تبين أنه يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للقدرة الإدارية لدى المديرين على قيمة المنشأة مقاسة بمؤشر - Tobin's Q بوجود كلاً من (معدل العائد على الأصول ونسبة المديونية) كمتغيرات ضابطة.
2-(Al Shaar et al., 2022)	
عنوان الدراسة	Managerial Ability, Earnings Quality, and Future Performance
هدف الدراسة	تهدف هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين القدرة الإدارية وجودة الأرباح والأداء المستقبلي

للشركات غير المالية المدرجة في بورصة عمان	
منهجية الدراسة	بناءً على عينة من البيانات المستخرجة من التقارير المالية السنوية الصادرة خلال الفترة 2002-2015، تم استخدام نموذج الخطأ المعياري المصحح (PCSE) لاختبار فرضيات الدراسة.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل: القدرة الإدارية، مقاساً باستخدام نموذج (Demerjian et al., 2012) وهي طريقة تحليل مغلف البيانات المتغيرات التابعة: جودة الأرباح، مقاسة باستخدام نموذج ادارة الأرباح وهو نموذج جونز المعدل بالأداء الأداء المستقبلي، مقاساً باستخدام معدل العائد على الأصول (ROA).
بيئة التطبيق	عمان
نتائج الدراسة	تشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وجودة الأرباح. كما أظهرت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين والأداء المستقبلي. كما أكدت النتائج وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح والأداء المستقبلي في الشركات التي يتمتع مديرها التنفيذيون بقدرات عالية. ومن شأن نتائج الدراسة أن تزود الإدارة العليا في الشركات غير المالية بروى تساعد على تركيز اهتمامهم على العلاقة بين القدرة الإدارية وجودة الأرباح.
3- دراسة (شعبان، على الدين، 2022)	
عنوان الدراسة	أثر القدرة الإدارية على العلاقة بين جودة الأرباح وقيمة المنشأة
هدف الدراسة	يهدف البحث إلى دراسة وإختبار العلاقة بين جودة الأرباح وقيمة المنشأة، وأختبار الأثر المعدل للقدرة الإدارية على تلك العلاقة.
منهجية الدراسة	تم التطبيق على عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري وعددها 133 شركة تتضمن 16 قطاع في الفترة من عام 2010 وحتى عام 2018.
متغيرات الدراسة	المتغير التابع: قيمة المنشأة، تم الاعتماد على على نموذج Tobin's Q كمؤشر لقيمة المنشأة. المتغير المستقل: جودة الأرباح، تم الاعتماد على نموذج (Jones, 1991) القائم على تقدير الإستحقاقات الإختيارية. المتغير المعدل: القدرة الإدارية، تم الاعتماد على المؤشر الذي قدمته دراسة (Demerjian, et al, 2012).
بيئة التطبيق	مصر
نتائج الدراسة	توصلت نتائج التحليل الإحصائي الي وجود علاقة موجبة ومعنوية بين جودة الأرباح وقيمة المنشأة للشركات محل البحث، كما أوضحت النتائج أن القدرة الإدارية لها أثر معنوى على العلاقة بين جودة الأرباح وقيمة المنشأة للشركات محل البحث.
4- دراسة (سليمان، الجوهري، 2022)	
عنوان الدراسة	القدرة الإدارية وانعكاساتها على العلاقة بين التخطيط الضريبي والأداء المالي المستقبلي للمنشأة: دراسة تطبيقية
هدف الدراسة	هدفت هذه الدراسة إلى اختبار الأثر المعدل للقدرة الإدارية على العلاقة بين ممارسات التخطيط الضريبي والأداء المالي المستقبلي للمنشأة.
منهجية الدراسة	تم التطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بلغ عددها (80) شركة خلال الفترة من عام 2016 وحتى عام 2020.
متغيرات الدراسة	المتغير التابع: الأداء المالي المستقبلي، تم الاعتماد على مقياسين للأداء المالي للمنشأة، وهما معدل العائد على الأصول (ROA) كأحد المقاييس المالية ، ونسبة Tobin's Q كأحد المقاييس

السوقية. المتغير المستقل: ممارسات التخطيط الضريبي، وتم قياسه من خلال معدل الضريبة الفعال (ETR). المتغير المعادل: القدرة الإدارية، تم الاعتماد على المؤشر الذي قدمته دراسة (Demerijian, et al, 2012).	
مصر	بيئة التطبيق
توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين ممارسات التخطيط الضريبي والأداء المالي المستقبلي للمنشأة مقياساً بكل من معدل العائد على الأصول ونسبة Tobin's Q، وكذلك وجود علاقة موجبة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للمنشأة مقياساً بكل من معدل العائد على الأصول ونسبة Tobin's Q، كما أشارت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للقدرة الإدارية على العلاقة بين التخطيط الضريبي والأداء المالي المستقبلي للمنشأة مقياساً بكل من معدل العائد على الأصول ونسبة Tobin's Q.	نتائج الدراسة
5- دراسة (Eissa and Hashad, 2021)	
أثر القدرة الإدارية على توقيت التقارير المالية	عنوان الدراسة
هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير القدرة الإدارية على توقيت التقارير المالية	هدف الدراسة
تم التطبيق على عينة مكونة من 62 شركة مدرجة في مؤشر EGX100 بالبورصة المصرية ما بين عامي 2014-2019.	منهجية الدراسة
المتغير المستقل: القدرة الإدارية، تم الاعتماد على المؤشر الذي قدمته دراسة (Demerijian, et al, 2012). المتغير التابع: توقيت التقارير المالية، ويتم حسابه على أنه عدد الأيام المنقضية بين نهاية العام وتوقيع تقرير المراجع.	متغيرات الدراسة
مصر	بيئة التطبيق
توصلت الدراسة إلى أن القدرة الإدارية تعمل على تقديم التقارير المالية في التوقيت المناسب، كما أكدت النتائج على وجود علاقة سلبية بين القدرة الإدارية وتأخر التقارير المالية.	نتائج الدراسة

من العرض السابق للدراسات السابقة، يمكن للباحثين الإشارة إلى ما يلي:

- 1- توصلت الدراسات السابقة إلى نتائج متضاربة بشأن العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات، حيث أيدت العديد منها وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وأداء الشركات، وعلى النقيض مما سبق فقد توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة سالبة بينهما، أي أوضحت الدراسات وجود تضارب في النتائج.
- 2- تم تبني المنهجية الاختبارية في الدراسات السابقة كوسيلة لتحقيق أهداف البحث وتوفير أساس مناسب لتعميم النتائج، ويعتقد الباحثين أن الدراسة الاختبارية هي الأكثر فاعلية في هذا السياق، حيث توفر هذه الطريقة إطاراً منهجياً قوياً للتحليل والتفسير، وتسمح بإجراء تجارب واختبار فرضيات البحث بشكل دقيق، وبفضل هذا التوجه، يمكن للدراسات الاختبارية أن تساهم في تحقيق نتائج قوية وموثوقة تساهم في تطوير المعرفة واتخاذ القرارات الفعالة.

