



مجلة البحوث المالية والتجارية

المجلد (24) – العدد الثاني – إبريل 2023



تحليل الدور المعدل والوسيط للرافعة المالية على الآثار التفاعلية لمحددات هيكل رأس المال على الأداء المالي، بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

Analysis of the moderation and mediating role of financial leverage on the interactive effects of capital structure determinants on the financial performance, applying to non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange

د/ خالد عبد القادر محمد
قسم إدارة الأعمال
كلية التجارة – جامعة بني سويف

2023-03-7

تاريخ الإرسال

2023-4-29

تاريخ القبول

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

ملخص البحث:

استهدف البحث الحالي دراسات عدد من العلاقات المباشرة وغير مباشرة، حيث تمثلت العلاقات المباشرة في دراسة العلاقة بين محددات هيكل رأس المال المتمثلة في هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفرة الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة والتي تعكس السمات الخاصة بالشركة ومستوي الرافعة المالية. وكذلك دراسة العلاقة بين تلك المحددات والأداء المالي للشركة، وأيضا اختبار العلاقة بين مستوي الرافعة المالية والأداء المالي للشركة. اما العلاقات غير المباشرة فتمثلت في دراسة إثر توسط مستوي الرافعة المالية على العلاقة بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة من جهة ومدي تأثير الرافعة المالية (الدور المعدل) على تلك العلاقة من جهة اخري. وذلك في ضوء نظريات هيكل رأس المال وبالتطبيق على عينة تحكمية من الشركات المصرية الغير مالية المدرجة في سوق المال المصري خلال الفترة من 2015-2019، وبلغ عددها 71 شركة. وفي سبيل تحقيق ذلك تم تطوير خمسة فروض اعتمد الباحث في اختبارها على استخدام اسلوب نمذجة المعادلة الهيكلية. وقد اسفرت نتائج التحليل الاحصائي للبيانات عن وجود تأثير معنوي (ما عدا فرص النمو غير معنوي) سلبي مباشر لكل من فرص النمو، مخاطر الاعمال، الوفرة الضريبي بخلاف الفوائد على الرافعة المالية، وكذلك وجود تأثير معنوي إيجابي مباشر لكل من هيكل الأصول، حجم الشركة، السيولة على الرافعة المالية، بينما توصلت النتائج لعدم وجود تأثير معنوي مباشر لفرص النمو على الرافعة المالية. كذلك اسفرت النتائج عن وجود تأثير معنوي (ما عدا فرص النمو غير معنوي) إيجابي (ماعدا الوفرة الضريبي أظهرت النتائج تأثير سلبي) مباشر لكل محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة. أيضا توصلت النتائج الي أن الرافعة المالية تعدل العلاقة بين جميع محددات هيكل راس المال (عدا فرص النمو & الوفرة الضريبي) والأداء المالي للشركة. كذلك توصلت إلى أن الرافعة المالية تتوسط العلاقة بين جميع محددات هيكل راس المال (عدا هيكل الاصول وفرص النمو) والأداء المالي للشركة. وأخيرا اسفرت النتائج إلى وجود تأثير سلبي معنوي لمستوي الرافعة المالية على الأداء المالي للشركة

الكلمات الافتتاحية: محددات هيكل رأس المال، الرافعة المالية، الأداء المالي، نظريات هيكل

رأس المال



Abstract:

The current research targeted studies of a number of direct and indirect relationships, where the direct relationships were represented in the study of relationship between the determinants of capital structure represented by asset structure, growth opportunities, company size, business risks, non-debt tax shields and liquidity, which reflect the characteristics of the company and the level of leverage Finance. As well as studying the relationship between these determinants and the financial performance as well as testing the relationship between the financial leverage and financial performance. As for the indirect relationships, it was represented in a study of the effect of mediating financial leverage on the relationship between the determinants of the capital structure and financial performance on the one hand, and the extent of the effect of financial leverage (the moderation role) on that relationship on the other hand. This is in the light of the capital structure theories and by applying it to an arbitrary sample of Egyptian non-financial companies listed in the Egyptian capital market during the period from 2015-2019, and the number reached 71 companies. In order to achieve this, five hypotheses were developed, and the researcher relied on testing them using the structural equation modeling method.

The results of the statistical analysis of the data revealed a direct negative significant effect (except for non-significant growth opportunities) for growth opportunities, business risks, and, non-debt tax shields on financial leverage, as well as a direct positive significant effect for each of the asset structure, company size, Liquidity on financial leverage, while the results concluded that there is no direct significant effect of growth opportunities on financial leverage. The results also revealed that there is a significant (except for non-significant growth opportunities) positive (except for the, non-debt tax shields, the results showed a negative) direct impact of all capital structure determinants on the company's financial performance. The results also concluded that financial leverage modifies the relationship between all capital structure determinants (except growth opportunities &, non-debt tax shields) and the company's financial performance. It also found that financial leverage mediates the relationship between all the determinants of the capital structure (except for the asset structure and growth opportunities) and the financial performance of the company. Finally, the results revealed that there is a significant negative effect of the financial leverage on financial performance.

Keywords: *determinants of capital structure, financial leverage, financial performance, theories of capital structure.*

مقدمة:

في ظل البيئة التنافسية الحادة التي تعمل فيها المنظمات اليوم ، تحتاج المنظمة الي تحقيق مكاسب اقتصادية، وذلك من خلال استثمار اموالها في مجالات استثمارية مربحة ، ومن خلال الحصول علي مديرين يستطيعون القيام بذلك، ولا شك ان استخدام الرافعة المالية يساعد المنظمة علي القيام بذلك، ولكنه في نفس الوقت قد يقود الي القضاء علي المنظمة. ، ولذلك هيكل رأس المال المناسب يمثل أحد القرارات الهامة جداً لأي منظمة أعمال، ليس فقط بسبب الحاجة إلى تعظيم عوائد أصحاب المصالح ولكن يؤثر قرار هيكل رأس المال ايضا على قدرة الشركة على التعامل مع البيئة التنافسية .

اضافة الي ما سبق قد اكد (Çelik and Akarım, 2013) علي ان القرارات التي تؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال لها أهمية كبيرة لتعظيم الأداء المالي للشركات، كذلك قد اشار (Park and Jang, 2013) الي ان الاختيار بين التمويل بالديون أم بحقوق الملكية كان هو الموضوع الأساسي في الأدب التمويلي منذ أن جادل (Modiglian and Miller, 1958) بأن هيكل رأس المال لا يرتبط بقيمة الشركة ، على الرغم من ذلك فقد اكدوا (Jang et al, 2008) علي انهم قد أشاروا في نهاية المطاف إلى عكس هذا الادعاء عندما أكدوا على أن قيمة الشركات تصل إلى أقصى درجاتها عندما يتم اعتماد الشركة في تمويلها بالكامل على الديون.

إضافة الي ما سبق وعلى الرغم من أن استخدام الرافعة المالية الأعلى أو انخفاض نسبة رأس المال السهمي يمكن أن يؤدي إلى زيادة الأداء المالي للشركة، الا ان الشركة قد تفكر أيضاً في الاستثمار في الأصول الثابتة لتعزيز ثروة المساهمين. بعبارة أخرى، قد يؤدي امتلاك المنظمة لأصول ثابتة كضمان في الاقتراض إلى زيادة في الأداء المالي للشركة من خلال زيادة الرافعة المالية (Detthamrong et al., 2017; Vo, 2017).

وعلي ذلك يفترض أن هيكل تمويل الشركة يؤثر على الطريقة التي تؤثر بها محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة. على سبيل المثال، فيما يتعلق بهيكل الأصول، فإن الشركات التي لديها المزيد من الأصول الملموسة لديها المزيد من الضمانات لدعم مستويات الديون الأعلى. يتوافق هذا مع نظرية الوكالة من حيث أنه يمكن أن يقلل تكلفة الوكالة للديون والتي بدورها ستولد المزيد من الإنتاجية في قيمة الشركة. كذلك قد يشير هذا المستوى العالي من الأصول الملموسة أيضاً إلى سمعة جيدة في الحصول على الأموال، وهذا ينعكس بشكل ايجابي على ربحية الشركة ويؤدي الي المزيد من العوائد.



كذلك، وطبقاً لنظرية الوكالة لهيكل رأس المال، ستستخدم الشركة رافعة مالية أقل عندما تكون هناك فرص نمو أعلى لتقليل تضارب المصالح بين أصحاب الديون والمساهمين، مما قد يحول ثروة حاملي الديون إلى المساهمين. وفقاً لذلك، ستزداد قوة مديري الشركة، مما قد يؤدي إلى فوائد ثابتة في تعزيز الأداء المالي للشركة من خلال استخدام سلطتهم. وعلي ذلك تعد فرصة النمو الأكبر مؤشراً على أداء أفضل، كما أنها تمكن من الوصول إلى التمويل في سوق تنافسية بشكل أسهل.

وعلي ذلك فإن القرارات التي تنتهجها الشركة بشأن محددات هيكل رأس المال (أي السمات الخاصة بالشركة) تؤثر على القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال ومكوناته (الرافعة المالية) وبالتالي على أداء الشركة المالي، وبالتالي هناك علاقات متداخلة بين محددات هيكل رأس المال والرافعة المالية والأداء المالي للشركات، وكذلك، يُفترض أن الرافعة المالية لها تأثير غير مباشر على محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة. والبحث يدور حول هذا الموضوع.

ادبيات البحث

بداية يشير هيكل رأس المال إلى الوسيلة التي من خلالها يتم تمويل المنظمة، بل هو أيضاً النسبة التي تعتمد عليها الشركة من الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل وهو أيضاً مزيج من الديون والأسهم التي تحتفظ بها الشركة (Muritala, 2012; Chinaemerem and Anthony, 2012). ويعتبر اختيار هيكل رأس المال مسألة ذات أهمية كبيرة في أدب تمويل الشركات، وكذلك هو امر بالغ الأهمية لكلا من مديري الشركات ومقدمي الأموال، ويرجع ذلك إلى أن نسبة الرافعة المالية تؤثر على مدى توافر وتكلفة رأس المال وبالتالي مصادر استثمار الشركات، بما ينعكس على أدائها المالي (Ahmed, Ahmed and Ahmed 2010). وكذلك لأنه إذا تم عمل مزيج خاطئ للتمويل فإن أداء المنظمة وبقائها يتأثر بشكل كبير (Huang, 2014).

وفي ضوء ما سبق توصل (Naz, Khan, Khan, and Mughal, Khan, 2013) إلى أن الشركات التي تستخدم الديون بشكل أقل يتزايد العائد إلى أقصى حد له مقارنة بالشركات التي تعتمد بشكل أكبر على الديون بسبب ارتفاع مدفوعات الفوائد التي تؤدي إلى انخفاض النقدية المتبقية لحملة الأسهم. كذلك أكد (Khrwish and Khraiwesh, 2010) على أن الهدف الأساسي من قرارات هيكل رأس المال هو تعظيم القيمة السوقية للشركة من خلال عمل مزيج مناسب من مصادر الأموال طويلة الأجل هذا المزيج يسمى هيكل رأس المال الأمثل، والذي سوف يقلل التكلفة الكلية لرأس مال الشركة، وهنا قد أكد (Salim. and Yadav, 2012)

علي ان الأدب التمويلي يشير إلى أن هناك هيكل رأس مال أمثل ولكن ليس هناك منهجية محددة تضمن تحقيق مستوى الديون الأمثل.

وفي هذا الصدد قد جادل (Fattouh, Harris and Scaramozzino, 2008) بأن هيكل رأس المال الأمثل يمكن أن يتحقق إذا كان هناك مزايا لإيواء الضرائب تمد بزيادة في مستوى الديون تجعلها تتساوى مع تكاليف الإفلاس فهم يشيرون إلى أن مدير الشركة يجب أن يكونوا قادرين على تحديد متى يتحقق هيكل رأس المال الأمثل ويحاولوا الحفاظ عليه عند هذا المستوى، عند هذه النقطة تكون تكاليف التمويل وتكاليف رأس المال عند أدنى حد لها وبالتالي زيادة قيمة الشركة وادائها المالي.

وفي سياق الشركات الباكستانية قد أكد (Khan, et al, 2013) على ان الشركات تبذل مجهودات كبيرة بهدف تعظيم قيمة الشركة ولا يمكن تحقيق ذلك إلا من خلال صنع قرار هيكل رأس المال الأمثل، وكذلك اشاروا الي ان الشركات تعتمد بشكل كبير على الرافعة المالية وكان أدائها المالي ضعيف ولذلك كانت تقوم بتوزيعات أرباح مرتفعة، وبناء على ذلك فان إدارة الشركة تطور خطط تتعلق باستخدام رأس المال المتاح وذلك بهدف تحقيق أهداف أصحاب المصالح بما فيهم المساهمين.

ومن جهة اخري يجب التأكيد على ان هناك اختلاف واسع حول محددات اختيار هيكل رأس المال وكيف يؤثر هذا الاختيار على أداء الشركات، كذلك مازال هناك جدل بشأن المحددات التي تؤثر على هيكل رأس المال (مثل الحجم والربحية) بسبب النتائج المختلفة التي يتم التوصل إليها (Zeitun, Temimi and Mimouni, 2017). فنجد مثلاً أن (Ali et al, 2011) توصل إلى أن حجم البنك له علاقة إيجابية مع الرافعة المالية للبنوك في باكستان، ولكن (Juca, Sousa and Fishlow, 2012) وجدوا أن نفس العلاقة عكسية في بنوك أمريكا الشمالية. كذلك درس (Huang and Song, 2002) محددات هيكل رأس مال الشركات في الصين وذلك باستخدام معدلات الرافعة المالية الأساسية والمعدل الأساسي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون وقد وجدوا أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسب الرفع المالي وحجم الشركة.

من أجل فهم الأساس المنطقي للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات واعتمادا على الدراسات السابقة في مجال نظريات هيكل رأس المال يستعرض هذا القسم بعض من هذه النظريات فيما يلي:



كانت نظرية Modiglian and Miller تهدف إلى تحديد العوامل التي تقلل تكلفة الأموال والديون وتوضح كيف يمكن أن تصل الشركات الي هيكل رأس المال الأمثل، ووفقاً لها نجد أن الشركات المقترضة يمكن أن تقلل تكلفة هيكل رأس المال من خلال طرح مدفوعات الفائدة من الوعاء الضريبي ولكن تكلفة رأس المال سوف تزيد بعد نقطة معينة نظراً لمواجهة المخاطر المالية (Modigliani and Miller, 1963)

قام كلاً من Modiglian and Miller بتطوير النظرية الكلاسيكية لهيكل رأس المال والتي طورت بعد ذلك العديد من النظريات الحديثة لهيكل رأس المال، ووفقاً لنظرية عدم الارتباط (Irrelevance) لا يمكن للشركات تغيير تكلفة رأس المال من خلال تغيير نسبة الديون إلى حقوق الملكية على افتراض عدم وجود ضرائب ولا تكاليف وكالة ولا تكاليف إفلاس وكذلك على افتراض أن المعلومات غير متماثلة – وبعبارة أخرى تفترض نظرية عدم الارتباط أن سياسة تمويل الشركات تكون مستقلة عن القيمة السوقية للشركات وهذا افتراض غير واقعي منها (AbdelKader, Bacha, Masih and Asutay, 2017). وفيما يلي عرض لعدد من نظريات هيكل رأس المال

اولا نظرية المفاضلة (Trade-off): -

تنص نظرية المفاضلة التي قدمها (Bradley, et al., 1984) على أن هيكل رأس المال الأمثل، وتحديد النسبة المثلى للديون، يمكن تحقيقه من خلال دراسة المفاضلة بين الجانب الإيجابي (المنافع المتمثلة في التخفيضات الضريبية) والجانب السلبي (العيوب المتمثلة في تكاليف الإفلاس) المرتبط بالتمويل بالاقتراض (الديون) للوفاء بنسبة الديون المناسبة الأمر الذي سيزيد من قيمة الشركة (Hass and Peters, 2006).

ومن جهة اخرى قد أكد (Jang, Tang, and Chen 2008) على ان نظرية المفاضلة تفترض أن هناك مستوى أمثل لهيكل رأس المال خلاله تصل قيمة الشركة إلى أعظم مستوى لها، عند هذا المستوى الأمثل يتساوى هامش الفوائد على الديون مع هامش تكاليف الديون وعندها يكون أداء الشركة عند أعلى نقطة له. ومقابل ذلك في التمويل من خلال حقوق الملكية تعتبر الديون أقل تكلفة لأنها معفاة من الضرائب، ومع ذلك فإن الاستخدام المفرط للديون هو أمر محفوف بالمخاطر نظراً لارتفاع احتمالات الإفلاس (Margaritis and Psillaki, 2010). وفي ضوء ذلك وفي إطار نظرية المفاضلة توصل (Rajan and Zingales, 1995) إلى دعماً قوياً للعلاقة العكسية بين الرافعة المالية والأداء.

كذلك اوضح (ÇelİK and Akarım, 2013) الي ان نظرية المفاضلة تقوم على تعظيم قيمة الشركة من خلال الوصول إلى نسبة الدين الأمثل، في حين أن خصم مدفوعات الفوائد من الضرائب المستحقة يعتبر ميزه، وخطر الافلاس الناتج عن زيادة المديونية سيكون هو الخطر الذي تتعرض له الشركات التي تأخذ بعين الاعتبار نظرية المفاضلة والتي تستطيع تعظيم قيمة الشركة من خلال تحديد نسبة الديون المناسبة التي توازن بين مزايا الضرائب وتكاليف الافلاس الناتج عن الديون.

