مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية 2013، المجلد 15، العدد 1 ص 281-318

مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة اختبارية

The Effect of Financial Leverage on the performance of firms listed at Palestinian Security Exchange- An Empirical Study

جميل حسن النجار

قسم المحاسبة

جامعة القدس المفتوحة – شمال غزة

تاريخ الاستلام 2013/02/16 تاريخ القبول 2013/4/9

الملخص: هدفت الدراسة الى اختبار أثر الرفع المالي على الاداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وذلك وفقاً لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE) ، والعائد على المبيعات (ROS)، و نمو المبيعات والقيمة السوقية للشركة التي تم احتسابها وفقاً لنموذج Tobin's q، ومعرفة أيهما أكثر تأثراً بالرفع المالي . تمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ، حيث تم اختيار عينة مكونة من عشرين شركة بعد تحقيقها لشروط معينة خلال فترة الدراسة (2004-2011). تم استخدام نماذج الانحدارات لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني . توصلت الدراسة الى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية : العائد على الأصول (ROA) ، العائد على حقوق الملكية (ROE) ، العائد على المبيعات (ROS) ، معدل نمو المبيعات وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة . وأن هناك أثراً سلبياً للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة حسب نموذج Tobin's q ويمتد هذا الاثر لعدة سنوات لاحقة . وبناء على ذلك توصي الدراسة بأن تقوم ادارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول الى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه الشركات ، واقرار قوانين اقتصادية تتيح المجال للشركات المساهمة العامة في فلسطين إستخدام قرض السندات وأدوات مالية أخرى تتيح المجال لبدائل متعددة أمام هذه الشركات أثناء إستخدام الرفع المالي في التمويل.

كلمات مفتاحية: الهيكل التمويلي ، الرفع المالي ، العوائد المحاسبية ، القيمة السوقة

Abstract: *This study aims at testing the effect of financial leverage on the performance of firms listed at Palestinian Security Exchange according to accounting performance measures namely return on assets (ROA), return on equity (ROE) , return on sales (ROS) , sales growth , and market value of the firm measured by Tobin's q. On the other hand , the research is an attempt to*

know which one of them is more influenced by the financial leverage . The sample of the study consisted of (20) corporations listed on the Palestinian Exchange Security during the period 2004-2011 . The research used the multi regression in order to analyze and test the hypothesis . The study revealed that the financial leverage has a negative effect on accounting performance measures , and the market value of the firms according to Tobin's q and this effect extends for several subsequent years . Due to this the study recommends that the Palestinian corporations management should make financial study and evaluate of the financial structure in order to reach the best optimal ratio of leverage within the financial structure to ensure that the positive impact of leverage on the financial performance and the market value of these companies, and enacting economics laws that allow to Palestinian corporation to use loan bonds and other financial instruments that allow for multiple alternatives to these corporations while using leverage in funding.

***Keywords**: Capital Structure , Financial Leverage , Accounting Returns, Market Capitalization*

مقدمة

إن موضوع الربط بين الرفع المالي من جهة والعوائد المالية والقيمة السوقية لمنشات الأعمال من جهة أخرى مازال موضوعاً جدلياً ومعقداً لدى المهتمين بالفكر المالي، فهناك أكثر من نظرية حاولت تجسيد العلاقة بين الرفع المالي وأثره على أهداف الإدارة المالية والمتمثلة في زيادة ثروة الملاك ، وتحقيق عوائد محاسبية، وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والعوائد المالية والقيمة السوقية (الزبيدي ، 2004،ص.760).

ويرتبط توجه الشركات تجاه الرفع المالي بعدة عوامل منها وجود بدائل استثمارية، وبدائل تمويلية متعددة أمام تلك الشركات وكذلك وجود سوق مالي نشط هذا بالإضافة الى توافر رزمة من القوانين والأنظمة الاقتصادية ذات العلاقة .

وقد قام الباحث بهذه الدراسة بهدف إختبار الأثر الذي يتركه الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين معبراً عنه بمؤشرات الأداء المحاسبية التقليدية ،مثل العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على المبيعات (ROS)، ونمو المبيعات، كما بحثت هذه الدراسة في أثر الرفع المالي على القيمة السوقية وفقاً لنموذج Tobin's q، ومن ثم تقييم السلوك التمويلي لتلك الشركات.

مشكلة الدراسة

تبحث هذه الدراسة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركة وبشكل أوضح تحاول الاجابة على التساؤلات التالية :

1. هل يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وفقاً للمؤشرات المالية التقليدية مثل العائد على الأصول(ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE) ، والعائد على المبيعات(ROS)، ومعدل نمو المبيعات .
2. هل يوجد أثر للرفع المالي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين مقاساً حسب نموذج Tobin's q.

أهمية الدراسة:

تربط هذه الدراسة بين الرفع المالي وأثره على العوائد المالية وفقا للمقاييس المحاسبية التقليدية ، ومقاييس الأداء السوقية وفقا لنموذج Tobin's q .

وقد قامت هذه الدراسة باستقصاء وتحليل أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات ، بمعنى هل يوثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركة ، واذا كان هناك تأثير فما طبيعة هذا الأثر ، ايجابي أم سلبي؟.

كما تستمد هذه الدراسة أهميتها كونها :

1. تبحث في موضوع يربط بشكل مباشر أو غير مباشر بالمنافع والمزايا التي يمكن أن يوفرها الرفع المالي من تقليل تكلفة التمويل والاستفادة من المزايا الضريبية وغيرها ومن ثم أثره على تخفيض المصاريف وزيادة الأرباح والسيولة لدى الشركات .
2. تستخدم هذه الدراسة أسلوبين لقياس الأداء المالي للشركة، الأول يتم فيه إستخدام مؤشرات الأداء المحاسبية التقليدية، والثاني يتم فيه إستخدام نموذج Tobin's q كمقياس للأداء السوقي.
3. حددت هذه الدراسة الآثار المترتبة على إستخدام الرفع المالي في التمويل، مما يتيح إمكانية الإسترشاد بها من قبل جميع منشآت الأعمال.
4. ان نتائجها قد وضحت أثر الرفع المالي على العوائد العادية للشركات، مما يدعو بدوره متخذي القرارات التمويلية وإدارات الشركات الفلسطينية الى الإهتمام بهذا الموضوع مما يحسن الأداء المالي لهذه الشركات ومن ثم قدرتها التنافسية .

