

أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة
الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي

**The Impact of financial leverage on the Financial
Performance of Jordanian Public Shareholding
Companies listed in Amman Stock Exchange**

إعداد

نشأت حكمت عليوي

إشراف

الدكتور خالد جمال جعارات

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

قسم المحاسبة

كلية الأعمال

جامعة الشرق الأوسط

كانون الثاني - 2019

التفويض

أنا نشأت حكمت عليوي أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي ورقياً
والكترونياً للمكتبات، أو المنظمات أو الهيئات والمؤسسات المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند
طلبها.

الاسم: نشأت حكمت عليوي

التاريخ: 2019 / 01 / 30

التوقيع:



قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها " أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي ".
وأجيزت بتاريخ 30 / 01 / 2019

التوقيع	الجامعة	أعضاء لجنة المناقشة
.....	الشرق الأوسط	د. خالد جمال الجعارات مشرفاً
.....	الشرق الأوسط	د. عبد العزيز صايمة رئيساً
.....	البتراء	د. خليل ابو حشيش ممتحناً خارجياً

الشكر والتقدير

الحمد لله الذي يسّر لي إتمام هذا الجهد المتواضع، ويسرنني أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الدكتور خالد جعارات وموافقته على الإشراف على الرسالة والذي لولا جهده الكبير وملاحظاته القيمة لما تمكنت من إعداد هذه الرسالة.

.....

وأنتقدم بالشكر والتقدير لكافة الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة الموقرة لتفضلهم بقبول مناقشة رسالتي هذه.

.....

كما أتقدم بوافر الشكر والتقدير لكافة الأساتذة أعضاء الهيئة التدريسية في جامعة الشرق الأوسط/ كلية الأعمال.

.....

الباحث

الإهداء

إلى أعلى الناس وأقربهم إلى قلبي... والدتي العزيزة ووالدي العزيز أطال الله بعمرهما وأمدهما

بالصحة والعافية.

إلى رفيقة دربي التي ساندتني في مسيرتي وتحملت معي الصعاب، إلى الإنسانية التي تحلو معها

مرارة الأيام... إلى زوجتي الغالية.

إلى من أريد أن تكون رسالتي هذه حافزاً له في حياته إن شاء الله... إلى إبني وقرّة عيني (علي).

إلى زهرة حياتي وفلذة قلبي... إلى ابنتي الغالية دان

إلى سندي وعزوتي... إخوتي وأخواتي

إلى أحبتي وأصدقائي

لهم جميعاً اهدي بحثي المتواضع هذا.

الباحث

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
العنوان.....	أ
التفويض.....	ب
قرار لجنة المناقشة.....	ج
الشكر والتقدير.....	د
الإهداء.....	هـ
فهرس المحتويات.....	و
قائمة الجداول.....	ط
قائمة الملاحق.....	ي
ملخص الدراسة باللغة العربية.....	ك
ملخص الدراسة باللغة الانجليزية.....	م
الفصل الأول: خلفية الدراسة وأهميتها	
المقدمة.....	2 (1-1)
مشكلة الدراسة	4 (2-1)
أسئلة الدراسة	5 (3-1)
فرضيات الدراسة.....	5 (4-1)
أنموذج الدراسة.....	6 (5-1)
أهداف الدراسة.....	7 (6-1)
أهمية الدراسة.....	7 (7-1)
حدود الدراسة.....	8 (8-1)
محددات الدراسة.....	9 (9-1)
مصطلحات الدراسة	9 (10-1)

الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة

13	الإطار النظري	1-2
13	الهيكل التمويلي	1-1-2
14	الهيكل التمويلي الأمثل	2-1-2
15	خصائص الهيكل التمويلي الأمثل	3-1-2
16	مصادر الهيكل التمويلي	4-1-2
20	النظريات المفسره للهيكل التمويلي	5-1-2
26	العوامل المؤثرة في قرارات التمويل	6-1-2
27	محددات الهيكل التمويلي	7-1-2
32	مفهوم وأهمية الرفع المالي	8-1-2
33	العلاقة بين الهيكل التمويلي والرفع المالي	9-1-2
34	مخاطر الرفع المالي	10-1-2
36	الأداء المالي	11-1-2
36	أهداف الأداء المالي	1-11-1-2
37	مؤشرات الأداء المالي	2-11-1-2
38	الدراسات السابقة.....	2-2
53	ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.....	3-2

الفصل الثالث: الطريقة والإجراءات

56	تمهيد.....	(1-3)
56	منهجية الدراسة.....	(2-3)
56	مجتمع الدراسة.....	(3-3)
57	عينة الدراسة.....	(4-3)
58	مصادر جمع البيانات.....	(5-3)
58	المعالجة الاحصائية	(6-3)

الفصل الرابع: نتائج الدراسة

60	تمهيد.....	(1-4)
60	الاختبارات الوصفية	(2-4)
73	مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة	(3-4)
74	اختبار فرضيات الدراسة	(4-4)

الفصل الخامس: مناقشة النتائج والتوصيات

82	نتائج الدراسة.....	(1-5)
85	توصيات الدراسة	(2-5)
87	قائمة المراجع.....	
87	أولاً: المراجع باللغة العربية	
93	ثانياً: المراجع باللغة الاجنبية.....	
99	الملاحق	

قائمة الجداول

الصفحة	محتوى الجدول	رقم الفصل - رقم الجدول
20	المفاضلة بين مصادر التمويل	(1-2)
57	مجتمع الدراسة	(1-3)
57	عينة الدراسة	(2-3)
62	نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية للقطاع المالي	(1-4)
65	نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية للقطاع الصناعي	(2-4)
68	نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية للقطاع الخدمي	(3-4)
71	نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية لجميع شركات عينة الدراسة	(4-4)
73	نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون الخطي بين متغيرات الدراسة	(5-4)
75	نتائج اختبار الفرضية العدمية الأولى	(6-4)
76	نتائج اختبار الفرضية العدمية الثانية	(7-4)
77	نتائج اختبار الفرضية العدمية الثالثة	(8-4)
79	نتائج اختبار الفرضية العدمية الرابعة	(9-4)

قائمة الملاحق

الرقم	المحتوى	الصفحة
1	بيانات عينة الدراسة	99
2	نتائج التحليل الاحصائي	107

أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة

في سوق عمان المالي

إعداد

نشأت حكمت عليوي

إشراف

الدكتور خالد جعارات

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أثر الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية على الأداء المالي المقاس بكل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، ومعرفة فيما إذا كان هناك فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي بين القطاعات المختلفة في سوق عمان المالي. ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، وتمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي بجميع قطاعاته المالي والصناعي والخدمي في الفترة الواقعة بين عامي (2013-2017)، وتم اختيار 49 شركة منها كعينة للدراسة وفق العينة الطبقية العشوائية.

بينت نتائج الدراسة وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات المساهمة العامة الأردنية، في حين تبين عدم وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول، كما بينت نتائج الدراسة وجود فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة، في حين تبين عدم وجود فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة.

وخرجت الدراسة بمجموعة من التوصيات أبرزها: أن تقوم إدارات الشركات بالبحث عن العوامل التي لها تأثير على العائد على الأصول، والتي لها دور في خدمة أصول الشركة بشكل يقود لتوليد أرباح تعود على الأصول والتأثير على أداء الشركة المالي بشكل أفضل، وقيام الشركات الصناعية والخدمية بزيادة درجة الرفع المالي بهدف تحسين أدائها المالي سواء تحقيق عوائد على أصولها أو لمساهميها، وذلك من خلال اختيار درجة الرفع المالي الأنسب التي تخدم استثماراتها بشكل يجعلها تؤثر على أدائها المالي.

الكلمات المفتاحية: الرفع المالي، الأداء المالي، العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول.

**The Impact of financial leverage on the Financial
Performance of Jordanian Public Shareholding Companies
listed in Amman Stock Exchange**

Prepared by

Nashat Hekmat Oleiwi

Supervised by

Dr. Khaled Jarat

Abstract

The study aimed to investigate the effect of financial leverage measured by the ratio of liabilities to equity on the financial performance measured by the return on equity and return on assets in Jordanian public shareholding companies listed on the Amman Stock Exchange (ASE), and to find out whether there are differences in the effect of financial leverage on the financial performance between the different sectors in the Amman Stock Exchange. To achieve the objectives of this study, the researcher used descriptive analytical method. The study community represented the public shareholding companies listed in the (ASE) in all its financial, industrial and service sectors in the period during (2013 and 2017), 49 companies of them were selected as a sample study, according to random stratified samples.

The results of the study showed that there was an effect of the financial leverage on the financial performance measured by return on equity in the Jordanian public shareholding companies, and there is no effect of the financial leverage on the financial performance measured by return on assets in Jordanian public shareholding companies. Also, the results showed that there were differences in the effect of the financial leverage on the financial performance measured by return on equity between the different sectors, while there were no differences in the effect

of the financial leverage on the financial performance measured by return on assets among different sectors.

The most important of recommendations which are: the companies' managements should look for the factors that have effect on return on assets, which have a role in serving the assets of the company in a manner that leads to generating return on its assets and affect company's financial performance positively. Industrial and service companies should increase the degree of financial leverage in order to improve their financial performance, whether to achieve returns on their assets or their shareholders, by choosing the appropriate degree of financial leverage that serve their investments in a way that significantly affects their financial performance.

Keywords: Financial Leverage, Financial Performance, ROE, ROA.

الفصل الأول

خلفية الدراسة وأهميتها

(1-1) المقدمة

(2-1) مشكلة الدراسة

(3-1) أسئلة الدراسة

(4-1) فرضيات الدراسة

(5-1) نموذج الدراسة

(6-1) أهداف الدراسة

(7-1) أهمية الدراسة

(8-1) حدود الدراسة

(9-1) مصطلحات الدراسة

الفصل الأول

خلفية الدراسة وأهميتها

(1-1) المقدمة

للإدارة المالية مهام عديدة، من أهمها: زيادة الأرباح وتعظيم ثروة الملاك، وهو ما يرتبط بدوره باستمرارية المنشأة، وبقائها، وتطويرها، وهذا يتطلب من متخذي القرارات في المنشآت تحقيق التوازن الملائم في هيكل رأس المال.

تهتم قرارات هيكل رأس المال في تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، وتسمح للمدير المالي الموازنة بين العوائد والمخاطر لتحديد المزيج الأمثل لهيكل رأس المال واحتساب تكلفة وما يرتبط بها من القرارات الاستثمارية طويلة الأجل، إذ يتوجب حساب قيمة كل عنصر من عناصر الهيكل التمويلي على حدة، كالأسهم العادية، والأسهم الممتازة، وذلك بهدف الحصول على تكلفة لرأس المال المرجح، والمفاضلة بين مصادره المختلفة وبالتالي الوصول إلى هيكل رأس المال المثالي (بركات وآخرون، 2012، ص1).

ووفق ما تقدّم فإنه يتطلب من المدير المالي أن يختار الهيكل المالي المناسب الذي يحدد مصادر التمويل التي تعتمد عليها المنشأة في تمويل استثماراتها سواء كان ذلك عن طريق الإقتراض (التمويل الخارجي)، أو عن طريق التمويل بحقوق الملكية (التمويل الداخلي). علاوة على أن هناك العديد من العوامل التي على الإدارة المالية أن تأخذها بعين الاعتبار عند تحديد هيكل رأس المال، منها ما يرتبط بطبيعة نشاط المنشأة، ومنها ما يتعلق بمركزها المالي.

وينتج عن التمويل بالاقتراض ما يسمى بالرافعة المالية: وهو اقتراض أو استخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخيم لأثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم لوصف نسب المديونية Debt Ratios، فكلما زادت نسب المديونية زاد تأثير الرفع المالي على أرباح المنشأة، وتعتبر 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 (الشيخ، 2008، ص51).

وللرفع المالي مزايا عديدة منها: تحسين الأداء المالي للمنشأة، فزيادة نسبة الرفع المالي في ضوء زيادة عائد الأموال المقترضة على تكلفتها حتماً سيؤدي إلى زيادة الأرباح، كما أن التمويل بالاقتراض (الرفع المالي) يحقق كذلك وفرة ضريبية؛ وذلك لأن تكلفة الاقتراض تعتبر مصروفات مقبولة ضريبياً وبالتالي يتم خصمها من الأرباح الخاضعة للضريبة، وكذلك إذا كانت تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة حقوق الملكية يجعل التمويل الخارجي بالاقتراض من المصادر المفضلة للتمويل عن المصادر الأخرى. إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن زيادة الاعتماد على القروض دون كفاءة في استخدامها يعرض المنشأة إلى مخاطر إذا ارتفعت تكلفة هذه الأموال عن العائد المتوقع من الاستثمار.

(2-1) مشكلة الدراسة

أدى التطور التكنولوجي السريع في العالم إلى ارتفاع شدة المنافسة بين المنشآت؛ مما تطلب إدراك المنشآت أهمية التحديات التي تواجهها للتعامل معها بالشكل الصحيح، وحيث أن الأهداف الرئيسية لأي منشأة تصب في الوصول لمعدلات عالية من الأرباح ودعم مركزها المالي؛ فقد استوجب على المنشآت تقييم أدائها المالي للتعرف على مدى كفاءة استخدامها للموارد المتاحة لديها.

ويتوقف الأداء المالي الكفؤ على قدرة المنشأة على الوصول إلى الميزج الأمثل لهيكل رأس المال من خلال تحديد مصادر التمويل بالملكية والإقتراض بهدف تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد أو الربح؛ وهو ما يؤدي إلى خفض تكاليف التمويل وارتفاع معدلات الأرباح. حيث يقوم التمويل الخارجي (الاقتراض) على تضخيم حقوق الملكية من خلال زيادة العائد على أموال الاقتراض عن تكلفة هذه الأموال وذلك من خلال تمكّن المنشأة من استثمار أموالها بعائد أكبر من العائد السائد بالسوق، وفي ذات الوقت فإن اعتماد الاقتراض كمصدر للتمويل قد يؤدي إلى الخسارة في حالة انخفاض عائد استثمار الأموال المقترضة عن تكلفة هذه الأموال. لذلك فإن قرارات المنشآت المتعلقة بالتمويل حرجة وصعبة وتحتاج إلى الدقة وتتطلب الموازنة بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي من خلال المفاضلة بين التمويل بالاقتراض والتمويل بالملكية.

على ضوء ما سبق، وبناء على الدور الهام للرفع المالي وأثره على الأداء المالي، وبسبب وجود الكثير من المنشآت التي تفشل في أعمالها نتيجة عدم التخطيط الصحيح لهيكلها المالي مما أدى بها إلى إنهاء أعمالها؛ فقد دعت الحاجة إلى التطرق لهذا الموضوع من خلال البحث في أثر

الرفع المالي على الأداء المالي وتطبيقه على الشركات المساهمة العامة الأردنية في سبيل التوصل إلى تصور مفاهيمي واضح لأثر الاقتراض على الأداء المالي.

(3-1) أسئلة الدراسة

بناءً على مشكلة الدراسة التي تم التطرق إليها آنفاً؛ يمكن توضيح مشكلة الدراسة بالأسئلة التالية:

1. هل يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية

في الشركات المساهمة العامة الأردنية؟

2. هل يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول في

الشركات المساهمة العامة الأردنية؟

3. هل يوجد فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على

حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة؟

4. هل يوجد فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على

الأصول بين القطاعات المختلفة؟

(4-1) فرضيات الدراسة

وبناءً على أسئلة الدراسة؛ يمكن صياغة الفرضيات على النحو التالي:

HO1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على الأداء

المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات المساهمة العامة الأردنية.

HO2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على الأداء

المالي المقاس من خلال العائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية.

HO3: لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) في أثر الرفع

المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة.

HO4: لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) في أثر الرفع

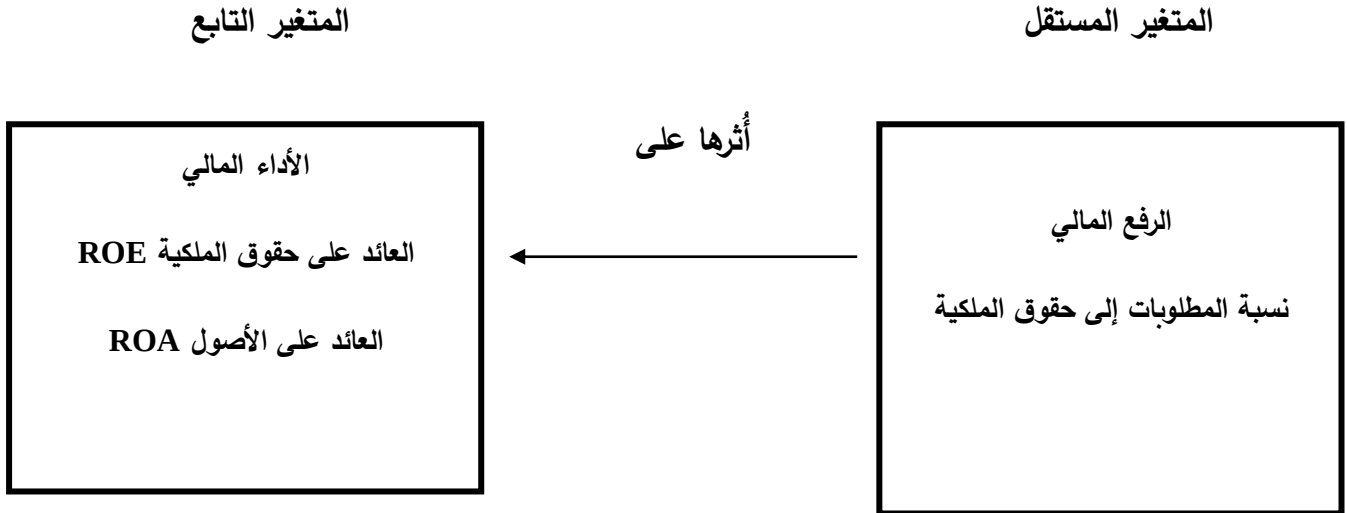
المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة.

(5-1) إنموذج الدراسة

يوضح الشكل (1) إنموذج الدراسة والذي يتكون من المتغير المستقل (الرفع المالي) والمقاس

بـ(نسبة الديون إلى حقوق الملكية) والمتغير التابع (الأداء المالي) والمقاس بالنسب والمعدلات

التالية (العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول).



الشكل (1): إنموذج الدراسة

(6-1) أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في التعرف على أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية خلال الفترة ما بين 2013-2017. وبشكل تفصيلي أكثر فإن الدراسة تهدف إلى ما يلي:

1- التعرف على السياسات التمويلية في الشركات المساهمة العامة الأردنية، من خلال تحديد

نسبة الرفع المالي في اعتماد الشركات على التمويل بالإقتراض أو التمويل بالملكية.

2- تقييم مستوى الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية، من خلال تحليل مؤشرات

العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول.

3- اختبار وتقييم أثر متغيرات الرفع المالي (نسبة الديون إلى حقوق الملكية) على الأداء

المالي.

4- معرفة فيما إذا كانت هناك فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي بين القطاعات

المختلفة.

(7-1) أهمية الدراسة

يعتبر تحديد أثر الرفع المالي على الأداء المالي من المؤشرات المالية الهامة والتي تحتاج

إلى الاهتمام بها ودراستها من قبل المدراء الماليين في المنشآت بسبب تأثيرها الكبير على القرارات

الهامة المتخذة من قبل إدارات المنشآت والمستثمرين وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة في اختيار

أسلوب التمويل الذي يؤدي إلى تضخم الاداء المالي بشكل عام والعائد على حقوق الملكية بشكل

خاص، لذلك تتبع أهمية الدراسة من الأهمية العلمية لموضوع الدراسة، وذلك من خلال المساهمة

النظرية والتطبيقية التي تسعى الدراسة إلى تحقيقها من خلال إبراز أثر الرفع المالي على الأداء المالي، كما تتبع أهمية الدراسة من الدور الهام الذي تلعبه الأموال المقترضة في زيادة قيمة المنشآت خاصة في حال توظيف هذه الأموال في المجالات الأكثر عائداً للشركة، وبالتالي فإنه من المهم تسليط الضوء على الرفع المالي وأثره على الأداء المالي والذي يؤثر بدوره على مستقبل وأداء المنشآت، مما قد يساعد المستثمرين والأطراف الأخرى ذوي العلاقة في التمكن من تحليل وقراءة واقع المنشآت واتخاذ القرارات الملائمة.

وتعدّ هذه الدراسة واحدة من المحاولات العلمية في المملكة الأردنية الهاشمية التي تناولت موضوع الرفع المالي، لما لذلك من مساهمة في بناء إطار علمي وعملي للاعتماد عليه في اتخاذ القرارات المالية في إدارات الشركات الأردنية من خلال الموازنة بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي في تمويل استثماراتها بشكل يحسن من أداؤها المالي، كما يُتوقع أن يستفيد المستثمرون والمقرضون من نتائج هذه الدراسة في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية.

(8-1) حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة بالآتي:

1- **الحدود المكانية:** اقتصرَت هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة الأردنية في مختلف القطاعات.

2- **الحدود الزمنية:** تم إجراء الدراسة خلال الفترة ما بين 2013 و2017، أي لمدة خمسة سنوات لمعرفة اتجاه أثر الرفع المالي على الأداء المالي.

(9-1) محددات الدراسة

1. إنحصرت هذه الدراسة على (49) شركة من اصل (196) شركة مدرجة في بورصة عمان.
2. استخدام العائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشرين فقط من لقياس الأداء المالي.
3. استخدام نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية فقط لقياس الرفع المالي.