3- اعتمدت الدراسات السابقة فى تجميع البيانات على القوائم المالية المنشورة، ويرى الباحثين أن استخدام البيانات الفعلية يوفر انعكاساً كمياً لسلوك الإدارة، لذا سيقوم الباحثين بإتباع نفس الأسلوب.

4- تعد الدراسة الحالية امتداداً للدراسات السابقة حيث تأتي مساهمتها في اختبار العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المتداول أسهمها بالسوق المصرية، في وجود القدرة الإدارية كمتغير منظم لهذه العلاقة.

5- اعتمدت معظم الدراسات السابقة على نموذج (Demerijian, et al, 2012) لقياس القدرة الإدارية، وسيعتمد الباحثين على هذا النموذج لأعتبارات منها: سهولة حسابه، فضلا عن توافر البيانات الخاصة به، وحتى يتمكن الباحثين من اجراء مقارنة للنتائج المتحصل عليها مع نتائج الدراسات السابقة، ولهذا الغرض أيضاً يتفق البحث الحالي مع الدراسات السابقة فى التعريفات الإجرائية للمتغير التابع والمتغير المستقل، كون هذه المقاييس هى الأكثر شيوعاً من وجهة نظر المستثمرين وأصحاب المصالح.

2. تطوير فرضيات البحث:

2.1. العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات:

تظهر العلاقة بين الرفع المالى والأداء المالى مع زيادة حجم التمويل بالدين، حيث يمكن أن يؤثر تأثيراً إيجابياً على الأداء المالى للمنشأة، وتكون العلاقة ايجابية بين الرفع المالى والأداء المالى أو العكس، وتستخدم مقاييس الربحية كأساس ليعكس أثر الرفع المالى على الأداء المالى للمنشأة (النجار، 2013)، وبشكل عام فإن نتيجة التوسع فى الرفع المالى تعتمد على قدرة المنشأة على استغلال الأموال المقترضة بكفاءة وفعالية لزيادة معدلات الربحية، ومن ثم تحسين الأداء المالى للمنشأة (شلاش وأخرون، 2008)، وبالتالي فإن الرفع المالى قد يكون جيداً عندما يحقق عوائد تفوق تكلفة التمويل، وقد يكون متوسطاً عندما يحقق عوائد مساوية لتكلفة التمويل، وقد يكون عكسى عندما يحقق عوائد أقل من تكلفة التمويل، ويترتب على الرفع المالى الجيد ارتفاع معدلات الربحية وتحسن الأداء المالى (النجار، 2021)، بينما يترتب على الرفع المالى المتوسط عدم حدوث أى تغيير فى معدلات الربحية والأداء المالى، أما الرفع المالى العكسى، فيترتب عليه انخفاض معدلات الربحية وتحقيق الربحية وتحقيق خسائر وتدهور الأداء المالى (Magli and Ogliari.,2018).

وبالتالى فقد توصلت بعض الدراسات السابقة إلي نتائج متضاربة بشأن العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات، حيث أيدت العديد منها وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية والأداء المالي (على سبيل المثال: (غريب وآخرون، 2021)؛ (عبد المنعم، 2020)؛ (عليوي، 2019)؛ (أبو سالم، كامل، 2018) وعلى النقيض مما سبق فقد توصلت دراسات أخرى إلي وجود علاقة سالبة على سبيل المثال: (Shibuts et al, 2019)؛ (Javeed and Tabassam, 2018)، (Aziidah, 2017)؛ (Nassar, 2016)، ونظراً لتضارب نتائج الدراسات التى تناولت أثر الرافعة المالية على أداء الشركات، فإنه يمكن للباحث صياغة الفرضية الرئيسية الأولى للدراسة الحالية، وذلك على النحو التالى:

H₁: لا توجد علاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية.

2.1.2. تأثير القدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية

نظراً للتضارب بين الدراسات السابقة التي قامت بدراسة العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركة فيرى الباحثين أنه لا بد من دخول القدرة الإدارية على هذه العلاقة ودراسة أثرها، حيث يمكن للمديرين ذوي القدرات العالية التعامل مع الرافعة المالية (المديونية) للشركة بطريقه مناسبة لتحسين أداءها، كما يتمتع المديرون ذوو القدرات العالية بمهارة وخبرة وتجربة ومعرفة أكبر لتعزيز الابتكار في مجال الأعمال، ومن ثم استمرارية الشركة وتطويرها (Shao, et al,2020). كما يمكن للمديرين ذوي القدرات العالية استغلال الأموال المقترضة لتحسين أداء الشركات، من خلال الاستخدام الأمثل للأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية (فودة، 2020)، حيث يتم تخفيض مخاطر الرافعة المالية (المديونية) من خلال القدرة الإدارية التي تعمل على إدارة هذه المديونية بشكل جيد، وبالتالي زيادة العوائد المحاسبية التي تعمل على زيادة أداء الشركات. وتأسيساً على ذلك فإنه يمكن للباحث صياغة الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة الحالية، وذلك على النحو التالى:

H₂: لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية.

وبعد توفير دعم اختباري أسهم فى تطوير فروض البحث، يقوم الباحثين فى القسم التالى (الثالث) بتناول منهجية البحث (مجتمع وعينة البحث، مصادر الحصول على البيانات، نماذج البحث، والتعريفات الإجرائية للمتغيرات) تمهيداً لاختبار الفروض.

القسم الثالث

تصميم البحث

1. مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية فى الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (2017م إلى عام 2022م)، وقد قام الباحثين باختيار عينة ميسرة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، والمتاح الإستعانة بها فى إتمام الدراسة الحالية، يبلغ حجمها 78 شركة (468 مشاهدة) موزعة على إحدى عشر قطاعاً إقتصادياً غير مالي، وقد استبعد الباحثين بعض الشركات من المجتمع وفقاً لعدة معايير، حيث تم استبعاد:

- 1- قطاع البنوك والمؤسسات المالية، لأن مثل تلك الشركات لها قواعد ومعايير لآليات قوة المدير التنفيذي الأول الخاصة بها تختلف عن الشركات الأخرى.
- 2- الشركات التى تم شطبها أو لم يستمر قيدها خلال فترة الدراسة.
- 3- الشركات التى لا تتوافر تقارير مجالس إدارتها، وذلك لأهمية تقرير مجلس الإدارة كجزء من التقرير المالي.

جدول رقم (1): التصنيف القطاعي لعينة البحث

م	القطاع	عدد الشركات	النسبة %
1	الأغذية والمشروبات	16	20.6%
2	العقارات	14	18%
3	خدمات النقل والشحن	2	2.5%
4	السياحة والترفيه	5	6.5%
5	الرعاية الصحية والأدوية	10	12.8%
6	ورق ومواد تعبئة وتغليف	2	2.5%
7	مقاولات وانشاءات هندسية	3	3.8%
8	الموارد الأساسية	10	12.8%
9	منسوجات وسلع معمرة	5	6.5%
10	مواد البناء	8	10.2%
11	الإتصالات	3	3.8%
	إجمالي	78	100%

1.1. مصادر الحصول على بيانات البحث:

اعتمد الباحثين على موقع مباشر مصر لنشر المعلومات، وموقع البورصة المصرية، للحصول على كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية، حيث تم الحصول على البيانات الخاصة بكافة شركات عينة الدراسة، وهى:

- 1- القوائم المالية السنوية للشركة.
- 2- تقرير مجلس الإدارة السنوى وفقاً لأحكام المادة (40) من قواعد القيد والمعد بواسطة الشركة.
- 3- تم استبعاد المؤسسات المالية

1.2. نماذج البحث:

سوف يعتمد الباحثين بشأن اختبار فرضيات البحث على أسلوب تحليل الانحدار (Regression Analysis)، حيث سيعتمد الباحثين بشأن اختبار فرضية البحث الحالى على نموذج للانحدار المتعدد، ويمكن للباحث عرض نماذج البحث الخاصة باختبارات فرضياته على النحو التالي:

الفرض الأول: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وأداء الشركات.