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة الى تحقيق ما يلي:

1. اختبار العلاقة بين الرفع المالي لدى الشركات المساهمة العامة الفلسطينية من جهة والعوائد المالية لهذه الشركات اعتماداً على المقاييس المحاسبية مثل العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على المبيعات، ومعدل نمو المبيعات من جهة أخرى.
2. اختبار العلاقة بين الرفع المالي والقيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية وفقا لنموذج Tobin's q .
3. التحقق من مدى إنسجام السلوك التمويلي لدى الشركات المساهمة العامة الفلسطينية مع نصوص نظريات التمويل .
4. تقديم الإقتراحات المناسبة حول التطبيق الأفضل للرفع المالي لدى الشركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين.

حدود الدراسة:

1. 1.اختبرت هذه الدراسة الأثر المتوقع للرفع المالي على العوائد المالية التقليدية والقيمة السوقية للشركات.
2. 2. طبقت هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين .
3. 3. تقوم الدراسة في البحث في الأداء المالي للشركات، وبالتالي فإنها استخدمت البيانات المالية المستخرجة من التقارير المالية المنشورة في الفترة الممتدة من عام 2004 وحتى 2011م .

فرضيات الدراسة:

اعتماداً على أدبيات الدراسة والدراسات السابقة حول الموضوع قام الباحث بتطوير وصياغة الفرضيات التالية التي سوف تقوم الدراسة على فحصها واختبارها للتوصل الى الأهداف التي تسعى الدراسة إلى تحقيقها وذلك كما يلي :

الفرضية الرئيسة الأولى:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العوائد السنوية العادية للشركات وفقاً لمؤشرات الأداء المحاسبية التقليدية مثل العائد على الاصول (ROA) ، العائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على المبيعات (ROS)، ونمو المبيعات لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

وتم صياغة الفرضيات الفرعية بناء على الفرضية الرئيسة السابقة وذلك كما يلي :

الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العائد على الأصول

(ROA) لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين .

الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي العائد على حقوق الملكية (ROE) لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين .

الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العائد على المبيعات (ROS) لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على معدل نمو المبيعات لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الرئيسة الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's q.

الاطار النظري

الهيكل التمويلي:

يشير مصطلح الهيكل التمويلي الى كافة أنواع مصادر التمويل المستخدمة في تمويل إجمالي أصول المشروع ، وهو بذلك يختلف عن هيكل راس المال الذي يتمثل بعناصر التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتضمن حقوق الملكية والقروض طويلة الاجل ، من هنا فان هيكل رأس المال للمشروع هو جزء من هيكله التمويلي. (يحياوي ، 2002، ص 90) وتتعد أنواع مصادر التمويل المتاحة أمام منشات الأعمال و تتخذ تصنيفات عديدة تختلف من كاتب لآخر حسب الهدف المنتظر من التصنيف. فهناك من يعتمد على معيار الملكية، وبذلك يفرّق بين الأموال الخاصة والديون. وهناك من يقسّم هذه المصادر إلى تقليدية وحديثة وذلك حسب ظهورها أخذا في الاعتبار الاتجاهات الحديثة في شأن الأوراق المالية التقليدية.(محمد ، 2010، ص.8) ، ويسعى المدراء الماليون الى تحقيق هيكل رأس مال مثالي للمشروع وذلك عن طريق استخدام مزيج تمويلي مناسب يؤدي الى تقليل تكلفة التمويل الى حدودها الدنيا وزيادة القيمة السوقية للسهم. (Akintoye, 2008). في المقابل فان تركيز أموال التمويل في مصدر واحد وهو أموال الملاك يؤدي الى هيكل رأس مال غير ملائم ، ويعتبر هيكل رأس المال غير ملائم عندما لا يؤثر على قيمة المشروع السوقية (Singhania and Seth, 2010)

وهناك عدة عوامل تؤثر على تكوين الهيكل التمويلي داخل المشروع منها ما هو داخلي و يقوم على أساس استخدام مزيج تمويلي يشمل الديون الخارجية والأسهم العادية والاسهم الممتازة وذلك وفقاً

لإحتياجات هذه المشاريع من التمويل بالإضافة الى نوعية الفرص الاستثمارية المتاحة أمام هذه المشاريع ويتم ذلك من خلال اتباع سياسة المبادلة بين العوائد والمخاطر والقيام بدراسات معمقة ومستنيرة لإحتياجات المشروع التمويلية والبدائل التمويلية الاستثمارية المتاحة بالإضافة لدراسة تكلفة كل بديل تمويلي هذا بالاضافة الى دراسة مخاطر التشغيل ودرجة تقبل الادارة للمخاطر المحيطة والأثر الضريبي ومدى وجود مزايا ضريبية لبديل تمويل على آخر وكذلك مراعاة مرونة الهيكل التمويلي، وفي المقابل فان هناك عوامل خارجية تؤثر في الهيكل التمويلي وتشمل حساسية الجهات المقرضة لارتفاع مديونية الشركة ، وطبيعة الصناعة التي تعمل بها تلك الشركة من حيث المنافسة والنمو وإستقرار المبيعات والأرباح ، وقيمة الموجودات (شلاش وأخرون ، 2008 ،ص، 2) . جميع هذه العوامل يجب أخذها بعين الاعتبار عند تصميم هيكل تمويلي مثالي للمشروع ، ولكن غالبا ما يختلف الواقع العملي فقد يختلف الهيكل التمويلي الفعلي والمطبق عن الهيكل التمويلي المثالي الذي تسعى الادارة للتوصل اليه بسبب متغيرات الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي يمر بها المشروع وبالتالي تكون التكلفة المرجحة لمصادر التمويل المستخدمة ليست في حدودها الدنيا(ديرانيه ، 1992م).