(9-1) مصطلحات الدراسة

الهيكل المالي (التمويلي) Financial Structure: "هو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن في الميزانية العمومية، او الاستمرارية الدائمة في تمويل المشروع الذي يمول أصول المنشأة، ويتكون من تمويلين مهمين هما التمويل المقترض (طويل الأجل وقصير الأجل) والتمويل الممتلك الذي يحوي رأس مال المدفوع والأرباح المحتجزة" (العامري، 2010، ص159).

مزيج رأس المال Capital Mix: "هو خليط متجانس من مصادر التمويل المتمثلة بالمدىونية طويلة الأجل والأسهم الممتازة إن وجدت وحقوق الملكية المكونة من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة" (النعمي والخرشة، 2015، ص349).

الرفع المالي Financial Leverage: هو تمويل أنشطة وأعمال المنشأة بأموال مقترضة ويمكن قياسها بنسبة الدين إلى حقوق الملكية في هيكل رأس المال للمنشأة، وتشمل ديون المنشأة مجموع مطلوباتها، أي ما عليها من ديون قصيرة الأجل وديون طويلة الأجل، أما حقوق

المساهمين فيها فتشمل رأس المال المدفوع الأساسي والإضافي بالإضافة إلى الإحتياطات والأرباح المحتجزة (معجم أبو غزالة للمحاسبة والأعمال، 2010، ص136).

الأداء المالي Financial performance: "مدى قدرة المنشأة على تحقيق أهدافها في النمو والإستمرارية والربحية بما يؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك وذلك من خلال الإستخدام الأمثل للموارد الإقتصادية المتاحة ضمن القرارات الإستراتيجية التي تتخذها الإدارات التنفيذية في تلك المنشآت" (الخطيب، 2010، ص45). وقد تم قياسه في هذه الدراسة من خلال نسبتي العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

العائد على الأصول (ROA) Return On Assets: "مؤشر يقيس مدى ربحية الشركة نسبة إلى إجمالي أصولها، ويعطي العائد على الأصول فكرة عن مدى كفاءة الإدارة في استخدام أصولها لتحقيق الأرباح، ويتمثل في نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول (أي مجموع الأصول المتداولة والأصول طويلة الأجل)" (Wang & Fan, 2014: p 143)، ويتم حسابها على النحو الآتي:

العائد على الأصول = الربح بعد الضريبة / متوسط إجمالي الأصول.

العائد على حقوق الملكية (ROE) Return on Equity: "هو العلاقة بين أموال مالكي المنشأة التي تم استثمارها من جهة وعوائد هذه الأموال من جهة أخرى، حيث تقوم هذه النسبة بقياس مجموع العوائد المتأتية من كل دينار تم استثماره من قبل مالكي المنشأة" (Gitman and Zutter, 2015; 87)، ويتم حسابها على النحو الآتي:

العائد على حقوق الملكية = الربح بعد الضريبة / متوسط حقوق الملكية.

الربح/ الخسارة **Profit/ Loss (P/L)**: هو الإيرادات أو الدخل مطروحاً منها المصاريف مع استبعاد بنود الدخل الشامل الأخرى (الآغا، 2005، ص35).

الدخل الشامل الآخر (OCI) Other Comprehensive Income: دخل يتضمن بنود دخل ومصرفات بما في ذلك تسويات إعادة التصنيف، والتي لم يتم الاعتراف بها في قائمة الأرباح أو الخسائر كما تتطلبها أو تجيزها المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية International Financial Reporting Standards (IFRSs)، والبنود التي تضاف إلى الربح/ الخسارة لاحتساب إجمالي الدخل الشامل الآخر وهي (الجعارات، 2017):

- فائض إعادة التقييم للأصول غير المتداولة والأصول غير الملموسة.
- مكاسب وخسائر ترجمة القوائم المالية.
- المكاسب والخسائر الاكتوارية.
- مكاسب وخسائر الاستثمارات بالقيمة العادلة من خلال الدخل الشامل الآخر.
- مكاسب وخسائر التحوط.

إجمالي الدخل الشامل (TCI) Total Comprehensive Income: هو التغير في حقوق الملكية خلال فترة معينة الذي ينتج عن عمليات وأحداث أخرى، ولا يشمل التغيرات الناتجة عن العمليات مع الملاك، ويتم قياسه بالربح أو الخسارة مضافاً إليه أو مطروحاً منه الدخل الشامل الآخر Other Comprehensive Income (الجعارات، 2014، ص47).

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

1-2 الإطار النظري

1-1-2 الهيكل التمويلي

2-1-2 الهيكل التمويلي الأمثل

3-1-2 خصائص الهيكل التمويلي الأمثل

4-1-2 مصادر الهيكل التمويلي

5-1-2 النظريات المفسره للهيكل التمويلي

6-1-2 العوامل المؤثرة في قرارات التمويل

7-1-2 محددات الهيكل التمويلي

8-1-2 مفهوم وأهمية الرفع المالي

9-1-2 العلاقة بين الهيكل التمويلي والرفع المالي

10-1-2 مخاطر الرفع المالي

11-1-2 الأداء المالي

1-11-1-2 أهداف الأداء المالي

2-11-1-2 مؤشرات الأداء المالي

2-2 الدراسات السابقة

3-2 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

1-2 الإطار النظري:

1-1-2 الهيكل التمويلي

يشير مصطلح الهيكل التمويلي إلى جميع أنواع مصادر التمويل المستخدمة في تمويل أصول المنشأة، وأحياناً يتم استخدام مفهوم آخر وهو هيكل رأس المال، الذي يتمثل بعناصر التمويل الدائم للمنشأة، والذي يتضمن حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل. ويعتبر قرار التمويل عن طريق الدين أو بواسطة حقوق الملكية قراراً استراتيجياً لمديري المنشآت (p2 , 2012، Velnampy & Nires). حيث أن قرار هيكل رأس المال هو قرار إداري مهم لأنه يؤثر على عائد المساهمين والمخاطرة، وبالتالي قد تتأثر القيمة السوقية للسهم بقرار هيكل رأس المال، وبذلك يتعين على المنشأة تخطيط هيكل رأسمالها عند إنشائها عندما يتعين عليها جمع الأموال لتمويل أصولها واستثماراتها (Pandey، 2010, p116). وتتعدد أنواع مصادر التمويل أمام المنشآت منها ما يعتمد على الملكية، ومنها ما يعتمد على القروض، وهناك من يقسم هذه المصادر إلى تقليدية وحديثة حسب ظهورها آخذاً في الاعتبار الاتجاهات الحديثة بشأن الأوراق المالية التقليدية (محمد، 2010، ص80). وتسعى المنشآت إلى تحقيق هيكل رأس مال مثالي عن طريق استخدام مزيج تمويلي يؤدي إلى تقليل تكلفة التمويل وزيادة القيمة السوقية للسهم (Akintoye، 2008, p238).

ونظراً لأهمية هيكل رأس المال في تمويل الأصول من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونية؛ يتم قياسه بنسبة الديون إلى حقوق الملكية، ويمكن وصفه بالرافعة المالية للمنشأة،

وتكون الرافعة المالية مرغوبة للمنشآت عندما يزداد العائد الذي يتم تحقيقه من الأموال المقترضة عن تكلفة الاقتراض، وفي هذه الحالة كلما ارتفعت الرافعة المالية ارتفع العائد على حقوق الملكية، في حين أن الرافعة المالية تكون غير مرغوب فيها إذا كان العائد على الأصول أقل من تكلفة الاقتراض، حيث ينتج في هذه الحالة تأثير سلبي للرفع المالي على حقوق الملكية، إذ يُعدّ إمداد المنشآت بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها من أهم المشكلات التي تواجهها، وإن الطريقة التي تحصل بها على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطاتها هي أول ما تفكر به المنشآت، وبقدر ما يكون حجم التمويل كبيراً ويمكن استثماره، بقدر ما يكون العائد أو الربح يعدّ هدف أي نشاط اقتصادي كبير (مطر، 2010، ص 277).

2-1-2 الهيكل التمويلي الأمثل

يعرف الهيكل التمويلي الأمثل على أنه ذلك الهيكل الذي يتم من خلاله تحقيق أقصى قيمة للمنشأة (Altaieb & Shubiri, 2011, p53)، وبالتالي فإن الهيكل التمويلي الأمثل هو الهيكل الذي يعظم ثروة الملاك ويقود إلى تعظيم الثروة للمساهمين، من خلال تعظيم ربحية السهم إلى أكبر حد ممكن (النعمي والتيمي، 2009، ص 341).

إن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يحمل المنشأة تكلفة نتيجة للمخاطر المالية التي تواجهها، وترتبط هذه المخاطر بنمط التمويل الذي تختاره المنشأة، فزيادة نسبة الأموال المقترضة إلى إجمالي أموالها، يعني أن الإدارة المالية تتحمل مخاطرة دفع تكلفة نقدية ثابتة ممثلة بالفائدة على القروض بغض النظر عن الأرباح المتحققة، لذلك يتطلب من الإدارة المالية عند اتخاذها القرارات الخاصة بالتمويل أن تلائم بين الربحية المتوقعة وبين تكلفة المخاطر المالية.

وبالتالي فإن هيكل التمويل الأمثل لا تحكمه قرارات اعتباطية إنما قرارات مستمدة من سعي الإدارة المالية لتحقيق أهدافها بأعلى كفاءة وبأقل تكلفة اقتصادية (الزبيدي، 2004، ص828).

2-1-3 خصائص الهيكل التمويلي الأمثل

يتسم الهيكل التمويلي الأمثل بالخصائص التالية (السعيد، 2000، ص252-253):

- 1- تدبير الاحتياجات التمويلية بأقل تكلفة وأدنى مخاطر وأيسر شروط.
- 2- المساهمة في تحقيق التوازن بين مكونات هيكل التمويل الداخلي والخارجي، وتحقيق التوازن والتناسق بين مكونات الهيكل التمويلي والهيكل الاستثماري.
- 3- تعظيم ربحية المنشأة والعائد على الأموال المستثمرة.
- 4- تقليل المخاطر المالية وتقليل أثرها على مخاطر الأعمال ومعدلات النمو في المنشآت.
- 5- القدرة على الوفاء بالدين، فيجب أن لا يتجاوز اقتراض المنشأة عن الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذه القروض، وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية.
- 6- المرونة، بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي بالجمود، وإنما يتعين تميزه بالقدرة على تحديد وتغيير مصادر الأموال تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.
- 7- الرقابة، فيجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطر ممكنة لفقدان الرقابة والسيطرة على إدارة المنشأة، وذلك لتأمين استقرار السياسات المتبعة.

2-1-4 مصادر الهيكل التمويلي

تعرف مصادر الهيكل المالي بأنها: مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المنشأة للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية، وعلى هذا الأساس فإن هيكل تمويل المنشأة يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها، ويمكن تقسيم هذه المصادر على النحو الآتي:

1- أموال الملكية

يقصد بها الأموال التي يتم الحصول عليها من أصحاب المنشأة (أي مالكيها)، وهي استثمار طويل الأجل يوفر لأصحابه مجموعة من الحقوق، كما يوفر لهم أرباح بعد قرار المنشأة بتوزيعها، ويشمل الأسهم بأنواعها والأرباح غير الموزعة (يس، 2004، ص42). وفيما يلي أهم أنواع أموال الملكية:

أ. **الأسهم العادية Ordinary Shares**: هي وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام، ولها القابلية على التداول، وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها، ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد؛ أي أنها أبدية على طول عمر المنشأة، ولا تلتزم بتوزيع (أرباح ثابتة) سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح، أو فترات استحقاقها (آل شبيب، 2006، ص201). ويُصدر هذا النوع من الأسهم الشركات المساهمة العامة فقط، ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات. وتعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيس لتمويل الشركات المساهمة العامة، خاصة في مرحلة التأسيس، إذ تقوم المنشأة بتحديد حجم رأس المال المطلوب وتقسيمه إلى عدد من الأسهم يتم طرحها للجمهور عبر بنك معين في السوق الأولية (عملية الاكتتاب)، وتسمى هذه الأسهم المباعة في هذه المرحلة بالأسهم المصدرة، ولاحقاً

تتغير قيمة الأسهم العادية وفقاً لظروف المنشأة الاقتصادية والمالية (احمد، 2008، ص82).

ب. الأسهم الممتازة غير القابلة للإطفاء Non - redeemable preferred shares:

هي إحدى مصادر التمويل طويل الأجل، وتعدّ من عناصر حقوق الملكية، ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها (آل شبيب، 2006، ص205-208). ولا يتوجب إطفاء هذه الأسهم خلال فترة معينة، وتعرف أيضاً بأنها وثيقة تحمل قيمة إسمية تصدرها المنشأة، ويحق لحاملها بما يعادل قيمة أسهمه ملكية جزء من هذه المنشأة. وبالإضافة إلى القيمة الإسمية للسهم، توجد قيمة دفترية وقيمة سوقية. كما يجمع السهم بين خصائص كل من السند والسهم العادي (عبدالله والسهلاوي، 2013، ص128).

ج. الأرباح المحتجزة Retained Earning: تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة

للمويل الذاتي التي تلجأ إليها المنشأة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المنشأة أو الذي لم تضعه كاحتياطات للمنشأة، وتستخدم المنشأة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها كما تستخدمها أيضاً لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسارة. وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمنشأة، حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الإقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الإقتراضية للمنشأة (أندراوس، 2008، ص378-379).

2- أموال الإقتراض

عرفت أموال الإقتراض بأنها: الأموال التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر من المنشآت المالية المحلية والدولية كالمصارف. وأموال الإقتراض تمثل إلزاماً على المستثمر أو المنشأة يتعين الوفاء بها خلال فترة زمنية معينة، وفي مقابل الحصول على تلك القروض يلتزم المقرض بسداد أقساط سنوية أو ربع سنوية أو أقل من ذلك، بالإضافة إلى تكلفة اقتراض يتم الاتفاق على سدادها في شروط القرض، بالإضافة إلى المنشآت المحلية هناك العديد من المنشآت الدولية والإقليمية التي تساهم في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة في الدول النامية (عبد العزيز، 2003، ص164)، وتأخذ الأموال المقرضة أشكال مختلفة هي:

1. مصادر التمويل المقرض طويل الأجل، ويمكن تقسيمها إلى ما يلي:

أ. **القروض طويلة الأجل Long-term loans**: تعد القروض طويلة الأجل بمثابة عقد ملزم لكل من المقرض والمقرض (المنشأة)، حيث يتوجب على المنشأة سداد أصل القرض إضافة إلى فوائد دورية طيلة سنوات القرض ضمن ما يتم الاتفاق عليه من قبل الجهة المقرضة، والتي غالباً ما تكون بنك (مصرف)، كما وتتراوح آجال القروض طويلة الأجل ما بين 3-15 سنة، وقد تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين يتم رهنه، أو غير مضمونة، ويأتي هذا وفقاً للمركز المالي الذي يتمتع به المقرض (النعمي والتميمي، 2009، ص354).

ب. **السندات Bonds**: إن السند هو أوراق مالية تصدرها المنشآت المساهمة أو المنظمات الحكومية، وتعتبر عن قروض طويلة الأجل تستحق الدفع في أوقات محددة، وتحمل أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، وتلتزم المنشأة التي أصدرت السند بدفع قيمة السند عند الاستحقاق، بالإضافة إلى دفع الفوائد سنوياً، أو كل ستة شهور، أو حسب ما يتم الاتفاق عليه (العلي،

(2010، ص205). ويعتبر السند أيضاً من أهم أدوات المديونية، وهي بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة لها والمستثمر الذي يشتريها، ويقضي هذا الاتفاق بأن يفرض المستثمر على الجهة المصدرة لها مبلغاً معيناً لمدة محددة وبسعر فائدة معين. والسندات أيضاً أوراق مالية ذات دخل ثابت وتتمتع بقابلية التداول، وهي تمثل عقد طويل الأجل تلتزم بموجبه المنشأة بتسديد دفعات دورية من الفوائد التي تمثل تكلفة الاستخدام للأموال، إضافة إلى أصل المبلغ لمن يحمل السند. ويتراوح أجل السند ما بين 20 و30 سنة، إلا أنه في السنوات الأخيرة سادت سندات ذات آجال تنحصر بين 7 و10 سنوات (النعمي والخرشه، 2015، ص169).

ج. الأسهم الممتازة القابلة للإطفاء **Redeemable preferred shares**: ويتوجب

إطفائها خلال فترة زمنية، وبذلك لا يختلف السهم الممتاز القابل للإطفاء عن السند.

2. التمويل قصير الأجل **Short-term financing**: ويمكن تعريف التمويل قصير الأجل

بأنه: ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية (الجارية)

current operations التي تقوم بها المنشآت، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة

واحدة، ويدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل (عباس، 2008، ص257). ويمكن تقسيم

التمويل قصير الأجل من حيث طبيعة التمويل إلى ما يلي:

أ. الائتمان التجاري **Commercial Credit**: هي قروض قصيرة الأجل تحصل عليها

المنشأة من الموردين والمتمثلة بالمشتريات والخدمات الآجلة للسلع، وهذا الشكل من

التمويل يكون مهماً بالنسبة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، والمنشآت التي تستخدم الائتمان

التجاري قد تنتهي بدفع سعر أعلى من سعر الشراء، ولذلك يعد هذا المصدر ذو تكلفة

عالية في التمويل (ناصر وبدران، 2014، ص89).

ب. الائتمان المصرفي **Bank Credit**: يتمثل في القروض (السلفيات) التي يتحصل عليها المستثمر أو المنشأة من البنوك ويلتزم بسدادها خلال فترة زمنية معينة لا تزيد عادة عن سنة واحدة، والقاعدة العامة للائتمان المصرفي قصير الأجل انه يستخدم في تمويل الأغراض التشغيلية للمنشأة في تمويل الأصول الثابتة (خوني، 2008، ص132-133).

5-1-2 النظريات المفسره للهيكل التمويلي

إن الهيكل التمويلي هو خليط من الأموال المقترضة طويلة الأجل وأموال الملكية، فالنظريات الموجودة في الإدارة المالية توضح اختيار مصادر التمويل للمنشأة كنتيجة للمبادلة بين تكاليف التمويل المقترض وعائد هذا التمويل، أو نتيجة لاختيار تمويل الملكية. ويمكن توضيح عملية المفاضلة بين مصادر التمويل بالاقتراض أو التمويل بالملكية من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (2-1): المفاضلة بين مصادر التمويل

التمويل الداخلي	التمويل الخارجي
يمنح المنشأة مرونة عالية في الاستثمار.	أقل تكلفة ويتمتع بمزايا ضريبية تساهم في زيادة صافي الأرباح.
تجنب مخاطر الإفلاس التي قد تحدث عند الاقتراض الخارجي.	إجراءات الحصول على التمويل سهلة وسريعه.
إن إصدار الأسهم قد يؤدي إلى زيادة رأس المال، مما يؤدي إلى تخفيض عائد السهم وزيادة عدد المساهمين.	زيادة مخاطر المنشأة لاحتمال عدم قدرة المنشأة على السداد.
زيادة عدد المساهمين الجدد يؤدي إلى ضعف درجة تحكم وسيطرة الإدارة.	

وهناك عدة نظريات ركزت على دراسة وتحليل العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المنشأة،

ومن هذه النظريات:

1- النظرية التقليدية للهيكل المالي

يجيب الكلاسيكيون على السؤال التالي: هل يوجد هيكل مالي أمثل؟ بنعم، لأن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاقتراض، إذ أن المخاطر المتأتية من التمويل الذاتي أعلى من المخاطر الناجمة عن الاستدانة، ومن جهة أخرى فإن تكلفة الاقتراض والتي تتدرج ضمن المصاريف المالية تحقق تخفيض في الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح، بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل الذاتي لا تتميز بتلك الخاصة، لكونها تأتي بعد حساب النتيجة، وبالتالي فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال (عبد الغني وآخرون، 2003، ص4).

فبإمكان المنشآت من خلال هذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي، وذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للمنشأة، ولم توضح هذه النظرية كمية الاقتراض المعقولة، وإنما دعت المنشآت إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون وبين الانتفاع من مزاياها، وذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود المنشأة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول. وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف لاحقاً بمفهوم الرفع المالي، ولم تكن لهذه النظرية أبعاد تطبيقية تذكر (خبيزة، 2012، ص21). ومن فرضيات هذه النظرية وجود هيكل مالي أمثل يتحقق من خلال تشكيلة مميزة من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة بحيث تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمنشأة في حدها الأعلى، وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي (Pierre، 2010، p785).

إضافة إلى ذلك، فإن هذه النظرية تفترض أن تكلفة التمويل الممّلك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المنشأة، وهم يفترضون ضمن تحليل هذه النظرية أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل تكلفة التمويل الممّلك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها الاعتماد على التمويل المقترض في تشكيلة الهيكل المالي بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك (الزبيدي، 2004، ص778).

2- نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل (Miller & Modigliani)

تقوم هذه النظرية على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال، وتم وضعها من قبل كلاً من Miller & Modigliani، إذ تذكر هذه النظرية أن قيمة المنشأة لا تتأثر بكيفية تمويل المنشأة، ولا يهم إذا كان رأس مال العامل للمنشأة قد ارتفع عن طريق إصدار سندات أو دين. وقد جاءت هذه النظرية بافتراضين: الأول في العام 1958 والثاني في العام 1963. يرى هذان الإقتصاديان أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة مستقلتان عن هيكلها المالي، ففي ظل تواجد سوق مالي كفؤ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل، وقد بنيت نظريتهما على ما يسمى بـ "التحكيم" (عبد الغني وآخرون، 2003، ص5). وتميز هذه النظرية بين حالتين هما، حالة وجود ضرائب، وحالة عدم وجودها:

أ- حالة عدم وجود الضرائب

ويقوم هذا المقترح على الافتراضات التالية:

- وجود سوق تنافسية كاملة.
 - لا وجود للضرائب.
 - توفر المعلومات.
 - لا توجد تكاليف لإنجاز المعاملات.
 - لا توجد تكلفة إفلاس، أي يمكن بيع أصول المنشأة المفلسة بقيمتها دون تكبد أية مصاريف تصفية أو مصاريف قانونية.
- خلصت افتراضات هذه الحالة إلى أنه لا يؤثر الهيكل المالي للمنشأة في قيمتها، كما أن التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي (عبد الغني وآخرون، 2003، ص5).