ويمكن للباحث إختبار هذا الفرض من خلال النماذج التالية:

نموذج الدراسة الأول:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 ASSETS_D_{it} + \beta_5 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

نموذج الدراسة الثاني:

$$Tobin's\ Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 ASSETS_D_{it} + \beta_5 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

الفرض الثانى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية كمتغير منظم للعلاقة

بين الرافعة المالية وأداء الشركات.

ويمكن للباحثين إختبار هذا الفرض من خلال نماذج الدراسة التالية:

نموذج الدراسة الثالث:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 MA_Score_{it} + \beta_3 LEV * MA_Score_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 ASSETS_D_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

نموذج الدراسة الرابع:

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 MA_Score_{it} + \beta_3 LEV * MA_Score_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 ASSETS_D_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

1.3. التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
المتغير التابع: أداء الشركات		
يتم حسابها من خلال قسمة صافى الربح بعد الضرائب إلى إجمالي أصول الشركة (i) خلال الفترة (t) (Phan, 2021).	ROA _{it}	معدل العائد على الأصول
يتم قياسها بالقيمة السوقية لأصول الشركة إلى إجمالي قيمتها الدفترية للشركة (i) خلال الفترة (t)، والتي يتم حسابها من خلال (Singh and Batsakis., 2018): $\frac{\text{القيمة الدفترية للالتزامات} + \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}}{\text{القيمة الدفترية لإجمالي الأصول}}$	Tobin's Q _{it}	مقياس توبين كيو
المتغير المستقل: الرافعة المالية		
يتم حسابها من خلال قسمة القيمة الدفترية للالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة (i) خلال الفترة (t) (عمر و على، 2022).	LEV _{it}	الرافعة المالية (المديونية)
المتغير المنظم: القدرة الإدارية		
تقدر الكفاءة الكلية للشركة على مستوى كل صناعة باستخدام أسلوب تحليل مغلف البيانات Data Envelopment Analysis من خلال المعادلة التالية (Demerjian et al, 2012). $Max0 = \frac{Sales}{PPE+COGS+SG\&A+Goodwill+R\&D+OPslease+Other\ intan}$ ونظراً لعدم توافر البيانات المتعلقة ببعض بنود المعادلة السابقة والتي تشمل كلاً من (Other intan، Goodwill، R&D، OPslease) في القوائم المالية لبعض الشركات، سيعتمد الباحثين على المعادلة المشتقة التالية: $Max0 = \frac{SAles}{PPE+SGA+COGS}$	Max ₀	تقدير الكفاءة الكلية للشركة
ترجع درجة الكفاءة الكلية المحسوبة في المرحلة الأولى إلى كل من الإدارة والشركة، لذلك يجب تعديلها عن طريق استبعاد تأثير بعض خصائص الشركة المؤثرة عليها مثل:	MA _{it}	تعديل درجة كفاءة الشركة

أصول الشركة، والنصيب السوقي للشركة، والتدفقات النقدية الحرة الموجبة، وعمر الشركة، يتم استبعاد العوامل التي تعوق المجهودات الإدارية مثل تعدد قطاعات الشركة، والعمليات التجارية الدولية. ويتم ذلك من خلال نموذج الإنحدار التالي (نموذج انحدار Tobit) (Demerjian et al, 2012).		
Firm Efficiency_{it}=β0 +β1 Log Total Assets_{it} + β2 Market Share_{it} +β3 Positive Free Cash Flow_{it} +β4 Log FirmAge_{it} +β5 Foreign Currency Indicator_{it} +β6 Year Indicator_{it} +ε_{it}		
المتغيرات الضابطة:		
اللوغار يتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة t.	SIZE_{it}	حجم الشركة
يتم حسابها عن طريق طرح مبيعات السنة الحالية من مبيعات السنة السابقة مقسومة على مبيعات السنة السابقة للشركة i في نهاية الفترة t.	GROW_{it}	نمو المبيعات
يتم حسابها عن طريق قسمة إجمالي الأصول على صافي إيرادات المبيعات للشركة i في نهاية الفترة t.	ASSETS-D_{it}	كثافة الأصول
يتم حسابها عن طريق قسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول للشركة i في نهاية الفترة t.	CASH_{it}	النقدية المحتفظ بها

1.4. المتغيرات الضابطة ومبررات إضافتها إلى نماذج البحث:

سيعتمد الباحثين على بعض المتغيرات الضابطة التي من المتوقع أن تؤثر على أداء الشركة

(كمتغير تابع)، ويوضح الباحثين مبررات إضافة المتغيرات الضابطة على النحو التالي:

1- حجم الشركة

تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط في نموذج الإنحدار لعزل تأثير حجم الشركة على أدائها، وقد أختبرت العديد من الدراسات العلاقة بين حجم الشركة وأداء الشركة، وتوصلت إلى وجود علاقة موجبة بينهما، مثل: (Rashid, 2010، Ntim, 2009)، في المقابل توصلت دراسات (Arslan et al., 2010، Khana et al., 2021) إلى وجود علاقة سالبة بينهما.

2- نمو المبيعات

تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط في نموذج الإنحدار لعزل تأثير نمو المبيعات على أداء الشركات، وقد أختبرت العديد من الدراسات العلاقة بين نمو المبيعات وأداء الشركة، وتوصلت إلى وجود علاقة موجبة بينهما، مثل: (Eka, 2018, Cheng and Mitchell., 2021) في المقابل توصلت دراسات (Garcia and Martinez., 2020 : Reitzig and Heath., 2020) إلى وجود علاقة سالبة بينهما.

3- كثافة الأصول

تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط في نموذج الانحدار لعزل تأثير كثافة الأصول على الأداء. وقد أجرت العديد من الدراسات تحليلاً للعلاقة بين كثافة الأصول وأداء الشركة، وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية بينهما، مثل، (Guo and He., 2020). ومن جهة أخرى، أظهرت دراسة أخرى أجريت بواسطة (Ismail et al., 2022) عدم وجود علاقة بينهما.