2-2 مفهوم وأهمية الرفع المالي ونظريات الهيكل التمويلي

يشير الرفع المالي الى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب، وهو عبارة عن *نسبة* القروض الى مجموع الخصوم(الهواري ، 1996، ص، 166) ، وتقيس درجة الرفع المالي مدى تعرض الشركة الى المخاطر المالية ، وهي كذلك تعكس درجة التغير في عائد السهم الواحد من أرباح التشغيل الناتجة عن التغير في نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب (EBET) .(Akintoye ,2008, P.23)، ويعرف أيضاً بأنه الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة ، لذا فهو يعتمد على الاقتراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك، *وتزداد درجة الرفع المالي بازدياد استخدام مصادر التمويل الخارجي* ويمكن للرفع المالي أن يزداد بأدوات مالية غير تقليدية مثل استخدام الخيارات المالية والعقود الآجلة .(الشيخ ، 2008، ص.52)

وهناك من يعتبر الرفع المالي أو الرافعة المالية من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية المؤسساتية لتغليف الأشياء غير المحببة أو السلبية وإعطائها مظهراً جميلاً، فبدلاً من أن نقول استدانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطرة والضعف نقول رافعة مالية وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة. (قصبة ، 2010، ص، 8)

وبشكل عام فان احتياجات الشركة من التمويل قصير الأجل يعتمد على نسبة النمو في المبيعات بالإضافة الى درجة كفاءة وفعالية الشركة في إدارة رأس المال العامل، وعلى المدى الطويل قد تتحول الاحتياجات التمويلية قصيرة الأجل الى تمويل طويل الأجل، لذلك فيجب على ادارة أي مشروع عمل تقييم دوري للهيكل التمويلي وتحديد مدى الاعتماد على أموال الدين في التمويل.

ووفقاً لـ (Pandey , 1999) فان ما يبرر وجود الرفع المالي هو تحقيق المشروع لأرباح قبل الفوائد والضرائب أعلى من تكلفة التمويل وأن الزيادة أو (النقص) في أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل سوف تؤدي الى زيادة (تخفيض) في العائد على حقوق الملكية .

وقد تلجأ بعض الشركات الى تخفيض مستوى الرفع المالي بهدف تخفيض مستوى المخاطر أو بسبب عدم الرغبة في تبني سياسة مالية مضغوطة بهدف الالتزام تجاه أصحاب الديون (Jensen, 1986). ، وفي المقابل فقد أشار كل من (Stulz) , (Harris and Raviv ,1988 (1988,) بأن ادارات الشركات قد تجبر لزيادة الرفع المالي بمعدلات أعلى من المعدلات المثالية بهدف الحفاظ على السيطرة وقوة التصويت للمساهمين القدامى ومن ثم التقليل من احتمالات السيطرة الخارجية وأن هذه السياسة ستقود بالنهاية الى تعزيز وتقوية أداء تلك الشركات.

وفي جميع الأحوال يجب على الشركات دراسة مستوى الكفاءة لعملياتها التشغيلية والتمويلية، والظروف البيئية المحيطة بها قبل اتخاذ قرار بشأن الرفع المالي ، لأن الرفع المالي سلاح ذو حدين ، بمعنى أنه يمكن أن يؤدي الى تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية والتمويلية بالكفاءة ، وعندما تكون الظروف المحيطة بالشركة مناسبة، كما يمكن أن يؤدي استعماله الى نتائج عكسية اذا سارت الأمور على غير ما يرام.(ابراهيم، 2010، ص.46)

وكذلك يعتبر الرفع المالي من العوامل المؤثرة على شكل وطبيعة الهيكل التمويلي داخل المشروع وقد ظهر ذلك من خلال طرح النظرية التقليدية في بداية الخمسينات من القرن الماضي، فوفقا للنظرية التقليدية يمكن إستخدام الإقتراض (الرفع المالي) بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية، ولم تحدد هذه النظرية كمية الاقتراض المعقولة وإنما دعت الشركات الى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى ذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد الى درجة يهدد وجود الشركة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول(وفقاً لهذه النظرية) ، وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف بالرفع المالي تلا ذلك تقديم ميلر ومدجلياني اقتراحين شكلا فيما بعد حجر الأساس لكل الكتابات المتعلقة بطرق التمويل ، حيث خلصت هذه النظرية في العام 1952م الى أن الشركات المتماثلة في كل أوج

أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها تتساوى في القيمة السوقية وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركات بمعنى أن القرار التمويلي وأسلوب وطريقة التمويل لا يؤثر على القيمة السوقية، الا أن واضعي النظرية عادا في العام 1963م وحرراها من قيد الضرائب وخلصا الى أن القيمة السوقية للشركة المقترضة تفوق مثيلاتها المعتمدة على أموال الملكية.(Miller, M H.,1977) وقد قدم (Mayers , 1984) في نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل The Pecking Order Theory وقد جاء الرفع المالي والتمويل بالدين في المرحلة الثانية بعد التمويل بالاحتياطيات والأرباح المحتجزة وقد أظهرت كل من النظريتين السابقتين بوجود علاقة ايجابية بين الرفع المالي من جهة والقيمة السوقية للشركة وبالتالي فان الاقتراض هو أفضل طرق التمويل .