ثانياً نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل (Pecking Order): -

تشير نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل التي قدمها (Myers, 1984) إلى فكرة أنه من أجل تقليل المعلومات الغير متماثلة وتكاليف التمويل الأخرى فإن الشركات يجب أولاً أن تمول استثماراتها من خلال الأرباح المحتجزة ثم بعد ذلك تعتمد على الديون الآمنة (الديون التي تصدر بشكل خالي من المخاطر الافتراضية الاساسية) ثم بعد ذلك يمكنها الاعتماد على الديون المحفوفة بالمخاطر وأخيراً الاعتماد على الأسهم (Bandyopadhyay and Barua, 2016).

ووفقاً لنظرية تسلسل مصادر التمويل فإن الديون تنمو عادة عندما تتجاوز الاستثمارات الأرباح المحتجزة، وبالتالي إذا كانت الربحية ونفقات الاستثمار ثابتة فإن الرافعة المالية تقل (Berger and Bonaccorsi di Patti, 2006). وفي المقابل ترتفع الربحية والرافعة المالية في الشركة التي لديها استثمارات أكثر، ولكن من وجهة نظر أكثر تعقيداً التي قدمها (Myers, 1984) فإن الشركات التي تهتم بتكاليف التمويل المستقبلية والحالية وتحقق التوازن بين تكاليف التمويل المستقبلية والحالية، يمكنها ذلك من استثمارات محتملة كبيرة للحفاظ على الديون منخفضة المخاطر لتجنب أي استثمارات مستقبلية أو تمويل أوراق مالية جديدة محفوفة بالمخاطر (Fosu, 2013).

وبالتالي ومع السيطرة على العوامل الأخرى فإن الشركات مع الاستثمارات المحتملة الأكبر يكون لديها رافعة مالية حالية أقل. ويعني ذلك ان الشركات التي لديها فرص نمو مستقبلية اعلي يكون لديها رافعة مالية حالية اقل (Bandyopadhyay and Barua, 2016). ومن جهة اخري قد أشار (Allen, Nilapornkul, and Powell, 2013) الي ان نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل تشير إلى أن الشركات تفضل توليد اموال داخلية أكثر من الأموال الخارجية ولذلك فإن الأرباح المحتجزة تكون هي المصدر الأول للأموال تليها الديون وحقوق المساهمة على التوالي.



ثالثاً نظرية تكلفة الوكالة (Agency Cost): -

نظرية تكلفة الوكالة اقترحها (Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986) الذين أكدوا على أن هناك تعارض بين المديرين والمساهمين فلا يتم محاذاة مصالح المديرين مع مصالح المستثمرين فالمديرين يميلون إلى إضاعة التدفق النقدي الحر على العلاوات الاستثنائية (Berger and Bonaccorsi di Patti, 2006). وعلي ذلك كلما زادت درجة الاحتمالية المتاحة للمديرين كلما زاد احتمال استخدام المديرين للعلاوات الاستثنائية (الامتيازات الإضافية) وهذا يعني أن المديرين لديهم الميل إلى توسيع نطاق شركاتهم حتى إذا كان هذا السلوك يعني تنفيذ المشاريع الفقيرة (الضعيفة) أو خفض قيمة الشركة ويشار إلى ذلك على أنه مشكلة الاستثمار المفرط أو الزائد (Detthamrong, et al, 2017).

ولخفض مشاكل الإفراط في الاستثمار، يتم تقييد قدره المديرين على تعزيز مصالحهم من خلال مدى توافر التدفقات النقدية الحرة ويمكن عمل مثل هذه القيود إلى أبعد من ذلك من خلال تمويل الديون، ونتيجة لذلك نجد أن مشاكل الوكالة يمكن حلها على النحو الأمثل من خلال قرار هيكل رأس المال مثل زيادة الرافعة المالية للديون (Zaheer, Ahmed, Ali, and Aleem, 2021). ومن جهة أخرى اشار (Allen, et al, 2013) الي ان نظرية تكلفة الوكالة تتعامل مع الصراعات التي تحدث بين طرفين نتيجة تعارض المصالح فمثلاً يحدث الصراع بين حملة السندات والإدارة عندما تفضل الإدارة أن تستثمر في استثمارات عالية المخاطر لتعظيم ثروة حملة الأسهم مما يعكس نقل مخاطر الاستثمار من المساهمين إلى أصحاب الديون.

كذلك أكد (Chinaemerem and Anthony, 2012) على ان نظرية تكلفة الوكالة تجادل بأن الصراعات تنشأ من اختلاف أو تعارض مصالح كلاً من المديرين والمساهمين في الشركات. حيث يتمثل الواجب الأساسي للمديرين في تعظيم العائد الخاص بالمساهمين وبالتالي زيادة الأرباح وخفض تكلفة التدفقات النقدية. ولكن جادل عدد من الباحثين (Dakua, 2019; Sutomo, et al, 2020; Gharaibeh, and Saqer, 2020; Panova, 2020) بأن المديرين لا يقومون دائماً بإدارة الشركة لتعظيم عوائد المساهمين، نتيجة لذلك فإن المديرين قد يقومون باستثمارات غير مربحة على الرغم من أن النتيجة من المرجح أن تكون خسائر للمساهمين فهم يميلون إلى استخدام التدفقات النقدية المتاحة لصالح مصلحتهم الشخصية بدلاً من الاستثمار في المشاريع الإيجابية التي لها قيمة حالية والتي من شأنها أن تعود بالنفع إلى المساهمين.

كذلك وفي ضوء نظرية تكلفة الوكالة، قد جادل (Bevan and Danbolt, 2002) بأن هيكل رأس المال يمكن ان يتضمن زيادة مستوى الديون ودون أن يتسبب في اي زيادة جذرية في تكاليف

الوكالة لان ذلك سوف يجبر المديرين إلى الاستثمار في المشاريع المربحة التي من شأنها أن تكون ذات فائدة للمساهمين لأنهم إذا ما قرروا الاستثمار في المشاريع غير المربحة فهم لن يكون لديهم القدرة على سداد الفائدة المستحقة لأصحاب الديون وبالتالي يمكن لأصحاب الديون إجبار الشركة على التصفية بما يؤدي إلى فقد المديرين لحقوقهم في اتخاذ القرار وربما عملهم . إضافة الي ما سبق فقد اشار (Boodhoo, 2009) الي ان نظرية الوكالة تؤكد على أن الرافعة المالية هي أفضل للمساهمين لأن مستوى الديون يمكن أن يستخدم للتحكم في سلوك المديرين. وبالتالي فمن المتوقع أن يؤدي المستوى المرتفع للرافعة المالية إلى خفض تكاليف الوكالة والحد من عدم الكفاءة وبالتالي يؤدي إلى تحسين أداء الشركة المالي (Bergar, et al, 2006). وفي هذا الصدد توصل (Park, and Jang, 2013) الي ان نظرية تكلفة الوكالة تفترض وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وأداء الشركات.

رابعا نظرية توقيت السوق (Market Timing Theory):

تم وضع نظرية توقيت السوق بواسطة (Baker and Wurgler, 2002) فهم أول من تحققوا من أثر تأثيرات الفترة الزمنية على الرافعة المالية التي تتجاوز عشرة سنوات في الشركات الامريكية وتوصلوا إلى أن هيكل رأس المال الحالي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالقيمة السوقية الماضية، وان الشركات يمكنها تنظيم وقت إصدار أسهمها وفقاً لتقييمات السوق، فعندما تكون القيمة السوقية الحالية للشركة ترتبط بنسبة مرتفعة مع القيمة السوقية الماضية أو الدفترية فإن الشركات يجب أن تقلل الرافعة المالية الخاصة بها من خلال إصدار أسهم، والعكس بالعكس، فعندما ترتبط القيمة السوقية بشكل أقل مع القيمة السوقية الماضية أو الدفترية فإن الشركات يجب أن تزيد من الرافعة المالية الخاصة بها .

كذلك في ضوء نظرية توقيت السوق اشار (Çelîk and Akarîm, 2013) الي ان الشركات يجب عليها أن تقتصر أو تصدر الأسهم فقط لو ظروف السوق مناسبة. ووفقاً لنظرية توقيت السوق فإن المسؤولين في الشركات يصدرن الأوراق المالية اعتماداً على التكاليف المرتبطة بالتفاوت الزمني للأسهم والديون، بمعنى أن الشركة تقوم بإصدار أسهم جديدة عندما تكون أسعار الأسهم ذات قيمة مرتفعة وتعيد شراء أسهمها عندما تنخفض أسعارها (Gim, and Jang, 2020).

وعلي ذلك إذا كانت الأسهم مقومة بأقل من قيمتها في الطرح العام الأولي فمن الأفضل أن تقوم الشركات بالاقتراض وإلا يجب عليها إصدار أسهم. كذلك قد أكد (Brawn, and Sevič, 2015) على ان الشركات التي لديها أسهم قابلة للتداول من المتوقع أن تقتصر حينما تنخفض



القيمة السوقية للأسهم، وتصدر أسهم جديدة حينما ترتفع القيمة السوقية للأسهم. وفي هذا الصدد أكد (ÇelİK and Akarım, 2013) لو القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية فمن الأفضل أن تصدر أسهم جديد عن الاقتراض ولكن في المدى الطويل أداء السهم سوف ينخفض. الدراسات السابقة وتحليل العلاقة بين متغيرات البحث

بداية يود الباحث الإشارة الي ان هناك عدد معقول من الدراسات السابقة استهدف تحليل ودراسة العلاقة بين محددات هيكل رأس المال ومستوى الرافعة المالية للشركة. يهدف هذا البحث إلى توسيع نتائج هذه الدراسات والتحقيق فيما إذا كانت هذه المحددات مرتبطة أيضًا بالأداء المالي للشركة بشكل مباشر أو من خلال العلاقة المتوقعة بين الرافعة المالية والأداء المالي. حيث تستخدم الرافعة المالية للتخفيف من تكاليف الوكالة للأسهم الخارجية وزيادة أداء الشركة من خلال إلزام المديرين بالعمل لصالح المساهمين.

سلطت العديد من الدراسات السابقة الضوء على العوامل الهامة التي تؤثر على مستوى الرافعة المالية مثل السمات الخاصة بالشركة (Chen and Liao, 2014; Huang, 2014; Zeitun, 2017; Temimi and Mimouni, 2017). تُعرف هذه السمات أيضًا باسم محددات هيكل رأس المال (Titman and Wessels, 1995; Rajan and Zingales, 1988). ومن جهة أخرى بدأت العديد من الدراسات في التحقيق في العلاقة بين الرافعة المالية للشركة والأداء المالي للشركة (AbdelKader, Bacha, Masih and Asutay, 2017; Margaritis and Psillaki, 2010; Berger and Bonaccorsi di Patti, 2006). فقد تناولت دراسات قليلة بشكل منهجي العلاقة المباشرة لمحددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة وما إذا كان تمويل الرافعة المالية يتوسط أو يؤثر بشكل غير مباشر في مثل هذه العلاقة ام لا (Fosu, 2013; Bandyopadhyay and Barua, 2016; Detthamrong, 2017; Chancharat and Vithessonthi, 2017).

تحليل الدراسات التي تناولت العلاقة المباشرة بين محددات هيكل رأس المال ومستوى الرافعة المالية والأداء المالي

ترجع محددات هيكل رأس المال المختارة في هذا البحث إلى الإجماع في معظم الدراسات السابقة (Zaheer, et al, 2021; Sudiyatno, et al, 2019; Dinh and Pham, 2020; Dakua, 2019; Sutomo, et al, 2020; Gharaibeh, and Saqer, 2020). حيث تشير هذه الدراسات إلى أن الرافعة المالية هي نتيجة لسمات الشركة المختلفة. أهم هذه المتغيرات هي

هيكل الأصول، وفرص النمو، وحجم الشركة، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، والمخاطر والسيولة (1).

أولاً: هيكل الأصول

تتوقع النظريات علاقة إيجابية بين مستوى الرافعة المالية وهيكل الأصول، إلا أن التأثيرات في الدراسات التجريبية تختلف بسبب استخدام مقاييس مختلفة للرافعة المالية وهيكل الأصول. فهناك عدد من الدراسات (Dessi & Robertson 2003; Chen 2004; Huang, 2014;) (Bandyopadhyay and Barua, 2016) التي تدعم التأثير الإيجابي اعتماداً على نموذج المفاضلة وفرضية تسلسل اختيار مصادر التمويل من حيث سوء تسعير الأصول أو نقص الاستثمار، ونظرية الوكالة نظراً لحقيقة أن الأصول تعمل كضمان للديون ولديها أيضاً قيمة تصفية أكبر.

وفي المقابل توصلت عدد من الدراسات (Cassar and Holmes 2003; Panno 2003;) (Bevan and Danbolt 2002) إلى نتائج عكسية في علاقة هيكل الأصول بمستوى الرافعة المالية وتبرر ذلك أنه إذا كان لدى الشركة المزيد من الأصول الثابتة، فقد يكون هذا مؤشراً على انخفاض الأصول المتداولة أو الأصول السائلة وقد يؤدي ذلك إلى علاقة سلبية مع ديون إضافية. كذلك، ينص (DeAngelo and Masulis 1980) على أنه إذا كانت نسبة الأصول الثابتة توفر بديلاً معقولاً لتوافر دروع ضريبية الاستهلاك، فمن المتوقع أن يكون لدى الشركات ذات المستويات العالية من الاستهلاك مستويات منخفضة من الديون. لذلك، سيُشمل ذلك علاقة سلبية بين الأصول الملموسة ومستوى الرافعة المالية.

كذلك توصلت عدد من الدراسات (Dakua, 2019; Panova, 2020) إلى أن هيكل الأصول يؤثر تأثيراً سلبياً على مستوى الرافعة المالية، في حين توصلت دراسات أخرى (Zaheer, et al, 2021; Sutomo, et al, 2020) إلى أن هيكل الأصول له علاقة تأثير إيجابية على الرافعة المالية في حين توصلت دراسة (Sudiyatno, et al, 2019)، إلى أن هيكل الأصول، لا يؤثر على هيكل رأس المال. وكذلك توصلت دراسة (Prieto and Lee, 2019) إلى أن ملموسية الأصول لها تأثير إيجابي على الاقتراض طويل الأجل ولكن لها تأثير سلبي على الاقتراض قصير الأجل. تتماشى هذه النتائج مع ملاحظات الشركات الباكستانية والفيتنامية.

¹ - ذكرت عدد من الدراسات أن من ضمن هذه المحددات الربحية ولكن تم استبعادها لأنه سيتم قياسها ضمن قياس الأداء المالي.



كذلك تناولت دراسة (Ahmed, et al, 2010) أثر خصائص الشركة على هيكل رأس المال لشركات التأمين في باكستان، وأوضحت النتائج أن هناك علاقة ضئيلة جداً إحصائياً بين الرافعة المالية وملموسية الأصول. ومن جهة أخرى اقترح (Khrawish and Khraiwesh, 2010) انه إذا قدمت الشركة أصولاً ملموسة عالية، فيمكن تخفيض تكاليف الوكالة للديون لأن الأصول الملموسة سهلة الضمانات. وبالتالي، فإن الإشارة إلى انخفاض تكلفة الوكالة للديون ستولد المزيد من الإنتاجية في قيمة الشركة.

ومن جهة أخرى فقد أكد (Bandyopadhyay and Barua, 2016) على ان الشركات التي تمتلك جزء كبير من المصانع والمعدات (الأصول الملموسة) تجعل خيار الديون هو الأكثر احتمالاً ويؤثر على أداء الشركة. كذلك أيضاً قد جادل (Ahmed, et al, 2010) بأن الشركات التي تحتفظ باستثمارات كبيرة في الأصول الملموسة سيكون لديها تكاليف قليلة للعسر المالي من الشركات التي تعتمد على الأصول الغير ملموسة، وكذلك قد اكدا على ان الأصول الملموسة تمثل المحددات الرئيسية لإدارة الشركة. اضافة الي ما سبق قد اوصى (Khrawish and Khraiwesh, 2010) بأن الشركات التي تمتلك مستوى مرتفع من الأصول الملموسة تميل إلى استخدام الديون قصيرة الأجل أكثر من الديون طويلة الأجل، وتوصلوا الي ان هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل الرافعة المالية وملموسية الأصول.

وفي ضوء نظريات هيكل رأس المال، تقترح نظرية الوكالة أنه يمكن استخدام الأصول المضمونة كأداة مراقبة للتحكم في المديرين، ومنع التهديدات بتحويل الثروة من أصحاب الديون إلى المساهمين. حيث يطلب المقرضون ضمانات لأنه يعتبر وعداً صريحاً على الديون. لذلك، من المتوقع وجود علاقة إيجابية بين هيكل الأصول (الملموسة) ومستوى الرافعة المالية (Jensen and Meckling 1976).

كذلك تفترض نظرية المفاضلة أن الشركات ذات الأصول الملموسة أقوى في مواجهة الضائقة المالية، وأن هذه الأصول تجعل الدين أكثر أماناً. حيث تزيد قابلية الأصول الملموسة من قيمة التصفية للشركة، وتقلل من مخاطر سوء التسعير وصعوبات الخسارة المالية في حالة الإفلاس (Brigham and Houston 2004). لذلك، تتوقع هذه النظرية أيضاً علاقة إيجابية بين هيكل الأصول (الملموسة) ومستوى الرافعة المالية.