4- النقدية المحتفظ بها

تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط في نموذج الانحدار لعزل تأثير النقدية المحتفظ بها على الأداء، وقد أختبرت العديد من الدراسات العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وأداء الشركة، وتوصلت إلى وجود علاقة موجبة بينهما، مثل: (La Rocca and Cambera., 2019)، (Goh and Song., 2021) في المقابل توصلت دراسات (: Dang and Pham., 2020) إلى وجود علاقة سالبة بينهما. (Lashgari and Ahmadzadeh., 2021)

بعد أن تعرض الباحثين لمنهجية البحث المتمثلة في (مجتمع وعينة البحث، مصادر الحصول على البيانات، نماذج البحث، والتعريفات الإجرائية للمتغيرات)، يقوم الباحثين في القسم التالي (الرابع) بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية .

القسم الرابع

تحليل النتائج

1. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة (التابعة والمستقلة) حيث يتضمن عدد المشاهدات لكل متغير والمدي، وأعلى قيمة وأقل قيمة، والمتوسط الحسابي والانحراف المعياري، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (2)
يوضح وصف لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics						
Variables	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	468	1.0739	-0.3076	0.7663	0.0538	0.0983
Tobin's Q	468	4.465	0.0640	4.4009	1.0581	0.5221
LEV	468	1.0047	0.0091	0.9956	0.4952	0.2293
MA	468	1.6138	0.4781	1.1358	0.7151	0.1179
LEVMA	468	0.7441	0.0067	0.7374	0.3501	0.1603
SIZE	468	40.513	12.7150	27.797	20.8379	2.1008
GROW	468	3.0199	-0.9893	2.0306	0.0954	0.4029
ASSETS_D	468	73.592	0.0005	73.5919	4.2631	7.9082
CASH	468	0.8268	0.0002	0.8266	0.1090	0.1359
Valid N (listwise)	468					

المصدر : مخرجات التحليل الإحصائي.

يتضح من الجدول رقم (2) ما يلي:

- أظهرت نتائج الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع (أداء الشركات) ما يلي: فيما يتعلق بالعائد على الأصول (ROA) على مستوى عينة الدراسة يتراوح بين (-0.3076) و(0.7663)، بمتوسط حسابي (0.0538) و إنحراف معياري (0.0983)، وفيما يتعلق بمؤشر توبينز كيو (Tobin'Q)، فقد تبين للباحث أنه يتراوح بين (0.0640) و (4.4009) بمتوسط حسابي قدره (1.0581)، وإنحراف معياري (0.5221). كما تُظهر نتائج التحليل الوصفي للمتغير المستقل الرافعة المالية (LEV) أن قيمتها تتراوح بين (0.0091) و(0.9956) بمتوسط قدره (0.4952) وإنحراف معياري (0.2293). وفيما يتعلق بالمتغير المنظم والمتمثل في القدرة الإدارية (MA) تبين للباحث أنه يتراوح ما بين (0.1781) إلى (1.1358)، بمتوسط قدره (0.7151) وإنحراف معياري (0.1179). أما المتغير التفاعلي (الرافعة المالية * القدرة الإدارية) (LEV*MA) فإنه يتراوح ما بين (0.0067) و (0.7374) بمتوسط حسابي قدره (0.3501) وإنحراف معياري (0.1603).
- وفيما يتعلق بنتائج المتغيرات الضابطة: فقد اتضح أن متوسط حجم الشركة (SIZE) قد بلغ (20.83789)، كما بلغ متوسط نمو المبيعات (GROW) للشركات محل الدراسة (0.0953885)، بينما بلغ متوسط كثافة الأصول (ASSETS_D) (4.263074) وأخيراً بلغ متوسط النقدية المحتفظ بها (CASH) للشركات محل الدراسة (0.10189968).

2. مصفوفة تحليل الارتباط:

تهتم مصفوفة الارتباطات (Correlation Matrix) بتحليل الارتباطات ثنائية المتغير بين متغيرات الدراسة وذلك من أجل التحقق من قوة واتجاه العلاقات المفترضة بين المتغيرات، بالإضافة إلى ذلك تعد مصفوفة ارتباط بيرسون الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية. ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية تعتبر مقبولة إذا بلغ معامل الارتباط بين أي منها (0.80) كحد أقصى. وبإلقاء النظر على العلاقة بين متغيرات البحث والمتضمنة بالجدول رقم (3)، يتبين أن الإزدواج الخطى لا يمثل مشكلة في البحث الحالي، حيث أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في البحث الحالي أقل من (0.80)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (0.60) تقريباً بين متغيري العائد على الأصول، والمتغير التفاعلي (الرافعة المالية*القدرة الإدارية) على الرافعة المالية.

جدول رقم (3)

نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

Pearson Correlation									
Variables	ROA	Tobin's Q	MA	LEV	LEVMA	SIZE	GROW	ASSETS_D	CASH
ROA	1								
Tobin's Q	0.0477	1							
MA	0.1897***	-0.0956**	1						
LEV	-0.1848***	0.0945**	-	1					
LEVMA	-0.1407***	0.0547	0.2012***	0.6280***	1				
SIZE	-0.0278	-0.0869*	0.2069***	0.1259***	0.1792***	1			
GROW	0.1038**	-0.0513	0.1294***	0.0051	0.0501	0.0197	1		
ASSETS_D	-0.1486***	-0.1121**	-0.1653***	-0.0604	-0.1114**	0.1762***	-0.1490***	1	
CASH	0.3831***	0.1046**	0.0400	-0.0966**	-0.1009**	-0.2709***	-0.0344	-0.1812***	1

***. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
 **. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
 *. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي

يتضح من الجدول رقم (3) ما يلي:

- وجود ارتباط سالب معنوي بين الرافعة المالية (LEV) والعائد على الأصول (ROA) كمقياس لأداء الشركات، عند مستوى معنوية (0.01). بمعنى أنه كلما زادت نسبة الرافعة المالية (الديون) في تمويل الشركة، كلما قل العائد على الأصول، بما يعكس أن الشركات التي

تستخدم نسبة عالية من الديون في تمويل أنشطتها قد تواجه مخاطر أكبر وقد تكون عرضة للفشل في حال حدوث ظروف اقتصادية غير مستقرة، وبالتالي، يمكن أن يؤدي زيادة نسبة الرافعة المالية إلى انخفاض الثقة في قدرة الشركة على تحقيق عوائد جيدة على استثماراتها، مما يؤدي إلى انخفاض العائد الأصول (ROA)، كما يوجد ارتباط موجب معنوي بين الرافعة المالية (LEV) والقيمة السوقية (Tobin's Q) كمقياس لأداء الشركات، عند مستوى معنوية (0.05)، وهذه العلاقة تعني أن زيادة استخدام الديون لتمويل أنشطة الشركة يؤدي إلى زيادة قيمتها وهذا يعود إلى عدة عوامل، منها تكاليف التمويل: قد تكون تكلفة الديون أقل من تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة صافي الدخل وبالتالي قيمة الشركة، وأيضاً زيادة نمو الشركة، قد يساهم التمويل بالديون في تعزيز نمو وتطور الشركات، مما يؤدي إلى زيادة في قيمتها. كما يوجد ارتباط سالب معنوي بين الرافعة المالية (LEV) والقدرة الإدارية (MA) عند مستوى معنوية (0.01)، وهذه العلاقة تعني أن هناك تبايناً معنوياً عكسياً بين استخدام الرافعة المالية وقدرة الشركة على إدارة عملياتها ومواردها بكفاءة وفعالية.