وقد أجريت العديد من الدراسات لاحقاً لما قدمته دراسات ميلر ومدجلياني ، وغالبية هذه الدراسات توصلت الى نتيجة مهمة وهي أن التوصل الى هيكل رأس مال مثالي للمشروع يقوم على أساس الموازنة بين المنافع والتكاليف عند اتخاذ القرار المتعلق باستخدام الرفع المالي في التمويل، حيث تتمثل منافع الرفع المالي في الميزة الضريبية للإقتراض والتي تقوم على أساس أن جميع الفوائد والعمولات المدفوعة على القروض المستخدمة في التمويل تعتمد كنفقة ضريبية تخصم قبل التوصل للربح الخاضع للضريبة ومن ثم تخفيض مبلغ الضريبة المستحقة، في المقابل فان تكاليف إستخدام الرفع المالي في التمويل تتمثل في التالي :(Jensen, M, and W Meckling , 1976) ، (Akhtar, et al. , 2012)

أولا: عدم القدرة على خدمة الدين، والتي تتمثل في عدم القدرة على سداد أقساط القروض والفوائد المستحقة في تاريخ استحقاقها مما يعرض الشركة الى مخاطر إشهار الإفلاس من قبل المقرضين .

ثانيا : ارتفاع تكاليف الوكالة المتعلقة بالمقرضين والمتمثلة في زيادة حدة الرقابة والتحكم ببعض الأمور داخل الشركة وذلك من خلال القيود التي تفرض ضمن اتفاقيات القروض المبرمة بين الشركة والمقرضين وهذا يؤدي الى تقليل مرونة هيكل رأس المال الحالي للمشروع .

وبناء على ما تقدم ، فاذا ما احتاجت منشأة الى أموال إضافية بهدف التوسع والنمو فان التوجه الأولى أمام هذه الشركات للحصول على احتياجاتها النقدية هو زيادة حجم الاقتراض الخارجي ، أو التوجه الى السوق المالي لزيادة راس المال المصدر أو الحصول على هذه الأموال من خلال مزيج يشمل أموال الملكية وأموال الاقتراض (Valentin ana Prem , 2005, P,3). وتتجنب منشات الأعمال خيار التمويل عن طريق زيادة رأس المال بسبب أن هذا الخيار أكبر تكلفة من أدوات الدين طويلة الاجل (Mayers , 1984).

أثر الرفع المالي على العوائد المالية و القيمة السوقية

يظهر الأداء الاقتصادي للشركات ممثلاً بالعوائد العادية والعوائد غير العادية من خلال بعض المؤشرات والمقاييس المالية التى تعكس هذا الأداء ،وتعتبر العوائد المحاسبية وأهمها العائد على الأصول والعائد على القيمة الصافية والعائد على المبيعات من أهم المؤشرات المالية المستخدمة في هذا المجال.(Valentin and Perm,2005,P.3) وقد أجريت العديد من الدراسات التي اختبرت العلاقة بين الرفع المالي وربحية المشاريع (Kester 1986) و (Friend and Lang ,1988) وتوصلت هذه الدراسات الى وجود علاقة عكسية بين ربحية المشاريع وبين ونسبة الدين (اجمالي الديون طويلة الاجل الى اجمالي الاصول) ، وتظهر الآثار المالية للرفع المالي على أداء منشات الأعمال مع زيادة حجم التمويل بالدين ، حيث يمكن للرفع المالي أن يؤثر ايجاباً على أداء المشروع حتى حد معين من نسبة المديونية ، وتستخدم مقاييس العوائد المحاسبية التقليدية –مثل العائد على الاصول(ROA) والعائد على حقوق الملكية(ROE) والعائد على المبيعات(ROS) ومعدل دوران الأصول – كأساس ليعكس أثر الزيادة أو التخفيض في درجة الرفع المالي على أداء المشروع (Pachori, Totala,2012)، وبشكل عام فان نتائج التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة إدارة المشروع على إستغلال الأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية ، لذلك فان الرفع المالي يحقق عوائد قد تكون أكبر من تكلفة الاقتراض أو مساوياً لها أو أقل منها وبالتالي يمكن تصنيف نتائج التوسع في الرفع المالي كالتالي:(شلاش وأخرون ، 2008، ص56).

1- الرفع المالي الجيد : وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الاموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه إرتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الاصول وعلى حقوق الملكية
2- الرفع المالي المتوسط : وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الاموال المقترضة مساوياً لتكلفة الاقتراض مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية كما هي دون تغير .
3- الرفع المالي العكسي : وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه إنخفاض معدل العائد على الاصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية .

وفيما يتعلق بأثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمشروع فقد قدم دافيد دوراند وجهتي نظر على طرفي النقيض فيما يتعلق بتأثير الرافعة المالية على قيمة المنشأة وهما : مدخل صافي الربح ، ومدخل صافي ربح العمليات ، حيث يهدف أسلوب مدخل صافي الربح الى توضيح أن أفضل هيكل

تمويلي هو الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من القروض وبالتالي فان الهيكل التمويلي المثالي هو الذي يعتمد بدرجة كلية على الديون في التمويل.(مليكة ، 2009، ص.155)، وبالتالي فان متوسط تكلفة رأس المال (أموال ملكية و ديون) ستنخفض من زيادة استخدام القروض، وحيث أن تكلفة رأس المال المقترض أقل تكلفة ، لذلك فان الاستمرار في تخفيض تكلفة راس المال من خلال زيادة الرفع المالي سيؤدي الى زيادة القيمة السوقية للمشروع. وتنتقد وجه النظر هذه لتجاهلها للعلاقة الطردية بين نسبة الاقراض والمخاطر التي يتعرض لها الملاك والدائنين.(توفيق و الشريف ، 1985 ، ص.247) .

أما مدخل صافي ربح العمليات فهو قائم على أساس عدم وجود أثر للرفع المالي على القيمة السوقية للمنشأة ، ومن ثم فان فكرة الهيكل المالي المثالي غير مقبولة ، ويبرر ذلك من منطلق أن زيادة الرفع المالي لا يؤثر على معدل تكلفة الاقتراض، بينما يرتفع معدل تكلفة الاموال الملكية كلما زادت نسبة القروض في الهيكل التمويلي، وذلك لأن حملة الاسهم سيكونون حذرين من المخاطر المالية، وبالتالي فان أثر انخفاض تكلفة الاقتراض الخارجي سيلغى تأثيره بسبب ارتفاع تكلفة أموال الملكية، مما يعني ثبات معدل التكلفة الكلية مهما زادت القروض(هندي ، 1998، ص.589).