ب- حالة وجود ضرائب

وفي هذه الحالة فيعترف (Miller & Modigliani) بأن قيمة المنشأة التي يتكون هيكلها المالي من ديون وأموال خاصة تفوق عن قيمة المنشآت المماثلة لها، ويكون هيكلها المالي يتكون فقط من الأموال الخاصة (قريشي وبن ساسي، 2006، ص369).

3- نظرية التوازن

عرفت هذه النظرية بمرحلتين لإعدادها، المرحلة الأولى تكلفة الإفلاس، والمرحلة الثانية تكلفة الوكالة. ويمكن توضيح المرحلتين بما يلي:

أ- تكلفة الإفلاس

يؤدي عجز المنشأة عن سداد التزاماتها في تاريخ استحقاقها (الفوائد وأصل القرض) للدائنين إلى اتخاذ إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المنشأة، وهذا يخص المنشأة التي تعتمد في تمويلها على الأموال المستدانة، أما المنشأة التي تعتمد في تمويلها على أموال الملكية غير ملزمة بإرجاع قيمة الأسهم، وحتى دفع توزيعات الأرباح إذا لم تقرر هي ذلك، مما يجعلها لا تتعرض لمثل إجراءات المنشأة المستدانة، إن مخاطر الإفلاس تزداد بزيادة نسبة الرفع المالي، وبالتالي كلما زادت مخاطر الإفلاس انعكس ذلك سلباً على قيمة المنشأة من خلال ارتفاع تكلفة رأس المال (بن الضب، 2009، ص 107).

ب- تكلفة الوكالة

الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وبإسمه. تقترح هذه النظرية تفسيراً لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المنشأة، مثل المدراء، الملاك أو المساهمون، والمقرضون، والمدينون بشكل عام، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل، وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين: الأولى أنه ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة، ثم إن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمنشأة ومحيطها. فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين الإدارة والمساهمين من جهة، وبين المساهمين والمدينين من جهة أخرى (خبيزة، 2012، ص 30-31).

وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة، أي سوف يؤثر على مكونات هيكل التمويل الأمثل، وبالتالي فإن

ظهور تكلفة الوكالة سوف يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي (قريشي وبن ساسي، 2006، ص378).

3- نظريات متعددة الأشكال

وهي من النظريات الحديثة ومن أهمها:

أ. نظرية الإشارة

وفقاً للافتراضات الخاصة بنظرية Miller & Modigliani فإن المعلومات متوافرة للجميع سواء المستثمرين أو المدراء، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي، ولكن غالباً ما يتاح للمدراء كم أكبر من المعلومات لا تتوافر لدى المستثمرين خارج المنشأة، وهذه الحالة تسمى بحالة عدم التماثل في المعلومات، الأمر الذي يؤدي إلى تأثير قوي على الهيكل المالي (حنفي، 2007، ص399).

وتقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات، التي تتصف بها الأسواق. والواقع أن المعلومات التي تبثها المنشآت ليست بالضرورة أن تكون حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المنشآت الأحسن أداءً إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن منشآت أخرى ذات مستوى أقل من الأداء. وخاصية هذه الإشارات أنها سيكون من الصعب تقليدها من طرف منشآت ضعيفة (عبد الغني، 2006، ص112).

ب. نظرية الالتقاط التدريجي

تضم هذه النظرية نموذجين هما Myers 1990، Williamson 1988، نستخلص من خلالهما أن نظرية الالتقاط التدريجي التي لا تفترض وجود معدل تمويل أمثل كما هو الحال بالنسبة لنظرية التوازن، فإن المنشأة تتبع ترتيب لأنماط أو لمصادر تمويل محددة وفق ما تمليه الضرورة للتمويل الخارجي، وليس محاولة منها البحث عن الهيكل المالي الأمثل، هذا الترتيب يتم

التعبير عنه بشكل مختلف من وضعية إلى أخرى تبعاً للهدف الذي تسعى إدارة المنشأة إلى تحقيقه (قريشي وبن ساسي، 2006، ص392-393).

2-1-6 العوامل المؤثرة في قرارات التمويل

هناك عوامل تدخل في صياغة قرار التمويل المتعلق باستخدام أموال الملكية أو أموال الإقتراض ومدى الاعتماد على أيّ منهما، وهذه العوامل هي:

1- السيطرة: وهي قدرة المنشأة على فرض رقابة أكبر على عناصر هيكل رأس المال من

خلال رقابتها الإدارية الناتجة عن تفضيل أصحاب التمويل طويل الأجل للاقتراض بدلاً من إصدار أسهم جديدة حتى لا تفقد جزءاً من سيطرتها على المنشأة بسبب انضمام مساهمين جدد (Siddik et al., 2017). حيث يفضل أصحاب بعض المنشآت استخدام أموال مقترضة بدل من أموال الملكية الجديدة لكي يحافظوا على سيطرتهم داخل المنشأة لأن استخدام أموال الملكية سيضيف ملاحاً جدد.

2- المرونة: وهي قدرة هيكل رأس مال المنشأة على التعامل مع الظروف المتغيرة، أي أن

المنشأة قادرة على الانتقال من مصدر تمويل إلى مصدر تمويل آخر يتمتع بمرونة عالية دون التأثير على هدف المنشأة وأداؤها (pandey، 2010, p256).

3- الربحية: يجب أن يكون الدخل المتبقي من معدل العائد المتوقع لأي منشأة استثمارية

أكبر من معدل العائد المطلوب في سوق رأس المال حتى يمكن اعتبار المنشأة تحقق الأرباح، حيث تعتمد ربحية المنشأة على مستوى المبيعات وعوائد مشاريعها الاستثمارية، وهذا أمر مهم في تحديد نسبة الاقتراض للمنشأة. ومع تزايد ربحية المنشأة، فإن اعتمادها

على الإقتراض يتناقص وبالتالي يلعب دوراً رئيسياً في قرار اختيار هيكل رأس المال المناسب (Hanafi, 2004, p58).

4- **القدرة على السداد:** بمعنى أن المنشأة قادرة على دفع مبلغ القرض والفائدة في تاريخ استحقاقها، بمقارنة التدفقات النقدية المتوقعة للمنشأة للسنوات القادمة مع فوائد القرض، ويكون ذلك حسب قدرة المنشأة على دفع التزاماتها المالية بما يحسن من أدائها ويخفض من مخاطر الإفلاس لديها (pouraghajan & Malekian, 2012, p 166- 181).

2-1-7 محددات الهيكل التمويلي

يختلف الهيكل التمويلي من منشأة إلى أخرى، فبعض المنشآت تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين أن البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة، وهذه الاختلافات تتولد نتيجة للعديد من العوامل ويجب أخذها بنظر الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المنشأة ومن هذه العوامل:

1- **الربحية:** هي من الأهداف الرئيسية التي تسعى المنشآت لتحقيقها، وتأتي أهميتها لأنها تؤثر بشكل مباشر على المخاطر المالية التي تواجهها المنشأة، فكلما زادت الأرباح المتحققة للمنشأة انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على الاستمرارية، وكذلك على فرص الحصول على قروض إضافية وتحقيق وفورات ضريبية، إضافةً إلى أن الربحية تساعد المنشأة على تمويل أنشطتها وتوسعها، ونتيجة لذلك نجد أن بعض إدارات المنشآت تعتمد على التمويل الداخلي أكثر من الخارجي نتيجة امتلاكها تمويل داخلي كافٍ، ومن أبرز أساليب التمويل الداخلي التمويل بواسطة الأرباح المحتجزة.

ووفقاً لافتراض أولوية اختيار مصادر التمويل فإن الأرباح المحتجزة تأتي غالباً في مقدمة مصادر التمويل، ثم يتبعها القروض، وأخيراً، إصدار أسهم جديدة، وبناءً عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها، وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة (السبيعي، 2012، ص16-17).

2- السيولة: تأتي أهمية السيولة من أن ارتفاع السيولة الموجودة لدى المنشأة يؤدي إلى انخفاض المخاطر التي تواجهها، وهي تعبر عن إمكانية المنشأة في تمويل أنشطتها داخلياً وتقلل من نسبة اضطرار المنشأة للاقتراض.

وترجع أهمية السيولة إلى مالها من آثار في تحديد استحقاقات الدين، وكذلك نسبة الديون في هيكل التمويل، إذ أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما أمكن الاعتماد عليها في خدمة القروض بنسبة أكبر، وكلما كانت الأصول أقل سيولة كلما كانت أقل مرونة في خدمة القروض، هذا بالإضافة إلى مدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل، فكلما كانت الأصول المتاحة للمنشأة تصلح بشكل أفضل كضمان لتسهيل عملية الاقتراض فإن ذلك يسهل بشكل أكبر من عملية الحصول على القرض المطلوب (خبيزة، 2012، ص9).

وتعتبر السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال، إذ يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة بينما تكون العلاقة ايجابية مع الربحية بشكل عام، لذلك فالمنشآت التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالالتزامات المستحقة، الأمر الذي يجعلها أكثر قدرة في تخفيض كل من نسبة المديونية ونسبة الرفع المالي ويسهل عليها الاقتراض، أما عند انخفاض سيولة المنشأة تتراكم حينئذٍ ديونها قصيرة الأجل، الأمر الذي سيرفع كلا من نسبة

المديونية ونسبة الرفع المالي، ويصعب عليها الاقتراض وهنا نتوقع العلاقة السالبة بينهما (p:175، Ozkan، 2001).

ومن جهة أخرى فإن ارتفاع السيولة الزائد والمستمر لدى المنشأة يعتبر مؤشراً على عدم استغلالها للسيولة المتوفرة لديها في توليد الأرباح، وبالتالي فإن الزيادة في السيولة بشكل مستمر يقلل من فرص المنشأة على تحقيق الأرباح.

3- هيكل الأصول: تعدّ الأصول التي تمتلكها المنشأة بمثابة ضمان يمكن تقديمه للمقرضين

في حال كان لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، أي أن هناك علاقة بين حجم البنية التحتية للموجودات وحجم الاقتراض الممكن الحصول عليه، فعندما تكون نسبة الموجودات غير المتداولة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة؛ فإن هذا يعني أن نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة، بسبب حجم تكلفة اهتلاك هذه الموجودات، وهذا يعني أن المنشأة تتميز بدرجة رفع تشغيلي عالية وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغيير يحدث في المبيعات، وهنا يكون الاقتراض عاملاً لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة للمساهمين، وهذا يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في اقراض مثل هذه المنشأة إلا ضمن حدود ضيقة، لكي لا تسهم في زيادة مخاطر تقلب أرباح المنشأة، وتجعل نتائج الاقتراض سلبية (الميداني، 2009، ص79).

4- النظام الضريبي والإعفاءات والوفورات: تؤثر الضريبة في قرار المنشأة للحصول على

الأموال اللازمة، فعند اقتراض المنشأة تطرح الفوائد التي تدفع على القروض من أرباح المنشأة قبل احتساب الضريبة المستحقة، ولهذا فإن النظام الضريبي يؤثر في تمويل المنشآت.

وتعد فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك آثاراً إيجابية على قيمة المنشأة، لذلك يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي يرتفع معدل ضريبة الدخل فيها إلى الاعتماد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، أي أنه كلما ارتفعت الضريبة التي تخضع لها الأرباح الصافية للمنشأة اتجهت لدرجة أكبر للاعتماد على المديونية التي تطرح تكلفة الفائدة عليها ضمن بقية المصروفات من الإيرادات عند احتساب الضريبة (الشماع، 2003، ص542). وبمعنى آخر فإنه يمكن القول أن الحكومة تشارك المنشأة في دفع جزء من الفوائد المترتبة على القرض من خلال الوفورات الضريبية التي تمنحها على هذه الفوائد.

5- استقرار المبيعات: توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المنشأة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المنشأة أكثر استقراراً؛ كلما استفادت المنشأة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المنشأة متقلبة، فاستقرار المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمنشأة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكبر (أندراوس، 2008، ص404).

6- حجم المنشأة: أشارت العديد من الدراسات إلى أن لحجم المنشأة تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المنشأة والمديونية، أولهما أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المنشآت ذات الحجم الكبير، كما أن المنشآت الكبيرة تمتلك الإمكانية أكثر من اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الاقتراض بشروط أيسر (قريشي وبن ساسي، 2006، ص433). ولهذا فإن حجم المنشأة يلعب دوراً كبيراً في مقدرتها على الاقتراض أو الاعتماد على المصادر الداخلية،

فالحجم يظهر ضمن العوامل التي لها أثر على نسبة الاستدانة، وهو السبب الذي يجعل المنشآت الصغيرة تتجه أكثر إلى الاقتراض قصير الأجل (عدوي، 2011، ص108).

7- معدل النمو: تتوقف قدرة المنشأة المساهمة العامة على النمو على مقدار الربح السنوي المحقق من جهة، وما توزعه من تلك الأرباح على المساهمين من جهة أخرى، أو بعبارة أخرى على ما يعرف بنسبة احتجاز الأرباح (Retention Ratio)، من هنا كلما ارتفعت قيمة الربح السنوي المحقق وارتفعت معه نسبة الاحتجاز؛ يرتفع معها أيضاً تراكم الأرباح المحتجزة؛ ومن ثم تحقيق معدل نمو مرتفع للمنشأة، والعكس بالعكس. وينعكس ما سبق على السياسة التمويلية لإدارة المنشأة، ذلك لأنه كلما ارتفعت قيمة الأرباح المحتجزة في المنشأة؛ تزداد الفرصة أمام الإدارة لاستخدام تلك الأرباح في تمويل أنشطتها عوضاً عن استخدام مصادر التمويل الخارجي وما يصاحبه عادة من مخاطر الرفع المالي (مطر، 2010، ص70).

8- درجة التركيز: يتضح أنه كلما توجهت المنشأة نحو التركيز في استثماراتها على نوع معين أو أدوات مالية لمنشأة معينة أو في قطاع معين كلما ارتفعت تكلفة ومخاطر الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع منشآت أخرى مماثلة تتبع سياسة تنويع منتجاتها ومجالات الاستثمار فيها، فيصبح من المتوقع أن تميل المنشآت التي تعتمد على استثمار معين واحد إلى تخفيض نسبة التمويل بالاقتراض لتخفيض درجة المخاطر في هيكل رأس المال في المنشأة.

9- موقف المؤسسات التمويلية تجاه المخاطر: يعتمد الترتيب الإئتماني للمنشأة ومقدرتها على الاقتراض بشروط قياسية على نسبة الدين في هيكل تمويل المنشأة، وكلما احتاجت المنشأة إلى تمويل جديد فإن هيكل تمويل المنشأة ومزيج التمويل المناسب يتصدر

المناقشات والمفاوضات بين المنشأة والقطاع المصرفي، أو مؤسسات التمويل (الميداني، 2009، ص110).

2-1-8 مفهوم وأهمية الرفع المالي

عُرف الرفع المالي بأنه: درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروضاً، أو سندات، أو أسهماً ممتازة، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها (هندي، 2008، ص614). كما ويُعرّف الرفع المالي بأنه: استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة مالية. وقد تكون أموال الغير: القروض أو الأسهم الممتازة القابلة للاطفاء، إذ أن كلاهما له تكلفة مالية ثابتة. ويجب على المنشأة الالتزام بدفعها، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المنشأة؛ فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة أموال الاقتراض، وإذا لم تتجح المنشأة في ذلك فإنها ستتعرض لخطر أكبر، وتحقق خسارة أكبر، مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي بهيكل المنشأة التمويلي (كراجة وآخرون، 2006، ص251).

وتقيس درجة الرفع المالي مدى تعرض المنشأة للمخاطر المالية، وهي كذلك تعكس درجة التغير في عائد السهم الواحد من أرباح التشغيل الناتجة عن التغير في نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب (Earnings Before Interest and Taxes) (EBIT) (Akintoye، 2008، p23). ويسمح الرفع المالي بزيادة العوائد المتوقعة للمستثمر بصورة أكبر مما كان متاحاً، ولكن الخسارة المتوقعة أكبر أيضاً؛ إذا أصبح الاستثمار بلا فائدة، ولذلك يجب من الضروري سداد أصل المبلغ المقترض وكل الفوائد المستحقة على القرض.

وفي جميع الأحوال؛ يجب على المنشآت دراسة مستوى الكفاءة لعملياتها التشغيلية والتمويلية، والظروف البيئية المحيطة بها قبل اتخاذ قرار بشأن الرفع المالي؛ لأن الرفع المالي سلاح ذو حدين، بمعنى أنه يمكن أن يؤدي إلى تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية والتمويلية بالكفاءة، وعندما تكون الظروف المحيطة بالمنشأة مناسبة، كما يمكن أن يؤدي استعماله إلى نتائج عكسية إذا سارت الأمور على غير ما يرام (ابراهيم، 2010، ص46).

2-1-9 العلاقة بين الهيكل التمويلي والرفع المالي

إن من القرارات المهمة التي تهتم بها الإدارة المالية ما يتعلق بتحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المتاحة للمنشأة (المقترضة والمملوكة) بشكل يحقق أفضل استخدام لها، ويعظم العوائد والأرباح التي يتطلع المستثمرون لتحقيقها. وتلجأ بعض المنشآت عندما يكون مصادر تمويلها الداخلية (الملكية) غير كافية إلى التمويل الخارجي (الاقتراض). وهنا على المنشآت أن تراعي درجة الخطورة في هذا التمويل.

إن المنشآت التي لا تستطيع الوفاء بالتزاماتها المالية سوف يهتز مركزها المالي في السوق، لهذا يجب أن توازن في درجة الرفع المالي المستعمل في عملياتها الإستثمارية، فهذا السبب يعدّ إحدى سياسات هيكل رأس المال الناجحة، أي أن زيادة أو تخفيض المنشأة لحجم الرفع المالي لديها سوف يؤدي إلى تعديل هيكل رأس مالها، وهذا ما يعرف بإعادة هيكلة رأس المال، وتحدث هذه الإعادة عندما تستبدل المنشأة رأس مال واحد بآخر وتترك موجودات المنشأة بدون تغيير.

2-1-10 مخاطر الرفع المالي

قبل التحدث عن مخاطر الرفع المالي لا بد من التحدث بدايةً عن المخاطر المالية، حيث تمثل المخاطر المالية التذبذب في قيمة الأرباح وفي قيمة العائد المتبقي للملاك (حملة الأسهم العادية) التي تعتبر جزءاً من الأرباح نتيجةً لاستخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة (كالفائدة) ووجود احتمالات عدم قدرة المنشأة على سداد أصل الديون في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كليهما، وبالتالي فهذه المخاطر هي مخاطر مرتبطة بالديون، فكلما زاد حجم الديون في هيكل تمويل الموجودات في المنشآت زادت درجة المخاطرة، والأصل في هذه المخاطر أنها لا تعتبر الديون بحد ذاتها، وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها عن مستوى الفائدة المدفوعة على تلك الديون، وهذا يعني تعرض المنشأة إلى خسائر بسبب انخفاض العائد دون مستوى ما تتحمله من تكلفة، وهذا بحد ذاته يعد مخاطرة مالية (هندي، 2008، ص614).

وترتبط المخاطر المالية بقرارات التمويل، وهذا يعني أنه مرتبط باختيار المنشأة لمزيج في هيكلها المالي. فالرفع المالي يؤدي إلى درجة عالية من المخاطر التي يواجهها المساهمون، وهذا يؤدي إلى زيادة الالتزامات على المنشأة، ويزيد من احتمال عدم قدرة المنشأة على تسديد الديون، ولهذا تحاول الإدارة المالية التنسيق بين تأثير الاقتراض والعائد على حقوق الملكية، إضافة إلى درجة المخاطر التي يواجهها أصحاب الملكية، لذلك يمكن القول أن الموازنة بين الديون والملكية يؤدي إلى الوصول إلى المزيج الأمثل للهيكل المالي الذي بدوره يخفض تكلفة الاقتراض.

إن فكرة الرفع المالي تقوم على مبدأ تحسين الربحية عن طريق الاقتراض بتكلفة ثابتة منخفضة نسبياً، وتشغيل الأموال المقترضة في عمليات المنشأة لتحقيق عائد أفضل من تكلفة

الاقتراض، بافتراض أن لدى المنشأة القدرة على تحقيق ذلك، ويعود السبب في انخفاض تكلفة الاقتراض كونه أقل خطراً من وجهة نظر المقرض (عقل، 2000، ص462).

وفي هذه الحالة فإن الرفع المالي يحقق المزايا التالية (سعيد، 2000، ص91):

1- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار.

2- المحافظة على السيطرة في المنشأة لأن الدائنين ليس لهم حق التصويت.

3- عدم مشاركة أصحاب السندات المشاركة بالأرباح (Associated Bonds) والمقرضين في الأرباح التي تحققها الشركة عدا ما يدفع لهم على شكل فوائد.

4- الاستفادة من ميزة أن الفوائد المدفوعة تنزل من الدخل الخاضع للضريبة.

5- في فترات التضخم فإن للاقتراض ميزة كون المنشأة اقترضت أموالاً ذات قوة شرائية مرتفعة وإعادتها ولكن بقوة شرائية منخفضة.