- وجود ارتباط موجب ومعنوي بين القدرة الإدارية (MA) والعائد على الأصول (ROA) كمقياس لأداء الشركات، عند مستوى معنوية (0.01)، هذه العلاقة تعني أن هناك تبايناً في العائد على الأصول يمكن تفسيره بشكل معنوي عندما يتغير مستوى القدرة الإدارية للشركة، حيث أنه عندما تتحسن القدرة الإدارية فإنها قد تتمكن من زيادة كفاءة استخدام الأصول، مما يؤدي إلى زيادة العائد على الأصول، كما أن القدرة الإدارية الفعالة تمكن الشركة من توجيه الموارد بشكل أفضل نحو الفرص الاستثمارية الأكثر ربحية، وتخصيصها بشكل أفضل لمشاريع تعود بأعلى عائد على الأصول، بينما يوجد علاقة ارتباط سالب معنوي بين القدرة الإدارية (MA) والقيمة السوقية (Tobin's Q) كمقياس لأداء الشركات، عند مستوى معنوية (0.05).

- كما تبين للباحث وجود ارتباط سالب معنوي بين المتغير التفاعلي (LEV * MA) والعائد على الأصول (ROA) كمقياس لأداء الشركات، عند مستوى معنوية (0.01)، حيث تعني هذه العلاقة أنه عندما تستخدم الشركة الرافعة المالية بشكل كبير، وتجاوزت هذه الرافعة قدرة المديرين على التحكم أو إدارة المخاطر المالية الناتجة عن ذلك، فإنها قد تزيد من المخاطر المالية التي تواجهها، مما يؤدي إلى انخفاض العائد على الأصول، كما يوجد ارتباط موجب

ومعنوي بين المتغير التفاعلي ($LEV * MA$) والقدرة الإدارية (MA)، عند مستوى معنوية (01)، تعنى هذه العلاقة أن هناك تبايناً في القدرة الإدارية للشركة يمكن تفسيره بشكل معنوي عندما يتم تعزيز القدرة بزيادة استخدام الرافعة المالية، حيث أنه عندما يزيد استخدام الرافعة المالية، قد تتزايد المسؤولية على الإدارة لتحسين الأداء وتعزيز القدرة الإدارية للتكيف مع زيادة المخاطر المالية، وهذا يؤدي إلى تعزيز الإدارة لقدراتها، كما يوجد ارتباط موجب ومعنوي بين المتغير التفاعلي ($LEV * MA$) والرافعة المالية (LEV)، عند مستوى معنوية (01)، تشير هذه العلاقة إلى أن الشركات التي تستخدم الرافعة المالية بشكل متوازن، بناءً على قدراتها الإدارية، قد تكون أكثر قدرة على تحقيق الاستقرار المالي والنمو المستدام في المدى الطويل.

3. تحليل ومناقشة نتائج اختبارات الفروض:

يمكن استعراض ومناقشة نتائج تحليل الانحدار العام التي تم التوصل إليها، ويلخصها الجدول رقم (4)، كما يلي:

3.1 اختبار صحة الفرض الأول: $H0_1$

لاختبار صحة فرض الدراسة الأول والقائل أنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وأداء الشركات " ، فقد تم الاعتماد على النماذج (الأول والثاني) لاختبار العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات مقيساً بـ Q (Tobin's Q)، وفيما يلي عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرض الأول.

جدول رقم (4)
نتائج تحليل الانحدار لبيان أثر الرافعة المالية على أداء الشركات

مقياس (Tobin's Q)				العائد على الأصول (ROA)				المتغيرات المستقلة
معامل تضخم التباين (VIF)	مستوى المعنوية (Sig.)	قيمة (t)	معاملات الإنداد (β)	معامل تضخم التباين (VIF)	مستوى المعنوية (Sig.)	قيمة (t)	معاملات الإنداد (β)	
	0.000***	4.21	1.074		0.101	-1.64	-0.069	ثابت الانحدار (Constant)
1.04	0.011**	2.57	0.243	1.04	0.000***	-4.27	-0.065	الرافعة المالية (LEV)
1.20	0.580	-0.55	-0.006	1.20	0.002***	3.09	0.006	حجم الشركة (SIZE)
1.07	0.257	-1.13	-0.056	1.07	0.009***	2.62	0.023	نمو المبيعات (GROW)
1.21	0.003***	-2.97	-0.013	1.21	0.000***	-4.17	-0.003	كثافة الأصول (ASSETS_D)
1.10	0.110	1.60	0.336	1.10	0.000***	8.51	0.23	الاحتفاظ بالنقدية (CASH)
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن (Sig. < 0.01) ** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث إن (Sig. < 0.05) * الفروق دالة عند مستوى معنوية 10%، حيث إن (Sig. < 0.10)								
0.0498				0.2267				معامل التحديد (R ²)
5.82				31.85				قيمة (F) المحسوبة
0.0000				0.0000				دلالة اختبار (F)
468				468				عدد المشاهدات (N)

ويتضح أن :

- القدرة التفسيرية للنماذج والتي تتمثل في قيمة المساهمة النسبية (معامل التحديد) R² للنماذج بلغت (0.2267)، و(0.0498) وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة والضابطة تفسر ما نسبته (22.6%) للنموذج الأول و(4.9%) للنموذج الثاني من التغير في المتغير التابع (أداء الشركات). وباقي النسبة ترجع إلى الخطأ العشوائي في النموذج نتيجة عدم إدراج متغيرات أخرى لنماذج الدراسة.
- وأظهرت نتائج النموذج الأول أن المتغير المستقل الرافعة المالية (LEV) له تأثير سالب معنوي على أداء الشركات مقاساً بالعائد على الأصول (ROA) حيث بلغ معامل الإنداد (-0.065) وهي قيمة سالبة ومستوى المعنوية أقل من (0.05)، بمعنى أنه كلما زادت نسبة الرافعة المالية (الديون) في تمويل الشركة، كلما قل العائد على الأصول، بما يعكس أن الشركات التي تستخدم نسبة عالية من الديون في تمويل أنشطتها قد تواجه مخاطر أكبر وقد تكون عرضة للفشل في حال حدوث ظروف اقتصادية غير مستقرة، وبالتالي، يمكن أن يؤدي زيادة نسبة الرافعة المالية إلى انخفاض الثقة في قدرة الشركة على تحقيق عوائد جيدة على

استثماراتها، مما يؤدي إلى انخفاض العائد الأصول (ROA)، وتتفق هذه النتيجة مع ما أشارت إليه دراسات سابقة مثل: دراسة (غريب وآخرون، 2021)، ودراسة (Aziidah, 2017)، ودراسة (Nassar, 2016)، ودراسة (أبو سالم، كامل، 2018)، بينما تختلف عن ما توصلت إليه دراسة (عبد المنعم، 2020)، ودراسة (Javeed and Tabassam, 2018)، (Ur Rehman, 2013).

- ويتضح أن قيمة (P-Value) للنموذج الأول أقل من مستوى المعنوية (0.05) حيث بلغت (0.000)، وقيمة F المحسوبة (31.85).