وفي المقابل فقد أشار (Black,1976) و (Christie ,1982) الى وجود علاقة عكسية بين درجة الرفع المالي وعوائد الأسهم وأن زيادة درجة الرفع المالي تزيد من تذبب وتقلبات السهم والذي يقود بالنهاية الى زيادة المخاطرة للإستثمار في السهم ، وهذا كله يقود الى هبوط ملحوظ في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المتداولة داخل السوق المالي.

أثر الرفع المالي على اتخاذ القرارات الاستثمارية

أشارت العديد من نتائج الدراسات السابقة التي أجريت لإختبار العلاقة بين درجة الرفع المالي والقرارات الاستثمارية الى أن الشركات التي يكون لديها فرص وبدائل استثمارية متعددة وكبيرة الحجم يقل توجهها للتمويل بالدين، بينما يزداد توجه الشركات للتمويل بالدين كلما تقلصت البدائل والفرص الاستثمارية المتاحة أمام هذه الشركات (Smith and Watts, 1992) و (Gaver and Gaver , 1993) و (Jung , Kim and Stulz, 1996) ، في حين أشارت نتائج دراسات أخرى الى انه لا يوجد علاقة ثابتة ومنتظمة بين درجة الرفع المالي وحجم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات بل أن هذه العلاقة تختلف لدى الشركات باختلاف الدول التي تنتمي اليها.(Bae,2009).

في المقابل فان نظرية الاشارة تشير الى علاقة الرفع المالي بالقرار الاستثماري بشكل مخالف لما تقدم ، فنظرية الإشارة تعتبر أن القيمة الحقيقية للمنشأة الاقتصادية بمثابة معلومة خاصة محتكرة لدى طرف المسيرين(الادارة) فقط، ذلك لأن المعلومات غير منشورة، وان كانت منشورة ومتوفرة

لدى الجميع فانها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة وهو ما بات يعرف بعدم تناظر المعلومات.(عبد الوهاب ، 2006، ص،112) لهذا تعتبر هذه النظرية أن هيكل رأس المال للمنشأة عبارة عن مرآة عاكسة لوضعها اتجاه المستثمرين، حيث أن المنشاة التي تُقدم على الاقتراض رغم الخطر المالي الناتج عنه، دليل واضح على أن هذه الأخيرة تنتظر عوائد مستقبلية عالية من مشاريعها الاستثمارية وبدرجات ثقة مرتفعة لذلك لم تلجأ إلى إصدار الأسهم وذلك لرفض مساهميها القدماء تقاسم الأرباح المستقبلية– التي تتمتع بدرجة ثقة عالية– مع مساهمين جدد، وبالتالي تمثل إشارة ايجابية على القيمة الحقيقية للمنشأة الاقتصادية . وعليه، فإن لجوء المنشأة الاقتصادية إلى إصدارات أسهم جديدة يُفسر من قبل المستثمرين الخارجيين على انه إشارة سلبية على القيمة الحقيقية لهذه المنشأة. وعلى أساس فكرة عدم تناظر المعلومات ظهرت نظرية التسلسل الهرمي للتمويل، حيث تخلص هذه النظرية إلى ضرورة التزام المنشأة الاقتصادية الراغبة في التمويل بترتيب هرمي لمصادر التمويل المتاحة أمامها، وعلى المنشأة الاقتصادية اللجوء أولا للتمويل الذاتي بعدها إلى أموال الاستدانة و أخيرا إلى الرفع من رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة في السوق المالي. (محمد ، 2010، ص،10)

الدراسات السابقة

يعتبر موضوع دراسة أثر الرافعة المالية والآثار المالية المترتبة عليها من الموضوعات التي لم تنل الاهتمام الواسع بين الباحثين ، فهناك من يناقشها ضمناً عند البحث في مجال الهيكل التمويلي للمشروع وأثره على الاداء المالي بشكل عام ، لذلك فان الدراسات التي تناولت دراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للمشروع محدودة، وأغلب الدراسات التي استطاع الباحث الحصول عليها هي دراسات أجنبية وبالتالي تعتبر هذه الدراسة الأولي في فلسطين الذي تتناول هذا الموضوع حسب علم الباحث .

ففي دراسة لـ (Akhtar, et al. , 2012)، والتي هدفت لقياس أثر الرفع المالي على الاداء المالي للشركات بالتطبيق على قطاع شركات البترول والطاقة فقد قامت هذه الدراسة بفحص فرضية مفادها أن الشركات ذات معدلات الربحية العالية تسعى لزيادة الرفع المالي، وقد قامت الدراسة بفحص أثر الرفع المالي على مؤشرات العائد على الاصول، والعائد على حقوق الملكية، وعدد مرات تغطية الفوائد والديون ، ونسبة توزيعات الأرباح الى حقوق الملكية، وصافي الربح التشغيلي، والنمو في المبيعات، والعائد على السهم، وقد أظهرت النتائج أن الرفع المالي يؤدي الى تحسين الوضع المالي للشركات ومن ثم زيادة فرص نموها داخل القطاع الذي تعمل بداخله .

وقد هدفت دراسة (Hashemi and Zadeh ,2012) الى اختبار أثر الرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح، حيث أجريت الدراسة على عينة قوامها (74) شركة مساهمة عامة من الشركات

المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية في الفترة الواقعة بين 2003–2010م، وقد استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة وجود علاقة ارتباط عكسية بين الرفع المالي وسياسة توزيع الارباح وبالتالي فان الشركات التي يكون الرفع المالي لديها مرتفع سوف تقوم بتوزيع أرباح أقل على المساهمين اذا ما قورنت بالشركات ذات الرفع المالي المنخفض.

وقد اختبرت دراسة (السبيعي ،2012) العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الأصول على مستوى كل قطاع من القطاعات الاقتصادية الثلاث للاقتصاد الكويتي ، حيث أجريت الدراسة على عينة قوامها (54) شركة من الشركات المساهمة العامة الكويتية وتوصلت هذه الدراسة الى وجود علاقة ايجابية بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار لجميع القطاعات الاقتصادية.