وهناك أيضاً عيوب للرفع المالي أهمها ما يلي:

1- وجود مخاطر مالية تتحملها المنشأة، حيث يؤدي إلى انخفاض العائد على حقوق المساهمين عندما تكون تكلفة الاقتراض أعلى من العائد على الاستثمار.

2- يؤدي الاقتراض إلى فرض قيود على المنشأة مما يؤدي إلى تدخل المقرضين في إدارة المنشأة من أجل ضمان تحصيل أموالهم.

3- تلزم القروض المنشأة على توفير السيولة اللازمة للسداد عند موعد الاستحقاق.

4- في حالة تأخر المنشأة عن تسديد ما بذمتها من التزامات مالية فإن هذا ينعكس على سمعتها الائتمانية ويقلل من فرص الحصول على قروض في المستقبل.

2-1-11 الأداء المالي

يمكن تعريف الأداء المالي بأنه: مدى نجاح المنشأة في استغلال الموارد المتاحة لديها المادية والمعنوية أفضل استغلال، وتحقيق الأهداف المحددة من طرف الإدارة (عصام، 2012، ص23). ويعتبر الأداء المالي ركيزة مهمة في استمرار ونمو المنشآت، ولكي تتمكن إدارة المنشأة من اتخاذ القرارات المناسبة لابد من وجود أهداف تحدد الأنشطة التي تقوم بها المنشأة وتوجه العاملين نحو تحقيق هذه الأهداف. ولا بد للمنشآت التي تهدف إلى تحقيق الأرباح وتوفير السيولة من تحسين أدائها المالي، وتوجيه العاملين نحو تحقيق هذا الهدف من خلال استغلال الموارد المتاحة، والتخطيط المسبق لتحقيق أي هدف.

ويمثل الأداء المالي مرآة عاكسة لأداء المنشآت؛ حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف؛ إذ أنه الدعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المنشأة، ويساهم في توفير الموارد المالية، وتزويد المنشأة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة، والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم (الخطيب، 2010، ص76).

2-1-11-1 أهداف الأداء المالي

يتمثل الهدف الأول للأداء المالي للمنشأة بمعرفة الأداء المالي الفعلي للمنشأة مقارنة بما هو مخطط، والتعديل إذا لزم الأمر، حيث أن الأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية (الخطيب، 2010، ص47):

- 1- يمكن المستثمر من متابعة ومعرفة نشاط المنشأة، كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة، وتقدير مدى تأثير أدوات التحليل المالي من ربحية، وسيولة، ونشاط، ومديونية، وتوزيعات على سعر السهم.

2- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل، والمقارنة، وتفسير القوائم المالية، وفهم التفاعل بين القوائم المالية؛ لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المنشآت.

2-11-1-2 مؤشرات الأداء المالي

هناك العديد من المؤشرات المالية التي قد يتم استخدامها في قياس الأداء من أهمها نسب الربحية (Profitability Ratios) حيث تعتبر نسب الربحية من المؤشرات التي يهتم بها حملة الأسهم بشكل ملحوظ كونها تقيس مدى قدرة المنشآت على توليد الأرباح باعتبار الأرباح مصدراً لتوزيعات الأرباح، كما تدل على مدى كفاءة الإدارات في استخدام الموارد المتاحة بالشكل الأمثل لتحقيق الأرباح (Gibson, 2008, p255). وقد اعتمدت الدراسة الحالية على النسب التالية كنسب ربحية لقياس الأداء المالي من خلالها:

• العائد على الأصول:

وتعتبر هذه النسبة أداة لقياس أداء المنشآت وتمثل مؤشراً يعبر عن مدى نجاح إدارة المنشأة في الإستخدام الأمثل لأصولها من أجل توليد الأرباح (Gibson, 2008, p256) وتُقاس كما يلي:

الربح بعد الضريبة

$$\frac{\text{العائد على الأصول}}{\text{متوسط إجمالي الأصول}} =$$

• العائد على حقوق الملكية:

وتعتبر هذه النسبة أداة لقياس أداء المنشآت حيث تمثل العائد الذي تقوم الإدارة بتحقيقه من كل دينار يتم استثماره من قبل حملة الأسهم العادية (مطر، 2016، ص 42) ويتم قياسها كما يلي:

الربح بعد الضريبة

$$\frac{\text{معدل العائد على حقوق الملكية}}{\text{متوسط حقوق الملكية}} =$$

2- الدراسات السابقة:

تعدّ الدراسات السابقة من ركائز البحث العلمي، وهي قاعدة ينطلق منها الباحث في إعداد دراسته لتحديد ما يميز دراسته عن الدراسات السابقة. وقام الباحث هنا بتلخيص الدراسات السابقة التي تشير إلى أثر الرفع المالي على الأداء المالي، وذلك من خلال استعراض الدراسات العربية والأجنبية المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية وفقاً لتسلسلها الزمني من الأقدم إلى الأحدث:

- دراسة (Akhtar et al., 2012) بعنوان:

"Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Evidence from Fuel & Energy Sector of Pakistan"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي لقطاع الوقود والطاقة في باكستان، وتكونت عينة الدراسة من (20) شركة مساهمة عامة محدودة من قطاع الوقود والطاقة مدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة ما بين 2000-2005. كما بحثت الدراسة أيضاً في حجم اختيار الشركات ذات الربحية الأعلى للرافعة المالية المرتفعة من خلال استخدام أدوات إحصائية متنوعة، وتضمنت الدراسة متغيرين هما الأداء المالي كمتغير تابع والذي تم قياسه من خلال المؤشرات التالية (العائد على الأصول، والعائد على حقوق المساهمين، ونسبة تغطية الأرباح، ونسبة الأرباح إلى حقوق الملكية، وهامش صافي الربح، وربح السهم قبل الضريبة، وربح السهم بعد الضريبة، والمبيعات كنسبة من إجمالي الموجودات، ونمو المبيعات)، والرافعة كمتغير مستقل التي تم قياسها من خلال (نسبة التمويل الداخلي إلى التمويل الخارجي، ونسبة حقوق المساهمين). وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إيجابية بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات، كما أكدت نتائج الدراسة بأن الشركات التي تتمتع بربحية أعلى قد تحسن أدائها

المالي من خلال وجود مستويات عالية من الرفع المالي، كما أظهرت نتائج الدراسة بأن الشركات الباكستانية يمكنها رفع مستوى أدائها المالي من خلال استخدام الرفع المالي. وقد أوصت الدراسة بضرورة تطبيق سياسة الرفع المالي لما لها من تأثير على أداء الشركات المالي.

- الحمدوني والصبيحي (2012) بعنوان: "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الاسهم، دراسة

في عينة من الشركات الاردنية المساهمة"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي ومدى تأثيره على عائد السهم وهيكل رأس المال وصولاً إلى الهيكل الأمثل لرأس المال. اعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لاختبار العلاقة بين الرفع المالي وكل من (المخاطرة النظامية مقاسةً بمعامل بيتا، والمخاطرة الكلية مقاسةً بالانحراف المعياري ، وربحية السهم الواحد) في الشركات المساهمة الاردنية المسجلة في سوق عمان للفترة ما بين 2005 و2009. ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام اسلوب الانحدار البسيط. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر دال احصائياً للرفع المالي على المخاطرة النظامية، وذلك بناء على العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة النظامية. وجود علاقة دالة احصائياً بين الرفع المالي والمخاطرة الكلية للسهم، ووجود علاقة طردية دالة احصائياً بين الرفع المالي وربحية السهم الواحد. وتوصلت الدراسة لمجموعة من التوصيات أهمها قيام الشركات باستخدام خيارات مختلفة للتمويل كالسندات والأسهم الممتازة والقروض المصرفية طويلة الأجل وذلك للاستفادة منها في تحسين ربحية السهم الواحد، وتشجيع البنوك وشركات التأمين باستثمار فوائض أموالها في عمليات تمويل الشركات وخاصة التمويل طويل الأجل وذلك باستغلال فرص الاستثمار لزيادة ربحية الشركات.

- السبيعي (2012) بعنوان: "العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات

المساهمة العامة الكويتية، دراسة اختبارية"

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الرفع المالي من جهة والعائد على الاستثمار من جهة أخرى، وذلك على مستوى كل قطاع من القطاعات الرئيسية الثلاثة للاقتصاد الكويتي (المالي، والصناعي، والخدمي). وتكونت عينة الدراسة من (54) شركة من الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة ما بين 2009 و2011. وتمت الاستعانة بالحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) في تحليل البيانات التي تم جمعها من خلال البيانات الواردة في القوائم المالية للشركات التي مثلت عينة الدراسة. تم استخدام الوسط الحسابي والانحراف المعياري، وتم اختبار تحليل الانحدار البسيط، واختبار تحليل التباين، واختبار شافيه (Scheffee). ومن أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة ضمن القطاعات الثلاثة وأن هذه العلاقة موجبة، لكن بالنسبة للقطاعات كانت العلاقة الأقوى بين المتغيرين للقطاع الصناعي يليه القطاع الخدمي ثم القطاع المالي. وعلى ضوء تلك النتائج أوصت الدراسة بأن تراعي الإدارة في الشركات المساهمة العامة الكويتية لدى اتخاذ قراراتها التمويلية بين اختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس المال الذي يجعل التكلفة المرجحة للأموال عند حدها الأدنى، والموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال من جهة وعنصر مخاطرة الرفع المالي من جهة أخرى.

- بركات وآخرون (2012) بعنوان: "أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية"

هدفت هذه الدراسة للتعرف على أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمتمثل بالعائد على الأصول والعائد على الملكية وحصة السهم من الأرباح، وكذلك معرفة أثر الرفع المالي والتشغيلي على المخاطرة والمتمثلة بالمخاطر النظامية. وقد تم اختيار القطاع الصناعي للدور المهم الذي يلعبه هذا القطاع في الاقتصاد الأردني، وتمثلت عينة الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة ما بين 2000 و2011. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق أهداف الدراسة، واختبار الفرضيات تم استخدام الانحدار البسيط، ووصف متغيرات الدراسة استخدمت الأساليب الإحصائية مثل المتوسط الحسابي والانحراف المعياري والالتواء والتقلطح. ومن نتائج الدراسة وجود أثر ذي دلالة إحصائية للرفع المالي على المخاطر النظامية. وعدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على العائد المتمثل ب(ROA، EPS، ROE) والمخاطر النظامية. أوصت الدراسة أن تقوم الشركات الصناعية باستغلال الفرص الاستثمارية من خلال الحصول على القروض طويلة الأجل التي تمنح من القطاع المالي لتحصل على الهدف الأساسي من استخدام الرفع المالي والتشغيلي.

- دراسة (Ur Rehman, 2013) بعنوان:

“Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence of Listed Sugar Companies of Pakistan”

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي، وتكونت عينة الدراسة من (35) شركة مدرجة في قطاع إنتاج المواد الغذائية (إنتاج السكر) في باكستان للفترة ما بين 2006 و2011. وتمثل المتغير التابع المستخدم في هذه الدراسة بالأداء المالي لشركات السكر المدرجة في بورصة كراتشي، وتم قياس الأداء المالي باستخدام خمس مؤشرات هي: العائد على الأصول، والعائد على حقوق المساهمين، والعائد على السهم بعد الضريبة، وهامش الربح الصافي، ونمو المبيعات. أما المتغير المستقل فتمثل في الرفع المالي الذي تم قياسه باستخدام نسبة الدين إلى حقوق الملكية، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها أن هناك علاقة إيجابية بين العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول ونمو المبيعات، وهناك علاقة سلبية بين نسبة الديون مع ربحية السهم، وصافي هامش الربح مع العائد على حقوق المساهمين. كما توصلت الدراسة إلى أن هناك تقلبات ضخمة في القوائم المالية خلال فترة الدراسة. ووجود فروق عالية في صافي هامش الربح والعائد على الأسهم، في حين كان العائد على الأصول أقل نسبياً، أما نمو المبيعات فكان لديها تباين منخفض للغاية، والذي يشير إلى وجود تقلبات في نمو المبيعات. وأوصت الدراسة إلى ضرورة قيام المزيد من الدراسات التي تتعلق بالرفع المالي، كما أوصت الدراسة بضرورة تطبيق هذا النوع من الدراسة على كافة القطاعات الأخرى، لما لها من

تأثير على الشركات. كما أوصى الباحث إلى القيام بالمزيد من الدراسات على الشركات العاملة في قطاع إنتاج المواد الغذائية.

- بن ساسي وبن عبد الرحمن (2013) بعنوان: "قرار الرفع في رأس المال نقداً تحت تأثير الاداء المالي والبورصي، دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"

تهدف هذه الدراسة إلى أبرز تأثير الأداء المالي والبورصي على قرار الرفع في رأس المال نقداً، تكونت عينة الدراسة من (36) منشأة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال سنة 2008، تم استخدام اسلوبي الانحدار اللوجستي وانحدار الاحتمال الشرطي. من نتائج هذه الدراسة عدم وجود تأثير ايجابي للأداء المالي على احتمال إصدار المنشآت الصناعية الأردنية لأسهم جديدة، بل كان التأثير سلبياً والذي يعني تأثير المردودية المالية على اختبار اللجوء إلى الاستدانة (بديلاً لإصدار أسهم جديدة)، وذلك عندما يكون أثر الرافعة المالية ايجابي والتمويل الذاتي غير كاف لتمويل كل الاحتياجات المالية لهذه المنشآت، مقابل ذلك اظهرت النتائج وجود تأثير للأداء البورصي على قرار التمويل عن طريق الرفع في رأس المال نقداً بدلاً من اللجوء إلى الاستدانة، حيث كان تأثير عائد السهم الكلي الذي يمثل معدل المردودية البورصية ايجابي على احتمال إصدار المنشآت الصناعية الأردنية لأسهم جديد. وأوصت الدراسة بضرورة اهتمام المنشآت الصناعية الأردنية بمؤشر عائد السهم الكلي كونه يعبر عن أدائها البورصي، والذي يمكن على أساسه اتخاذ قرار إصدار أسهم جديدة.

- النجار (2013) بعنوان: "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة

العامة المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة اختبارية"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك وفقاً لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية وهي: العائد على الأصول (ROA)، Return on Assets (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، Return on Sales (ROE)، والعائد على المبيعات (ROS)، Return On Sales (ROS)، ونمو المبيعات، والقيمة السوقية للشركة التي تم احتسابها وفقاً لنموذج (Tobin's Q)، ومعرفة أيهما أكثر تأثيراً بالرفع المالي، وتمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم اختيار عينة مكونة من (20) شركة خلال فترة الدراسة التي امتدت ما بين 2004 و 2011. وتم استخدام نماذج الانحدارات لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على المبيعات، معدل نمو المبيعات وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة، وأن هناك أثراً سلبياً للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة حسب نموذج (Tobin's q)، ويمتد هذا الأثر لعدة سنوات لاحقة. وبناءً على ذلك أوصى الباحث بأن تقوم إدارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي، وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه الشركات، وإقرار قوانين اقتصادية تتيح المجال للشركات المساهمة العامة في فلسطين استخدام قرض سندات وأدوات مالية أخرى تتيح المجال لبدائل متعددة أمام هذه الشركات عند استخدام الرفع المالي في التمويل.

- دراسة (Innocent et al., 2014) بعنوان:

**"The Effect of Financial Leverage on Financial Performance:
Evidence of Quoted Pharmaceutical Companies in Nigeria"**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي لشركات الأدوية في نيجيريا، وقد تكونت عينة الدراسة من (3) شركات أدوية توفرت لديها بيانات مالية لفترة الدراسة التي امتدت ما بين 2001 و2012. وتكونت الدراسة من متغيرين، المتغير المستقل ويمثل الرافعة المالية وتم قياسها من خلال (نسبة الدين، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية، ونسبة تغطية الفائدة). في حين كان المتغير التابع هو الأداء المالي وتم قياسه من خلال مؤشر العائد على الأصول. وتم الحصول على البيانات الثانوية من القوائم المالية (قائمة الدخل الشامل وقائمة المركز المالي) لشركات الأدوية المختارة المذكورة في بورصة نيجيريا. واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي. وأظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي لنسبة الديون ونسبة الدين إلى حقوق الملكية على العائد على الأصول، في حين تبين وجود تأثير إيجابي لنسبة تغطية الفائدة على العائد على الأصول، كما أظهرت نتائج الدراسة أن جميع المتغيرات المستقلة كان لها تأثير كبير على أداء الشركات المالية لقطاع الأدوية. وأوصت الدراسة بضرورة أن تتضمن قرارات الشركة المالية ما يتوافق مع أهداف تعظيم الدخل بشكل ينعكس على تعظيم أرباح الشركة، كما أوصت الدراسة بضرورة اختيار المستوى الأمثل لمقدار تمويل الديون في المزيج المالي للشركة لما لذلك من تأثير على الاستخدام الأفضل لأصول الشركة.

- دراسة (Ali, 2014) بعنوان:

"Relationship between Financial Leverage and Financial Performance (Evidence of Listed Chemical Companies of Pakistan)"

هدفت الدراسة إلى تحديد العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات الكيماوية المدرجة في السوق المالي في الباكستان، وتكونت عينة الدراسة من (20) شركة مدرجة في قطاع الكيماويات في بورصة كراتشي للفترة الممتدة ما بين 2006 و2013، وتم جمع البيانات المالية من القوائم المالية للشركات والمنشوره من قبل بنك الدولة الباكستاني وتمثل المتغير المستقل بالرافعة المالية التي تم قياسها باستخدام نسبة (الدين إلى حقوق الملكية) في حين تمثل المتغير التابع بالأداء المالي الذي تم قياسه باستخدام كل من النسب التالية (العائد على الأصول، وصافي هامش الربح، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على رأس المال المستخدم). وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية لنسبة العائد على الأصول، وهامش الربح، ومعدل العائد على حقوق الملكية، مع نسبة الدين إلى حقوق الملكية، كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية في العائد على الأصول وهامش الربح والعائد على حقوق الملكية، في حين كان هناك علاقة إيجابية بين الرفع المالي والأداء المالي ونتيجة لذلك يمكن لشركات القطاع الكيماوي تعزيز هوامشها في الأداء والربحية من خلال الحصول على نسبة كبيرة من الرافعة المالية في هياكلها الرأسمالية. وقد أوصت الدراسة بضرورة تطبيق الرافعة المالية في قطاع الكيماويات، بالإضافة إلى الشركات الكبيرة وفي مختلف القطاعات بضرورة تطبيقها لما لها من تأثير على رفع مستوى الأداء المالي للشركة.

- دراسة (Al-Tally, 2014) بعنوان:

"An investigation of the effect of financial leverage on firm financial performance in Saudi Arabia's public listed companies.

هدفت الدراسة إلى البحث في أثر الرفع المالي على الأداء المالي، وقامت الدراسة باختيار مجموعة من نسب الأداء المالي المتمثلة بكل من (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، والعائد على الأصول)، كما وتم قياس الرفع المالي من خلال (نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية، ونسبة المطلوبات إلى مجموع الأصول)، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تكونت عينة الدراسة من (57) شركة تجارية مساهمة عامة مدرجة في سوق الأسهم في الرياض وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (2002-2010)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر ايجابي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية على كل من الأداء المالي المقاس من خلال (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، والعائد على الأصول)، في حين تبين عدم وجود أثر للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى مجموع الأصول على الاداء المالي المقاس من خلال ربحية السهم، كما واطهرت نتائج الدراسة وجود أثر ايجابي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى مجموع الأصول على كل من الأداء المالي المقاس من خلال (العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول)، وأوصت الدراسة بضرورة أن تستخدم المنشآت الحد الأدنى من مستوى الديون أو تحديد مستوى الدين الأمثل الذي يجب استخدامه.

- دراسة (Alshamaileh & Khanfar, 2014) بعنوان:

"The Effect of the Financial Leverage on the Profitability in the Tourism Companies (Analytical Study- Tourism Sector- Jordan)"

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر نسبة الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار على الربحية في شركات السياحة العاملة في الاردن، وتكونت عينة الدراسة من (5) شركات سياحية، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، حيث قام الباحثان بتطوير مقياس للإجابة عن تساؤلات الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من أهمها: وجود أثر لكل من المتغيرات المستقلة (نسبة الرافعة المالية، ومعدل العائد على الاستثمار) على ربحية شركات السياحة، كما توصلت إلى أن متغيرات الدراسة المستقلة تفسر التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (الربحية) بنسبة 4.4%، وقد أوصت الدراسة بضرورة إيلاء الرافعة المالية الاهتمام الكبير لما لها من تأثير على الشركة وتحقيق العائد المرجو من الاستثمار.

- دراسة (Ramadan, 2015) بعنوان:

"Leverage and the Jordanian Firms' Value: Empirical Evidence"

هدفت الدراسة إلى البحث في التأثير المفترض للرافعة المالية على قيمة الشركات، حيث تم قياس الرافعة المالية من خلال (نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال، ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال) وتم قياس قيمة الشركات من خلال العائد على الأصول، كما تم إدخال مجموعة من المتغيرات الضابطة وهي (نسبة نمو المبيعات، وحجم الشركة، وهيكل الأصول)، وتكونت عينة الدراسة من جميع الشركات المسجلة في سوق عمان المالي خلال الفترة ما بين 2000-2013 بعد استبعاد القطاع المالي وقطاع الخدمات وذلك بسبب خصائصها التي

تمتلكها، وبلغت عينة الشركات (89) شركة، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، من خلال قيام الباحث ببناء وتطوير مقياس أعد للإجابة عن تساؤلات الدراسة وتم اختبار فرضيات الدراسة اعتماداً على برمجية eviews. وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من أبرزها: وجود تأثير سلبي لمستوى الرافعة المالية على قيمة الشركات المسجلة في سوق عمان المالي التي تضمنتها عينة الدراسة، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لكل من حجم الشركة ونمو المبيعات على قيمة الشركة، في حين تبين عدم وجود تأثير لهيكل الأصول على قيمة الشركة. وقد أوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بدراسة الرافعة المالية قبل اتخاذ أي قرار يتعلق فيها لما لها من أثر على الشركة وتحقيق أهدافها.