كذلك تفترض نظرية المفاضلة ان الأصول الملموسة تُعتبر مصدراً للإنتاج، وستؤدي الي تسريع عملية الإنتاج وتحسين جودة المنتج، مما يؤدي إلى تحسين الأداء المالي (Brigham and Houston 2004). وأيضاً، تتمتع الشركات التي لديها أصول ملموسة بسمعة طيبة في

الحصول على الأموال حيث يتم استخدام الأصول الملموسة كضمان للديون الخارجية. ويؤدي استخدام هذه الاموال في مجالات استثمارية مربحة إلى أداء مالي أعلى، لذلك تفترض نظرية المفاضلة علاقة بين هيكل الاصول والأداء المالي (Abubakar, 2021).

ومن جهة اخري تفترض نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل أن الشركات تفضل الدين على حقوق الملكية، ويرجع ذلك إلى حقيقة أن الدين يعتبر أكثر ضماناً، وله تكاليف وكالة أقل وانه سيتم تغطية الطلب على الديون من خلال الأصول الملموسة (Myers and Majluf, 1984). لذلك، كلما زادت قابلية الأصول الملموسة، زاد الدين المضمون، وكذلك العلاقة الإيجابية المتوقعة (Sutomo, et al, 2020).

بناء على ما سبق سيتبع هذا البحث غالبية نظريات هيكل رأس المال التي تتوقع وجود علاقة ايجابية بين هيكل الأصول الملموسة ومستوى الرافعة المالية والأداء المالي للشركة، وبناء على ما سبق يفترض الباحث الآتي:

(1) يؤثر هيكل الاصول تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية على الرافعة المالية،

(2) يؤثر هيكل الاصول تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية على الاداء المالي.

ثانيا: فرص النمو

يمكن أن تكون البنوك أكثر عرضة لإقراض الشركات التي تقدم معدلات نمو عالية أو عند التفكير في فرص نمو الشركات المستقبلية ذات القيمة المرتفعة (Chen, 2004). وفي ضوء ذلك اختلفت النتائج التي توصلت اليها الدراسات السابقة حول علاقة فرص النمو بمستوي الرافعة المالية فنجد دراسة (Zaheer, et al, 2021) توصلت الي ان فرص النمو لها علاقة تأثير ايجابية على الرافعة المالية. في حين توصلت دراسة (Dakua, 2019) الي ان فرص النمو تؤثر تأثيرا سلبيا على مستوى الرافعة المالية.

وفي إطار نظريات هيكل رأس المال تفترض نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل أن الشركات النامية تعتمد على الأموال الداخلية أكثر من الاعتماد على الأموال الخارجية (Myers and Majluf, 1984). بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تكون فرص النمو مؤشراً على نجاح الشركة ومستوى الربحية الخاصة بها (Zaheer, et al, 2021). ومع ذلك، فإن الشركات ذات فرص النمو السريع تبحث عن المزيد من الديون بسبب نقص أرباحها الداخلية (AbdelKader, et al, 2017). في مثل هذه الحالة الخاصة، من المتوقع وجود علاقة إيجابية. كذلك تعتبر نظرية المفاضلة فرص النمو المستقبلية كأصول غير ملموسة لا يمكن ضمانها، وبالتالي فإن الشركات ذات الأصول غير الملموسة هي أقل ديوناً من تلك التي تمتلك أصولاً ملموسة (Brigham and



(Houston, 2004) وفقاً لهذه الحجج، من المتوقع وجود علاقة سلبية بين فرص النمو ومستوى الرافعة المالية (Sutomo, et al, 2020).

ومن جهة أخرى نظرية الوكالة لها دور مزدوج. وهي تفترض أن فرص النمو تزيد من قوة المديرين من خلال زيادة الموارد الخاضعة لسيطرتهم. لذلك، هناك حاجة للديون هنا للتحكم في السلوك الانتهازي للمديرين. على العكس من ذلك، قد يكون لدى الشركات التي تتمتع بفرص استثمار مستقبلية عالية مستويات ديون أقل بسبب الخوف من أصحاب الديون لتقييد الشركات من الاستثمار في فرص الاستثمار القيمة وإخراج الثروة لأنفسهم على حساب المساهمين (Jensen and Meckling 1976). لذلك توصل (Dakua, 2019) الي وجود علاقة سلبية بين فرص النمو ومستوى الرافعة المالية.

كذلك وبسبب مشكلة عدم تناسق المعلومات، فإن العديد من الشركات التي لديها فرص نمو عالية في المستقبل والتي تميل إلى إصدار ديون محفوفة بالمخاطر، قد تتخلى عن هذا الخيار لأنه يقلل من قيمة المساهمين وينقل الثروة إلى أصحاب الديون (Cassar and Holmes, 2003). لذلك، من المتوقع أيضاً وجود علاقة سلبية بين فرص النمو ومستوى الرافعة المالية.

بناء على ما سبق سيتبع هذا البحث غالبية نظريات هيكل رأس المال التي تتوقع وجود علاقة سلبية بين فرص النمو ومستوى الرافعة المالية والأداء المالي للشركة، وبناء على ما سبق يفترض الباحث الآتي:

- (1) تؤثر فرص النمو تأثيراً سلبياً (عكسياً) ذات دلالة إحصائية على الرافعة المالية،
- (2) تؤثر فرص النمو تأثيراً إيجابياً (طردياً) ذات دلالة إحصائية على الاداء المالي.

ثالثاً: حجم الشركة

درس عدد من الباحثين محددات أنماط / نماذج التمويل في الشركات (نسبة الديون إلى حقوق الملكية) مثل (Omet and Nobanee, 2001) ووجدوا أن الشركات الكبيرة تعقد الكثير من الديون في هيكل رأس مالها (تعتمد أكثر على الديون) من الشركات الصغيرة وأشاروا أيضاً إلى أن الشركات الكبيرة تميل إلى أن تعتمد أكثر على الديون طويلة الأجل بسبب الصراع بين المساهمين والمقرضين وكذلك توصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين نسب الرفع المالي وحجم الشركة.

كذلك توصلت عدد من الدراسات (Zaheer, et al, 2021; Gharaibeh, and Saqer,) (2020) الي ان حجم الشركة، له علاقة تأثير إيجابية على الرافعة المالية. وايضا توصلت دراسة (Prieto and Lee, 2019) الي ان حجم الشركة له تأثير إيجابي على الاقتراض طويل الأجل

ولكن له تأثير سلبي على الاقتراض قصير الأجل. تتماشى هذه النتائج مع ملاحظات الشركات الباكستانية والفيتنامية.

وفي ضوء نظريات هيكل رأس المال تتوقع نظرية الوكالة دورًا مزدوجًا للعلاقة بين حجم الشركة ومستوى الرافعة المالية. أولاً، تعتبر ملكية الشركات الكبيرة أكثر انتشارًا من ملكية الشركات الصغيرة. كما أن مالكي الشركات الكبيرة بعيدون جدًا عن القيام بدور أساسي في التحكم في الأنشطة داخل الشركة. لذلك تفضل هذه الشركات الكبيرة الديون طويلة الأجل للحصول على سيطرة جيدة على المديرين. تشير هذه الحجة إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة ومستوى الديون (Jensen and Meckling, 1976).

من ناحية أخرى، إذا تم لعب الأدوار المسيطرة من قبل المديرين الذين يهتمون أكثر بالمزايا التي تعود عليهم عن تلك التي تعود على المساهمين، فإنهم سيفضلون ديونًا أقل لتجنب مخاطر الإفلاس التي تشمل الخسارة الشخصية. تزداد أهمية هذا السلوك من قبل المديرين جنبًا إلى جنب مع حجم الشركة. عندما تصبح الشركة أكبر، تصبح قوة الإدارة أكبر في التحكم في موارد الشركة. هذا يؤثر على كفاءة الإدارة في التعامل مع البيئة الخارجية، لذلك من المتوقع وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة ومستوى الديون (Jensen and Meckling 1976).

من حيث عدم تناسق المعلومات، يعكس حجم الشركة مقدار المعلومات التي يمتلكها المستثمر الخارجي. نتيجة لذلك، يجب أن تتمتع الشركات الكبيرة بمزيد من الشفافية في المعلومات وأن تفصح عن معلومات أكثر من الشركات الصغيرة (Megginson, 1997). لهذا السبب، يجب أن تعتمد الشركات التي لديها درجة منخفضة من مشاكل المعلومات الغير متماثلة على المزيد من حقوق الملكية في تمويل استثماراتها وبالتالي ديون أقل. هذا يعكس علاقة سلبية بين حجم الشركة ومستوى الديون (Juca, et al, 2012).

تفترض نظرية المفاضلة أن الشركات الكبيرة أكثر تنوعًا، ولديها مخاطر أقل، وسمعة أفضل، وتدفقات نقدية أكثر استقرارًا، ومخاطر أقل تسعى الي التخلص منها (Brigham and Houston 2004). وهذا يجعل الشركات الكبيرة أسهل في التعامل مع تكاليف الديون الضئيلة، وبالتالي فإن هذه الشركات أقوى في مواجهة الإفلاس والضائقة المالية، وبالتالي، من المتوقع وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة ومستوى الدين (Gharaibeh, and Saqer, 2020).
بناء على ما سبق يفترض الباحث الآتي:

- (1) يؤثر حجم الشركة تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية على الرافعة المالية،
- (2) يؤثر حجم الشركة تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية على الاداء المالي.



رابعاً: مخاطر الاعمال

بما أن الاعتماد على الديون ينطوي على التزام بمدفوعات دورية، فإن الشركات ذات المديونية العالية معرضة لخطر تكاليف الضائقة المالية وربما تواجه حالة قريبة من الإفلاس (Zaheer, et al, 2021). تفترض نظرية المفاضلة أن تكاليف الإفلاس والضائقة المالية تقلل من حافز الشركة لاستخدام التمويل من خلال الديون. كذلك زيادة التقلبات في الأرباح تزيد من احتمالية حدوث ضائقة مالية وتكاليف الإفلاس لأن الشركات قد لا تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها المتعلقة بالديون. نتيجة لذلك، تقل قدرة ديون الشركة مع زيادة تقلب الأرباح، يؤدي هذا إلى علاقة عكسية (سلبية) متوقعة بين مخاطر الاعمال التي تتعرض لها الشركة ومستوى الرافعة المالية (Brigham and Houston 2004). وفي ضوء ذلك توصلت عدد من الدراسات (Dakua, 2020; Gharaibeh, and Saqer, 2019) الي ان مخاطر الاعمال تؤثر تأثيرا سلبيا على مستوى الرافعة المالية.

من منظور نظرية الوكالة، يتم استخدام الدين كأداة رقابية لمنع المديرين من استخدام موارد المنظمة لخدمة مصالحهم الشخصية من خلال توجيهها الي الاستثمار في المشاريع السلبية. وعلي ذلك كلما زادت احتمالية تكاليف الوكالة، زاد الدين المطلوب (Jensen and Meckling1976). هذا يتوقع وجود علاقة إيجابية بين مخاطر الاعمال ومستوى الرافعة المالية. وفي ضوء ذلك توصلت دراسة (Sudiyatno, et al, 2019)، مخاطر الأعمال لا يؤثر على هيكل رأس المال.

كذلك وفقاً لنظرية الوكالة، يجب أن يكون العائد المطلوب للمستثمرين مناسباً لمخاطرهم في الشركة. وبالتالي سيطلب المساهمون عائداً مرتفعاً من أجل تحمل المخاطر المتعلقة بالإفلاس والضائقة المالية نظراً لأن لأصحاب الديون الأولوية في حالة الإفلاس (Jensen and Meckling1976). أيضاً، سيطلب أصحاب الديون عوائد اعلي على اموالهم لتحمل مخاطر تعارض الوكالة مع المساهمين والإدارة. سيشجع هذا المديرين على تعظيم أداائهم من أجل تلبية طلبات هؤلاء المستثمرين وكذلك أصحاب الديون، مما قد يشير إلى وجود علاقة بين مخاطر الشركة وأداائها.

بناء على ما سبق يفترض الباحث الاتي:

- (1) تؤثر مخاطر الاعمال تأثيرا سلبيا (عكسيا) ذات دلالة إحصائية على الرافعة المالية،
- (2) تؤثر مخاطر الاعمال تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية على الاداء المالي.

خامسا: الوفر الضريبي بخلاف الفوائد

تعتبر الوفورات الضريبية الناتجة عن خصم الفائدة حجر الزاوية في نظرية المفاضلة لهيكل رأس المال. ويرجع ذلك الي ان مدفوعات الفائدة المرتبطة بالديون معفاة من الضرائب، في حين أن المدفوعات المرتبطة بحقوق الملكية مثل توزيعات الأرباح ليست معفاة من الضرائب (DeAngelo and Masulis 1980). وعلي ذلك يمكن اعتبار الدروع الضريبية غير المتعلقة بالديون بدائل للمزايا الضريبية الناتجة عن الديون. لذلك، فإن الدافع الرئيسي لاستخدام الديون على حقوق الملكية هو توفير ضريبة الشركات (Brigham and Houston 2004). وبالتالي تقلل الدروع الضريبية الأعلى غير المتعلقة بالديون الفوائد الضريبية المحتملة للديون؛ وبالتالي من المتوقع حدوث تأثير سلبي بين الدروع الضريبية غير المتعلقة بالديون ومستوى الدين (Zaheer, et al, 2021).

في ضوء ما سبق توصلت دراسة (Gharaibeh, and Saqer, 2020) الي ان الوفر الضريبي بخلاف الفوائد له تأثير إيجابي معنوي على مستوى الرافعة المالية. وفي المقابل توصلت دراسة (Zaheer, et al, 2021; Dakua, 2019) الي أن الوفر الضريبي بخلاف الفوائد له علاقة تأثير سلبية على الرافعة المالية. في حين توصلت دراسة (Sudiyatno, et al, 2019)، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد لا يؤثر على هيكل رأس المال.

بناء على ما سبق ووفقا لنظرية المفاضلة، فإن الميزة الرئيسية للوفر الضريبي بخلاف الفوائد هي الوفورات الضريبية التي تم الحصول عليها من خلال استخدام الديون. ربما يتم استخدام هذه الوفورات في مجالات استثمارية مربحة، ويعكس ذلك وجود علاقة بين الوفر الضريبي بخلاف الفوائد والأداء المالي للشركة. ومع ذلك، فإن المزيد من الوفر الضريبي بخلاف الفوائد يقلل من فوائد الدروع الضريبية الناتجة عن استخدام الدين وبالتالي قد يشير إلى وجود علاقة سلبية مع الأداء. لا توجد دراسات سابقة بخصوص الوفر الضريبي بخلاف الفوائد وأثرها على الأداء المالي. لذلك، من المفيد التحقق من هذه العلاقة لعينة البحث. بناء على ما سبق يفترض الباحث الآتي:

(1) يؤثر الوفر الضريبي بخلاف الفوائد تأثيرا سلبيا ذات دلالة إحصائية على الرافعة المالية،

(2) يؤثر الوفر الضريبي بخلاف الفوائد تأثيرا سلبيا ذات دلالة إحصائية على الاداء المالي.

سادسا: السيولة

السيولة هي قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل؛ يتم تعريفها على أنها نسبة الأصول المتداولة إلى الالتزامات المتداولة. ولذلك السيولة لها تأثيرات مختلفة على اختيار هيكل رأس المال، حيث قد يكون لدى الشركات ذات السيولة العالية ديون عالية بسبب قدرتها على



الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل مما يعني وجود علاقة إيجابية بين السيولة ومستوى الرافعة المالية (Ahmed, et al, 2018; Dakua, 2019). في حين توصلت دراسة (Sudiyatno, et al, 2019; Prieto and Lee, 2019)، الي ان السيولة لها تأثير سلبي معنوي علي هيكل رأس المال.

من ناحية أخرى، ووفقاً لنظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل، فإن الشركات ذات السيولة العالية لديها خيار استخدام أصولها كمصدر تمويل داخلي بدلاً من إصدار الديون لتمويل استثماراتها (Myers 1984). هذا يدل على وجود علاقة سلبية لتوافر السيولة على استخدام الرافعة المالية (Bevan and Danbolt, 2002). علاوة على ذلك، فيما يتعلق بنظرية الوكالة، يمكن استخدام سيولة أصول الشركة لإظهار مدى إمكانية التلاعب بهذه الأصول من قبل المساهمين على حساب حاملي السندات، وهذا يعني وجود علاقة سلبية بين السيولة ومستوى الرافعة المالية أيضاً (Prieto and Lee, 2019).

إضافة الي ما سبق ووفقاً لنظرية المفاضلة، يشير وضع السيولة المرتفع للشركة إلى أن هذه الشركة قوية بما يكفي لمواجهة أي مشاكل مالية قصيرة أو طويلة الأجل؛ يمكن لهذه الشركة القوية أن تؤدي أداءً أفضل من شركة ضعيفة لديها مركز سيولة ضعيف في بياناتها المالية (Brigham and Houston 2004). قد يشير هذا إلى ان السيولة تؤثر إيجابيا على الأداء المالي للشركة. بناء على ما سبق يفترض الباحث الاتي:

- (1) تؤثر السيولة تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية على الرافعة المالية للشركة،
 - (2) تؤثر السيولة تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية على الاداء المالي للشركة.
- المحور الثاني تحليل الدراسات التي تناولت العلاقة بين مستوى الرافعة المالية والأداء المالي للشركة في ضوء نظريات هيكل رأس المال

تتوقع نظريات هيكل رأس المال المختلفة علاقة مختلفة بين مستوى الرافعة المالية وأداء الشركة المالي. لم يتنبأ (Modigliani and Miller, 1958) في نظريتهم عدم الارتباط بعدم وجود علاقة بين مستوى الرافعة المالية والأداء. من ناحية أخرى، يؤكد (Modigliani and Miller, 1963) على ان ارتفاع مستوى الرافعة المالية يؤدي إلى تحسين أداء الشركة بسبب المزايا الضريبية للديون.