و قام كل من (Al Taleb , and Al Shubiri , 2011) بدراسة متغيرات ، الربحية ، والنمو في الفرص الاستثمارية ، وحجم الاصول ، والسيولة ، وتم ربط هذه المتغيرات بنسبة الدين لدى مفردات عينة الدراسة ،وقد أجريت هذه الدراسة على (60) شركة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وأظهرت نتيجة الدراسة أن نسبة الدين ترتبط بعلاقة ايجابية مع نسبة النمو في إجمالي الاصول، في حين ترتبط بعلاقة عكسية مع السيولة وهيكلية الأصول، في المقابل أظهرت الدراسة أن متغير النمو في الفرص الاستثمارية يرتبط بعلاقة ايجابية مع الديون طويلة الأجل، وأن متغير حجم الأصول يرتبط بعلاقة ايجابية مع الديون طويلة الأجل وعلاقة عكسية مع الديون قصيرة الأجل ،وأظهرت الدراسة أيضاً أن متغير الربحية والسيولة غير مرتبطة بعلاقة مع التغير في حجم الديون .

أما دراسة (M.P Odit , and Y. D Gobardhun , 2011) والتي أجريت على 25 مشروع من المشاريع صغيرة ومتوسطة الحجم خلال الفترة ما بين 2002–2008 م بهدف دراسة العوامل المؤثرة على الرفع المالي لدى هذه المشاريع، وقد اختبرت هذه الدراسة ستة عوامل يمكن أن تؤثر على الرفع المالي لدى المشاريع وهي: عمر المشروع، وحجم المشروع، وحجم الأصول، والأرباح، ونسبة النمو، المخاطرة .

وتوصلت الدراسة الى أن هناك علاقة ايجابية بين الرفع المالي و كل من هيكل الأصول ونمو المشروع ، حيث تبين أن المنشآت الصغيرة وحديثة التأسيس تلجأ الي الاقتراض طويل الأجل في حين أن المنشآت التي تتميز بقلة حجم أصولها الثابتة الى إجمالي الأصول تواجه صعوبات في الحصول على الاقتراض طويل الاجل بسبب قلة الضمانات بالنسبة للمقرضين ، وأظهرت الدراسة أيضاً عدم انسجام طريقة التمويل المتبعة من قبل عينة الدراسة مع نظرية تسلسل مصادر التمويل (POT) ،حيث تبين أن ربحية المشاريع الصغيرة والمتوسطة الأجل تتناسب عكسياً مع حجم الاقتراض طويل الاجل .

وقد هدفت دراسة (Singapurwoko , 2011) الى كشف العلاقة بين الرفع المالي وربحية

الشركات ، واستخدمت الدراسة عدة متغيرات لكشف هذه العلاقة مثل حجم الشركة، والقطاع الذي تعمل به الشركة بالإضافة للخصائص الاقتصادية داخل الشركة، حيث يقيس متغير حجم الشركة قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في حين أن متغير الاقتصاد الكلي يعكس أسعار الفائدة المتداولة وارتباطها بدرجة التضخم الاقتصادي السائدة، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التجريبي، وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها أن الديون أثرت ايجاباً على ربحية الشركات وأن الشركات التي لديها قدرة على تحقيق عوائد عالية تتوجه لاستخدام الديون ضمن الهيكل التمويلي لأصولها ،وتختلف العلاقة بين الرفع المالي مع اختلاف القطاع الاقتصادي الذي تعمل به الشركة .

وقد قام (العنزي، 2011) بدراسة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات ضمن عينة الدراسة وذلك من خلال فحص العلاقة بين الرفع المالي والتغير في ربحية السهم حيث أجريت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية لفترة ممتدة خمس سنوات (2006-2010)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ايجابية بين الرفع المال والتغير في ربحية السهم وأوصت الدراسة بضرورة التوسع في الرفع المالي أثناء تمويل استثماراتها.

أما دراسة (النعيمي وأخرون، 2011) والتي أجريت على عينة من شركات التأمين المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بهدف اختبار أثر الرفع المالي على كل من العائد على السهم العادي، والعائد على حقوق الملكية ونصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للشركة وقد استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد وتحليل المسار بهدف اختبار العلاقة بين المتغيرات وتوصلت الدراسة الى أن الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية ليس لهما أثر ذي دلالة احصائية في القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين الأردنية.

وقد أجريت **دراسة (Mehdi and Others,2010)** على مجموعة من الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية اعتماداً على البيانات المنشورة عن هذه الشركات خلال الفترة ما بين 2002-2007م بهدف إظهار أهم العوامل المؤثرة على العوائد غير العادية لدى الشركات، وافترضت هذه الدراسة وجود علاقة بين درجة الرفع المالي وتحقيق عوائد غير عادية ، وقد توصلت الدراسة لوجود علاقة عكسية بين درجة الرفع المالي والعوائد غير العادية. وأوصت الدراسة بإجراء المزيد من الدراسات ذات العلاقة بالعوامل الاخرى المؤثرة على العوائد غير العادية لدى الشركات .

أما دراسة (Singhania and Seth,2010)، فقامت بهدف ربط خصائص الشركات بخصائص الهيكل التمويلي محاولة بذلك ايجاد قاسم مشترك بين خصائص الشركة وطريقة التمويل، وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة قوامها 963 شركة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق بومبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2004-2008م وتم القيام بتحليل الهيكل التمويلي للشركات قيد الدراسة ومقارنتها بنصوص نظريات التمويل المختلفة. اختبرت الدراسة فرضية أساسية مفادها وجود علاقة ايجابية بين نسبة الدين في أي وقت ومجموعة من المتغيرات هي: حجم الشركة، سيولة الشركة، نسبة نمو الشركة ، معدل تغطية الديون لدى الشركة. توصلت الدراسة الى نتيجة

أساسية مفادها أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الدين من جهة ونسبة نمو الشركة وسيولة الشركة ومعدل تغطية الديون لدى الشركة من جهة أخرى ، وأن هناك علاقة ايجابية بين نسبة الدين وحجم الشركة .