- دراسة (Abubakar, 2015) بعنوان:

"Relationship between Financial Leverage and Financial Performance of deposit money banks in Nigeria"

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي لبنوك الأموال في نيجيريا، من خلال معرفة فيما إذا كان هناك تأثير لكل من (نسبة الدين إلى حقوق الملكية ونسبة الدين) على (العائد على حقوق الملكية) في البنوك النيجيرية وتكونت عينة الدراسة من (11) بنك من أصل (23) بنك بالاعتماد على تقنية العينات الميسرة خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة مرتفعة بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والأداء المالي المقاس بالعائد على حقوق الملكية، في حين أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون والأداء المالي، كما أظهرت نتائج الدراسة أن حوالي 84% من إجمالي أصول بنوك الأموال النيجيرية يتم تمويلها من خلال الديون،

الأمر الذي يؤكد على أن هذه البنوك تمثل مؤسسات مالية عالية الفائدة. ومن أبرز توصيات الدراسة: ضرورة اعتماد البنوك مستوى رفع مالي يتكون من مزيج ملائم من الديون وحقوق الملكية لما له من تأثير ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي للبنوك وعلى قدرتها على المنافسة وتحقيق الاستمرارية.

- دراسة (Nassar, 2016) بعنوان:

"The impact of capital structure on Financial Performance of the firms: Evidence From Borsa Istanbul .

هدفت الدراسة إلى البحث في أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي، وقامت الدراسة باختيار مجموعة من نسب الأداء المالي المتمثلة بكل من (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، والعائد على الأصول، ونسبة المديونية)، كما وتم قياس هيكل رأس المال من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تكونت عينة الدراسة من (136) شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة اسطنبول وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (2005-2012)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر ايجابي لهيكل رأس المال المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية على كل من الأداء المالي المقاس من خلال (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، والعائد على الأصول، ونسبة المديونية) مجتمعة ومنفردة، وأوصت الدراسة بضرورة أن تستخدم الشركات الهيكل التمويلي الأمثل لما له من تأثير ايجابي على الاداء المالي لشركات.

- عوض الله وجيلاني (2016) بعنوان: "أثر العائد على الأصول ودرجة الرفع المالي على

العائد على حقوق المساهمين لدى شركة حديد الأردن وشركاتها التابعة، دراسة تحليلية"

هدفت الدراسة إلى اختبار الأثر الذي يتركه العائد على الأصول (ROA)، ودرجة الرفع المالي Financial Leverage Multiplier (FLM)، على العائد على حقوق المساهمين (ROE)، لقياس الأداء المالي لشركة حديد الأردن وشركاتها التابعة. ولتحقيق هذا الهدف تم جمع وتحليل البيانات المالية الخاصة بشركة حديد الأردن وشركاتها التابعة للفترة ما بين 2003 و2013، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات واختبار الدلالة الإحصائية لفرضيات الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر قوي للمتغيرات المستقلة (العائد على الأصول (ROE)، ودرجة الرفع المالي (FLM)، على المتغير التابع (العائد على حقوق المساهمين (ROE)). حيث كان أثر العائد على الأصول إيجابياً على العائد على حقوق المساهمين، في حين كان أثر الرفع المالي (FLM) سلبياً على العائد على حقوق المساهمين (ROE) كمؤشر للأداء المالي. وفي ضوء النتائج التي أسفرت عنها الدراسة توصلت الدراسة إلى توصيات عديدة أهمها: أن تقوم شركة حديد الأردن وشركاتها التابعة بالمحافظة على العلاقة الإيجابية والتوافقية بين العائد على الأصول، والعائد على حقوق المساهمين، وقيام شركة حديد الأردن وشركاتها التابعة بمراجعة رأس مالها لتمويل أصولها وعملياتها والتقليل من نسبة الديون لما للرفع المالي من تأثير سلبي على الأداء المالي، كذلك أوصى الباحث إجراء المزيد من الدراسات لتشخيص الأسباب الحقيقية التي تجعل الرفع المالي يلعب دوراً سلبياً وغير إيجابياً على الأداء المالي وذلك بكافة القطاعات.

- دراسة (Mohamed, 2016) بعنوان:

"Effect of Financial Leverage on Financial Performance of non Financial Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange"

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وتكونت عينة الدراسة من (48) شركة غير مالية مدرجة في بورصة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وقامت الدراسة باستخدام بيانات ثانوية تم الحصول عليها من البيانات المالية السنوية للشركات، خلال الفترة الممتدة ما بين 2011 و2015. وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية دالة إحصائياً بين الرفع المالي والأداء المالي، كما تبين وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة والأداء المالي، ووجود علاقة إيجابية بين السيولة والأداء المالي للشركات غير المالية. وأوصت الدراسة بضرورة أن تستخدم المنشآت الحد الأدنى من مستوى الديون أو تحديد مستوى الدين الأمثل الذي يجب استخدامه، والعمل على استقطاب الكفاءات الإدارية الجيدة بهدف تنمية أداء الشركات.

- دراسة (Dimisyqiyan et al., 2017) بعنوان:

"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).

هدفت الدراسة إلى البحث في أثر الرفع المالي على الأداء المالي ومخاطر السوق، وقامت الدراسة باختيار مجموعة من نسب الأداء المالي المتمثلة بكل من (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم)، كما وتم قياس الرفع المالي من خلال (نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية، ونسبة المديونية)، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تكونت عينة

الدراسة من (13) شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة إندونيسيا وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (2010-2012)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية على كل من الأداء المالي المقاس من خلال (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم) ومخاطر السوق، في حين تبين عدم وجود أثر للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المديونية على الاداء المالي المقاس من خلال ربحية السهم، فيما تبين وجود أثر سلبي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المديونية على الاداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية، كما واطهرت نتائج الدراسة وجود أثر ايجابي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المديونية على مخاطر السوق، وأوصت الدراسة بإجراء المزيد من الدراسات حول العوامل المؤثرة على الاداء المالي من خلال الاعتماد على النسب المالية الاخرى وخاصة المشتقة من قائمة التدفقات النقدية.

3-2 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

من حيث الموضوع تبحث الدراسة الحالية في أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. وباستعراض الدراسات السابقة التي تحدثت في موضوع هذه الدراسة؛ فإنه على الرغم من تناول العديد من الدراسات السابقة لمتغيرات هذه الدراسة، فإن الدراسة الحالية فقام الباحث بتطبيقها على الشركات المساهمة العامة الأردنية بهدف الحصول على نتائج يمكن تعميمها على جميع الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

كما امتازت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في حداثتها، فعلى الرغم من وجود دراستين سابقتين تم تطبيقهما على نفس مجتمع الدراسة، وهما: دراسة الحمدوني والصبيحي (2012) ودراسة (Ramadan, 2015)، إلا أن دراسة الحمدوني والصبيحي (2012) تناولت أثر الرفع المالي على كل من (عائد السهم وهيكل رأس المال) خلال الفترة ما بين 2005-2009، كما اقتصرت دراسة (Ramadan, 2015) على قياس أثر الرفع المالي على العائد على الأصول خلال الفترة ما بين 2000-2013، أما هذه الدراسة فقامت بقياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال (العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول)، كما شملت الدراسة الحالية الفترة الممتدة ما بين 2013-2017، وهذه الفترة لم تقم أي من الدراسات السابقة بتغطيتها.

الفصل الثالث

الطريقة والإجراءات

(1-3) تمهيد

(2-3) منهجية الدراسة

(3-3) مجتمع الدراسة

(4-3) عينة الدراسة

(5-3) مصادر جمع البيانات

(6-3) المعالجة الإحصائية

الفصل الثالث

الطريقة والإجراءات

(1-3) تمهيد

يهدف هذا الفصل إلى إيضاح منهجية الدراسة، ولهذا الغرض يتطرق هذا الفصل إلى مجتمع الدراسة والمنهجية المتبعة في اختيار عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات، وأساليب المعالجة الإحصائية التي سوف تستخدم في إيجاد العلاقة بين متغيرات الدراسة واختبار الفرضيات.

(2-3) منهجية الدراسة

تبعاً لطبيعة الدراسة وطبيعة البيانات المراد تحليلها، قام الباحث باستخدام المنهج الوصفي التحليلي من أجل تحليل البيانات، والتي تم جمعها من خلال القوائم المالية الفعلية للشركات، وذلك عن طريق استخدام التحليل المالي للمتغيرات، وتم من واقع هذه البيانات اختبار أثر المتغير المستقل وهو (الرفع المالي) على المتغير التابع وهو (الأداء المالي) في الشركات التي تمثل عينة خلال فترة الدراسة، وذلك من خلال تحليل الانحدار للمؤشرات الإحصائية المتوفرة في برنامج (SPSS).

(3-3) مجتمع الدراسة

يمثل مجتمع الدراسة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بجميع قطاعاته: المالي، والصناعي، والخدمي، في الفترة الواقعة بين عامي (2013-2017)، وعددها 196 شركة مدرجة، كما هو موضح في الجدول (1) الآتي:

الجدول رقم (3-1) مجتمع الدراسة

ت	اسم القطاع	العدد
1	المالي	100
2	الصناعي	50
3	الخدمات	46
	المجموع	196

المصدر: موقع سوق عمان المالي www.ase.com.jo، 2018/4/22

(3-4) عينة الدراسة

أما عينة الدراسة؛ فكانت عينة طبقية عشوائية شكلت نسبة (25%) من مجتمع الدراسة، حيث تكونت عينة الدراسة من (49) شركة من الشركات التي أصدرت قوائم مالية كافية تغطي فترة الدراسة كما موضح في الجدول (2) الآتي:

الجدول رقم (3-2) عينة الدراسة

ت	اسم القطاع	العدد
1	المالي	25
2	الصناعي	13
3	الخدمات	11
	المجموع	49

(3-5) مصادر جمع البيانات

تم تناول الدراسة في إطارين، الإطار النظري، والإطار التطبيقي. ففي الإطار النظري تم التطرق إلى بعض المفاهيم المالية ذات العلاقة بالموضوع، أما الإطار التطبيقي؛ فقد اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي الذي هدف فيه إلى تحليل أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. واعتمدت الدراسة في جمع البيانات على:

- مصادر ثانوية: الكتب والمؤلفات ذات العلاقة بموضوع الدراسة (أثر الرفع المالي على الأداء المالي)، والمجلات العلمية، والأبحاث المنشورة، والوثائق والدراسات الجامعية، وذلك بهدف بناء الإطار النظري للدراسة.
- مصادر رئيسية: البيانات الأساسية المتعلقة بمتغيرات الدراسة من التقارير والقوائم المالية للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك للإطار التطبيقي لاستخراج قيم متغيرات الدراسة.

(3-6) المعالجة الإحصائية

لغرض اختبار فرضيات الدراسة تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية التي تتضمنها الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS):

- 1- مقاييس الإحصائية الوصفية كالوسط الحسابي والانحراف المعياري.
- 2- معامل الارتباط.
- 3- تحليل الانحدار البسيط (Simple Linear Regression).

الفصل الرابع

نتائج الدراسة

(التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات)

(1-4) تمهيد

(2-4) الاختبارات الوصفية

(3-4) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

(4-4) اختبار فرضيات الدراسة

الفصل الرابع

نتائج الدراسة

(التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات)

(1-4) تمهيد:

بعد جمع البيانات اللازمة من القوائم المالية للشركات التي مثلت عينة الدراسة فيما يتعلق بالرفع المالي والأداء المالي، قام الباحث بإجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة، للخروج بالنتائج المناسبة، ويعرض الفصل الحالي نتائج التحليل الإحصائي حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة أقسام، يتضمن القسم الأول وصفاً لبيانات عينة الدراسة على مستوى كل قطاع وكافة عينة الدراسة مجتمعة من خلال إجراء التحليل الوصفي بالاستعانة بالمقاييس الإحصائية الوصفية والمتمثلة بكل من (القيم العليا والدنيا، والانحراف المعياري، والمتوسط الحسابي)، في حين تضمن القسم الثاني اختبار مصفوفة ارتباط بيرسون الخطي بين متغيرات الدراسة وذلك فقط لمعرفة العلاقات بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة، وأخيراً تضمن القسم الثالث اختبار فرضيات الدراسة الأربع اعتماداً على اختبار تحليل الانحدار البسيط.

(2-4) الاختبارات الوصفية

تبحث هذه الدراسة في أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، ولتحقيق أهداف الدراسة تم تحليل البيانات الوصفية لمتغير الدراسة المستقل والمتغيرات التابعة من خلال استخلاص البيانات الفعلية في التقارير

السنوات المنشورة للشركات في كل قطاع من قطاعات الدراسة الثلاث (القطاع المالي، والقطاع الصناعي، والقطاع الخدمي) ولجميع شركات العينة معاً، وفيما يلي عرضاً لنتائج التحليل الوصفي لكل منها:

4-2-1 نتائج التحليل الوصفي للقطاع المالي

تم تحليل البيانات الوصفية لمتغير الدراسة المستقل والمتغيرات التابعة من خلال استخلاص البيانات الفعلية في التقارير السنوية المنشورة لشركات القطاع المالي المشمولة في عينة الدراسة وعددها (25) شركة والتي تم اختيارها بطريقة عشوائية، وبما أن مفردات عينة الدراسة لكل متغير من متغيرات الدراسة الثلاث المستقاة من القطاع المالي زادت عن (30) مفردة وذلك بعد حذف القيم المتطرفة من كل متغير، وحسب نظرية النهاية المركزية فإنه لا توجد حاجة لإجراء اختبار التوزيع الطبيعي، لذلك تم الاكتفاء باحتساب مؤشري الالتواء والتفرطح (Skewness and Kurtosis) لمتغيرات الدراسة لبيان مدى ملائمة المتغيرات للتوزيع الطبيعي، ووفقاً لـ (Kim, 2013) فإن بيانات المتغير تكون ملائمة للتوزيع الطبيعي عندما تقع قيمة مؤشر الالتواء بين (1.30- و 1.30)، وتقع قيمة التفرطح بين (3- و 3)، وعليه يمكن اعتبار متغيرات الدراسة موزعة طبيعياً، ويعرض الجدول التالي نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المشمولة في القطاع المالي:

الجدول رقم (4-1): نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية للقطاع المالي

المتغيرات	التصنيف	معامل الالتواء	معامل التفرطح	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى نسبة	أعلى نسبة
نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية	بنوك	0.48	-0.50	6.36	1.31	4.47	9.78
	شركات مالية	0.41	0.66	0.68	0.72	0.01	2.99
	القطاع المالي	0.14	-1.53	3.64	3.04	0.01	9.78
العائد على حقوق الملكية %	بنوك	-0.33	-0.02	8.95	3.05	1.83	15.44
	شركات مالية	-0.42	0.87	2.39	4.98	-12.14	12.18
	القطاع المالي	-0.76	0.69	5.86	5.22	-12.14	15.44
العائد على الأصول %	بنوك	0.48	-0.49	6.36	1.31	4.47	9.78
	شركات مالية	0.53	1.75	1.46	2.50	-3.10	10.16
	القطاع المالي	0.91	1.31	1.34	1.75	-3.10	10.61

بالنظر إلى نتائج التحليل الوصفي المعروضة في الجدول رقم (4-1) أعلاه، يمكن

ملاحظة ارتفاع قيمة الانحراف المعياري لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية والبالغة (3.04)،

بسبب وجود اختلاف بين النسب العليا والنسب الدنيا، حيث بلغت أدنى نسبة مطلوبات إلى حقوق

الملكية (1%) وهي تعود لشركة الضمان للاستثمار في عامي 2013 و2016، في حين بلغت

أعلى نسبة مطلوبات إلى حقوق الملكية (978%) وتعود للبنك التجاري الأردني في عام 2015،

أما فيما يتعلق بقيمة الوسط الحسابي لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية والبالغة (364%)،

فتشير إلى أن نسبة المطلوبات المعتمد عليها في تمويل أصول الشركات المالية أكثر من ثلاث

أضعاف من حقوق ملكيتها، ويبرر ذلك طبيعة عمل الشركات المالية التي تعتمد بشكل كبير على

المطلوبات في تسيير أعمالها باعتبار معظمها بنوك، وبمقارنة الوسط الحسابي لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية للبنوك التجارية مع الشركات المالية الأخرى يتبين وجود اختلاف واضح في هذه النسبة حيث بلغ وسطها الحسابي للبنوك التجارية (636%) في حين بلغ في الشركات المالية الأخرى (68%) ويعود ذلك إلى طبيعة عمل البنوك التي تعتمد في عملها الرئيسي على الودائع في تقديم خدماتها المتمثلة بتقديم التسهيلات الائتمانية لعملائها، ويبين الملحق رقم (1) نسب المطلوبات إلى حقوق الملكية في شركات القطاع المالي.

كما تشير النتائج المعروضة في الجدول السابق إلى قيمة الوسط الحسابي للعائد على حقوق الملكية والبالغة (5.86%)، ويبرر هذا الرقم بالربح المتولد من المبالغ المستثمرة من قبل مساهمي الشركات المالية، وارتفاع هذه النسبة يدل على مدى كفاءة إدارات الشركات في استثمار أموال مساهميتها، كما تبين وجود اختلاف كبير في العائد على حقوق الملكية بين الشركات المالية حيث بلغ الانحراف المعياري (5.22)، ويؤكد ذلك التباعد بين أعلى نسبة وأدنى نسبة، حيث بلغت أدنى نسبة للعائد على حقوق الملكية (12.14%-) والتي تعود لشركة الاتحاد للاستثمارات المالية في عام 2017، وذلك يشير إلى تحقيق الشركة خسائر تعود على مساهميتها في هذا العام، في حين بلغت أعلى نسبة للعائد على حقوق الملكية (15.44%) والتي تعود لبنك القاهرة عمان في عام 2013، وبمقارنة الوسط الحسابي لكل من البنوك التجارية والشركات المالية الأخرى يتضح وجود اختلاف واضح، حيث بلغ الوسط الحسابي للبنوك التجارية لنسبة العائد على حقوق الملكية (8.95%) في حين بلغت للشركات المالية الأخرى (2.39%) ويبرر ذلك بزيادة كفاءة إدارات البنوك في استثمار الأموال المتوفرة لديها أكثر من إدارات الشركات المالية الأخرى.

أما بالنسبة للعائد على الأصول فبلغ وسطه الحسابي (1.34%) عند انحراف معياري مقداره (1.75)، حيث يمثل العائد على الأصول مدى ربحية الشركة من خلال الاستغلال الأمثل

لأصولها، وارتفاع هذه النسبة يشير إلى كفاءة إدارات الشركات في استثمار أصولها لتوليد الأرباح، وقد بلغت أدنى نسبة للعائد على الأصول (3.10%) وهي تعود لشركة الاتحاد للاستثمارات المالية في عام 2017، وتدل على ضعف كفاءة الإدارة في استثمار أصولها بحيث حققت خسائر، في حين بلغت أعلى نسبة للعائد على الأصول (10.61%) وهي تعود لبنك الاستثمار العربي الأردني في عام 2015، وهذا يدل على كفاءة إدارة بنك الاستثمار العربي الأردني في استثمار أصوله وتحقيق الأرباح، وبمقارنة البنوك التجارية مع الشركات المالية الأخرى يتضح وجود اختلاف واضح في الوسط الحسابي لنسبة العائد على الأصول حيث بلغ الوسط الحسابي للبنوك التجارية (6.36%) في حين بلغ للشركات المالية الأخرى (1.46%) ويبرر ذلك بزيادة كفاءة إدارات البنوك في استثمار الأصول المتوفرة لديها أكثر من إدارات الشركات المالية الأخرى.

كما يلاحظ أن مؤشر الالتواء لمتغيرات الدراسة ضمن للقطاع المالي تقع ضمن المدى الملائم وهو بين (1.30- و 1.30)، حيث بلغت قيمة الاختبار لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية (0.14)، في حين بلغت للعائد على حقوق الملكية (-0.76)، وبلغت قيمة الاختبار للعائد على الأصول (0.91)، كما يلاحظ أن مؤشر التفرطح لمتغيرات الدراسة ضمن للقطاع المالي تقع ضمن المدى الملائم وهو بين (3- و 3)، حيث بلغت قيمة الاختبار لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية (-1.53)، في حين بلغت قيمة الاختبار للعائد على حقوق الملكية (0.69)، وبلغت قيمة الاختبار للعائد على الأصول (1.31).

2-2-4 نتائج التحليل الوصفي للقطاع الصناعي

كما تم تحليل البيانات الوصفية لمتغير الدراسة المستقل والمتغيرات التابعة من خلال استخلاص البيانات الفعلية في التقارير السنوية المنشورة لشركات القطاع الصناعي المشمولة في عينة الدراسة وعددها (13) شركة والتي تم اختيارها بطريقة عشوائية، ويعرض الجدول التالي نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المشمولة في القطاع الصناعي:

الجدول رقم (2-4): نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية للقطاع الصناعي

المتغيرات	معامل الالتواء	معامل التفرطح	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى نسبة	أعلى نسبة
نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية	0.63	1.64	0.65	0.53	0.01	2.59
العائد على حقوق الملكية %	-0.65	0.79	1.30	8.45	-25.27	19.26
العائد على الأصول %	-0.19	1.15	1.45	5.78	-14.01	19.09

بالنظر إلى نتائج التحليل الوصفي المعروضة في الجدول رقم (2-4) أعلاه، يمكن ملاحظة تدني قيمة الانحراف المعياري لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية مقارنة بالقطاع المالي حيث بلغت في القطاع الصناعي (0.53)، ويعود ذلك إلى عدم وجود فارق كبير بين النسب العليا والنسب الدنيا، حيث بلغت أدنى نسبة مطلوبات إلى حقوق الملكية (1%) والتي تعود للشركة المتكاملة للمشاريع المتعددة في عام 2017، في حين بلغت أعلى نسبة مطلوبات إلى حقوق الملكية (259%) والتي تعود للشركة المتصدرة للأعمال والمشاريع في عام 2015، وفيما يتعلق بقيمة الوسط الحسابي لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية والبالغة (65%)، فهي تعني أن حجم

مطلوبات الشركات الصناعية يساوي 65% من حقوق ملكيتها، أي أن المطلوبات المستخدمة في تمويل أصول الشركات الصناعية تساوي أكثر من نصف حقوق ملكيتها، ويبين الملحق رقم (1) نسب المطلوبات إلى حقوق الملكية في شركات القطاع الصناعي.