وفقاً لنظرية الإشارات، يمتلك المديرون حوافز واضحة لاستخدام الإشارات لتمييز شركتهم عن المنافسين الأضعف؛ واحدة من الإشارات الهامة المستخدمة في ذلك هو استخدام الرافعة المالية (Ahmed, et al, 2018). حيث يشير استخدام الرافعة المالية إلى أخبار جيدة تعكس أن

الشركة تعمل بشكل جيد ويمكنها دفع تكلفة الديون، كما أن المديرين واثقون من المستقبل. هذا يشجع المستثمرين على القيام بالاستثمارات في الشركة، وبالتالي يؤدي إلى أداء متفوق للشركة (Abubakar, 2021). وفي المقابل يشير الاعتماد على الأسهم في تمويل الشركة إلى أخبار سيئة مفادها أن المديرين لا يمكنهم تحمل الديون لأنهم لا يستطيعون سداد تكلفتها، وربما يعني ذلك أن الأرباح ستخفض في المستقبل. هذه المؤشرات ستثني الأطراف المختلفة عن القيام باستثمارات في الشركة، وبالتالي تؤدي إلى ضعف الأداء (Margaritis and Psillaki, 2010).

في ضوء ما سبق، تناولت دراسة (Dinh and Pham, 2020) تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي لشركات الأدوية المدرجة في سوق الأوراق المالية في فيتنام خلال الفترة من 2015-2019. وذلك باستخدام العائد على حقوق الملكية كمتغير تابع وأربعة متغيرات مستقلة، بما في ذلك التمويل الذاتي والرافعة المالية والأصول طويلة الأجل ونسب الدين إلى الأصول. وتوصلت الدراسة أن الرافعة المالية ونسبة الأصول طويلة الأجل، ونسبة الدين إلى الأصول لها علاقة إيجابية مع الأداء المالي للشركة، وفي الوقت نفسه يؤثر التمويل الذاتي تأثيراً سلبياً على العائد على حقوق الملكية. بناءً على النتائج، أوصت الدراسة أنه يتعين على شركات الأدوية بناء هيكل رأسمالي أكثر منطقية مع نسبة دين أعلى من حقوق الملكية، وتنوع قنوات الحصول على القروض مثل إصدار سندات طويلة الأجل. بالإضافة إلى ذلك، يجب على الشركات توسيع النطاق بشكل مناسب للحفاظ على التنمية والقدرة على سداد الديون.

كذلك استهدفت دراسة (Ahmed, et al, 2018) التحقيق في المستوى الأمثل لهيكل رأس المال الذي يمكن للشركات اعتماده لتحسين أدائها المالي في ضوء ديناميكيات الصناعة والظروف الاقتصادية للبلد. تم جمع البيانات السنوية للفترة 2005-2014 من الأوراق المالية المدرجة في مؤشر بورصة كراتشي (KSE 100) لتحليل تأثير الرافعة المالية على أداء الشركات. واستخدمت الدراسة العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، و $TOBIN's Q$ لقياس الأداء المالي. تشير النتائج التي توصلت إليها دراسة (Ahmed, et al, 2018) إلى أن هيكل رأس المال يرتبط بعلاقة سلبية مع عوائد الأصول مما يشير إلى أن الشركات المدرجة عند زيادة قاعدة رأس المال الإجمالية قد تفكر أيضاً في الاستخدام الكامل للموارد الإضافية. كذلك توصلت الدراسة إلى أنه قد لا ينتج عن زيادة رأس المال من خلال الرافعة المالية النمو المرغوب في الأرباح حيث تحتاج الشركات أيضاً إلى تحمل تكلفة الفائدة المرتفعة في السنوات الأولى مقارنةً بما بعد ذلك. كذلك يؤدي زيادة رأس المال من خلال حقوق الملكية أيضاً إلى زيادة قاعدة رأس المال حيث يكون



إجمالي الأصول أعلى بكثير في القيمة مما يؤدي إلى انخفاض العائد على الأصول. كذلك توصلت الدراسة الي ان العائد على حقوق الملكية يتأثر بنسبة الرافعة المالية، حيث توجد علاقة سلبية تشير إلى أن زيادة الرافعة المالية قد تقلل من العوائد الناتجة عن الشركة على حقوق الملكية. إضافة الي ما سبق تناولت دراسة (Abubakar, 2021) تأثير الدين على الأداء المالي، باستخدام بيانات من التقارير السنوية لسبع شركات نفط وغاز في نيجيريا خلال الفترة 2005-2018. وتم قياس الدين من خلال نسبة الدين قصير الأجل (STDR) ونسبة الدين طويل الأجل (LTDR) ونسبة إجمالي حقوق الملكية (TDER) على الأداء المالي، ويقاس بالعائد على حقوق الملكية (ROE). تشير نتائج الدراسة إلى أن كلا من نسبة الدين قصير الأجل ونسبة الدين طويل الأجل ليس لهما تأثير كبير على الأداء المالي، وأن نسبة إجمالي حقوق الملكية له تأثير سلبي معنوي على الأداء المالي. خلصت الدراسة إلى أن الدين الأعلى لشركات النفط والغاز المدرجة في نيجيريا يقلل من ثروة المساهمين. الآثار الاستثمارية لهذا الاستنتاج هو أن شركات النفط والغاز يجب أن تنظر بعناية أكبر في قيمة تعظيم المنفعة للديون مقابل حقوق الملكية.

ومن جهة اخري، تناولت دراسة (Emmanuel, 2022) تأثير السيولة والرافعة المالية على الأداء المالي للشركات النيجيرية المسجلة باستخدام بيانات 17 شركة سلع استهلاكية مدرجة في البورصة النيجيرية باستخدام التقرير السنوي للفترة 2012 - 2017. الهدف من الدراسة هو تحديد تأثير السيولة على الربحية وتحديد تأثير الرافعة المالية على الربحية. توصلت نتائج الدراسة الي ان مقاييس الرافعة المالية - درجة الرافعة التشغيلية والرافعة المالية والمشاركة لها تأثير كبير على الأداء المالي. ومع ذلك، لم تتمكن الدراسة من تقديم دليل تجريبي لدعم مقاييس السيولة - نسبة السيولة ونسبة الأصول السريعة التي لها تأثير كبير على الأداء المالي للشركات. توصي الدراسة بأنه لتحسين مستوى الربحية، يجب على مديري الشركات وكبار صانعي القرار في شركات السلع الاستهلاكية المدرجة في نيجيريا الاستفادة من الدرع الضريبي للديون من الاهتمام بالهيكل المالي للشركات وتطوير استراتيجيات قوية من شأنها مراقبة وإدارة متطلبات السيولة بكفاءة.

بالإضافة إلى ذلك، يجادل (Fattouh, Harris and Scaramozzino, 2008) بأن الاعتماد على الديون في حد ذاته يمكن أن ينتج معلومات؛ حيث يشير سداد الديون إلى أن الدخل يتجاوز مبلغ السداد، وهذا يعكس أفكار جيدة للمستثمرين حول استثمارات الشركة. هذه المعلومات الناتجة عن عقد الديون مفيدة لأنها تتيح للمستثمرين اتخاذ قرارات تشغيلية أفضل. مما سبق، يتوقع نموذج المعلومات غير المتماثل أيضاً علاقة إيجابية بين مستوى الرافعة المالية والأداء المالي.

كذلك تنص نظرية المفاضلة (Miller, 1977) على أن الشركة يكون لديها حافزاً لاستخدام الديون وستواصل القيام بذلك حتى يؤدي الاعتماد المفرط على الرافعة المالية إلى رفع أسعار الفائدة إلى النقطة التي يتم فيها تعويض المزايا الضريبية لخصم الفائدة تماماً بمعدلات أعلى. بمعنى آخر، ستستخدم الشركة الدين حتى المستوى الأمثل للدين الذي يحدث من خلال المفاضلة بين فوائد وتكاليف ذلك الدين (Allen, et al, 2013). وعلي ذلك تتوقع نظرية المفاضلة وجود علاقة إيجابية بين مستوى الرافعة المالية وأداء الشركة حتى الوصول الي المزيج الأمثل لهيكل رأس المال، حيث يقلل مزيج هيكل رأس المال المناسب من تكلفة رأس مال الشركة مما يؤدي بالتالي إلى زيادة أداء الشركة المالي.

أيضا تقترح نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Jensen 1986) أن استخدام الدين يمكن أن يقلل التدفق النقدي الحر المتاح للمديرين ويقيدهم أو يشجعهم على العمل بشكل أكبر لصالح المساهمين. وعلي ذلك يستخدم الدين للسيطرة على السلوك الانتهازي للمديرين عن طريق تقليل التدفقات النقدية الحرة في أيديهم (Prieto and Lee, 2019). سيؤدي هذا إلى منع الاستثمار في المشاريع السلبية من خلال إلزام الإدارة بدفع مدفوعات الفائدة الثابتة. وعلي ذلك وفقاً لنظرية الوكالة، من المتوقع وجود علاقة سلبية بين مستوى الرافعة المالية وأداء الشركة (Hasan, et al, 2014).

وفقاً للمناقشة أعلاه، تنص معظم نظريات هيكل رأس المال على وجود علاقة بين مستوى الرافعة المالية والأداء المالي للشركة. وكذلك على وجود علاقة بين محددات هيكل رأس المال ومستوى الرافعة المالية من جهة وبين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي من جهة أخرى لذلك، يفترض هذا البحث الفروض التالي:

- تؤثر الرافعة المالية للشركة تأثيراً سلبياً ذات دلالة إحصائية على الاداء المالي للشركة
- تؤثر الرافعة المالية على العلاقة بين محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) والاداء المالي للشركة
- تتوسط الرافعة المالية العلاقة بين محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) والاداء المالي للشركة.



مشكلة البحث

تحتاج الشركات إلى التفكير في زيادة رأس المال ويكون امامها مصدرين رئيسيين، إما الاقتراض من سوق الدين أو استخدام حقوق الملكية. ولذلك معدل الديون إلى حقوق الملكية مهم جداً للمفاضلة بين المخاطرة والعائد. ويعتبر اتخاذ مثل هذا القرار التمويلي تحدياً للشركة حيث يتعين عليها اختيار أفضل هيكل تمويلي يمكن أن يزيد من قيمة الشركة وبالتالي ثروة المساهمين (Zaheer, et al, 2021). وبالرغم من ذلك هناك العديد من العوامل (مثل مخاطر الشركة ونموها) التي تؤثر على قدرة الشركة على الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية، وبالتالي فإن تحديد مكونات هيكل رأس المال هو مهمة صعبة حيث انه قد يتطلب ان تقوم الشركة بإصدار عدد من الأوراق المالية في خليط من الديون وحقوق الملكية بشكل يعظم أدائها المالي (Emmanuel, 2022).

كذلك تكمن أهمية محددات هيكل رأس المال في معرفة المزيج الأمثل لهيكل رأس المال، الذي يؤثر على الأداء المالي للشركة من حيث قيمة المساهمين (Abubakar, 2021). وبالتالي، يمكن النظر الي الرافعة المالية على انها بمثابة جسر بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة، ومن ثم تعتبر محددات هيكل رأس المال مهمة للإدارة المالية. وفي هذا الشأن تقترح نظرية المفاضلة (Trade-Off Theory) مزيجاً مثالياً من الديون وحقوق الملكية للشركة لتحقيق الحد الأدنى من تكلفة هيكل رأس المال. توجد بعض الدراسات السابقة (Juca, et al, 2014; Huang, 2012) حول محددات هيكل رأس المال والتي توصلت الي أن بعض العوامل تؤثر على هيكل رأس المال الذي يؤدي إلى الحد الأدنى من تكلفة رأس المال؛ ولذلك يجب على المديرين الماليين أن يكرسوا وقتهم وجهدهم لتلك المحددات.

إضافة الي ما سبق تعتبر مشكلة الوكالة (Agency Problem) قضية مهمة في معظم الشركات بسبب فصل الملكية عن الادارة. حيث قد يؤدي هذا إلى جهود عمل غير كافية من قبل المديرين وجعلهم أكثر اهتماماً بامتيازاتهم الشخصية، أو اختيار السياسات التي تناسب تفضيلاتهم الخاصة، ونتيجة لذلك تفشل في تعظيم أداء الشركة (Jensen and Meckling 1976). ولذلك تستخدم الرافعة المالية للسيطرة على السلوك الانتهازي للمديرين عن طريق تقليل التدفقات النقدية الحرة التي تكون تحت سيطرتهم وبالتالي تقيدهم أو تشجيعهم على العمل بشكل أكبر لصالح المساهمين. كذلك تمنع الرافعة المالية الاستثمار في الاستثمارات السلبية من خلال إلزام الإدارة بدفع مدفوعات الفائدة الثابتة (Boodhoo, 2009).

ومع ذلك، لا توجد دراسات بحثية لإظهار ما إذا كانت التكلفة الدنيا المتوقعة لرأس المال تعكس أيضاً الحد الأقصى من الأداء المالي وتحقيق الاستفادة القصوى للمساهمين (Dinh and Pham, 2020). نتيجة لذلك، هناك نقص في البحث التجريبي للتحقق مما إذا كانت محددات هيكل رأس المال تؤثر بشكل مباشر على الأداء المالي وثروة المساهمين. ويمثل ذلك أهمية كبيرة للإدارة لأنه إذا كانت محددات هيكل رأس المال لا تؤدي إلى زيادة قيمة المساهمين، فلا داعي للمديرين الماليين ان يهتموا بهذه المحددات (Gharaibeh, and Saqer, 2020). ومع ذلك، قد لا ينتبه المديرون في الممارسة العملية لهذه المحددات حتى لو كان لديهم تأثيرات نظرية على الأداء المالي. لذلك يحاول هذا البحث سد هذه الفجوة من خلال التحقيق فيما إذا كانت هناك صلة بين محددات هيكل رأس المال وأداء الشركة في سياق جمهورية مصر العربية، وما إذا كان مستوى الرافعة المالية يلعب دوراً وسيطاً ومعدلاً في مثل هذه العلاقة إن وجدت ام لا.

بناء على ما سبق يمكن توضيح مشكلة البحث في التساؤلات الآتية:

- ما هو أثر محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفرة الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) على الرافعة المالية للشركات؟
- ما هو أثر محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفرة الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) على اداء البنك المالي؟
- ما هو أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات؟
- ما هو أثر توسط الرافعة المالية العلاقة بين محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفرة الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) والاداء المالي للشركة؟
- ما هو أثر الرافعة المالية على العلاقة بين محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفرة الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) واداء المالي للشركة؟

أهمية البحث:

وفقاً للمناقشة أعلاه، تأتي أهمية هذا البحث من جوانب عديدة:

- أولاً: يعتبر البحث تدعيماً للجهود البحثية المحدودة حول العلاقة المباشرة بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة في سياق جمهورية مصر العربية من منظور نظريات هيكل رأس المال، والتي تعتبر حقلاً من حقول المعرفة التي تحتاج إلى المزيد من الدراسات.



ثانياً: هذا هو البحث الأولى (في حدود اطلاع الباحث) الذي يختبر الدور الوسيط والمعدل لمستوى الرافعة المالية في العلاقة المباشرة بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة المذكورة أعلاه. حيث انه من الناحية النظرية، فإن المزيج الأمثل لهيكل رأس المال يقلل من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة؛ هذا يزيد من الأداء المالي للشركة من حيث تحقيق الاستفادة القصوى للمساهمين. وبالتالي، يمكن أن يكون مستوى الرافعة المالية بمثابة جسر بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة.

ثالثاً: هناك القليل من الأدلة حول العلاقة بين مستوى الرافعة المالية والأداء المالي للشركة. يعتمد سبب النظر في هذه العلاقة على الدور المهم للرافعة المالية كألية رقابية على سلوك المديرين، ودورها في موازنة مصالح المديرين والمساهمين.

رابعاً: تقديم مقترحات لمساعدة المستثمرين لمعرفة أهمية الرافعة المالية وأثرها على محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) والأداء المالي في الشركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية.

وبالتالي فإن ذلك يمثل قصورا في البحوث السابقة وهو ما يحاول الباحث معالجته في هذا البحث وبالتالي فهو يعالج الفجوة البحثية في تلك العلاقات.

أهداف البحث:

يهدف البحث الي تحقيق ما يلي:

- 1- قياس وتحليل أثر محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة المصرية (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) على مستوى الرافعة المالية بها
- 2- قياس وتحليل أثر محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) على الاداء المالي للشركة.
- 3- قياس وتحليل أثر الرافعة المالية على العلاقة بين محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) والاداء المالي للشركة.