- وأظهرت نتائج النموذج الثاني أن المتغير المستقل الرافعة المالية (LEV) له تأثير موجب معنوي على أداء الشركات مقاساً بـ (Tobin's Q) وذلك عند مستوى معنوية (0.05)، وهذه العلاقة تعني أن زيادة استخدام الديون لتمويل أنشطة الشركة يؤدي إلى زيادة قيمتها وهذا يعود إلى عدة عوامل، منها تكاليف التمويل: قد تكون تكلفة الديون أقل من تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة صافي الدخل وبالتالي قيمة الشركة، وأيضاً زيادة نمو الشركة، قد يساهم التمويل بالديون في تعزيز نمو وتطور الشركات، مما يؤدي إلى زيادة قيمتها، حيث توصلت بعض الدراسات السابقة إلى نفس العلاقة، منها، دراسة (أبو سالم، كامل، 2018)، حيث توصلت إلى وجود أثر موجب معنوي بين الرفع المالي وأداء الشركات مقاساً بـ (Tobin's Q)، وغيرها مثل دراسة (Gweyi, 2014)، دراسة (Ebrati et al., 2013)، كما توصلت دراسة (Javeed and Tabassam, 2018)، إلى وجود أثر سالب معنوي بين الرفع المالي وأداء الشركات مقاساً بـ (Tobin's Q)، وغيرها مثل دراسة (Nassar, 2016)، دراسة (Singh and Bansal, 2016).

- ويتضح أن قيمة (P-Value) للنموذج الثاني أقل من مستوى المعنوية (0.05) حيث بلغت (0.000)، وقيمة F المحسوبة (5.82).

- وعليه فيتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل أي أنه " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وأداء الشركات ".

3.2. اختبار صحة الفرض الثاني: H02

لاختبار صحة فرض الدراسة الثاني والفاصل أنه " لا يوجد أثر للقدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات " ، فقد تم الاعتماد على النماذج (الثالث، الرابع) لقياس العلاقة بين المتغير التفاعلي (الرافعة المالية والقدرة الإدارية) وأداء الشركات مقاساً بكلاً من (العائد على

الأصول (ROA)، ومقياس (Tobin's Q)، وفيما يلي عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرض الثاني.

جدول رقم (5) نتائج تحليل الانحدار لبيان أثر القدرة الإدارية كمتغير منظم للعلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات

مقياس (Tobin's Q)			العائد على الأصول (ROA)				المتغيرات المستقلة	
معامل تضخم التباين (VIF)	مستوى المعنوية (Sig.)	قيمة (t)	معاملات الانحدار (β)	معامل تضخم التباين (VIF)	مستوى المعنوية (Sig.)	قيمة (t)		معاملات الانحدار (β)
	0.002***	3.13	1.144		0.012**	-2.52	-0.181	ثابت الانحدار (Constant)
6.76	0.682	0.41	0.232	6.76	0.096	1.67	0.189	الرافعة المالية (LEV)
6.76	0.390	-0.86	-0.411	6.76	0.012**	2.53	0.242	القدرة الإدارية (MA)
7.12	0.948	-0.07	-0.051	7.12	0.036**	-2.11	-0.361	القدرة الإدارية * الرافعة المالية (LEV*MA)
1.48	0.706	0.38	0.005	1.48	0.103	1.64	0.003	حجم الشركة (SIZE)
1.07	0.349	-0.94	-0.047	1.07	0.013**	2.49	0.022	نمو المبيعات (GROW)
1.36	0.001***	-3.32	-0.017	1.36	0.004***	-2.86	-0.002	كثافة الأصول (ASSETS_D)
1.12	0.096	1.67	0.352	1.12	0.000***	7.96	0.226	الاحتفاظ بالنقدية (CASH)
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1٪، حيث إن (Sig. < 0.01)								
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5٪، حيث إن (Sig. < 0.05)								
* الفروق دالة عند مستوى معنوية 10٪، حيث إن (Sig. < 0.10)								
0.059			0.247				معامل التحديد (R ²)	
5.65			25.15				قيمة (F) المحسوبة	
0.0000			0.0000				دلالة اختبار (F)	
468			468				عدد المشاهدات (N)	

وينضح أن :

- القدرة التفسيرية للنماذج والتي تتمثل في قيمة المساهمة النسبية (معامل التحديد) R² للنماذج بلغت (0.247)، و (0.059) وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (24.7%) للنموذج الثالث و(5.9%) للنموذج الرابع من التغير في المتغير التابع أداء الشركات. وباقي النسبة ترجع إلى الخطأ العشوائي في النموذج نتيجة عدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى لنماذج الدراسة.

- وأظهرت نتائج النموذج الثالث أن المتغير المستقل الرافعة المالية (LEV) له تأثير موجب غير معنوي على أداء الشركات مقاساً بالعائد على الأصول (ROA) حيث بلغ معامل

الإنحدار (0.189) وهي قيمة موجبة ومستوى المعنوية أكبر من (0.05)، كما تبين وجود أثر موجب معنوي للقدرة الإدارية (MA) على أداء الشركات مقاساً بالعائد على الأصول (ROA)، وتبين أن المتغير التفاعلي القدرة الإدارية* الرافعة المالية (LEV*MA) له تأثير سالب ومعنوي على أداء الشركات مقاساً بالعائد على الأصول (ROA) عند مستوى معنوية (0.05)، حيث تعنى هذه العلاقة أنه عندما تستخدم الشركة الرافعة المالية بشكل كبير، وتجاوزت هذه الرافعة قدرة المديرين على التحكم أو إدارة المخاطر المالية الناتجة عن ذلك، فإنها قد تزيد من المخاطر المالية التي تواجهها، مما يؤدي إلى انخفاض العائد على الأصول.

- ويتضح أن قيمة (P-Value) للنموذج الرابع أقل من مستوى المعنوية (0.05) حيث بلغت (0.0000)، وقيمة F المحسوبة (25.15).

- وأظهرت نتائج النموذج الرابع أن المتغير المستقل الرافعة المالية (LEV) له تأثير موجب غير معنوي على أداء الشركات مقاساً بمقياس (Tobin's Q) حيث بلغ معامل الإنحدار (0.232) وهي قيمة موجبة ومستوى المعنوية أكبر من (0.05)، كما تبين وجود أثر سالب غير معنوي للقدرة الإدارية (MA) على أداء الشركات مقاساً بمقياس (Tobin's Q)، وتبين أن المتغير التفاعلي القدرة الإدارية* الرافعة المالية (LEV*MA) له تأثير سالب وغير معنوي على أداء الشركات وفقاً لمقياس (Tobin's Q) عند مستوى معنوية (0.05)، هذه العلاقة تعنى عدم فعالية الاستخدام للرافعة المالية، أو عدم كفاية القدرة الإدارية في التعامل مع التحديات المالية المترتبة عن استخدام الرافعة المالية بشكل كبير، وغيرها من العوامل التي قد تؤثر على أداء الشركة بشكل سلبي.

- ويتضح أن قيمة (P-Value) للنموذج الرابع أقل من مستوى المعنوية (0.05) حيث بلغت (0.0000)، وقيمة F المحسوبة (5.65).