كما تشير النتائج المعروضة في الجدول السابق المتعلقة بالعائد على حقوق الملكية إلى أن قيمة الوسط الحسابي كانت (1.30%)، وتدل هذه القيمة على الربح المتولد من المبالغ المستثمرة من قبل مساهمي الشركات الصناعية، وارتفاع هذه النسبة يشير إلى مدى كفاءة إدارات الشركات في استثمار أموال مساهميها، كما تبين وجود اختلاف كبير في العائد على حقوق الملكية بين الشركات الصناعية حيث بلغ الانحراف المعياري (8.45)، ويؤكد ذلك التباعد بين أعلى نسبة وأدنى نسبة، فأدنى نسبة عائد على حقوق الملكية كانت (25.27%-) وهي تعود لشركة العربية للصناعات الكهربائية في عام 2016، وذلك يشير إلى تحقيق الشركة لخسائر، وذلك يدل على ضعف كفاءة إدارة الشركة في استثمار أموال مساهميها، في حين كانت أعلى نسبة عائد على حقوق الملكية (19.26%) وتعود لشركة المتكاملة للمشاريع المتعددة في عام 2016، ويبرر هذا الرقم بالربح المتولد من المبالغ المستثمرة من قبل مساهمي الشركات الصناعية، وهذا يدل على مدى كفاءة إدارات الشركات في استثمار أموال مساهميها.

أما بالنسبة للعائد على الأصول فبلغ وسطه الحسابي (1.45%) عند انحراف معياري مقداره (5.78)، ويشير متوسط العائد على الأصول إلى كفاءة إدارات الشركات في استثمار أصولها لتوليد الأرباح، وارتفاع هذه النسبة يدل على تحقيق الشركة للربحية من خلال الاستغلال الأمثل لأصولها، وقد بلغت أدنى نسبة للعائد على الأصول (14.01%-) وهي تعود لشركة العربية للصناعات الكهربائية في عام 2016، ويبرر هذا الرقم بالخسارة المتولدة من أصول الشركة المستثمرة، وهذا يدل على ضعف كفاءة إدارة الشركة حيث أدى استثمار أصولها إلى تحقيق

خسائر، في حين بلغت أعلى قيمة للعائد على الأصول (19.09%) وهي تعود للشركة المتكاملة للمشاريع المتعددة في عام 2016، ويبرر هذا الرقم بالربح المتولد من أصول الشركة، وهذا يدل على مدى كفاءة إدارة الشركة في استثمار أصولها. ويبين الملحق رقم (1) نسب العائد على الأصول في شركات العينة. وبالنظر إلى متوسط العائد على الأصول البالغ (1.45%) فإنه يدل على توليد الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي أرباحاً من خلال استثمار أصولها، ويبرر ذلك بزيادة كفاءة إدارات الشركات الصناعية في استثمار الأصول المتوفرة لديها لتوليد الأرباح.

كما يلاحظ أن مؤشر الالتواء لمتغيرات الدراسة ضمن للقطاع الصناعي تقع ضمن المدى الملائم وهو بين (1.30- و 1.30)، حيث بلغت قيمة الاختبار لنسبة المطلوبات الى حقوق الملكية (0.63)، في حين بلغت للعائد على حقوق الملكية (-0.65)، وبلغت قيمة الاختبار للعائد على الأصول (-0.19)، كما يلاحظ أن مؤشر التفرطح لمتغيرات الدراسة ضمن للقطاع الصناعي تقع ضمن المدى الملائم وهو بين (3- و 3)، حيث بلغت قيمة الاختبار لنسبة المطلوبات الى حقوق الملكية (1.64)، في حين بلغت قيمة الاختبار للعائد على حقوق الملكية (0.79)، وبلغت قيمة الاختبار للعائد على الأصول (1.15).

4-2-3 نتائج التحليل الوصفي للقطاع الخدمي

وتم تحليل البيانات الوصفية لمتغير الدراسة المستقل والمتغيرات التابعة من خلال استخلاص البيانات الفعلية في التقارير السنوية المنشورة لشركات القطاع الخدمي المشمولة في عينة الدراسة وعددها (11) شركة والتي تم اختيارها بطريقة عشوائية، ويعرض الجدول التالي نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المشمولة في القطاع الخدمي:

الجدول رقم (4-3): نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية للقطاع الخدمي

المتغيرات	معامل الالتواء	معامل التفرطح	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى نسبة	أعلى نسبة
نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية	0.02	-1.04	0.42	0.23	0.04	0.88
العائد على حقوق الملكية %	-0.50	1.00	5.76	8.39	-17.62	27.65
العائد على الأصول %	0.03	1.86	3.97	6.39	-11.50	24.59

بالنظر إلى نتائج التحليل الوصفي المعروضة في الجدول رقم (4-3) أعلاه، يمكن ملاحظة تدني قيمة الانحراف المعياري لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية مقارنة بالقطاع المالي والقطاع الصناعي حيث بلغت في القطاع الخدمي (0.23)، ويعود ذلك إلى عدم وجود فارق كبير بين النسب العليا والنسب الدنيا، حيث بلغت أدنى نسبة مطلوبات إلى حقوق الملكية (4%) والتي تعود للشركة المتخصصة للتجارة والاستثمارات في عام 2014، في حين بلغت أعلى نسبة مطلوبات إلى حقوق الملكية (88%) والتي تعود لشركة التسهيلات التجارية الأردنية في عام 2016، وفيما يتعلق بقيمة الوسط الحسابي لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية والبالغة (42%)، فانخفاض هذه النسبة تشير إلى اعتماد الشركات على حقوق ملكيتها في تمويل أصولها، فهي تعني أن حجم مطلوبات الشركات الخدمية يساوي 42% من حقوق ملكيتها، أي أن المطلوبات المستخدمة في تمويل أصول الشركات الخدمية أقل من نصف حقوق ملكيتها، ويبين الملحق رقم (1) نسب المطلوبات إلى حقوق الملكية في شركات القطاع الخدمي.

كما تشير النتائج المعروضة في الجدول السابق المتعلقة بالعائد على حقوق الملكية إلى أن قيمة الوسط الحسابي كانت (5.76%)، وتدل هذه القيمة على الربح المتولد من المبالغ المستثمرة من قبل مساهمي الشركات الخدمية، وارتفاع هذه النسبة يشير إلى مدى كفاءة إدارات الشركات في استثمار أموال مساهميها، كما تبين وجود اختلاف كبير في العائد على حقوق الملكية بين الشركات الخدمية حيث بلغ الانحراف المعياري (8.39)، ويؤكد ذلك التباعد بين أعلى نسبة وأدنى نسبة، فأدنى نسبة عائد على حقوق الملكية كانت (17.62%-) وهي تعود لشركة المؤسسة الصحفية الأردنية /الرأي في عام 2017، وذلك يشير إلى تحقيق الشركة لخسائر، وذلك يدل على ضعف كفاءة إدارة الشركة في استثمار أموال مساهميها، في حين كانت أعلى نسبة عائد على حقوق الملكية (27.65%) وتعود لشركة الاسواق الحرة الأردنية في عام 2013، ويبرر هذا الرقم بالربح المتولد من المبالغ المستثمرة من قبل مساهمي الشركات الخدمية، وهذا يدل على مدى كفاءة إدارات الشركة في استثمار أموال مساهميها.

أما بالنسبة للعائد على الأصول فبلغ وسطه الحسابي (3.97%) عند انحراف معياري مقداره (6.39)، ويشير متوسط العائد على الأصول إلى كفاءة إدارات الشركات في استثمار أصولها لتوليد الارباح، وارتفاع هذه النسبة يدل على تحقيق الشركة للربحية من خلال الاستغلال الأمثل لأصولها، وقد بلغت أدنى نسبة للعائد على الأصول (11.50%-) وهي تعود للمؤسسة الصحفية الأردنية /الرأي في عام 2017، ويبرر هذا الرقم بالخسارة المتولد من أصول الشركة المستثمرة، وهذا يدل على ضعف كفاءة إدارة الشركة حيث أدى استثمار أصولها إلى تحقيق خسائر، في حين بلغت أعلى قيمة للعائد على الأصول (24.59%) وهي تعود لشركة الاسواق الحرة الأردنية في عام 2013، ويبرر هذا الرقم بالربح المتولد من أصول الشركة، وهذا يدل على مدى كفاءة إدارة الشركة في استثمار أصولها. ويبين الملحق رقم (1) نسب العائد على الأصول في

شركات العينة. وبالنظر إلى متوسط العائد على الأصول البالغ (3.97%) فإنه يدل على توليد الشركات الخدمية المدرجة في سوق عمان المالي أرباحاً من خلال استثمار أصولها، ويبرر ذلك بزيادة كفاءة إدارات الشركات الخدمية في استثمار أصولها المتوفرة لديها لتوليد الأرباح.

كما يلاحظ أن مؤشر الالتواء لمتغيرات الدراسة ضمن للقطاع الخدمي تقع ضمن المدى الملائم وهو بين (1.30- و 1.30)، حيث بلغت قيمة الاختبار لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية (0.02)، في حين بلغت للعائد على حقوق الملكية (-0.50)، وبلغت قيمة الاختبار للعائد على الأصول (0.03)، كما يلاحظ أن مؤشر التفرطح لمتغيرات الدراسة ضمن للقطاع الخدمي تقع ضمن المدى الملائم وهو بين (3- و 3)، حيث بلغت قيمة الاختبار لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية (-1.04)، في حين بلغت قيمة الاختبار للعائد على حقوق الملكية (1.00)، وبلغت قيمة الاختبار للعائد على الأصول (1.86).

4-2-2 نتائج التحليل الوصفي لجميع الشركات

تم تحليل البيانات الوصفية لمتغير الدراسة المستقل والمتغيرات التابعة من خلال استخلاص البيانات الفعلية المنشورة في التقارير السنوية المنشورة للشركات المشمولة في عينة الدراسة وعددها (49) شركة والتي تم اختيارها بطريقة عشوائية، ويعرض الجدول التالي نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المشمولة في القطاع الصناعي:

الجدول رقم (4-4): نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية لجميع شركات عينة الدراسة

المتغيرات	معامل الالتواء	معامل التفرطح	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى نسبة	أعلى نسبة
نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية	0.96	-0.11	2.12	2.68	0.01	9.78
العائد على حقوق الملكية %	-0.84	1.71	4.65	7.16	-25.27	27.65
العائد على الأصول %	0.38	2.70	1.92	4.45	-14.01	24.59

بالنظر إلى نتائج التحليل الوصفي المعروضة في الجدول رقم (4-4) أعلاه، يمكن ملاحظة قيمة الانحراف المعياري لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية والبالغة (2.68) ويعود ارتفاعها إلى وجود اختلاف بين النسب العليا والنسب الدنيا، حيث بلغت أدنى نسبة (1%) والتي تعود لشركة الضمان للاستثمار في عامي 2013 و2016، في حين بلغت أعلى نسبة (978%) والتي تعود للبنك التجاري الأردني في عام 2015، وفيما يتعلق بقيمة الوسط الحسابي لنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية فبلغت (212%) فتشير إلى أن نسبة المطلوبات المستخدمة في تمويل أصول الشركات المدرجة في سوق عمان المالي أكثر من ضعفي حقوق ملكيتها، ويعود الاختلاف إلى اختلاف مكونات الهيكل التمويلي في الشركات محل الدراسة، ففي حين تعتمد البنوك على المطلوبات المتمثلة بالودائع، فإن باقي الشركات تختلف عن البنوك في هيكلها التمويلي.

وفيما يتعلق بالعائد على حقوق الملكية كانت قيمة الوسط الحسابي (4.65%) مع انحراف معياري مقداره (7.16)، وبلغت أدنى نسبة (-25.27%) والتي تعود لشركة العربية للصناعات الكهربائية في عام 2016، والتي تشير إلى وجود شركات تحقق خسائر، وهذا يدل على ضعف

كفاءة إدارة الشركة في استثمار أموال مساهميها، في حين بلغت أعلى نسبة (27.65%) والتي تعود لشركة الاسواق الحرة الأردنية في عام 2013، ويبرر هذا الرقم بالربح المتولد من المبالغ المستثمرة من قبل مساهمي الشركات، وهذا يدل على مدى كفاءة إدارة الشركة في استثمار أموال مساهميها.

أما بالنسبة للعائد على الأصول فكانت قيمة الوسط الحسابي (1.92%)، ويشير ارتفاع هذه النسبة إلى كفاءة إدارات الشركات المشمولة في عينة الدراسة في استثمار أصولها لتوليد الأرباح، وكانت قيمة الانحراف المعياري (4.45) وذلك يدل على وجود اختلاف بين النسب العليا والنسب الدنيا، حيث بلغت أدنى نسبة للعائد على الأصول (-14.01%) وهي تدل على تحقيق شركات لخسائر وانخفاض هذه النسبة يدل على ضعف كفاءة إدارة الشركة في تحقيق أرباح تعود على أصولها، كما بلغت أعلى نسبة للعائد على الأصول (24.59%)، ويبرر هذا الرقم بالربح المتولد من أصول الشركة المستثمرة، وارتفاع هذه النسبة يدل على كفاءة إدارة الشركة في توليد أرباح تعود على أصولها.

كما يلاحظ أن مؤشر الالتواء لمتغيرات عينة الدراسة تقع ضمن المدى الملائم وهو بين (1.30- و 1.30)، حيث بلغت قيمة الاختبار لنسبة المطلوبات الى حقوق الملكية (0.96)، في حين بلغت للعائد على حقوق الملكية (-0.84)، وبلغت قيمة الاختبار للعائد على الأصول (0.38)، كما يلاحظ أن مؤشر التفرطح لمتغيرات عينة الدراسة تقع ضمن المدى الملائم وهو بين (3- و 3)، حيث بلغت قيمة الاختبار لنسبة المطلوبات الى حقوق الملكية (-0.11)، في حين بلغت قيمة الاختبار للعائد على حقوق الملكية (1.71)، وبلغت قيمة الاختبار للعائد على الأصول (2.70).

(3-4) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

تم الاعتماد على مصفوفة ارتباط بيرسون الخطي من أجل تحديد نوع العلاقة بين الرفع المالي وبين مؤشرات الأداء المالي على النحو الآتي:

جدول (4-5): نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون الخطي بين متغيرات الدراسة

المتغيرات	نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية	العائد على حقوق الملكية	العائد على الأصول
نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية	1		
العائد على حقوق الملكية	0.356	1	
العائد على الأصول	-0.110	0.823	1

بالنظر للبيانات الإحصائية المعروضة في الجدول رقم (4-5) أعلاه يتضح ما يلي:

1. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي المقاس بنسبة المطلوبات إلى حقوق

الملكية وبين الأداء المالي المقاس بالعائد على حقوق الملكية، حيث بلغت كل من قيمة

معامل الارتباط وقيمة الدلالة الإحصائية ($R = 0.356$, $Sig = 0.000$) على التوالي، عند

مستوى ثقة (0.95)، والتي تدل على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية، مما يعني

أن العائد على حقوق الملكية للشركات يزداد بازدياد الرفع المالي المقاس بنسبة المطلوبات

إلى حقوق الملكية، أي أن عوائد الأموال المقترضة تزيد عن تكلفة الاقتراض ويؤدي ذلك

إلى تضخيم حقوق الملكية.

2. أما فيما يتعلق بوجود علاقة بين الرفع المالي المقاس بنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية

وبين الأداء المالي المقاس بالعائد على الأصول، فبلغت كل من قيمة معامل الارتباط

وقيمة الدلالة الإحصائية ($R = -0.110$, $Sig = 0.095$) على التوالي، عند مستوى ثقة

(0.95)، والتي تدل على وجود علاقة سلبية ليست ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين ويمكن تبرير ذلك بتوجه بعض إدارات الشركات إلى زيادة درجة الرفع المالي لسد عجز السيولة المطلوبة للتشغيل نتيحة لوجود زيادة في المطلوبات قصيرة ومتوسطة الأجل وذلك من أجل الحفاظ على ثروة الملاك، وعدم تمكنها من توظيف الأموال المقترضة في اقتناء أصول تحقق لها أرباح.

3. كما وتظهر نتائج تحليل اختبار مصفوفة ارتباط بيرسون الخطي وجود ارتباط أعلى من 80% بين متغيرات الدراسة، وذلك يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي، حيث بلغت كل من قيمة معامل الارتباط وقيمة الدلالة الإحصائية ($R = 0.823$, $Sig = 0.000$) على التوالي، عند مستوى ثقة (0.95)، والتي تدل على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية، مما يعني أن العائد على حقوق الملكية للشركات يزداد بازدياد العائد على الأصول، وعلى الرغم من وجود ارتباط أعلى من 80% بين متغيرات الدراسة إلا أن ذلك لا يعد مشكلة لكون هذه العلاقة نشأت بين المتغيرات التابعة.

(4-4) اختبار فرضيات الدراسة

من أجل اختبار فرضيات الدراسة الأولى والثانية تم الاعتماد على تحليل الانحدار البسيط بالاعتماد على بيانات الرفع المالي المقاس بنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية وبيان أثره على مؤشرات الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة ما بين (2013-2017)، حيث تم الاعتماد على قيمة الاحتمالية (Prob. T) لقبول أو رفض الفرضية، وعليه نصت قاعدة القرار على أنه يجب أن تكون قيمة الاحتمالية (Prob. T) أقل من (5%) لرفض الفرضية العدمية، وغير ذلك يتم قبول الفرضية العدمية، كما تم تحديد نوع الأثر

اعتماداً على قيمة *Standardized Coefficient* (β) لتحديد نوع الاثر بالإضافة إلى ذلك تم الاستعانة بقيمة معامل التحديد المعدل للحكم على دقة تفسير الرفع المالي من خلال مؤشرات الأداء المالي.

الفرضية الأولى، HO1: والتي تنص على: "لا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات المساهمة العامة الأردنية".
ويبين الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار البسيط للفرضية الأولى:

جدول (4-6) نتائج اختبار الفرضية العدمية الأولى

Variable	B	Standardized Coefficient (β)	Porb.(T)	T-Statistic
(Constant)	2.568	-----	0.000	4.526
ROE	0.938	0.356	0.000	5.791
F-statistic		33.538		
R ²		0.127		
Adjusted R ²		0.123		

يعرض الجدول رقم (4-6) أعلاه نتائج اختبار الانحدار البسيط للرفع المالي المقاس بنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية كمتغير مستقل وبيان أثره على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية كمتغير تابع، وتدل قيمة (*Standardized Coefficient* (β)) التي بلغت (0.356) على وجود أثر ايجابي للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية في الشركات المساهمة العامة الأردنية، كما تدل قيمة الاحتمالية (Prob. T) البالغة (0.000) على أن هذا الأثر الناجم للرفع المالي له دلالة إحصائية على العائد على حقوق الملكية، وعلى ضوء ذلك تم رفض الفرضية العدمية الأولى وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أنه "يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات المساهمة العامة الأردنية".

وبلغت قيمة معامل التحديد المعدل (*Adjusted R Square*) (0.123) حيث تدل على

أن الرفع المالي المقاس بنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية كمتغير مستقل يفسر ما نسبته 12% تقريباً من التغيرات التي تحدث في الأداء المالي المقاس بالعائد على حقوق الملكية كمتغير تابع في الشركات المساهمة العامة الأردنية.

الفرضية الثانية، HO2: والتي تنص على: "لا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية".

جدول (4-7) نتائج اختبار الفرضية العدمية الثانية

Variable	B	Standardized Coefficient (β)	Porb.(T)	T-Statistic
(Constant)	2.319	-----	0.000	6.184
ROE	-0.180	-0.110	0.095	-1.678
F-statistic		2.814		
R ²		0.012		
Adjusted R ²		0.008		

يعرض الجدول رقم (4-7) أعلاه نتائج اختبار الانحدار البسيط للرفع المالي المقاس بنسبة

المطلوبات إلى حقوق الملكية كمتغير مستقل وبيان أثره على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول كمتغير تابع، وتدل قيمة (β) Standardized Coefficient التي بلغت (-0.110) على وجود أثر سلبي للرفع المالي على العائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية، كما تدل قيمة الاحتمالية (Prob. T) البالغة (0.095) على أن هذا الأثر الناجم للرفع المالي ليس له دلالة إحصائية على العائد على الأصول، وعلى ضوء ذلك تم قبول الفرضية العدمية الثانية والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية".

ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة الثالثة والرابعة؛ تم الاعتماد على نتائج تحليل الانحدار البسيط بالاستعانة ببيانات الرفع المالي المقاس بنسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية وأثره على الأداء المالي لكل قطاع من قطاعات الدراسة (القطاع المالي، والقطاع الصناعي، والقطاع الخدمي)، لبيان الفروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية ضمن كل قطاع من القطاعات الثلاثة المدرجة في سوق عمان المالي كلّ على حدى خلال الفترة (2013-2017).