4- قياس وتحليل أثر توسط الرافعة المالية العلاقة بين محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) والاداء المالي للشركة

5- قياس وتحليل أثر الرافعة المالية للشركة على أدائها المالي

6- الخروج بنتائج وتوصيات تساهم في زيادة إدراك المستثمرين والمديرين الماليين لأهمية علاقة تأثير محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة والي أي مدي تؤثر درجة الرافعة المالية للشركة على تلك العلاقة

وعلي ذلك يمكن تحديد اهداف البحث الي أربعة اهداف رئيسية ; الأول دراسة العلاقة بين محددات هيكل رأس المال ومستوى الرافعة المالية لتحديد أهم محددات هيكل رأس المال. الثاني هو فحص العلاقة بين مستوى الرافعة المالية والأداء المالي للشركة. الثالث هو التحقيق في العلاقة المباشرة بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة. الهدف الرابع المهم لهذا البحث هو اختبار الدور الوسيط والمعدل لمستوى الرافعة المالية في العلاقة بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة.

فروض البحث والنموذج المقترح:

الفرض الرئيسي الأول (H.1) تؤثر محددات هيكل رأس المال على الرافعة المالية للشركة

- H1.1 يؤثر هيكل الاصول تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية علي الرافعة المالية.
- H1.2 تؤثر فرص النمو تأثيرا سلبيا (عكسيا) ذات دلالة إحصائية علي الرافعة المالية.
- H1.3 يؤثر حجم الشركة تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية علي الرافعة المالية.
- H1.4 تؤثر مخاطر الاعمال تأثيرا سلبيا (عكسيا) ذات دلالة إحصائية علي الرافعة المالية.
- H1.5 يؤثر الوفر الضريبي بخلاف الفوائد تأثيرا سلبيا (عكسيا) ذات دلالة إحصائية علي الرافعة المالية.

H1.6 تؤثر السيولة تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية علي الرافعة المالية.

الفرض الرئيسي الثاني (H.2) تؤثر محددات هيكل رأس المال على الاداء المالي للشركة

- H2.1 يؤثر هيكل الاصول تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية علي الاداء المالي.
- H2.2 تؤثر فرص النمو تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية علي الاداء المالي.
- H2.3 يؤثر حجم الشركة تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية علي الاداء المالي.
- H2.4 تؤثر مخاطر الاعمال تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية علي الاداء المالي.



H2.5 يؤثر الوفر الضريبي بخلاف الفوائد تأثيرا سلبيا (عكسيا) ذات دلالة إحصائية علي الاداء المالي.

H2.6 تؤثر السيولة تأثيرا ايجابيا (طرديا) ذات دلالة إحصائية علي الاداء المالي للشركة
الفرض الرئيسي الثالث (H.3) تؤثر الرافعة المالية على العلاقة بين محددات هيكل رأس المال والاداء المالي للشركة

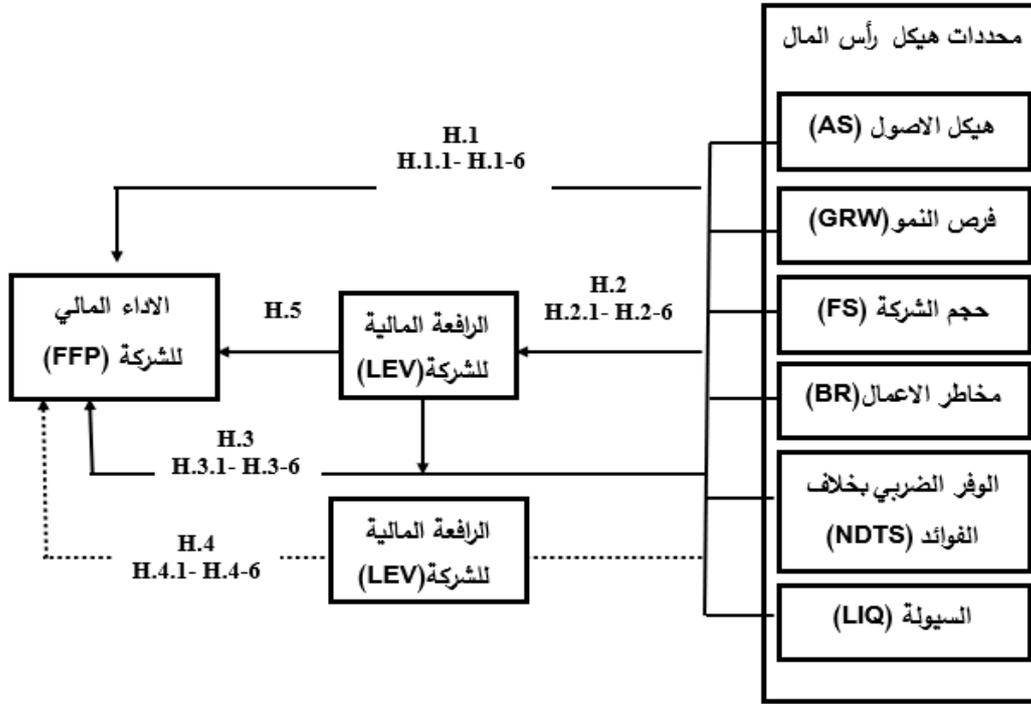
- H3.1 تؤثر الرافعة المالية على العلاقة بين هيكل الاصول والاداء المالي للشركة
- H3.2 تؤثر الرافعة المالية على العلاقة بين فرص النمو والاداء المالي للشركة
- H3.3 تؤثر الرافعة المالية على العلاقة بين حجم الشركة والاداء المالي للشركة
- H3.4 تؤثر الرافعة المالية على العلاقة بين مخاطر الاعمال والاداء المالي للشركة
- H3.5 تؤثر الرافعة المالية على العلاقة بين الوفر الضريبي بخلاف الفوائد والاداء المالي.
- H3.6 تؤثر الرافعة المالية على العلاقة بين السيولة والاداء المالي للشركة

الفرض الرئيسي الرابع (H.4) تتوسط الرافعة المالية العلاقة بين محددات هيكل رأس المال والاداء المالي للشركة

- H4.1 تتوسط الرافعة المالية علاقة التأثير الايجابية لهيكل الاصول على الاداء المالي.
- H4.2 تتوسط الرافعة المالية علاقة التأثير الايجابية لفرص النمو على الاداء المالي.
- H4.3 تتوسط الرافعة المالية علاقة التأثير الايجابية لحجم الشركة على الاداء المالي.
- H4.4 تتوسط الرافعة المالية علاقة التأثير الايجابية لمخاطر الاعمال على الاداء المالي.
- H4.5 تتوسط الرافعة المالية علاقة التأثير السلبية للوفر الضريبي بخلاف الفوائد على الاداء المالي.

H4.6 تتوسط الرافعة المالية علاقة التأثير الايجابية للسيولة على الاداء المالي للشركة
الفرض الخامس (H.5) تؤثر الرافعة المالية للشركة تأثيرا سلبيا (عكسيا) ذات دلالة إحصائية على الاداء المالي للشركة

نموذج البحث



المصدر : اعداد الباحث

منهجية البحث

تحقيقاً لأهداف البحث واختبار فروضه، يقوم الباحث بدراسة تطبيقية تتضمن أهداف الدراسة التطبيقية، مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية، توصيف وقياس متغيرات البحث، أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية، تحليل النتائج واختبار فروض البحث.

(أولاً) أهداف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث، من خلال قياس تأثير محددات هيكل رأس المال على مستوى الرافعة المالية قياساً على ادبيات سابقة في بيئة عمل مختلفة (Chen and Liao, 2014; Huang, 2014; Zeitun, et al, 2017). وقياس تأثير مستوى الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات قياساً على ادبيات سابقة في بيئة عمل مختلفة (AbdelKader, et al, 2017; Zaheer, et al, 2021; Sudiyatno, et al, 2019). وقياس تأثير محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات وما إذا كان لمستوى الرافعة المالية دوراً وسيطاً ومعدلاً لهذه العلاقة- ان وجدت ام لا، قياساً على ادبيات سابقة في بيئة عمل



مختلفة (Fosu, 2013; Bandyopadhyay and Barua, 2016; Detthamrong, et al, 2017).

(ثانيا) مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية:

يتمثل مجتمع الدراسة التطبيقية في كافة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية في مختلف القطاعات خلال الفترة من 2015 حتى 2019⁽²⁾، ويتم اختيار مفردات عينة الدراسة (عينة حكمية) من تلك الشركات وفقاً للاعتبارات التالية:

- تقتصر الدراسة التطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2015 وحتى 2019، والتي يجري عليها تعامل نشط بما يخدم أهداف الدراسة.
- أن تتوافر البيانات المتعلقة بمتغيرات البحث خلال الفترة من 2015 وحتى 2019.
- يتم استبعاد البنوك والمؤسسات المالية كما هو الحال في معظم الدراسات السابقة؛ نظراً لطبيعتها الخاصة ولخضوعها لقوانين ولوائح تنظيمية خاصة بها تختلف عن تلك التي تخضع لها بقية الشركات.
- يتم استبعاد الشركات التي تعد قوائمها المالية بعملة خلاف الجنيه المصري، تفادياً لتقلبات أسعار صرف العملات.
- وبناء على الاعتبارات السابقة فإنه يمكن تحديد إجراءات اختيار عينة الدراسة التطبيقية من خلال الجدول التالي جدول (1):

جدول رقم (1): إجراءات اختيار عينة البحث

عدد المشاهدات	عدد الشركات خلال فترة الدراسة					بيان
	2019	2018	2017	2016	2015	
1103	218	220	222	222	221	مجتمع الدراسة
(230)	(44)	(48)	(47)	(46)	(45)	يخصم: البنوك والمؤسسات المالية
873	174	172	175	176	176	عينة الدراسة

المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية (2015 – 2019)

وقد تم الاعتماد على نموذج Thompson, 2012 لتحديد حجم العينة، من خلال المعادلة التالية:

² - اختار الباحث هذه الفترة الزمنية لتمثل الفترة محل البحث الحالي؛ نظراً لإمكانية وسهولة الحصول على البيانات المتعلقة بمتغيرات البحث خلال هذه الفترة.

$$N = \frac{Np(1-p)}{(N-1) \left(\frac{d^2}{z^2} \right) + p(1-p)}$$

حيث:

n = حجم العينة

N = حجم المجتمع ، اجمالي عدد المشاهدات خلال الخمسة سنوات 873 مشاهدة.

Z^2 = مربع الدرجة المعيارية عند مستوى الثقة 95% (1.96).

d^2 = معدل مربع الخطأ (0.05).

P = الاحتمالية او النسبة المتبقية للخاصية (50%)

وبعد تطبيق المعادلة السابقة، يبلغ الحد الأدنى لحجم العينة 267 مشاهدة.. وقد بلغ حجم عينة البحث 355 مشاهدة (71 شركة × 5)، وتم استبعاد 35 مشاهدة لعدم توافر بيانات لقياس بعض المتغيرات ومن ثم يصل عدد المشاهدات الي 320 مشاهدة عند اختبار فروض البحث.

(ثالثا) طريقة قياس متغيرات البحث

يوضح الجدول التالي (2) طريقة قياس متغيرات البحث من حيث المتغيرات المستقلة والمتغير

التابع والوسيط والمعدل بناء على الدراسات السابقة

جدول (2) طريقة قياس متغيرات البحث

المتغيرات المستقلة (محددات هيكل رأس المال)		
وذلك قياسا على الادبيات السابقة (Zaheer, et al, 2021; Sudiyatno, et al, 2019; Dinh and Pham, 2020; Dakua, 2019; Sutomo, et al, 2020; Gharaibeh, and Saqer, 2020; (Chen and Liao, 2014; Huang, 2014; Zeitun, Temimi and Mimouni, 2017		
البنود المطلوبة للمقياس	طريقة القياس	المتغير (الرمز)
- الاصول الثابتة - اجمالي الاصول	معدل الاصول الثابتة الي اجمالي الاصول	هيكل الاصول (AS)
- مبيعات العام الحالي - مبيعات العام السابق - اجمالي الاصول العام الحالي - اجمالي الاصول العام السابق	معدل النمو في المبيعات (GRW1) معدل النمو في اجمالي الاصول (GRW2)	فرص النمو (GRW)
- عدد الاسهم × سعر السهم في نهاية العام	معادلة Tobin's Q (GRW3)	



	(القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للديون) ÷ القيمة الدفترية لحقوق الملكية والديون	
اجمالي اصول الشركة كل عام	لوغارتم اجمالي الاصول	حجم الشركة (FS)
- الدخل قبل الفوائد والضرائب - اجمالي الاصول	معدل تقلب الدخل: الانحراف المعياري للنسبة السنوية للتغير في دخل التشغيل قبل الفوائد والضرائب والاهلاك ÷ اجمالي الاصول (EBIT/TA)	مخاطر الاعمال (BR)
- اجمالي الاهلاك السنوي - اجمالي الاصول - دخل التشغيل	معدل اجمالي الاهلاك السنوي الي اجمالي الاصول أو نسبة دخل التشغيل الي اجمالي دخل التشغيل	الوفر الضريبي بخلاف الفوائد (NDTS)
- الاصول المتداولة - الالتزامات المتداولة	نسبة التداول الاصول المتداولة ÷ الالتزامات المتداولة	السيولة (LIQ)
المتغير التابع والوسيط والمعدل (الرافعة المالية)		
وذلك قياسا على الادبيات السابقة (Dakua, 2019; Ahmed, et al, 2018; Margaritis and Psillaki, 2010; Berger and Bonaccorsi di Patti, 2006)		
- اجمالي الديون - القيمة الدفترية لحقوق الملكية - الاسهم الممتازة	القيمة الدفترية لإجمالي الديون (TDBV) = (اجمالي الديون ÷ (اجمالي الديون + القيمة الدفترية لحقوق الملكية + الاسهم الممتازة))	الرافعة المالية LEV
- اجمالي الديون - القيمة السوقية لحقوق الملكية - الاسهم الممتازة	القيمة السوقية لإجمالي الديون (TDMV) = (اجمالي الديون ÷ (اجمالي الديون + القيمة السوقية لحقوق الملكية + الاسهم الممتازة))	
- الديون طويلة الاجل - القيمة الدفترية لحقوق الملكية	القيمة الدفترية للديون طويلة الاجل (LDBV) = (الديون طويلة الاجل ÷ (الديون طويلة الاجل + القيمة الدفترية لحقوق الملكية))	
- الديون طويلة الاجل - القيمة السوقية لحقوق الملكية	القيمة السوقية للديون طويلة الاجل (LDMV) = (الديون طويلة الاجل ÷ (الديون طويلة الاجل + القيمة السوقية لحقوق الملكية))	
المتغير التابع (الأداء المالي)		

وذلك قياسا على الادبيات السابقة; Detthamrong et al.,2017; Fosu, 2013; Ramadan and Chen, 2012; Ramli et al., 2018).		
الربح قبل الفوائد والضرائب اجمالي الاصول اجمالي الالتزامات المتداولة	معدل العائد على الاستثمار (ROI) = (الربح قبل الفوائد والضرائب ÷ اجمالي الاصول - الالتزامات المتداولة)	الاداء المالي للشركة (FFP)
صافي الدخل المتاح لحملة الاسهم حقوق الملكية	معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) = صافي الدخل المتاح لحملة الاسهم ÷ حقوق الملكية	
سعر السهم ربحية السهم (EPS)	سعر السهم الي ربحية السهم (PE) = السعر السوقي للسهم (P) ÷ ربحية السهم	

المصدر : اعداد الباحث في ضوء الدراسات السابقة.

ويوضح الشكل التالي (2) النموذج النظري المقترح للبحث الحالي والذي يعكس الرافعة المالية (M) كمتغير وسيط ومعدل للعلاقة بين محددات هيكل رأس المال (X) والأداء المالي للشركة (Y). وعلي ذلك تشير المتغيرات M, X, Y الي المتغيرات الكامنة والتي سيتم قياسها من خلال مؤشرات ظاهرة متمثلة في (y1...y3 & m1...m3 & x1...x3)، ويمكن التعبير عن معادلة القياس على النحو التالي:

$$x_i = \lambda_{i1} X_{i1} + \varepsilon_{i1}$$

حيث: x_{i1} = هو متجه (vector) المؤشر الظاهر i^{th} لمتجه المتغير الكامن x_i

λ_{i1} = مصفوفة العوامل التي يتم تحميلها للمؤشر الظاهر i^{th} للمتجه x_{i1} الي المتغير الكامن x_i (مصفوفة معامل الانحدار لـ x_{i1} علي x_i)

ε_{i1} = خطأ القياس في النموذج

يمثل نموذج القياس، نموذج القياس لمحددات هيكل رأس المال X. يمكن تمثيل هذه المعادلة وفقاً للرمز الخاص بالمؤشرات الظاهرة، وخطأ القياس في مخطط المسار، على سبيل المثال، رموز المؤشر الظاهر وخطأ القياس للرافعة المالية للشركة هي m & ε، ولأداء المالي y & ε. وعلى ذلك تتمثل معادلة النموذج الهيكلي في المعادلة التالية:

$$Y = \beta_0 + \beta X + \beta M + \varepsilon$$

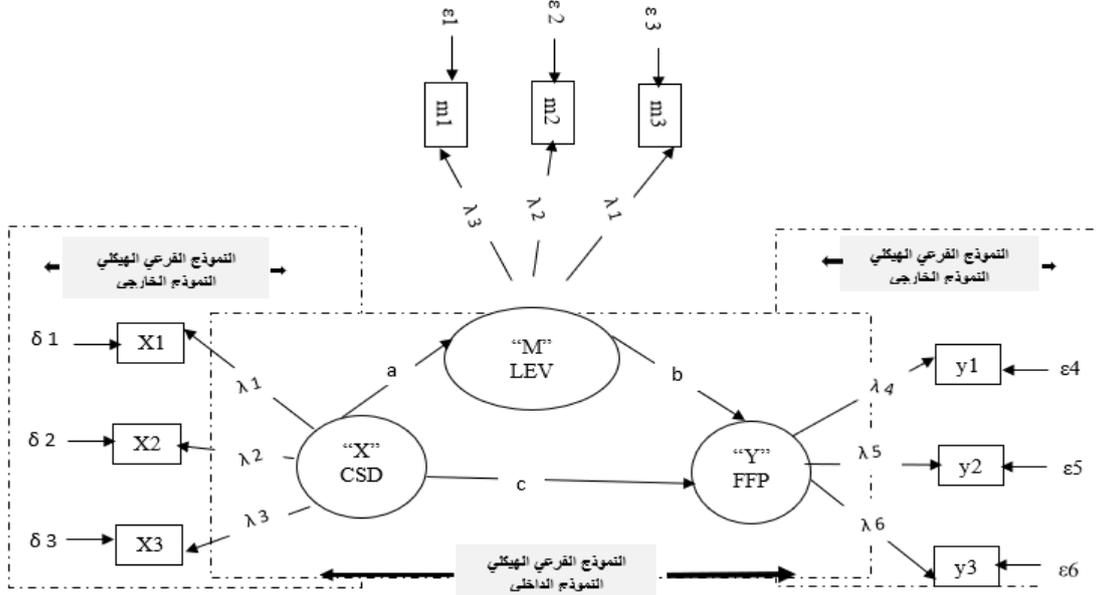
حيث: Y = هو المتغير الداخلي الكامن

β = متجه مصفوفة معامل الانحدار الي متجه المتغيرات الخارجية الكامنة M, X.