وقد اختبرت دراسة (ASif , et al. ,2010) العلاقة بين درجة الرفع المالي وسياسة توزيع الارباح وقد تمت الدراسة على عينة مقدارها 403 شركة من الشركات المساهمة العامة المدرجة لدى سوق كراتشي للأوراق المالية خلال الفترة ما بين 2002–2008 وقد افترضت الدراسة أن توزيعات الأرباح في السنة السابقة هي المتغير المستقل، والتغير في العوائد والأرباح السنوية هي المتغير التابع، وقد أظهرت نتائج التحليل الاحصائي أن هناك علاقة عكسية بين الرفع المالي وسياسة توزيع الارباح السنوية حيث تبين أن التوزيعات النقدية تتراجع وتنخفض مع زيادة درجة الرفع المالي لدى شركات العينة الاحصائية وأن التغير في الارباح السنوية لم يكن له تأثير ملموس على التغير في سياسة توزيع الارباح السنوية .

وفي دراسة (شلاش و آخرون، 2008) والتي أجريت على عينة قوامها(58) شركة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية في الفترة من (1997–2001) بهدف دراسة العلاقة بين المؤشرات المحاسبية وشكل الهيكل التمويلي ومن ثم تحديد مدى تأثير تلك العوامل على مقدرة الشركات موضوع الدراسة للحصول على التمويل، وقد حددت هذه الدراسة مجموعة من المتغيرات المستقلة تشمل الربحية ، والسيولة ، وفرص النمو في النشاط ونسبة الديون في السنة السابقة وبيان أثرها على الهيكل التمويلي للشركة، وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج من أهمها : أن نسبة الرفع المالي لدى الشركات الصناعية الاردنية 36% وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في دول مثل الولايات المتحدة، وألمانيا، ودول شرق أسيا حيث تتجاوز النسبة 80% ، وأن هناك علاقة هامة احصائياً بين نسبة الرفع المالي في السنة الحالية وكل من نسبة الرفع المالي في السنة السابقة والسيولة والربحية ومعدل النمو، في حين كانت العلاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي والربحية وان سبب هذه العلاقة العكسية هو صغر حجم المبيعات لدى الشركات وعدم التنوع والاستقرار لدى هذه الشركات .

وقد اختبرت دراسة (Akintoye,2008) درجة الحساسية من خلال قياس أثر التغير في الهيكل التمويلي على العوائد والأرباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب EBIT وعائد السهم الواحد EPS حيث أجريت الدراسة على مجموعة من شركات الأغذية والمشروبات في نيجيريا، وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها أن الأرباح التشغيلية والعائد على السهم لدى الشركات ضمن عينة الدراسة تتأثر بالتغيرات التي تحدث على هيكل رأس المال للمشروع وأن طريقة ونوع سياسة توزيعات الأرباح المعتمدة داخل المشروع تتأثر بالتغيرات التي تحدث على الهيكل التمويلي .

وفي دراسة لـ (Rayan ,2008) بعنوان (الرافعة المالية وأثرها على قيمة المشروع) **والتي** هدفت الى اختبار مدى العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للمشروع، حيث أجريت الدراسة

على عينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق جوهانزبرق للأوراق المالية قوامها(113) شركة وقد توصلت هذه الدراسة الى وجود علاقة عكسية بين الزيادة في الرفع المالي لدى الشركة والقيمة السوقية لها.

أما دراسة (Aydemir et al., 2007) فقد هدفت الى قياس أثر الرافعة المالية على تقلبات عوائد السهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية في ظل حالة اقتصادية عادية ، وقد تم دراسة أثر الرافعة المالية على مستوى السوق ومستوى المنشأة ، ومن النتائج التي توصلت اليها هذه الدراسة ، أنه في ظل اقتصاد متعافي تكون فيه ثبات في معدلات الفائدة ومستويات المخاطر فان الرافعة المالية يكون لها تأثيراً محدوداً على تقلبات عوائد السهم على مستوى السوق ويكون هناك تأثيراً ملحوظاً في تقلبات العوائد على مستوى كل شركة بشكل مستقل، في المقابل فانه في ظل سوق يشهد تقلبات في معدلات الفائدة والمخاطر يكون هناك تأثيراً ملحوظاً للرافعة المالية على تقلبات العوائد على مستوى السوق والمنشأة معاً هذا بالإضافة الى أن الرافعة المالية يكون لها دائما تأثيراً على تقلبات عوائد السهم للشركات صغيرة الحجم .

وقد اختبرت دراسة (Valentin ana Prem, 2005) العلاقة بين درجة الرفع المالي والقيمة السوقية للسهم، وأظهرت هذه الدراسة أن أي تغير في درجة الرفع المالي يقود التغير في القيمة السوقية للسهم وفي نفس الاتجاه، وأن هناك علاقة عكسية بين التغير في درجة الرفع المالي ومخاطرة السهم والمخاطر المرجحة بالعوائد المستقبلية وأوصت الدراسة بضرورة التوسع في تحليل العوائد المستقبلية لتحديد ماهية المعلومات المتعلقة بالرفع المالي والتي تؤثر على سعر السهم في السوق .

وفي دراسة (Avazian , et al.,2003) والتي هدفت الى اختبار العلاقة بين الرافعة المالية والقرارات الاستثمارية بالتطبيق على الشركات الكندية المدرجة داخل السوق المالي وقد أظهرت هذه الدراسة علاقة عكسية بين الرافعة المالية والاستثمارات داخل المشروع، وقد كانت هذه العلاقة العكسية بارزة بوضوح لدى الشركات التي يكون لديها فرص محدودة للاستثمارات وتكون هذه العلاقة العكسية أقل وضوح وأضعف لدى الشركات التي لديها آفاق استثمارية متعددة .