الفرضية الثالثة، HO3: والتي تنص على: "لا توجد فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة".

ويبين الجدول التالي نتائج الانحدار البسيط للفرضية الثالثة:

جدول (4-8) نتائج اختبار الفرضية العدمية الثالثة

القطاع	Porb.(T)	T-Statistic	Coefficient (β)	R ²	Adjusted R ²
المالي	0.000	8.432	0.608	0.370	0.365
الصناعي	0.649	-0.458	-0.060	0.004	0.013
الخدمي	0.602	0.526	0.079	0.006	0.015

يوضح الجدول رقم (4-8) أعلاه نتائج اختبار الفرضية العدمية الثالثة، حيث يتضح أن الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية يؤثر بشكل إيجابي بمقدار (0.608) على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات ضمن القطاع المالي، ويعتبر هذا الأثر ذو دلالة إحصائية حيث بلغت قيمة الاحتمال $Porb.(T) =$

(0.000)، كما استطاع الرفع المالي في هذا القطاع تفسير التغيرات الحاصلة في العائد على حقوق الملكية بمقدار (36.5%).

أما في القطاع الصناعي فيتضح أن الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية يؤثر بشكل سلبي بمقدار (-0.060) على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات ضمن القطاع الصناعي، إلا أن هذا الأثر لا يعتبر ذو دلالة إحصائية حيث بلغت قيمة الاحتمال $(\text{Porb.}(T) = 0.649)$ ، وكانت درجة تفسير الرفع المالي للتغيرات الحاصلة في العائد على حقوق الملكية في هذا القطاع ضئيلة جداً حيث بلغت (1.3%).

أما في القطاع الخدمي فيتضح أن الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية يؤثر بشكل إيجابي بمقدار (0.079) على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات ضمن القطاع الخدمي، إلا أن هذا الأثر لا يعتبر ذو دلالة إحصائية حيث بلغت قيمة الاحتمال $(\text{Porb.}(T) = 0.602)$ ، وكانت درجة تفسير الرفع المالي للتغيرات الحاصلة في العائد على حقوق الملكية في هذا القطاع ضئيلة جداً حيث بلغت (1.5%).

بناءً على النتائج السابقة المعروضة في الجدول أعلاه، وحيث أن الرفع المالي له أثر ذو دلالة إحصائية على العائد على حقوق الملكية في الشركات ضمن القطاع المالي، في حين ليس له أثر ذو دلالة إحصائية على العائد على حقوق الملكية في الشركات ضمن أي من القطاعات الصناعية أو الخدمية، وعليه يمكن القول أن الفروقات في الأثر تبعاً لقطاعات الدراسة تعتبر ذات دلالة إحصائية، وذلك بناءً على الفرق الواضح في قيمة الاحتمال وقيمة معامل التفسير المعدل بين كل من القطاعات الثلاث؛ إذ بلغت قيمة الاحتمال للقطاع المالي (0.000) في حين بلغت للقطاع الصناعي والخدمي (0.649) و(0.602) على التوالي، كما بلغ معامل التفسير المعدل للقطاع المالي (0.370) في حين بلغ للقطاع الصناعي والخدمي (0.004) و(0.006) على التوالي، لذلك

يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة أي أنه توجد فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة.

الفرضية الرابعة، HO4: والتي تنص على: "لا توجد فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة".

ويبين الجدول التالي نتائج الانحدار البسيط للفرضية الرابعة:

جدول (4-9) نتائج اختبار الفرضية العدمية الرابعة

Adjusted R ²	R ²	Coefficient (β)	T-Statistic	Porb.(T)	القطاع
0.002	0.007	-0.082	-0.900	0.370	المالي
0.011	0.006	-0.078	-0.600	0.551	الصناعي
0.019	0.002	-0.048	-0.330	0.743	الخدمي

يوضح الجدول رقم (4-9) أعلاه نتائج اختبار الفرضية العدمية الرابعة، حيث يتضح أن الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية يؤثر بشكل سلبي بمقدار (-0.082) على الأداء المالي المقاس بالعائد على الأصول في الشركات ضمن القطاع المالي، إلا أن هذا الأثر لا يعتبر ذو دلالة إحصائية حيث بلغت قيمة الاحتمال ($\text{Porb.}(T) = 0.370$)، كما كانت درجة تفسير الرفع المالي للتغيرات الحاصلة في العائد على الأصول في هذا القطاع ضئيلة جداً حيث بلغت (0.2%).

وفيما يتعلق بالقطاع الصناعي، فيتضح أن الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية يؤثر بشكل سلبي بمقدار (-0.078) على الأداء المالي المقاس بالعائد على الأصول في الشركات ضمن القطاع الصناعي، إلا أن هذا الأثر لا يعتبر ذو دلالة

إحصائية حيث بلغت قيمة الاحتمال ($\text{Porb.}(T) = 0.551$)، كما كانت درجة تفسير الرفع المالي

للتغيرات الحاصلة في العائد على الأصول في هذا القطاع ضئيلة جداً حيث بلغت (1.1%).

وفيما يتعلق بالقطاع الخدمي، فيتضح أن الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات

إلى حقوق الملكية يؤثر بشكل سلبي بمقدار (-0.048) على الأداء المالي المقاس بالعائد على

الأصول في الشركات ضمن القطاع الخدمي، إلا أن هذا الأثر لا يعتبر ذو دلالة إحصائية حيث

بلغت قيمة الاحتمال ($\text{Porb.}(T) = 0.743$)، كما كانت درجة تفسير الرفع المالي للتغيرات

الحاصلة في العائد على الأصول في هذا القطاع ضئيلة جداً حيث بلغت (1.9%).

بناءً على النتائج السابقة المعروضة في الجدول أعلاه، وحيث أن الرفع المالي ليس له أثر

ذو دلالة إحصائية على العائد على الأصول في الشركات ضمن أي من القطاعات المالية أو

الصناعية أو الخدمية، وبالتالي يمكن القول أن الفروقات في الأثر تبعاً لقطاعات الدراسة لا تعتبر

ذات دلالة إحصائية، وذلك بناءً على التقارب الواضح في قيم الاحتمال وقيم معامل التفسير المعدل

في كل من القطاعات الثلاث؛ إذ بلغت قيمة الاحتمال للقطاع المالي (0.037) وكانت للقطاع

الصناعي (0.551) وبلغت للقطاع الخدمي (0.743) وهي جميعها ليست ذات دلالة إحصائية،

كما بلغ معامل التفسير المعدل للقطاع المالي (0.002) وللقطاع الصناعي (0.011) وللقطاع

الخدمي (0.019) والذي تشير جميعها إلى عدم قدرة النموذج على التنبؤ والتفسير في أي من

القطاعات الثلاث، لذلك يتم قبول الفرضية العدمية أي أنه لا توجد فروقات في أثر الرفع المالي

على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة.

الفصل الخامس

مناقشة النتائج والتوصيات

1-5 نتائج الدراسة

2-5 توصيات الدراسة

الفصل الخامس

مناقشة النتائج والتوصيات

(1-5) نتائج الدراسة

يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها على النحو التالي:

1. يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات المساهمة العامة الأردنية. ويعود سبب هذه النتيجة حسب وجهة نظر الباحث إلى أن الهدف الأساسي لإدارات الشركات هو تعظيم ثروة الملاك والحفاظ عليها من خلال أرباح تعود على مساهميها، حيث تقوم الشركات بالاقتراض عندما تكون تكلفة الاقتراض أقل من العائد على الأصول من أجل تمويل استثماراتها الحالية أو الجديدة مما ينتج عنه أن هامش الفرق يرحل إلى حقوق الملاك، كما قد يكون توجه إدارات الشركات إلى زيادة المطلوبات لسد عجز السيولة المطلوبة للتشغيل بسبب وجود زيادة في المطلوبات قصيرة ومتوسطة الأجل وذلك من أجل الحفاظ على ثروة الملاك والعوائد المتحققة على استثماراتهم، وهذا يفسر وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية. وتشابهت هذه النتيجة مع ما توصلت له دراسة كل من (Akhtar et al., 2012) و (Ur Rehman, 2013) و (النجار، 2013) و (Ali, 2014) و (Abubakar, 2015) و (عوض الله وجيلاني، 2016) و (Mohamed, 2016).

2. لا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية. ويرى الباحث أن السبب في هذه النتيجة يعود إلى أن بعض إدارات الشركات قد تتوجه إلى زيادة درجة الرفع المالي من أجل سد عجز السيولة

المطلوبة للتشغيل بسبب وجود زيادة في المطلوبات قصيرة ومتوسطة الأجل وذلك من أجل الحفاظ على ثروة الملاك، الأمر الذي يؤدي إلى عدم توظيف التمويل الخارجي بما يكفي لاقتناء أصول واستثمارات جديدة تقوم بزيادة المبيعات والأرباح المتحققة. وتشابهت هذه النتيجة مع ما توصلت له دراسة (بركات وآخرون، 2012)، في حين اختلفت مع ما توصلت له دراسة (Akhtar et al., 2012) التي طبقت في بورصة كراتشي، ودراسة (السبيعي، 2012) التي طبقت على الشركات الكويتية، ودراسة (Ur Rehman, 2013) التي طبقت على الشركات الباكستانية، ودراسة (النجار، 2013) التي طبقت على الشركات الفلسطينية، ودراسة (Innocent et al., 2014) التي طبقت في نيجيريا، ودراسة (Ali, 2014) التي طبقت في بورصة كراتشي، ويعود السبب في ذلك إلى اختلاف مجتمع الدراسة والفترات التي أجريت فيها هذه الدراسات.

3. توجد فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة. حيث كان الأثر الأكبر لصالح القطاع المالي ويعود سبب هذه النتيجة حسب وجهة نظر الباحث إلى الأهمية النسبية للقطاع المالي في سوق عمان المالي مقارنةً بالقطاعات الأخرى، حيث بلغ متوسط نسبة حقوق ملكية القطاع المالي إلى جميع القطاعات في سوق عمان المالي خلال سنوات الدراسة (67%)، في حين كان متوسط نسبة حقوق الملكية في كل من القطاع الصناعي والقطاع الخدمي نسبةً إلى جميع القطاعات في سوق عمان المالي خلال سنوات الدراسة (19%) و(14%) على التوالي، وهو ما يشير إلى أن الحصة الأكبر في سوق عمان المالي هي لصالح القطاع المالي. وقد اتفقت هذه النتيجة مع ما توصلت له دراسة (بركات وآخرون، 2012).

4. لا توجد فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة. إضافة إلى عدم وجود أي أثر للرفع المالي على العائد على الأصول على مستوى جميع القطاعات. وقد يعود السبب حسب ما يرى الباحث إلى أن بعض إدارات الشركات قد تتوجه إلى زيادة درجة الرفع المالي لديها من أجل سد عجز السيولة المطلوبة للتشغيل نتيجة لوجود زيادة في المطلوبات قصيرة ومتوسطة الأجل حفاظاً على ثروة الملاك، الأمر الذي يؤدي إلى عدم توظيف التمويل الخارجي بما يكفي لاقتناء أصول واستثمارات جديدة تقوم بزيادة المبيعات والأرباح المتحققة. واختلفت هذه النتيجة مع ما توصلت له دراسة (السبيعي، 2012) ويعود السبب في ذلك إلى اختلاف مجتمع الدراسة حيث طبقت على الشركات الكويتية خلال الفترة (2009-2011).

(2-5) توصيات الدراسة

لقد تم التوصل في هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أدت إلى استخلاص التوصيات الآتية:

1. بناء على عدم وجود أثر للرفع المالي على العائد على الأصول؛ يوصي الباحث بأن تقوم إدارات الشركات بالبحث عن العوامل التي لها أثر على العائد على الأصول مثل الملاءة المالية، والتي لها دور في خدمة أصول الشركة بشكل يؤدي إلى توليد أرباح تعود على الأصول والتأثير على أداء الشركة المالي بشكل أفضل.
2. ضرورة قيام الشركات الصناعية والخدمية بزيادة درجة الرفع المالي بهدف تحسين أدائها المالي سواء لتحقيق عوائد على أصولها أو لمساهمتها، وذلك من خلال اختيار درجة الرفع المالي التي تخدم استثماراتها بشكل يجعلها تؤثر بشكل إيجابي على أدائها المالي، حيث تبين في نتائج التحليل الوصفي أن متوسط درجة الرفع المالي للشركات الصناعية والخدمية قد بلغت (0.65) و(0.42) على التوالي وهذه القيم هي أقل منها للشركات المالية التي بلغ متوسط الرفع المالي لديها (3.64).
3. بناء ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة في وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي في شركات القطاع المالي على العائد على حقوق الملكية، في حين لم يكن هناك أثر ذو دلالة إحصائية على العائد على الأصول، فإن الباحث يوصي إدارات الشركات عند تحديد الرفع المالي بضرورة الموازنة بين العوائد المراد تحقيقها لمساهمتها مع العوائد المراد تحقيقها لأصولها.
4. حيث تم التوصل إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العائد على الأصول، توصي الدراسة كافة الشركات المساهمة العامة الأردنية ضمن جميع القطاعات

بالعمل على زيادة الاستغلال الأمثل للأصول من خلال اقتناء الأصول التي تدر أرباح إضافية والاستغناء عن الأصول غير المدرة للأرباح بهدف تعظيم الأرباح العائدة على هذه الأصول.

5. القيام بالمزيد من الدراسات حول عوامل أخرى قد يكون لها علاقة مع الرفع المالي مثل القيمة السوقية للشركة وعوائد الأسهم ونسب السيولة النقدية وتوزيعات الأرباح.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- (1) إبراهيم، علي (2010)، تحليل الرفع المالي والتشغيلي وأثره في تقييم الأداء المالي للشركات، دراسة تطبيقية لعينة من شركات قطاع الصناعات البتروكيمياوية السعودية، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، المجلد 34، العدد 2، القاهرة- مصر.
- (2) أحمد، عبد الوهاب (2008)، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان- الأردن.
- (3) الآغا، بسام (2005)، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة- فلسطين.
- (4) آل شبيب، دريد (2006)، مقدمة في الإدارة المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان- الأردن.
- (5) أندراوس، عاطف (2008)، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية.
- (6) بركات، إسماء، ولوزي، باسم، وأبو كركي، بسام (2012)، أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة البلقاء التطبيقية، عمان- الأردن.

- (7) بن الضب، علي (2009)، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر.
- (8) بن ساسي، الياس، وبن عبد الرحمن، ذهيبية (2013)، قرار الرفع في رأس المال نقداً تحت تأثير الأداء المالي والبورصي: دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، *مجلة الباحث*، العدد 13، ص ص 41-45
- (9) جعارات، خالد (2014)، *مختصر المعايير المحاسبية الدولية*، مطبعة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- (10) جعارات، خالد (2017)، *المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية*، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن.
- (11) الحمدوني، اليأس، والصبيحي، فائز (2012)، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الاسهم، دراسة في عينة من الشركات الاردنية المساهمة، *مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية*، المجلد 4، العدد 8، ص ص 147 - 166
- (12) حنفي، عبد الغفار (2007)، *أساسيات التمويل والإدارة المالية*، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر.
- (13) خبيزة، أنفال (2012)، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خضر، سكرة، الجزائر.
- (14) الخطيب، محمد (2010)، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان- الأردن.

(15) خوني، حساني، (2008)، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار إيتراك للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

(16) الزبيدي، حمزة (2004)، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

(17) السبيعي، بداح (2012)، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، دراسة اختبارية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان - الأردن.

(18) السعيد، جمعة فرحات (2000)، الأداء المالي لمنظمات الأعمال: التحديات الراهنة، الطبعة الأولى، دار المريخ، الرياض.

(19) الشماع، خليل محمد (2003)، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مطبعة جامعة بغداد، بغداد.

(20) الشيخ، فهمي مصطفى (2008)، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين

(21) العامري، محمد (2010)، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

(22) عباس، علي (2008)، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

(23) عبد العزيز، سعيد (2003)، دراسات جدوى المشروعات، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية.

(24) عبد الغني، دادن، وسعيد، بن دريميع، وعبد الوهاب، دادن، وسليمان، بلعود (2003)، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع

المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر.

(25) عبدالغني، دادن (2006)، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، *مجلة الباحث*، العدد 4، جامعة ورقلة.

(26) عبدالله، عبدالقادر، والسهلاوي، خالد (2013)، *إدارة مالية متقدمة*، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

(27) عدوي، هاجر (2011)، *محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء*، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.

(28) عصام، عباسي (2012)، *تأثير جودة المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية واتخاذ القرارات*، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ورقلة، الجزائر.

(29) عقل، مفلح (2000)، *الإدارة المالية والتحليل المالي*، الطبعة الثانية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

(30) العلي، أسعد حميد (2010)، *الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية*، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

(31) عوض الله، أشرف، وجيلاني، شريف، (2016)، *أثر العائد على الأصول ودرجة الرفع المالي على العائد على حقوق المساهمين لدى شركة حديد الأردن وشركاتها التابعة: دراسة تحليلية، مجلة العلوم الاقتصادية*، جامعة الزرقاء، الأردن.

(32) قريشي، يوسف، وبن ساسي، الياس (2006)، **خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية**، مداخل في إطار فعالية الملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 إبريل، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.

(33) كراجة، عبد الحليم، وربابعة، علي، والسكران، ياسر (2006)، **الإدارة والتحليل المالي: أسس، مفاهيم، تطبيقات**، الطبعة الثالثة، صفاء للنشر، عمان - الأردن.

(34) محمد، شعبان (2010)، **نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي خلال الفترة 2004-2007**، *مجلة العلوم الإنسانية*، المجلد 8، العدد 46.

(35) مطر، محمد (2010). **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

(36) مطر، محمد (2016)، **التحليل المالي والإئتماني الأساليب والأدوات والإستخدامات العملية**، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

(37) معجم أبو غزالة للمحاسبة والأعمال (2010)، **دار العلم للملايين**، بيروت - لبنان.

(38) الميداني، محمد (2009)، **الإدارة التمويلية في الشركات**، الطبعة الأولى، مكتبة العبيكان، الرياض.

(39) ناصح، عادلة، وبدران، عبدالخالق (2014)، **علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة على عينة من الشركات العراقية**، *مجلة العلوم الاقتصادية*، المجلد 10، العدد 37.

- (40) النجار، جميل (2013)، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة اختبارية، *مجلة جامعة الأزهر بغزة*، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 1.
- (41) النعيمي، عدنان، والتميمي، أرشد (2009)، *الإدارة المالية المتقدمة*، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
- (42) النعيمي، عدنان، والخرشة، ياسين (2015)، *أساسيات في الإدارة المالية*، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
- (43) هندي، منير (2008)، *الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات*، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- (44) يس، محمد يوسف (2004)، *الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية*، البورصة، بيروت.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Abubakar, A. (2015). Relationship between Financial Leverage and Financial Performance of Deposit Money Banks in Nigeria. ***International Journal of Economics, Commerce and Management***, Vol. 111, No 10, Pp. 0386- 2348.
- 2- Akhtar, S., Maryam, J., & Sadia, H. (2012). Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Evidence from Fuel & Energy Sector of Pakistan. ***European Journal of Business and Management*** , Vol. 4, No. 11, Pp. 2222- 2839.
- 3- Akintoye, L. (2008). Effects of Capital Structure on Firms Performance: The Nigerian Experience. ***European Journal of Economics, Finance and Administrative sciences***, Vol. 10, Pp.233- 243
- 4- Ali, M. (2014). Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Evidence of Listed Chemical Companies of Pakistan. ***Research Journal of Finance and Accounting***, Vol. 5, No. 23, Pp. 2222-2847.
- 5- Alshamaileh, M., & Khanfar, S. (2014). The Effect of the Financial Leverage on the Profitability in the Tourism Companies: Analytical Study-Tourism Sector-Jordan, ***Business and Economic Research***, Vol. 4, No. 2.

- 6- Altaieb, G., & Alshubiri, F. (2011). Capital Structure Decision and Debt Maturity Structure: An Empirical Evidence from Jordan, *Journal of Commerce*, Vol. 3, No. 4, Pp. 49-60.
- 7- Al-Tally, H. A. (2014). An investigation of the effect of financial leverage on firm financial performance in Saudi Arabia's public listed companies (Doctoral dissertation, Victoria University).
- 8- 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.
- 9- Gibson, C. (2008). **Financial Reporting and Analysis: Using Financial Accounting Information**, 11th Ed., South – western: Cengage Learning.
- 10- Gitman L., & Zutter C., (2015) **Principles of Managerial Finance**, 14th Edition, Pearson Inc.
- 11- Hanafi, A. (2004). **Fundamentals of Finance and Financial Management**, University House, Faculty of Commerce, Alexandria University, Alexandria.
- 12- Innocent, E., Ikechukwu, A., & Nnagbogu, E., (2014). The effect of Financial Leverage on Financial Performance: Evidence of Quoted

Pharmaceutical Companies in Nigeria. ***IOSR Journal of Economics and Finance***, Vol. 5, No. 3, Pp.17-25.

13- Kim, H. Y. (2013). Statistical notes for clinical researchers: assessing normal distribution (2) using skewness and kurtosis. ***Restorative dentistry & endodontics***, Vol. 38, No. (1), Pp. 52-54.

14- Mohamed, I. (2016). **Effect of Financial Leverage on Financial Performance of Non Financial Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange**, Unpublished master thesis, School of Business, University of Nairobi.

15- Myers, B. (1990). A New Model for Handling Input. ***ACM Transactions on Information Systems (TOIS)***, Vol. 8, No. (3), Pp. 289-320.

16- Nassar, S. (2016). The impact of capital structure on Financial Performance of the firms: Evidence from Borsa Istanbul. ***Journal of Business and Financial Affairs***, 5(173), 2167-0234.

17- Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence From UK Company Panel Data, ***Journal of Business Finance & Accounting***, vol. 28, No. 1-2 , Pp175-198.

18- Pandey, L. (2010). **Financial Management**, 10th Ed. New Delhi, India: Vikas publishing House PVT Ltd.

- 19- Pierre, V. (2010). **Finance Dentreprise**, 8th Ed, Per Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz, paris.
- 20- Pouraghajan, A., & Malekian, E. (2012). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from The Tehran Stock Exchange, *International Journal of Business and Commerce*, Vol. 1, No. 9, Pp. 166-181.
- 21- Ramadan, I. (2015). Leverage and the Jordanian Firms' Value: Empirical Evidence, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 7, No. 4.
- 22- Siddik, N., Kabiraj, S., & Joghee, S. (2017). Impacts of Capital Structure on Performance of Banks in a Developing Economy: Evidence from Bangladesh, *Journal of Financial Studies*, Vol. 5, No. 13, Pp. 1-18.
- 23- Ur Rehman, S. (2013). Relationship Between Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence of Listed Sugar Companies of Pakistan, *Global Journal of Management and Business Research Finance*, Vol. 13, No. 8, Pp. 2249-5853.
- 24- Velnampy, T., & Nires J. (2012). The Relationship Between Capital Structure & Profitability. *Global Journal of management and Business Research*. Vol. 12, No. 13.

- 25- Wang, Y., and Fan, W. (2014). R&D Reporting Methods and Firm Value: Evidence from China, *Chinese Management Studies*, Vol. 8 No. 3, Pp. 375 – 396.
- 26- Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. (3), Pp. 567-591.

المواقع الإلكترونية:

1. موقع سوق عمان المالي www.ase.com.jo ، 2018/12/18

قائمة الملاحق

- بيانات مجتمع الدراسة
- نتائج التحليل الإحصائي

ملحق رقم (1)
بيانات عينة الدراسة

الشركات الخدمية					
الرقم	الشركة		نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية	RoE %	ROA %
1	الاسواق الحرة الاردنية	2013	0.12	27.65	24.59
		2014	0.13	35.60	31.45
		2015	0.08	33.97	31.43
		2016	0.10	33.87	30.91
		2017	0.08	41.81	38.67
2	المركز الاردني للتجارة الدولية	2013	0.66	7.84	4.73
		2014	0.61	4.79	2.98
		2015	0.66	6.86	4.12
		2016	0.59	6.63	4.18
		2017	0.69	8.21	4.87
3	التسهيلات التجارية الاردنية	2013	0.68	8.59	5.12
		2014	0.66	7.30	4.39
		2015	0.84	10.65	5.79
		2016	0.88	9.70	5.16
		2017	0.86	12.34	6.63
4	المتخصصة للتجارة والاستثمارات	2013	0.14	-2.71	-2.38
		2014	0.04	-10.25	-9.81
		2015	0.32	-2.29	-1.74
		2016	0.55	14.24	9.19
		2017	0.53	6.15	4.03
5	الزرقاء للتعليم والاستثمار	2013	0.52	15.94	10.48
		2014	0.59	12.77	8.03
		2015	0.65	10.89	6.59
		2016	0.70	7.04	4.14
		2017	0.66	5.09	3.07
6	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	2013	0.18	20.06	15.54
		2014	0.24	16.19	12.03
		2015	0.26	13.29	9.54
		2016	0.13	12.70	11.22
		2017	0.15	9.23	8.02

7	مدارس الاتحاد	2013	0.59	1.40	0.88
		2014	0.66	3.73	2.24
		2015	0.45	7.54	5.20
		2016	0.37	9.65	7.06
		2017	0.35	9.30	6.87
8	البلاد للخدمات الطبية	2013	0.53	7.44	4.86
		2014	0.38	11.35	8.25
		2015	0.52	8.55	5.63
		2016	0.31	-4.11	-3.14
		2017	0.46	-34.63	-23.74
9	المجموعة الاستشارية الاستثمارية	2013	0.30	-3.20	-2.46
		2014	0.35	-11.42	-8.46
		2015	0.56	-38.23	-24.53
		2016	0.63	5.24	3.21
		2017	0.60	4.52	2.83
10	الفنادق والسياحة الاردنية	2013	0.38	4.41	3.19
		2014	0.22	8.80	7.23
		2015	0.14	7.44	6.53
		2016	0.11	6.76	6.10
		2017	0.11	7.90	7.13
11	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	2013	0.35	-2.72	-2.01
		2014	0.36	-7.38	-5.44
		2015	0.36	-6.64	-4.90
		2016	0.40	-7.61	-5.42
		2017	0.53	-17.62	-11.50

الشركات الصناعية					
الرقم	الشركة		نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية	RoE %	ROA %
12	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	2013	0.94	10.52	5.52
		2014	0.47	5.66	3.86
		2015	0.40	0.35	0.25
		2016	0.45	0.17	0.12
		2017	0.52	0.66	0.43
13	المتصدرة للأعمال والمشاريع	2013	1.28	1.61	5.31
		2014	2.16	14.20	4.49
		2015	2.59	-7.02	-1.95
		2016	0.41	50.85	36.07
		2017	0.43	-11.94	-8.35
14	الصناعات الكيماوية الاردنية	2013	1.65	9.63	5.87
		2014	1.78	2.83	1.02
		2015	1.19	8.44	3.86
		2016	1.21	8.96	4.06
		2017	1.43	7.77	3.20
15	المتكاملة للمشاريع المتعددة	2013	1.72	-0.83	4.88
		2014	1.69	-7.25	-2.69
		2015	1.64	-13.88	-5.25
		2016	0.01	19.26	19.09
		2017	0.01	-1.77	-1.75
16	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	2013	0.61	13.78	10.42
		2014	0.54	10.22	7.40
		2015	0.41	9.68	8.10
		2016	0.34	11.80	9.66
		2017	0.22	10.45	9.53
17	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	2013	0.56	-1.02	1.29
		2014	0.63	-1.05	-0.64
		2015	0.63	-1.74	-1.07
		2016	0.44	-8.34	-5.78
		2017	0.61	-7.23	-4.48
18	العربية للصناعات الكهربائية	2013	0.49	1.74	2.87
		2014	0.65	-3.15	-1.91
		2015	0.70	-18.62	-10.98
		2016	0.80	-25.27	-14.01
		2017	0.85	-27.20	-14.72

19	مصانع الكابلات المتحدة	2013	0.31	2.56	3.03
		2014	0.30	0.08	0.06
		2015	0.26	1.68	1.34
		2016	0.15	0.71	0.61
		2017	0.29	2.54	1.97
20	الاردنية لصناعة الأنابيب	2013	0.27	2.64	3.32
		2014	0.51	-1.96	-1.30
		2015	0.44	-5.58	-3.87
		2016	0.42	-2.71	-1.91
		2017	0.51	-1.42	-0.94
21	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	2013	0.69	6.82	5.68
		2014	0.64	10.26	6.26
		2015	0.67	8.67	5.20
		2016	0.72	11.71	6.81
		2017	0.83	6.70	3.66
22	أساس للصناعات الخرسانية	2013	0.54	1.13	2.26
		2014	0.54	-3.73	-2.42
		2015	0.61	-6.67	-4.13
		2016	0.59	1.87	1.17
		2017	0.73	-6.43	-3.71
23	سباً لسكب المعادن	2013	0.14	-32.90	-28.37
		2014	0.20	1.06	0.88
		2015	0.23	-14.47	-11.74
		2016	0.23	-9.83	-8.00
		2017	0.41	-29.70	-21.09
24	الاستثمارات العامة	2013	0.10	6.74	6.14
		2014	0.10	8.32	7.55
		2015	0.14	4.21	3.70
		2016	0.11	8.98	8.06
		2017	0.12	6.91	6.14

الشركات المالية					
الرقم	الشركة		نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية	RoE%	ROA%
25	البنك الاردني الكويتي	2013	5.24	11.74	1.86
		2014	4.97	10.78	1.79
		2015	5.26	8.60	1.39
		2016	4.89	6.47	1.10
		2017	5.05	5.75	0.95
26	البنك التجاري الأردني	2013	8.25	2.81	0.30
		2014	8.68	9.74	1.01
		2015	9.78	11.42	1.06
		2016	7.68	6.40	0.74
		2017	8.24	2.53	0.27
27	بنك الاسكان للتجارة والتمويل	2013	5.84	10.27	1.48
		2014	6.31	12.21	1.63
		2015	6.62	12.29	1.57
		2016	6.38	12.22	1.68
		2017	6.29	11.46	1.54
28	بنك الاستثمار العربي الاردني	2013	6.51	10.94	1.39
		2014	7.01	11.60	1.39
		2015	7.09	10.65	1.29
		2016	7.21	10.55	1.25
		2017	7.38	8.04	0.93
29	بنك الإتحاد	2013	6.65	8.93	1.17
		2014	7.29	9.73	1.17
		2015	7.15	9.83	1.21
		2016	7.25	9.43	1.14
		2017	6.79	8.46	0.97
30	بنك المؤسسة العربية المصرفية/الاردن	2013	6.16	8.76	1.22
		2014	6.48	9.14	1.22
		2015	5.74	10.24	1.52
		2016	6.09	8.95	1.26
		2017	6.04	8.09	1.15
31	البنك الاستثماري	2013	4.58	8.56	1.53
		2014	4.50	8.46	1.54
		2015	4.47	9.27	1.69
		2016	4.78	9.44	1.64
		2017	5.00	8.67	1.47

32	بنك المال الأردني	2013	4.82	13.32	1.96
		2014	4.98	11.88	1.76
		2015	5.12	1.83	0.05
		2016	5.01	4.48	0.80
		2017	4.73	8.35	1.37
33	بنك سوسيته جنرال - الأردن	2013	4.71	6.23	1.09
		2014	6.13	7.57	1.06
		2015	8.48	7.85	0.83
		2016	8.77	8.17	0.84
		2017	9.08	5.82	0.58
34	بنك القاهرة عمان	2013	7.38	15.44	1.84
		2014	7.06	15.26	1.89
		2015	7.23	13.38	1.63
		2016	6.39	10.74	1.39
		2017	7.05	9.01	1.07
35	بنك الاردن	2013	5.46	12.85	1.75
		2014	5.44	14.04	2.05
		2015	5.01	11.27	1.82
		2016	4.67	10.21	1.80
		2017	4.84	10.79	1.78
36	البنك الاهلي الاردني	2013	8.51	5.63	0.59
		2014	6.53	11.06	1.47
		2015	6.96	7.28	0.92
		2016	8.30	2.07	0.22
		2017	7.91	4.35	0.49
37	البنك العربي	2013	5.20	8.75	1.41
		2014	6.27	6.12	0.84
		2015	6.35	4.38	0.60
		2016	5.93	6.07	0.88
		2017	5.86	5.49	0.80
38	المحفظة الوطنية للاوراق المالية	2013	0.45	-4.37	-3.02
		2014	0.07	3.50	2.51
		2015	0.04	-3.77	-2.75
		2016	0.02	4.90	3.70
		2017	0.10	-1.82	-1.66
39	الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين	2013	0.02	4.93	4.67
		2014	0.02	11.81	10.61
		2015	0.03	-0.91	-1.36
		2016	0.02	-0.06	-0.09
		2017	0.03	-1.52	-1.62

40	الثقة للاستثمارات الاردنية	2013	0.27	0.80	0.15
		2014	0.11	0.75	0.20
		2015	0.07	0.75	0.37
		2016	0.07	3.34	2.80
		2017	0.04	1.59	1.35
41	الضمان للاستثمار	2013	0.01	3.51	3.47
		2014	0.02	3.20	3.15
		2015	0.02	3.22	3.17
		2016	0.01	1.80	1.77
		2017	0.02	2.81	2.76
42	الاتحاد للاستثمارات المالية	2013	1.01	5.88	2.76
		2014	0.99	-6.52	-2.21
		2015	0.99	-10.66	-2.65
		2016	1.03	-5.22	-1.26
		2017	0.91	-12.14	-3.10
43	العربية للاستثمارات المالية	2013	0.15	6.03	5.26
		2014	0.11	4.58	4.13
		2015	0.16	2.80	2.42
		2016	0.13	3.13	2.76
		2017	0.10	2.72	2.47
44	الشرق الأوسط للتأمين	2013	1.38	7.44	3.13
		2014	1.34	6.35	2.71
		2015	1.22	5.91	2.66
		2016	1.07	10.87	5.25
		2017	1.12	2.80	1.32
45	النسر العربي للتأمين	2013	1.38	7.44	3.13
		2014	1.76	9.42	3.41
		2015	2.15	11.46	3.64
		2016	2.51	12.18	3.47
		2017	2.99	9.56	2.40
46	التأمين الاردنية	2013	0.86	0.62	0.34
		2014	0.91	8.61	4.52
		2015	1.21	1.84	0.83
		2016	1.30	3.43	1.49
		2017	1.56	-1.40	-0.55
47	التأمين العربية - الأردن	2013	1.32	4.44	1.91
		2014	1.38	6.84	2.87
		2015	1.56	1.17	0.46
		2016	1.61	5.77	2.21
		2017	1.74	4.28	1.56

48	الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية	2013	0.23	-1.98	-1.61
		2014	0.17	29.79	25.57
		2015	0.17	-0.18	-0.15
		2016	0.10	0.09	0.08
		2017	0.04	1.72	1.66
49	الأردن ديكابولس للأموال	2013	0.41	-1.39	-0.86
		2014	0.79	-39.50	-15.87
		2015	0.56	-1.31	-0.67
		2016	0.52	-0.92	-0.30
		2017	0.54	-1.54	-0.74

ملحق رقم (2)

نتائج التحليل الإحصائي

Descriptives

Descriptive Statistics									
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ROE	233	-25.27	27.65	4.6455	7.16430	-.841	.159	1.706	.318
ROA	233	-14.01	24.59	1.9213	4.45238	.381	.159	2.702	.318
L2E	245	.01	9.78	2.1237	2.68318	.955	.156	-.110	.310
Valid N (listwise)	233								

Descriptives

Descriptive Statistics									
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ROEbanks	65	1.83	15.44	8.9564	3.04784	-.325	.297	-.019	.586
ROAbanks	65	.05	2.05	1.2326	.46191	-.478	.297	-.272	.586
L2Ebanks	65	4.47	9.78	6.3666	1.31206	.482	.297	-.498	.586
Valid N (listwise)	65								

Descriptives

Descriptive Statistics									
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ROEOtherfinancial	58	-12.14	12.18	2.3891	4.97787	-.415	.314	.871	.618
ROAOtherfinancial	58	-3.10	10.61	1.4646	2.50542	.531	.314	1.747	.618
L2EOtherfinancial	60	.01	2.99	.6817	.71841	.041	.309	.665	.608
Valid N (listwise)	58								

Descriptives

Descriptive Statistics									
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ROEindustrial	61	-25.27	19.26	1.3022	8.44507	-.654	.306	.790	.604
ROAindustrial	61	-14.01	19.09	1.4460	5.77987	-.186	.306	1.149	.604
L2Eindustrial	65	.01	2.59	.6502	.53366	.629	.297	1.642	.586
Valid N (listwise)	61								

DESCRIPTIVES VARIABLES=ROEfinancial ROAfinancial L2Efinancial
/STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX KURTOSIS SKEWNESS.

Descriptives

Descriptive Statistics									
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ROEfinancial	123	-12.14	15.44	5.8596	5.22355	-.764	.218	.690	.433
ROAfinancial	123	-3.10	10.61	1.3420	1.74877	.910	.218	1.312	.433
L2Efinancial	125	.01	9.78	3.6379	3.04401	.143	.217	-1.527	.430
Valid N (listwise)	123								

Correlations

Correlations				
		ROE	ROA	L2E
ROE	Pearson Correlation	1	.823**	.356**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000
	N	233	233	233
ROA	Pearson Correlation	.823**	1	-.110
	Sig. (2-tailed)	.000		.095
	N	233	233	233
L2E	Pearson Correlation	.356**	-.110	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.095	
	N	233	233	245

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

REGRESSION

```

/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT ROE
/METHOD=ENTER L2E.

```

Regression

Variables Entered/Removed ^a			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	L2E ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: ROE

b. All requested variables entered.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.356 ^a	.127	.123	6.70924

a. Predictors: (Constant), L2E

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1509.691	1	1509.691	33.538	.000 ^b
	Residual	10398.212	231	45.014		
	Total	11907.903	232			

a. Dependent Variable: ROE

b. Predictors: (Constant), L2E

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.568	.567		4.526	.000
	L2E	.938	.162	.356	5.791	.000

a. Dependent Variable: ROE

REGRESSION

/MISSING LISTWISE

/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA

/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)

/NOORIGIN

/DEPENDENT ROA

/METHOD=ENTER L2E.

Regression**Variables Entered/Removed^a**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	L2E ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: ROA

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.110 ^a	.012	.008	4.43507

a. Predictors: (Constant), L2E

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	55.356	1	55.356	2.814	.095 ^b
	Residual	4543.738	231	19.670		
	Total	4599.094	232			

a. Dependent Variable: ROA

b. Predictors: (Constant), L2E

coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2.319	.375		6.184	.000
L2E	-.180	.107	-.110	-1.678	.095

a. Dependent Variable: ROA

REGRESSION

/MISSING LISTWISE

/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA

/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)

/NOORIGIN

/DEPENDENT ROEservice

/METHOD=ENTER L2Eservice.

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	L2Eservice ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: ROEservice

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.076 ^a	.006	-.015	8.45036

a. Predictors: (Constant), L2Eservice

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	19.727	1	19.727	.276	.602 ^b
	Residual	3356.204	47	71.409		
	Total	3375.931	48			

a. Dependent Variable: ROEservice

b. Predictors: (Constant), L2Eservice

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4.459	2.754		1.619	.112
L2Eservice	2.911	5.538	.076	.526	.602

a. Dependent Variable: ROEservice

REGRESSION

/MISSING LISTWISE

/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA

/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)

/NOORIGIN

/DEPENDENT ROEindustrial

/METHOD=ENTER L2Eindustrial.

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	L2Eindustrial ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: ROEindustrial

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.060 ^a	.004	-.013	8.50124

a. Predictors: (Constant), L2Eindustrial

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15.150	1	15.150	.210	.649 ^b
	Residual	4263.998	59	72.271		
	Total	4279.148	60			

a. Dependent Variable: ROEindustrial

b. Predictors: (Constant), L2Eindustrial

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1.914	1.723		1.111	.271
L2Eindustrial	-.922	2.015	-.060	-.458	.649

a. Dependent Variable: ROEindustrial

REGRESSION

/MISSING LISTWISE

/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA

/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)

/NOORIGIN

/DEPENDENT ROEfinancial

/METHOD=ENTER L2Efinancial.

Regression**Variables Entered/Removed^a**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	L2Efinancial ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: ROEfinancial

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.608 ^a	.370	.365	4.16284

a. Predictors: (Constant), L2Efinancial

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1231.994	1	1231.994	71.093	.000 ^b
	Residual	2096.834	121	17.329		
	Total	3328.828	122			

a. Dependent Variable: ROEfinancial

b. Predictors: (Constant), L2Efinancial

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2.005	.592		3.390	.001
L2Efinancial	1.045	.124	.608	8.432	.000

a. Dependent Variable: ROEfinancial

REGRESSION

/MISSING LISTWISE
 /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
 /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
 /NOORIGIN
 /DEPENDENT ROAservice
 /METHOD=ENTER L2Eservice.

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	L2Eservice ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: ROAservice

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.048 ^a	.002	-.019	6.45257

a. Predictors: (Constant), L2Eservice

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.526	1	4.526	.109	.743 ^b
	Residual	1956.877	47	41.636		
	Total	1961.403	48			

a. Dependent Variable: ROAservice

b. Predictors: (Constant), L2Eservice

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4.590	2.103		2.183	.034
L2Eservice	-1.394	4.229	-.048	-.330	.743

a. Dependent Variable: ROAservice

REGRESSION

/MISSING LISTWISE

/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA

/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)

/NOORIGIN

/DEPENDENT ROAindustrial

/METHOD=ENTER L2Eindustrial.

Regression**Variables Entered/Removed^a**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	L2Eindustrial ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: ROAindustrial

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.078 ^a	.006	-.011	5.81095

a. Predictors: (Constant), L2Eindustrial

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12.156	1	12.156	.360	.551 ^b
	Residual	1992.260	59	33.767		
	Total	2004.416	60			

a. Dependent Variable: ROAindustrial

b. Predictors: (Constant), L2Eindustrial

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1.994	1.178		1.693	.096
L2Eindustrial	-.826	1.377	-.078	-.600	.551

a. Dependent Variable: ROAindustrial

REGRESSION

/MISSING LISTWISE

/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA

/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)

/NOORIGIN

/DEPENDENT ROAfinancial

/METHOD=ENTER L2Efinancial.

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	L2Efinancial ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: ROAfinancial

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.082 ^a	.007	-.002	1.75013

a. Predictors: (Constant), L2Efinancial

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.484	1	2.484	.811	.370 ^b
	Residual	370.617	121	3.063		
	Total	373.101	122			

a. Dependent Variable: ROAfinancial

b. Predictors: (Constant), L2Efinancial

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1.515	.249		6.092	.000
L2Efinancial	-.047	.052	-.082	-.900	.370

a. Dependent Variable: ROAfinancial

DESCRIPTIVES VARIABLES=ROEservice ROAservice L2Eservice
/STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX KURTOSIS SKEWNESS.

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ROEservice	49	-17.62	27.65	5.7598	8.38641	-.503	.340	1.004	.668
ROAservice	49	-11.50	24.59	3.9673	6.39238	.026	.340	1.864	.668
L2Eservice	55	.04	.88	.4237	.22776	.017	.322	-1.042	.634
Valid N (listwise)	49								