ε = المتبقي (Residual) لنموذج المعادلة الهيكلية (النموذج الداخلي).

الشكل (2) النموذج المفاهيمي والعلاقة بين متغيرات البحث



(رابعاً) أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية واختبار الفروض

تتضمن الدراسة التطبيقية مجموعة من الإجراءات والأدوات وأساليب التحليل الإحصائي واختبار

فروض البحث، وذلك كما يلي:

أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية

تم إجراء الدراسة التطبيقية قياساً على منهجية غالبية الدراسات السابقة (Zaheer, et al, 2021; Sudiyatno, et al, 2019; Dinh and Pham, 2020; Dakua, 2019; Sutomo, et al, 2020; Gharaibeh, and Saqer, 2020)، من خلال استخدام أسلوب نمذجة المعادلة الهيكلية Structural Equation Modeling لقدرته على اختبار العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة المتعددة في وقت واحد. وتمثلت أدوات الدراسة التطبيقية في الاعتماد على البيانات الواردة بالقوائم المالية والإيضاحات المتممة، وقد تم الحصول عليها من مصادر متعددة: موقع شركة مصر لنشر المعلومات <http://www.egidegypt.com>، الموقع الإلكتروني لشركات العينة، موقع البورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>، موقع مباشر للمعلومات <https://www.mubasher.info/countries/eg>. وتم استخراج القيم من المصادر

تحليل الدور المعدل والوسيط للرافعة المالية على الآثار التفاعلية لمحددات هيكل رأس المال على الأداء المالي، بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية..... د./ خالد عبد القادر

السابقة، ثم قياس متغيرات الدراسة، سواء بشكل مباشر او عن طريق استخدام النسب والنماذج الملائمة لقياس تلك المتغيرات.

الإحصاء الوصفي:

يوضح الجدول التالي رقم (3) الإحصاءات الوصفية لمؤشرات المتغيرات الذاتية (أداء الشركة، والرافعة المالية) ومؤشرات المتغيرات الخارجية (السمات الخاصة بالشركة) المستخدمة بالبحث.

جدول (3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث

المشاهدات Obs.	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	أعلى قيمة	أقل قيمة	متغيرات البحث		
320	.247	.4100	.98	.00	هيكل الاصول	محددات هيكل رأس المال	
320	2.083	.2986	30.84	-8.00-	GRW1		فرص النمو
320	.368	.1165	5.10	-.77-	GRW2		
320	1.969	1.4687	27.21	.16	GRW3		
320	1.868	13.941	18.46	10.02	حجم الشركة FS		
320	.161	.0436	.50	-1.22-	مخاطر الاعمال		
320	.020	.0181	.20	.00	الوفر الضريبي		
320	6.087	2.6367	105.66	.16	السيولة		
320	.637	.5774	8.09	.00	القيمة الدفترية لإجمالي الديون	الرافعة المالية	
320	.264	.4759	1.00	.00	القيمة السوقية لإجمالي الديون		
320	7.284	.4517	151.47	-7.71-	القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل		
320	.195	.1523	1.00	.00	القيمة السوقية للديون طويلة الأجل		
320	2.159	.0259	2.87	-44.48-	معدل العائد على الاستثمار	الأداء المالي	
320	.634	.1247	9.77	-7.18-	معدل العائد على حقوق الملكية		
320	7.061	2.2661	97.57	.00	معدل سعر السهم إلى ربحية		

المصدر: إعداد الباحث استنادا لنتائج التحليل الإحصائي

بناء على البيانات الواردة في الجدول (3) يتضح ان هيكل الاصول والذي يعكس نسبة الأصول الثابتة الي اجمالي الأصول لشركات العينة تتراوح بين 0 الي 0.98 بمتوسط عام 0.41 وانحراف معياري 0.247. كذلك اظهر الجدول ان معدل النمو في المبيعات (GRW1) لشركات العينة تتراوح بين -8 الي 30.84 بمتوسط عام 29.86 وانحراف معياري 2.083. كذلك اظهر الجدول ان معدل النمو في اجمالي الاصول (GRW2) لشركات العينة تتراوح بين -0.77 الي 5.10 بمتوسط عام 11.65 وانحراف معياري 0.369. وكذلك معادلة Tobin's Q (GRW3) لشركات



العينة تتراوح بين -8 الي 0.98 بمتوسط عام 0.41 وبانحراف معياري 0.247. وهكذا بالنسبة لباقي متغيرات البحث كما وردت في جدول (3) ويعكس طريقة قياسها الواردة في جدول (2).

أساليب التحليل الاحصائي

استخدام الباحث أسلوب نمذجة المعادلة الهيكلية **Structural Equation Modeling** لقدرته على اختبار العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة المتعددة في وقت واحد. وقد استخدم الباحث نمذجة المعادلة الهيكلية بطريقة المربعات الصغرى الجزئية **Partial Least Squares based SEM - PLS-SEM** لقدرتها على اختبار العلاقات بشكل أفضل من تحليل الانحدار داخل نماذج مركبه تشمل العديد من المتغيرات، وكذلك لمساعدة الباحث على تجنب مشاكل التعددية الخطية والتوزيع الطبيعي، إضافة إلى أن نتائج **PLS-SEM**، تظل قوية على الرغم من القيم المتطرفة والقيم المفقودة

ولتحقيق جميع أهداف البحث تم تنفيذ عدة خطوات. حيث تقوم الخطوة الأولى بتقييم المقاييس والنماذج الفرعية الهيكلية، فيما تقوم الخطوة الثانية بتقييم النموذج الهيكلية الذي يشرح العلاقة بين المتغيرات الخارجية والداخلية، تم اختبار هذا النموذج الهيكلية بواسطة **PLS-SEM** لاختبار فروض البحث. وقد تم استخدام اختبار سوبل (**Sobel test**) لاختبار ما إذا كانت الرافعة المالية تتوسط التأثير بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة.

تقييم الصدق والثبات في المقاييس المستخدمة

قام الباحث بإجراء اختبارات الصدق والثبات من خلال تقييم نموذج القياس باستخدام أسلوب نمذجة المعادلة الهيكلية باستخدام **WarpPLS.7**، وذلك من خلال الاعتماد على صدق التقارب ويتم ذلك من خلال التحقق من قيمة متوسط التباين المستخرج **Average Variance Extracted (AVE)** لكل متغير، والذي يجب أن يكون أكبر من (0,5) (**Hair et al., 2017**)، إضافة للاعتماد على صدق البناء الداخلي ويتم ذلك من خلال التحقق من قيمة معامل الثبات المركب **Composite Reliability (CR)** لكل متغير بحيث ألا تقل قيم معامل الثبات المركب عن 0,7.

جدول (4) ثبات ومصداقية القياس

متغيرات الدراسة	متوسط التباين المستخرج (AVE)	معامل الثبات المركب (CR)
هيكل الاصول	0.743	0.915
فرص النمو	0.785	0.972
حجم الشركة	0.815	0.892

تحليل الدور المعدل والوسيط للرافعة المالية على الآثار التفاعلية لمحددات هيكل رأس المال على الأداء المالي، بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية..... د./ خالد عبد القادر

0.931	0.791	مخاطر الاعمال	
0.974	0.822	الوفر الضريبي	
0.947	0.834	السيولة	
0.889	0.719	القيمة الدفترية لإجمالي الديون	القيمة المالية
0.974	0.810	القيمة السوقية لإجمالي الديون	
0.991	0.753	القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل	
0.968	0.801	القيمة السوقية للديون طويلة الأجل	
0.941	0.738	معدل العائد على الاستثمار	القيمة المالية
0.899	0.711	معدل العائد على حقوق الملكية	
0.983	0.761	معدل سعر السهم إلى ربحية السهم	

المصدر: إعداد الباحث استنادا لنتائج التحليل الإحصائي

ويشير الجدول رقم (4) إلى أن جميع المقاييس تتوافق مع المعايير المقترحة بشكل شائع لتقييم نموذج القياس، حيث يتضح أن قيمة متوسط التباين المستخرج *Average Variance Extracted (AVE)* لكل متغير مقبولة حيث كانت أكبر من 0,05. كما أن قيمة معامل الثبات المركب (CR) لجميع المتغيرات أكبر من 0,7 وهو ما يدل على ثبات نموذج القياس. وفي ضوء ذلك نجد أن البيانات تؤكد صحة صدق التقارب وتبني الموثوقية.

نتائج اختبار فروض البحث

استخدم الباحث برنامج WarpPLS.7، وذلك لتحليل البيانات عن طريق اختيار مخطط التريج (المسار)؛ الحد الأقصى لعدد التكرارات على خوارزمية PLS هو 300، ولكن في مرحلة التمهيد، ولضمان عدم وجود مشكلة تحيز في البيانات تم اختيار تصحيح التحيز في البيانات-bias *corrected and accelerated (BCa) bootstrap* برقم عينة 6900 وعند مستوي معنوية أقل من 5%. كما يوضح معامل التحديد (R2) في الجداول التالية أن القوة التفسيرية للنموذج تتمتع بقدرة تنبؤية أفضل للمتغير التابع لأنها أعلى من 0.75 (75%).

(أ) نتائج اختبار الفرض الرئيسي الأول وفروضه الفرعية

يتعلق الفرض الرئيسي الأول وفروضه الفرعية بأثر محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) على الرافعة المالية. ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث أسلوب نمذجة المعادلة الهيكلية، وتشير النتائج الموضحة بالجدول رقم (5) والشكل (3) لوجود تأثير معنوي (ما عدا فرص النمو غير معنوي) سلبي مباشر لكل من فرص النمو، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد على الرافعة المالية، وكذلك وجود تأثير معنوي إيجابي مباشر لكل من هيكل الأصول، حجم الشركة، السيولة على الرافعة المالية، بينما توصلت النتائج لعدم وجود تأثير معنوي مباشر لفرص النمو على الرافعة.

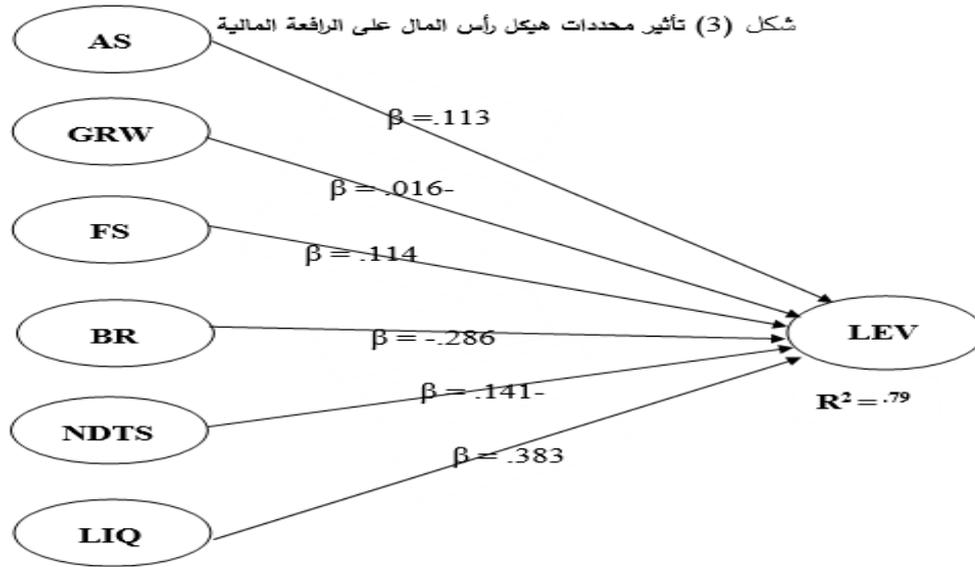


جدول رقم (5)

تأثير محددات هيكل رأس المال على الرافعة المالية

الفروض	المتغير المستقل	المتغير التابع	معامل المسار المباشر	P-value
H1-1	هيكل الاصول	الرافعة المالية للشركة	0,113	0,005
H1-2	فرص النمو	الرافعة المالية للشركة	0.016-	0,373
H1-3	حجم الشركة	الرافعة المالية للشركة	0,114	0,008
H1-4	مخاطر الاعمال	الرافعة المالية للشركة	0,286 -	0,000
H1-5	الوفر الضريبي	الرافعة المالية للشركة	0.141-	0,000
H1-6	السيولة	الرافعة المالية للشركة	0,383	0,000
	R2	0,79		

المصدر: إعداد الباحث استنادا لنتائج التحليل الإحصائي



في ضوء جدول (5) والشكل (3) يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي لهيكل الأصول (AS) على مستوى الرافعة المالية، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (0.113) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.005) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير هيكل الأصول بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي ارتفاع مستوى الرافعة المالية بمقدار (11.3%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الأول. كذلك يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي لحجم الشركة (FS) علي مستوى الرافعة المالية، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (0.114) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.008) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير حجم الشركة بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي ارتفاع مستوى الرافعة المالية بمقدار (11.4%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي الثالث للفرض الرئيسي الأول. أيضا يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي للسيولة (LIQ) علي مستوى الرافعة المالية، حيث بلغت قيمة معلمة

مسار العلاقة (0.383) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.000) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير السيولة بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي ارتفاع مستوى الرافعة المالية بمقدار (38.3%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي السادس للفرض الرئيسي الأول.

كذلك يتضح وجود تأثير سلبي غير معنوي لفرص النمو (GRW) على مستوى الرافعة المالية، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (-0.016) وهو تأثير غير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.373) وهي قيمة أكبر 0.05 وهذا يعني عدم قبول صحة الفرض الفرعي الثاني للفرض الرئيسي الأول. أيضا يتضح وجود تأثير سلبي معنوي لمخاطر الشركة (BR) على مستوى الرافعة المالية، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (-0.286) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.000) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير مخاطر الشركة بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي انخفاض مستوى الرافعة المالية بمقدار (26.6%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي الرابع للفرض الرئيسي الأول. كذلك أيضا يتضح وجود تأثير سلبي معنوي للوفر الضريبي بخلاف الفوائد (NDTS) على مستوى الرافعة المالية، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (-0.141) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.000) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير الوفر الضريبي بخلاف الفوائد بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي انخفاض مستوى الرافعة المالية بمقدار (14.1%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي الخامس للفرض الرئيسي الأول.

في ضوء ذلك فانه يمكن قبول الفرض الرئيسي الأول للبحث بشكل جزئي حيث تسهم محددات هيكل رأس المال في تفسير 79% (حيث بلغت قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.79$) من التغير في مستوى الرافعة المالي و 21% يعود لمتغيرات اخري لم تخضع للدراسة، كما يمكن قبول جميع فروضه الفرعية عدا الفرض الفرعي الثاني "تؤثر فرص النمو تأثيرا سلبيا ذات دلالة إحصائية على الرفع المالية لشركة".

(ب) نتائج اختبار الفرض الرئيسي الثاني وفروضه الفرعية

يتعلق الفرض الرئيسي الثاني وفروضه الفرعية بأثر محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) على الأداء المالي للشركة ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث أسلوب نمذجة المعادلة الهيكلية، وتشير النتائج الموضحة بالجدول رقم (6) والشكل (4) لوجود تأثير معنوي (ما عدا فرص النمو غير معنوي) إيجابي (ماعدا الوفر الضريبي أظهرت النتائج تأثير سلبي) مباشر لكل محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة.