- وعليه فيتم رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل أي أنه " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية كمتغير منظم للعلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات ".

في هذا القسم تعرض الباحثين الى التحليل الوصفي لمتغيرات البحث، نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات البحث، وأخيراً تحليل ومناقشة نتائج اختبارات الفروض، ويعرض الباحثين في القسم التالي (الخامس) خلاصة البحث والدراسات المستقبلية.

القسم الخامس

أولاً: خلاصة البحث

هدف البحث إلى فهم كيفية تأثير القدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية في الشركة وأدائها المالي والسوقي، يمكن تلخيص البحث بشكل عام الى الآتي:

تم عرض مقدمة ومشكلة البحث حيث تم استنتاج هدف ومشكلة البحث، ثم تطرق الباحثين الى الخلفية النظرية لمتغيرات البحث وتفسير العلاقات المتوقعة بينها، المتمثلة في، العلاقة بين الهيكل التمويلي والرفع المالي، العلاقة بين الرفع المالي وأداء الشركات، و علاقة القدرة الإدارية بأداء الشركات، وقام الباحثين بعرض بعض الدراسات السابقة، حيث توصلت الدراسات السابقة إلى نتائج متضاربة بشأن العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات، حيث أيدت العديد منها وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وأداء الشركات، وعلى النقيض مما سبق فقد توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة سالبة بينهما، أى أوضحت الدراسات وجود تضارب في النتائج، ومن هذا المنطلق تم اشتقاق فرضيات البحث، وأخيراً تم اعداد الدراسة الاختبارية وعرض النتائج المستخرجة حيث توضح مدى تأييدها أو رفضها لفرضيات البحث، حيث أشارت النتائج إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين الرافعة المالية وأداء الشركات، كما أن هناك أثر معنوي للقدرة الإدارية على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات.

ثانياً: الدراسات المستقبلية

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يرى الباحثين أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لدراسات مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- 1- استخدام مقاييس أخرى لقياس متغيرات الدراسة مثل:
 - استخدام مقاييس أخرى للرافعة المالية مثل: نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية، نسبة الإقراض، نسبة تغطية الفوائد.
 - استخدام مقاييس أخرى للاداء السوقي (قيمة الشركة) مثل: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة $EVA =$ النتيجة التشغيلية بعد الضرائب - (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال * رأس المال المستثمر)، القيمة السوقية المضافة $MVA =$ القيمة السوقية الإجمالية للمؤسسة - إجمالي رأس المال المستثمر على أساس القيمة الدفترية.

- استخدام مقاييس أخرى للأداء المالي مثل: نسبة هامش صافي الربح = صافي الدخل / المبيعات.
- 2- دراسة التأثير المنظم لقوة المدير التنفيذي الأول على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات.
- 3- دراسة أثر القدرة الادارية على العلاقة بين جودة الارباح وأداء الشرك.

المراجع

المراجع العربية:

- أبوسالم، سيد سالم محمد، بسيوني، سارة عبدالحميد كامل (2018)، تأثير قرارات هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية. *الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 22(1)، 243-354.
- النجار، جميل حسن، (2013)، مدى تأثير الرافعة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، *مجلة العلوم الإنسانية*، كلية التجارة، جامعة الأزهر، 15(1)، 281-318.
- النجار، سامح محمد أمين (2021)، قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة دمياط، 1(2)، 745-830.
- أوكادي، خضرة، بلوافي، عبدالملك (2016)، تقييم الأداء المالي للمؤسسة المصرفية، جامعة أحمد دراية- ادرار، *رسالة دكتوراة*.
- بوطويل، عبد الرؤوف (2014)، أثر هيكل راس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد خضير، (رسالة ماجستير).
- زامل، محمد السيد محمد أحمد، حنا، نعيم فهم، و سمعان، أحمد محمد شاکر حسن (2020)، علاقة القدرة الإدارية للمديرين بأداء الشركة في سوق الأوراق المالية المصري: دراسة إمبريقية، *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة بنها، 40(3)، 173 – 212.
- سليمان، حامد نبيل حامد، الجوهري، إبراهيم السيد محمد إبراهيم (2022)، القدرة الإدارية وانعكاساتها على العلاقة بين التخطيط الضريبي والأداء المالي المستقبلي للمنشأة: دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنوفية، 44(1)، 293-352.
- شعبان، محمد رمضان محمد، على الدين (2022)، أثر قدره الاداريه على العلاقة بين جودة الأرباح وقيمة المنشأة، *التجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، 42(3)، 1-50.
- شلاش ، سليمان واخرون (2008)، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال -حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي ، *مجلة المنارة*، 14(1)، 81-45.

صبري ماهر مشتهى، إبراهيم علي واكد، أحمد بشير البردويل (2023)، أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على قيمة المنشأة في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، *مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية*، جامعة القدس 8(19)، 1-12.

عبد المنعم، ريم محمد محمود (2020)، أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم دراسة اختبارية على البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية. *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 24(3)، 879-928.

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 الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.

عمر، دلير سليم على (2022)، "تأثير الرافعة المالية على الربحية المصرفية" دراسة تحليلية لعينه من المصارف الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. *مجلة جامعة دهوك*، كلية التجارة، جامعة دهوك، 25(2)، 619-640.

عوض الله، أشرف حسني صالح (2015)، أثر العائد على الأصول ودرجة الرفع المالي على الأداء المالي بتطبيق أسلوب التكلفة وفقا للنشاط في ظل الأزمة المالية العالمية، *رسالة دكتوراه*، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

غريب، مندور، الفت، الشترى، سعد (2021)، أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للشركة. *مجلة البحوث التجارية*، والمراجعة، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 44(3)، 15-40.

فودة، السيد أحمد محمود (2020)، أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 2(4)، 232-327.

مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم (2019)، "قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 3(3)، 293-379.

هداجي، زين الدين، عزيزي، بوعمامة، فودوا، محمد مؤطر (2022)، قياس أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية، جامعة أحمد دراية-أدرار، *رسالة دكتوراه*.

- Aier, J. K., Comprix, J., Gunlock, M. T., & Lee, D. (2005). The financial expertise of CFOs and accounting restatements. *Accounting horizons*, 19(3), 123-135.
- Al Shaar, I. M., Zalloum, N. O., Khattab, S. A., & Alfalah, T. F. (2022). Managerial Ability, Earnings Quality, and Future Performance. *Jordan Journal of Economic Sciences*, 9(2), 113-135.
- Arslan, O., Karan, M. B., & Eksi, C. (2010) Board structure and corporate performance. *Managing global transitions*, 8(1), 3.
- Aziidah, N. (2017). The Effect Of Financial Leverage On The Financial Performance Of Kenyan Energy And Petroleum Firms Listed On The NSE (*Doctoral dissertation, United States International University-Africa*).
- Bendickson, J., Muldoon, J., Liguori, E. W., & Davis, P. E. (2016). Agency theory: background and epistemology. *Journal of Management History*, 22 (4), 437- 449.
- Cheng, L., Mahmood, A., & Mitchell, R. (2021). Sales Growth and Firm Performance: A Meta-Analysis. *Journal of Business Research*, 129, 382-397.
- Dang, V. A., Vu, T. H., Nguyen, T. V., & Pham, D. T. (2021). Cash holdings and firm performance: Evidence from Southeast Asia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 407-414.
- De Franco, G., Hope, O. K., & Lu, H. (2017). Managerial ability and bank-loan pricing. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(9-10), 1315-1337.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management science*, 58(7), 1229-1248.