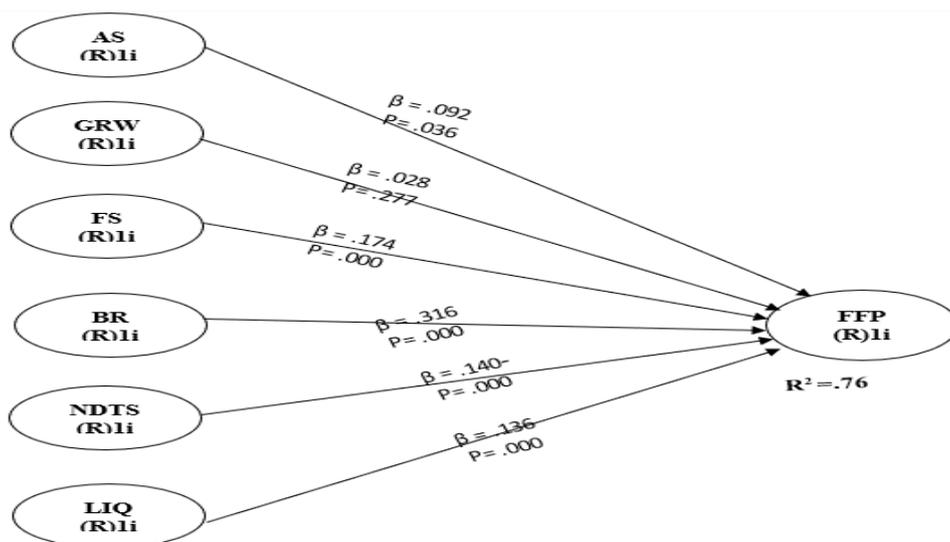


جدول (6) تأثير محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي

الفروض	المتغير المستقل	المتغير التابع	معامل المسار المباشر	P-value
H2-1	هيكل الاصول	الأداء المالي للشركة	0,092	0,036
H2-2	فرص النمو	الأداء المالي للشركة	0,028	0,277
H2-3	حجم الشركة	الأداء المالي للشركة	0,174	0,000
H2-4	مخاطر الاعمال	الأداء المالي للشركة	0,316	0,000
H2-5	الوفر الضريبي	الأداء المالي للشركة	0.140-	0,000
H2-6	السيولة	الأداء المالي للشركة	0,136	0,000
	R2		0,76	

المصدر: إعداد الباحث استنادا لنتائج التحليل الإحصائي

شكل (4) تأثير محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة



في ضوء جدول (6) والشكل (4) يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي لهيكل الأصول (AS) على الأداء المالي للشركة، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (0.092) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.036) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير هيكل الأصول بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي ارتفاع الأداء المالي للشركة، بمقدار (9.2%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الثاني. كذلك يتضح وجود تأثير إيجابي غير معنوي لفرص النمو (GRW) على الأداء المالي للشركة، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (0.028) وهو تأثير غير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.277) وهي قيمة أكبر من 0.05 وهذا يعني عدم قبول

صحة الفرض الفرعي الثاني للفرض الرئيسي الثاني. كذلك يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي لحجم الشركة (FS) على الأداء المالي للشركة، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (0.174) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.000) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير حجم الشركة بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي ارتفاع الأداء المالي للشركة بمقدار (17.4%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي الثالث للفرض الرئيسي الثاني.

أيضا يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي لمخاطر الشركة (BR) على الأداء المالي للشركة، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (0.316) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.000) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير مخاطر الشركة بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي ارتفاع الأداء المالي للشركة بمقدار (31.6%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي الرابع للفرض الرئيسي الثاني. كذلك أيضا يتضح وجود تأثير سلبي معنوي للوفر الضريبي بخلاف الفوائد (NDTS) على الأداء المالي للشركة، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (-0.140) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.000) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير الوفر الضريبي بخلاف الفوائد بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي انخفاض الأداء المالي للشركة بمقدار (14%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي الخامس للفرض الرئيسي الثاني. أيضا يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي للسيولة (LIQ) على الأداء المالي للشركة، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (0.136) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.000) وهذا يعني انه كلما ارتفعت قيمة متغير السيولة بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي ارتفاع الأداء المالي للشركة بمقدار (38.3%) وهذا يدعم صحة الفرض الفرعي السادس للفرض الرئيسي الثاني.

في ضوء ذلك فانه يمكن قبول الفرض الرئيسي الثاني للبحث بشكل جزئي حيث تسهم محددات هيكل رأس المال في تفسير 76% (حيث بلغت قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.76$) من التغير في الأداء المالي للشركة و24% يعود لمتغيرات اخري لم تخضع للدراسة، كما يمكن قبول جميع فروضه الفرعية عدا الفرض الفرعي الثاني " تؤثر فرص النمو تأثيرا ايجابيا ذات دلالة إحصائية على الأداء المالي للشركة".

(ج) نتائج اختبار الفرض الرئيسي الثالث وفروضه الفرعية

يتعلق الفرض الرئيسي الثالث وفروضه الفرعية بالدور المعدل للرافعة المالية على العلاقة بين محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) والأداء المالي للشركة، وتشير النتائج الموضحة بالجدول رقم (7) والشكل (5) إلى أن الرافعة المالية تعدل العلاقة بين جميع محددات هيكل راس المال (عدا



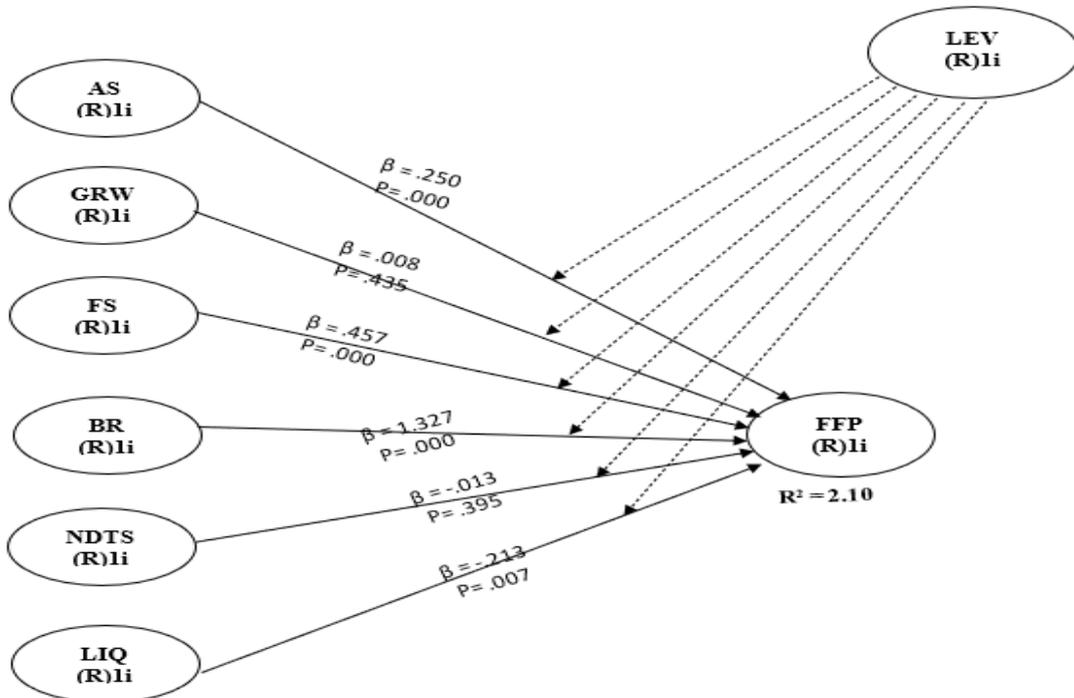
فرص النمو & الوفر الضريبي) والأداء المالي للشركة. حيث تزيد الرافعة المالية من تأثير كل من هيكل الأصول (بمعلمة مسار 0.250) وحجم الشركة (بمعلمة مسار 0.457) ومخاطر الاعمال (بمعلمة مسار 1.327) على الأداء المالي للشركة، بينما تقلل الرافعة المالية من تأثير السيولة على الأداء المالي للشركة (بمعلمة مسار -0.213).

جدول (7) معاملات المسار الخاصة بالتأثيرات المعدلة للرافعة المالية

الفروض	المتغير المستقل	المتغير المعدل	المتغير التابع	معامل المسار	الخطأ المعياري	P-value
H3-1	هيكل الاصول	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	0,250	0,046	0,000
H3-2	فرص النمو	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	0,008	0,048	0,435
H3-3	حجم الشركة	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	0,457	0,044	0,000
H3-4	مخاطر الاعمال	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	1,327	0,040	0,000
H3-5	الوفر الضريبي	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	-0,013	0,048	0,395
H3-6	السيولة	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	-0,213	0,046	0,007
	R2		2,10			

المصدر: إعداد الباحث استنادا لنتائج التحليل الإحصائي

الشكل (5) معاملات المسار الخاصة بالتأثيرات المعدلة للرافعة المالية



في ضوء جدول (7) والشكل (5) فإنه يمكن قبول الفرض الثالث للبحث بشكل جزئي، كما يمكن قبول جميع فروضه الفرعية عدا الفرض الفرعي الثاني "تؤثر الرافعة المالية علي العلاقة بين فرص النمو والأداء المالي لشركة" حيث بلغت معنوية العلاقة 0.435 وهي اكبر من 0.005 وكذلك رفض الفرض الفرعي الخامس "تؤثر الرافعة المالية علي العلاقة بين الوفرة الضريبي بخلاف الفوائد والأداء المالي لشركة" حيث بلغت معنوية العلاقة 0.395 وهي اكبر من 0.005 ، وعلي ذلك تبين عدم وجود دور معدل للرافعة المالية في العلاقة بين كل من فرص النمو والوفرة الضريبي وبين الأداء المالي للشركة.

(د) نتائج اختبار الفرض الرئيسي الرابع وفروضه الفرعية

يتعلق الفرض الرئيسي الرابع وفروضه الفرعية بالدور الوسيط للرافعة المالية في العلاقة بين محددات هيكل رأس المال (هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفرة الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة) والأداء المالي للشركة ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث اختبار سوبل (Sobel test) وتشير النتائج الموضحة بالجدول رقم (8) والشكل (6) إلى أن الرافعة المالية تتوسط العلاقة بين جميع محددات هيكل رأس المال (عدا هيكل الاصول وفرص النمو) والأداء المالي للشركة.

جدول رقم (8)

معاملات المسار الخاصة بالتأثيرات الوسيط للرافعة المالية في العلاقة

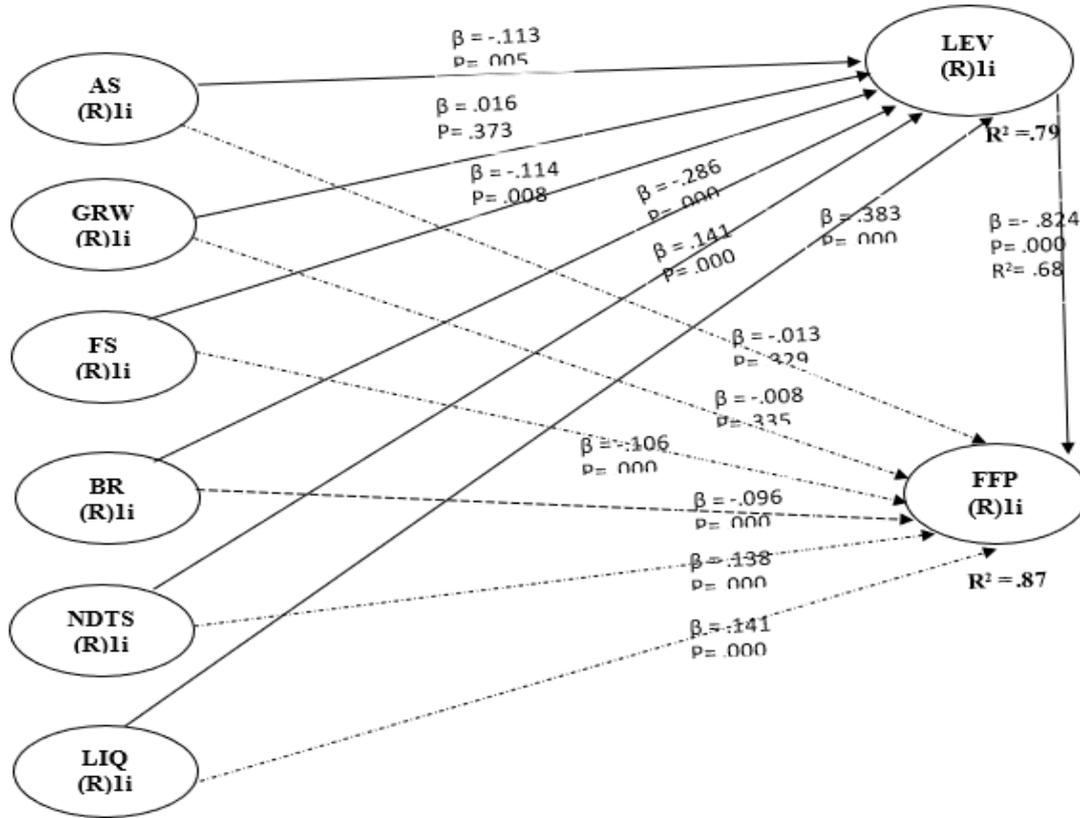
بين محددات هيكل راس المال والاداء المالي

الفروض	المتغير المستقل	المتغير الوسيط	المتغير التابع	معامل المسار غير المباشر	التأثير الكلي	الخطأ المعياري	P-value
H4-1	هيكل الاصول	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	0,013 -	0,0893	0,034	0,329
H4-2	فرص النمو	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	0,008 -	0,0482	0,034	0,335
H4-3	حجم الشركة	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	0,106-	0,132	0,033	0,000
H4-4	مخاطر الاعمال	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	0,096-	0,262	0,033	0,000
H4-5	الوفرة الضريبي	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	0,138	0,194	0,034	0,000
H4-6	السيولة	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	0,141	0,325	0,032	0,000
				0,87			
		R2					

المصدر: إعداد الباحث استنادا لنتائج التحليل الإحصائي



شكل (6) معاملات المسار الخاصة بالتأثيرات الوسيط للرافعة المالية في العلاقة بين محددات هيكل راس المال والاداء المالي



وفي ضوء ذلك فانه يمكن قبول الفرض الرابع للبحث بشكل جزئي، كما يمكن قبول جميع فروضه الفرعية عدا الفرض الفرعي الأول "تتوسط الرافعة المالية علاقة التأثير الإيجابي لهيكل الاصول على الأداء المالي للشركة" حيث بلغت معنوية العلاقة 0.329 وهي اكبر من 0.005 والفرض الفرعي الثاني "تتوسط الرافعة المالية علاقة التأثير الإيجابي لفرص النمو علي الأداء المالي لشركة" حيث بلغت معنوية العلاقة 0.335 وهي اكبر من 0.005 ، وعلي ذلك تبين أن الرافعة المالية لا تتوسط العلاقة بين كل من هيكل الاصول وفرص النمو وبين الأداء المالي للشركة.

(د) نتائج اختبار الفرض الرئيسي الخامس

يتعلق الفرض الرئيسي الخامس بأثر مستوي الرافعة المالية على الأداء المالي للشركة ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث أسلوب نمذجة المعادلة الهيكلية، وتشير النتائج الموضحة بالجدول (9) والشكل (6) إلى وجود تأثير سلبي معنوي لمستوي الرافعة المالية على الأداء المالي للشركة، حيث بلغت قيمة معلمة مسار العلاقة (-0.824) وهو تأثير معنوي حيث بلغت معنوية العلاقة (0.000) وهذا يعني انه كلما ارتفعت مستوي الرافعة المالية بمقدار درجة واحدة ادي ذلك الي انخفاض الأداء المالي للشركة، بمقدار (82.4%). في ضوء ذلك فانه يمكن قبول الفرض

الرئيسي الخامس للبحث بشكل كلي حيث تسهم مستوي الرافعة المالية في تفسير 68% (حيث بلغت قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.68$) من التغير في مستوي الأداء المالي للشركة و32% يعود لمتغيرات اخري لم تخضع للدراسة.

جدول رقم (9)

تأثير مستوي الرافعة المالية على الأداء المالي للشركة

الفرض	المتغير المستقل	المتغير التابع	معامل المسار المباشر	P-value
الخامس H.5	الرافعة المالية	الأداء المالي للشركة	- .824	0.000

مناقشة النتائج، والتوصيات:

استهدف البحث الحالي دراسات عدد من العلاقات المباشرة والغير مباشر، حيث تمثلت العلاقات المباشرة في دراسة العلاقة بين محددات هيكل رأس المال المتمثلة في هيكل الأصول، فرص النمو، حجم الشركة، مخاطر الاعمال، الوفر الضريبي بخلاف الفوائد، السيولة والتي تعكس السمات الخاصة بالشركة ومستوي الرافعة المالية. وكذلك دراسة العلاقة بين تلك المحددات والأداء المالي للشركة، وأيضا اختبار العلاقة بين مستوي الرافعة المالية والأداء المالي للشركة. اما العلاقات غير المباشرة فتمثلت في دراسة إثر توسط مستوي الرافعة المالية على العلاقة بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة من جهة ومدى تأثير الرافعة المالية (الدور المعدل) على تلك العلاقة من جهة اخري. وذلك في ضوء نظريات هيكل رأس المال وبالتطبيق على عينة من الشركات المصرية الغير مالية المدرجة في سوق المال المصري خلال الفترة من 2015-2019.

تشير نتائج البحث بالاعتماد على أسلوب نمذجة المعادلة الهيكلية، الي وجود تأثير معنوي ايجابي مباشر لهيكل الاصول على الرافعة المالية، وكذلك وجود تأثير معنوي ايجابي لهيكل الاصول على الأداء المالي للشركة. ويتفق ذلك مع ما توصلت اليه عدد من الدراسات السابقة (Dessi and Robertson 2003; Chen 2004; Huang, 2014; Bandyopadhyay and Barua, 2016; Zaheer, et al, 2021; Sutomo, et al, 2020. ويتفق ذلك أيضا مع نظرية المفاضلة وفرضية تسلسل اختيار مصادر التمويل من حيث سوء تسعير الأصول أو نقص الاستثمار، ونظرية الوكالة نظراً لحقيقة أن الأصول تعمل كضمان للديون ولديها أيضاً قيمة تصفية أكبر.

كذلك توصلت النتائج الي وجود تأثير معنوي ايجابي مباشر لحجم الشركة على الرافعة المالية، وكذلك وجود تأثير معنوي ايجابي لحجم الشركة على الأداء المالي لشركة. حيث تميل الشركات الأكبر إلى استخدام المزيد من الديون ومن جهة اخري يمكّن للشركات ذات الحجم الأكبر تحقيق معدلات عائد أعلى على الأصول والمبيعات، وهذا يؤدي إلى أداء مالي أفضل للشركة بما يجعلها



لديها قدرة أكبر علي سداد مدفوعات الديون. ويتفق ذلك مع نظرية المفاضلة ونظرية الوكالة وكذلك مع نتائج عدد من الدراسات السابقة (met and Nobanee, 2001; Zaheer, et al, 2021; Gharaibeh, and Saqer, 2020).

ومن حيث أثر السيولة على مستوى الرافعة المالية والأداء المالي، توصلت النتائج الي وجود تأثير معنوي ايجابي مباشر للسيولة على الرافعة المالية، وكذلك وجود تأثير معنوي ايجابي للسيولة على الأداء المالي لشركة. حيث تزيد الشركات التي تتمتع بسيولة أكبر من رافعتها المالية لأنه ينظر اليها على انها شركات قوية، نظرًا لأنها ستكون قادرة على مواجهة أي مشاكل مالية قصيرة أو طويلة الأجل. يمكن لهذه الشركة القوية أن تؤدي أداءً أفضل من شركة ضعيفة لديها مركز سيولة ضعيف في بياناتها المالية ويتفق ذلك مع نظرية المفاضلة ومع نتائج عدد من الدراسات السابقة (Ahmed, et al, 2018; Dakua, 2019).

كذلك توصلت النتائج الي وجود تأثير معنوي سلبي مباشر لمخاطر الاعمال على الرافعة المالية، وكذلك وجود تأثير معنوي ايجابي لمخاطر الاعمال على الأداء المالي لشركة. حيث أن الشركة التي لديها مخاطر اعمال اعلي سوف تجد الديون أقل جاذبية لأنها لن تكون قادرة على الوفاء بالتزامات ديونها بسبب ارتفاع معدلات الإفلاس ومخاطر العسر المالي، وفي نفس الوقت بناء على انه كلما زادت درجة المخاطر زاد العائد فان ذلك يعكس العلاقة الإيجابية بين المخاطر والأداء المالي. ويتفق ذلك مع نظرية المفاضلة ونظرية الوكالة، وكذلك مع نتائج دراسات السابقة (Dakua, 2019; Gharaibeh, and Saqer, 2020).

ومن جهة اخري توصلت نتائج البحث الي وجود تأثير معنوي سلبي مباشر للوفر الضريبي بخلاف الفوائد على الرافعة المالية، وكذلك وجود تأثير معنوي سلبي للوفر الضريبي بخلاف الفوائد على الأداء المالي للشركة. حيث يعتبر الغطاء الضريبي بخلاف الديون بديلاً عن المزايا الضريبية التي تحققها الرافعة المالية الأعلى، وهو طريقة بديلة لتقليل العبء الضريبي. ويتفق ذلك مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Zaheer, et al, 2021; Dakua, 2019) ويتفق أيضا مع نظرية المفاضلة.

وفي إطار اختبار الدور المعدل للرافعة المالية، تشير نتائج البحث أن الرافعة المالية تعدل العلاقة بين جميع محددات هيكل راس المال (عدا فرص النمو & الوفر الضريبي) والأداء المالي للشركة. حيث تزيد الرافعة المالية من تأثير كل من هيكل الأصول وحجم الشركة ومخاطر الاعمال على الأداء المالي للشركة، بينما تقلل الرافعة المالية من تأثير السيولة على الأداء المالي للشركة.

كذلك تشير النتائج إلى أن الرافعة المالية تتوسط العلاقة بين جميع محددات هيكل رأس المال (عدا هيكل الأصول وفرص النمو) والأداء المالي للشركة. يفترض هذا أن مستوى الرافعة المالية يؤثر على الطريقة التي تؤثر بها محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة. وتشير النتائج أيضا إلى وجود تأثير سلبي معنوي لمستوى الرافعة المالية على الأداء المالي للشركة، ويرى الباحث أن ذلك قد يعود إلى أن السوق المصرية تستخدم آليات أخرى مثل المكافآت لتحسين الأداء، وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة وكذلك نتيجة ارتفاع معدل الفائدة بما يقلل من معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حق الملكية تدريجيا بعد مستوى معين من الديون. في ضوء ما سبق، وفي ضوء نتائج البحث يقدم الباحث عدد من التوصيات للشركات الغير مالية، يوضحها فيما يلي:

- يمكن للشركات ذات الحجم الأكبر الاعتماد على الرافعة المالية بنسبة أكبر، حيث يمكنها تحقيق معدلات عائد أعلى على الأصول والمبيعات، وهذا يؤدي إلى أداء مالي أفضل للشركة بما يجعلها لديها قدرة أكبر على سداد مدفوعات الديون.
- كذلك يمكن للشركات التي تتمتع بدرجة مرتفعة من السيولة أن تعتمد على الديون بنسبة أكبر لأن درجة السيولة المرتفعة لديها ستمكنها من مقابلة التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل بما ينعكس إيجابيا على سمعتها المالية وبالتالي معدلات الفائدة التي تتعرض لها وبالتالي تكلفة حصولها على رأس مال خارجي وينعكس ذلك إيجابيا على أدائها المالي.
- كذلك يوصي الباحث الشركات التي لديها درجة مرتفعة من مخاطر الأعمال خفض اعتمادها على الديون، لأن ارتفاع مخاطر الأعمال يعكس تعرض الشركة لعدم القدرة على سداد التزاماتها وزيادة اعتمادها على الديون في مثل هذا الوضع يسرع من دخولها إلى دائرة العسر المالي، خاصة وأنه يترتب عليه تعرضها لمعدلات فائدة أعلى.
- كذلك يوصي الباحث الشركات الصناعية التي لديها بدائل للوفر الضريبي بخلاف الفوائد، والمتمثلة في أقساط الإهلاك التي تقلل الوعاء الضريبي، من خفض الاعتماد على الديون، وذلك إذا كان هدفها من الاعتماد على الديون خفض العبء الضريبي خاصة إذا كانت تخضع لشرائح مرتفعة من معدلات الضرائب وترغب في خفض الضرائب من خلال اعتمادها على الديون.
- أيضا يوصي الباحث أن تستخدم الشركات رافعة مالية أقل عندما تكون هناك فرص نمو أعلى لتقليل تضارب المصالح بين أصحاب الديون والمساهمين، مما قد يحول ثروة حاملي الديون



إلى المساهمين. وبالتالي ستزداد قوة مديري الشركة، مما قد يؤدي إلى فوائد ثابتة في تعزيز الأداء المالي للشركة من خلال استخدام سلطتهم. بناء على ذلك توقع الباحث وجود علاقة تأثير معنوي سلبي مباشر لفرص النمو على الرافعة المالية، ووجود تأثير إيجابي معنوي لفرص النمو على الأداء المالي لشركة. وقد توصلت النتائج الي ذلك التأثير ولكنه غير معنوي.

• الشركات التي لديها المزيد من الأصول الملموسة لديها المزيد من الضمانات لدعم مستويات الديون الأعلى. ويشير هذا المستوى المرتفع من الأصول الملموسة أيضًا إلى سمعة جيدة في الحصول على الأموال، وهذا ينعكس بشكل ايجابي على ربحية الشركة ويؤدي الي المزيد من العوائد وبالتالي تحسين الأداء. كذلك وعلى نفس السياق حينما تزيد السيولة لدي المنظمة تكون اقل حاجة الي الديون وبالتالي توفير مدفوعات الفوائد بما يزيد من معدل العائد على الاستثمار وبالتالي معدل العائد على حقوق الملكية بشكل تدريجي.

• كذلك يوصي الباحث انه إذا كان المنطق يتمثل في زيادة الدين لإجبار المديرين على الالتزام بتدفقات نقدية حرة لخدمة الدين، فإن زيادة الديون ستؤدي إلى انخفاض الأموال المتاحة للمديرين في الاستثمارات المربحة ومن ثم انخفاض الأداء. كذلك لأنه إذا كانت الشركة عالية الاستدانة وكان معدل العائد على أصول الشركة أقل من تكلفة رأس مال الديون، سيؤدي ذلك إلى انخفاض الربحية وبالتالي انخفاض مستوى الأداء المالي للشركة. ومن جهة اخري تؤدي الرافعة المالية المرتفعة إلى انخفاض استثمارات رأس المال طويلة الأجل وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض أداء الشركات. ولا يتفق ذلك مع نظرية المفاضلة ولا نظرية عدم الارتباط ولكنه يتفق مع نظرية الوكالة ومع عدد من الدراسات السابقة مثل Ahmed, et al, 2018; Abubakar, 2021

المراجع

- AbdelKader, E., Bacha, O., Masih, A. and Asutay, M., 2017, Leverage versus volatility: Evidence from the capital structure of European firms, *Economic Modelling*, vol. 62, issue C, PP.145-160.
- Ahmed, F., Awais, I., and Kashif, M., 2018, Financial leverage and firms' performance: Empirical evidence from KSE-100 Index. *Journal of Etikonomi*, vol .17(1), pp. 45-56.
- Ahmed, N., Ahmed, Z. and Ahmed, I., 2010, Determinants of Capital Structure: A Case of Life Insurance Sector of Pakistan, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, PP. 7-12.
- Allen, D., Nilapornkul, N. and Powell, R.J., 2013, The Determinants of Capital Structure: Empirical evidence from Thai Banks, *Information Management and Business Review*, Vol. 5, No. 8, pp. 401-410 .
- Baker M. and J. Wurgler, 2002, Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, vol .57(1), PP. 1-32.
- Bandyopadhyay, A., and Barua, N., 2016, Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. The *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol .61, pp.160–172.
- Berger, A. N., and Bonaccorsi di Patti, E., 2006, Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, vol. 30(4), pp.1065–1102.
- Bevan, A. A. & Danbolt, J. 2002, "Capital structure and its determinants in the UK: a decompositional analysis", *Applied Financial Economics*, vol. 12, no. 3, pp. 159-170.
- Boodhoo, R, 2009, Capital structure and ownership structure: a review of literature. *The Journal of On-line Education, January Edition*, pp 1-8.
- Brawn, D. and Sevič, A., 2015, Net payout return: An alternative to the traditional returns approach based on dividends and share repurchases, *Finance Research Letters* 13, PP. 66–73
- Brigham, E. and Houston, J., 2004, Fundamentals of Financial Management, 10 ed, South Western, a division of Thomson Learning.
- Cassar, G. and Holmes, S. 2003, "Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence", *Accounting & Finance*, vol. 43, no. 2, pp. 123-147.



- Çelik, S. and Akarlm, Y.D., 2013, Does Market Timing Drive Capital Structure? Empirical Evidence from an Emerging Market, *International Journal of Economics and Financial*, Issues Vol. 3, No. 1, pp.140-152.
- Chang, C., Chen, X. and Liao, G., 2014, What Are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China? *Pacific-Basin Finance Journal*, 30, pp. 87-113.
- Chen, J., 2004, Determinants of capital structure of Chinese listed companies. *Journal of Business Research*, vol .57(12), pp.1341–1351.
- Chinaemerem, O. and Anthony, O., 2012, Impact of Capital Structure on The Financial Performance of Nigerian Firms, *Arabian Journal of Business and Management Review Vol. 1*, No.12, PP. 43-61.
- Dakua, S., 2019, Effect of determinants on financial leverage in Indian steel industry: A study on capital structure. *International Journal of Finance & Economics*, vol .24(1), pp.427-436.
- DeAngelo, H. and Masulis, R., 1980, Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, vol. 8, no. 1, pp. 3-29.
- Dessi, R., and Robertson, D., 2003, Debt, incentives and performance: Evidence from UK panel data. *The Economic Journal*, vol .113(490), pp.903–919.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., and Vithessonthi, C., 2017, Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, vol. 42, pp.689–709.
- Dinh, H. and Pham, C., 2020, The effect of capital structure on financial performance of Vietnamese listing pharmaceutical enterprises. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol .7(9), pp.329-340.
- Emmanuel, O., 2022, Effect of liquidity and leverage on the financial performance of Nigerian listed consumer goods firms, *International Journal of Intellectual Discourse*, Vol .5, Issue 1., PP. 226-237.
- Fattouh, B., Harris, L., and Scaramozzino P, 2008, Non-linearity in the determinants of capital structure: evidence from UK firms, *Empirical Economics*, vol. 34, no. 3, pp. 417- 438.
- Fosu, N. M., 2013, Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol .53, pp.140–151.
- Gharaibeh, O. and Saqer, A., 2020, Determinants of capital structure: evidence from Jordanian service companies. *Investment Management & Financial Innovations*, vol .17(2), p.364-387.

- Gim, J. and Jang, S., 2020, Share repurchases and stock market reactions: Messages from the restaurant industry, *International Journal of Hospitality Management*, vol .86, PP.1-9.
- Haas, R. and Peeters, M., 2006, The dynamic adjustment towards target capital structure of firms in transition economics. *Economics of Transition*, 14(1), PP.133-169.
- Huang, H., 2014, Does market timing persistently affect capital structure? Evidence from stock market liberalization. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol .26, pp.123–144.
- Huang, S. and Song, F., 2002, The Determinants of Capital Structure: Evidence from China, *Working paper, The University of Hong Kong*, pp: 2-7.
- Jang, S., Tang, C., Chen, M., 2008. Financing behaviors of hotel companies, *International Journal of Hospitality Management* 27, PP.478–487.
- Jensen, M. and Meckling, W., 1976, "The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Juca, M., Sousa, A. and Fishlow, A., 2012, Capital structure determinants of North American banks and the compensation executive program-An empirical study on the actual systemic crisis. *International Journal of Business and Management*, 7(17), PP.13-26.
- Khan, W., Naz, A., Khan, W., Khan, Q., Khan, T. and Mughal, I., 2013, Impact Assessment of Financial Performance and Leverage on Dividend Policy of Pakistan Chemical and Pharmaceutical Industries, *Middle-East Journal of Scientific Research*, PP. 1376-1382.
- Khrawish, H. and Khraiweh, A., 2010, The Determinants of the Capital Structure: Evidence from Jordanian Industrial Companies, *JKAU: Econ. & Adm.*, Vol. 24 No. 1, pp: 173-196.
- Margaritis, D., and Psillaki, M., 2010, Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, vol 34(3), pp.621–632.
- Modigliani, F. and Miller, M., 1958, cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48, no. 3, pp. 261-285.
- Modigliani, F. and Miller, M., 1963, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, vol. 53, no. 3, p. 433.



- Muritala, T.A., 2012, An Empirical Analysis of Capital Structure on Firms' Performance in Nigeria, *International Journal of Advances in Management and Economics*, Vol.1, Issue 5, PP.116- 124.
- Panno, A. 2003, An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience, *Applied Financial Economics*, vol, 13, no. 2, pp. 97-112.
- Panova, E., 2020, Determinants of capital structure in Russian small and medium manufacturing enterprises. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, vol .15(2), pp. 361-375.
- Park, K. and Jang, S., 2013, Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis, *International Journal of Hospitality Management*, PP. 51-63.
- Prieto, A. and Lee. Y., 2019, Internal and External Determinants of Capital Structure in Large Korean Firms, *GLOBAL BUSINESS & FINANCE REVIEW*, Volume. 24 Issue. 3, PP.79-96.
- Rajan, R. and Zingales, L. 1995, What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, vol. 50, no. 5, pp. 1421-1460.
- Salim, M. and Yadav, R., 2012, Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies, *International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science*, PP. 156 – 166.
- Sudiyatno, B., Nugroho, S., Susilawati, Y., and Nurhayati, I., 2019, Determinants of capital structure. *In International Conference on Banking, Accounting, Management, and Economics*, pp. 62-65.
- Sutomo, S., Wahyudi, S., Pangestuti, I., and Muharam, H., 2020, The determinants of capital structure in coal mining industry on the Indonesia Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, vol. 17(1), pp.165-174.
- Zaheer, D., Ahmed, S., Ali, S., and Aleem, A., 2021, Determinants of Capital Structure-Evidence from Oil and Gas Tradable Sector Index (OGTI) Of Pakistan Stock Exchange. *Journal of Contemporary Issues in Business and Government* Vol, 27(1),130-142
- Zeitun, M., Temimi, A., & Mimouni, K., 2017, Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. The *Quarterly Review of Economics and Finance*, VOL .63(1), PP.21–33.