- Dimisyqiyani, E., Suhadak, S., & Kertahadi, K. (2017). the effect of financial leverage on firm value and market risk (Research on Consumer Goods Industries Listed In Indonesian Stock Exchange in the Year of (2010-2012). *PROFIT Jurnal Administrasi Bisnis*, 9(2), 23-34.
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 416–429.
- Ebrati, M. R., Emadi, F., Balasang, R. S., & Safari, G. (2013). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 7(4), 1-8.
- Eissa, A. M., and Hashad, T. M. (2021). The effect of managerial ability on financial reporting timeliness: Egypt evidence. *Journal of Accounting, Finance and Auditing studies*, 7(3),86-103.
- Eka, H. (2018). The role of sales growth to increase firm performance in Indonesia. *International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET)*, 9(7), 1822-1830.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2020). The relationship between sales growth, liquidity, profitability and growth opportunities: Evidence from Spain. *European Research on Management and Business Economics*, 26(3), 111-118.
- Goh, S. L., Huang, A., & Song, Z. (2021). Cash holdings and firm performance: Evidence from China. *Asia Pacific Journal of Management*, 38(3), 961-986.
- Gujarati, D. N. 2003. *Basic Econometrics*. 4th Edition, McGraw Hill, New York.
- Guo, J., Zhao, H., & He, L. (2020). Asset density, corporate diversification and firm performance: Empirical evidence from China. *Asia Pacific Journal of Management*, 37(4), 1189-1215.

- Gweyi, M. O., & Karanja, J. (2014). Effect of financial leverage on financial performance of deposit taking savings and credit co-operative in Kenya. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARAFMS/v4-i2/838>.
- Habib, A., and M.M.Hasan, (2018), Corporate social responsibility and cost stickiness, *Available at: <http://ssrn.com/abstract=2638593>*.
- Ismail, T. H., El-Deeb, M. S., Rezk, R. A., & Hemat, A. (2022). liquidity, asset utilization, debt ratio and firm performance: Evidence from Egypt. *MSA-Management Sciences Journal*, 1(1), 20-51.
- 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.
- Kallmuenzer, A. (2015). Agency theory and the family business. M. Nordqvist, L. Melin, M. Waldkirch, & G. Kumeto, *Theoretical perspectives on family businesses*, 58-77.
- Khan, N., Shafqat, M. M., Qureshi, S. A., Shafique, A., Bilal, M., & Ullah, W. (2021). CEO duality and firm performance in the pharmaceutical industry of China: the moderating role of ownership type. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 15(5), 1031-1045.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2018). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary accounting research*, 33(1), 412-441.
- Kuang, Y. F., Mohan, A., & Qin, B. (2015). CEO overconfidence and cost stickiness. *Management Control & Accounting* (2), 26-32.
- La Rocca, M., & Cambrea, D. R. (2019). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(1), 30-59.
- Lashgari, M., Javadi, M. H. M., Ahmadzadeh, F., & Mohammadi, N. (2021). Investigating the Relationship Between Corporate Cash Holdings and

- Firm Performance: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Iranian Economic Review*, 25(1), 135-158.
- Li, Y. (2018). Earnings Management Motivation and Cost Stickiness Research Based on Private Equity Placement. *American Journal of Industrial and Business Management*, 8(3), 597-606.
- lukhanda Shibusse, R., Kalunda, E., & Achoki, G. (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.
- Magli, F., Nobolo, A., & Ogliari, M. (2018). The effects on financial leverage and performance: The IFRS 16. *International Business Research*, 11(8), 76-89.
- Mostafa, W. (2018). Firms' Financial Performance and Earnings Management: the Case of Egypt. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 2(1), 1-46.
- Nassar, S. (2016). The impact of capital structure on Financial Performance of the firms: Evidence from Borsa Istanbul. *Journal of Business & Financial Affairs*, 5(2), 1-4.
- Ntim, C. G. (2009). Internal corporate governance structures and firm financial performance: Evidence from South African listed firms (*Doctoral dissertation, University of Glasgow*).
- Petkevich, A., & Prevost, A. (2017). Managerial ability, information quality, and the design and pricing of corporate debt. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 1033-1069.
- Phan, N. H. (2021). Managerial Ability, Managerial Incentives and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 193- 200.
- Rashid, A. (2010). CEO duality and firm performance: Evidence from a developing country. *Corporate Ownership and Control*, 8(1), 163-175.

- Reitzig, M., Henkel, J., & Heath, C. (2020). Learning from own and others' mistakes? The roles of sales growth and competitor experience in strategic persistence after industry discontinuities. *Strategic Management Journal*, 41(7), 1231-1257.
- Shang, C. (2021). Dare to play with fire? Managerial ability and the use of short-term debt. *Journal of Corporate Finance*, available at: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102065>.
- Shao, D., Zhao, S., Wang, S., & Jiang, H. (2020). Impact of CEOs' Academic Work Experience on Firms' Innovation Output and Performance: Evidence from Chinese Listed Companies. *Sustainability*, 12(18), 1-20 .
- 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.
- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British journal of management*, 29(1), 171-190.
- Ting, I. W. K., Tebourbi, I., Lu, W. M., & Kweh, Q. L. (2021). The effects of managerial ability on firm performance and the mediating role of capital structure: *evidence from Taiwan. Financial Innovation*, 7(1), 1-23.
- 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.
- Wang, W. K., Lu, W. M., Kweh, Q. L., & Lee, J. J. (2021). Management characteristics and corporate performance of Chinese chemical companies: the moderating effect of managerial ability. *International Transactions in Operational Research*, 28(2), 976-995.

Abstract:

This research aims to study and test the impact of managerial ability on the relationship between financial leverage and the performance of Egyptian joint stock companies. By answering the following question: What is the impact of managerial ability on the relationship between financial leverage and the performance of Egyptian joint-stock companies? The study was applied to a sample of 78 companies listed on the Egyptian Stock Exchange with a number of (468) observations for the period from 2017 to 2022, and to test Hypotheses Administrative capacity was measured as a structured variable using the Data Envelopment Analysis model, which was presented by (Demerijian et al., 2012) and depends on estimating the overall efficiency of the company and then excluding the company's characteristics from the Tobit Analysis regression equation, so what remains is administrative capacity, while financial leverage is an independent variable. It was measured by the debt ratio, which is the book value of liabilities to total assets, and both return on assets (ROA), and Tobin's Q model were used to express companies' performance as a dependent variable, and using the multiple regression analysis method, Based on Panel Data, the results indicated that there is a positive and significant relationship between financial leverage and companies' performance, and there is also a significant effect of administrative ability on the relationship between financial leverage and companies' performance.

Keywords: managerial ability, financial leverage, corporate performance, company size, asset density, retained cash, Sales growth