وفي دراسة أعدها (Ozkan, 2001)، والتي أجريت على عينة من الشركات البريطانية، وقد توصلت الى أن لكل من الربحية، والسيولة، وفرص النمو، أثراً سالباً على الهيكل التمويلي، وأثراً محدوداً للحجم على مديونية المنشأة وأن العلاقة عكسية بين الاعتبارات الضريبية، ونسبة الاقتراض.

وفي دراسة (حسن ،1998) والتي أجريت على قطاع محدد وهو قطاع الغزل والنسيج بهدف فحص العلاقة بين الرفع المالي والربحية والنمو في المبيعات والنمو في حجم الأصول للشركات داخل هذا القطاع ،وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها وجود علاقة ارتباطية عكسية بين الرفع المالي والربحية ممثلة في معدل العائد على الأصول، في حين كانت العلاقة غير واضحة بين الرفع المالي ومعدل العائد على المبيعات وقد أوصت الدراسة بضرورة اعادة هيكلة ديون الشركات بما

يحقق التوازن بين الهيكل التمويلي والرفع المالي .

وقد ركزت دراسة (McConnell and Servaes, 1995) على فحص العلاقة بين درجة الرفع المالي ونمو منشآت الاعمال، وقد استخدمت أسلوب الانحدار في تجميع وتحليل البيانات، وقامت بتوسيع قاعدة البيانات عن الشركات قيد الدراسة بهدف التغلب على عدم التجانس في خصائص بعض مفردات عينة الدراسة، وتوصلت هذه الدراسة الى عدة نتائج أهمها أن الرفع المالي يرتبط بعلاقة عكسية مع حجم الاستثمارات والبدائل الاستثمارية للمشاريع قيد الدراسة، وأن الرفع المالي يوثر بشكل سلبي جداً لدى الشركات التي تكون لديها الفرص الإستثمارية متدنية ومحدودة .

وقد بين الباحثان (Titman and Wessle, 1988) محددات الهيكل المالي في شركات الولايات المتحدة الأمريكية، حيث استخدمت معلومات عن الشركات الأمريكية، لفترة أربع سنوات، وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد وركزت على حجم المنشأة والوفر الضريبي، والربحية، ووجدا أن العلاقة بين نسبة الرفع المالي، وحجم الشركة والوفر الضريبي موجبة ، في حين كانت العلاقة سلبية مع الربحية.

ما يميز هذه الدراسة

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة كونها تتناول أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات في بيئة تشهد شح للدراسات السابقة من هذا النوع ، بالإضافة الى أنها تستخدم مؤشرات الأداء المحاسبية لقياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي ، فضلاً عن استخدامها نموذج Tobin's q لدراسة أثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركة .

وتتميز أيضاً بأنها قامت بإجراء مقارنة بين مؤشرات الأداء المحاسبية التقليدية والقيمة السوقية باستخدامTobin's q لمعرفة أي منهما تأثراً بالرفع المالي .

منهجية الدراسة

لإختبار فرضيات الدراسة السابقة ، ولتحقيق أهداف الدراسة ، استخدم الباحث منهجية متعارف عليها في مثل هذا النوع من الدراسات وفقاً للتالي:

وسائل جمع البيانات

قام الباحث بجمع البيانات اللازمة للدراسة من واقع سجلات سوق فلسطين للأوراق المالية ، وبمراجعة البيانات المالية الخاصة بالشركات عينة الدراسة ، ومن واقع التقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل هذه الشركات .

متغيرات الدراسة وكيفية احتسابها

استخدم الباحث أسلوب الإنحدار المتعدد لقياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات وذلك على النحو التالي :

أولاً: أثر الرفع المالي على المقاييس المحاسبية (متغيرات الفرضية الأولى).

لتحديد وفحص أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات وفقاً للمقاييس المحاسبية التقليدية ، فقد تم إستخدام العائد على الأصول (ROA) ، و العائد على حقوق الملكية (ROE) و العائد على المبيعات (ROS) و نمو المبيعات ، وذلك كما يلي :

المتغيرات التابعة والمستقلة.

المتغيرات التابعة: العائد على الأصول (ROA) ، و العائد على حقوق الملكية (ROE) و العائد على المبيعات (ROS) و نمو المبيعات.

كيفية احتساب المتغيرات المحاسبية التابعة :

ROA = صافي الأرباح بعد الضرائب ÷ متوسط القيمة الدفترية لأصول الشركة.

ROE = صافي الأرباح بعد الضرائب ÷ متوسط القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

ROS = صافي الأرباح بعد الضريبية ÷ صافي مبيعات الشركة السنوية.

النمو في المبيعات=(مبيعات السنة الحالية– مبيعات السنة السابق)÷ مبيعات السنة السابقة.

المتغير المستقل : الرفع المالي.

ثانياً : أثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركة (متغيرات الفرضية الثانية).

لتحديد وفحص أثر الرفع المالي على القيمة السوقية سيتم استخدام نموذج Tobin's q كمقياس لذلك كما يلي:

المتغيرات التابعة والمستقلة

المتغير التابع: هو الأداء السوقي للشركات باستخدام Tobin's q المعدل .

المتغير المستقل: هو الرفع المالي.

المتغيرات الضابطة: هو مصاريف الفوائد المدينة ، القروض طويلة الأجل.

كيفية احتساب متغيرات الأداء المالي السوقي .

أ- احتساب القيمة السوقية للشركة (المتغير التابع).

يتم قياس القيمة السوقية للشركة في هذه الدراسة باستخدام Tobin's q ، وهي طريقة استخدمها James Tobin's في عام 1969م كأسلوب للتنبؤ بقيمة الشركة وأدائها المستقبلي ، والتي تقيس الكفاءة الحدية لرأس المال مقارنة بالتكلفة المالية لرأس المال ، وبالتالي فهي تقيس فيما إذا كانت قيمة الشركة كمشروع تشغيلي أعلى من تكلفة الأصول المطلوبة للحصول على تدفقاتها النقدية .

والنموذج الأساسي لاحتساب Tobin's q هو :

Q = القيمة السوقية للشركة ÷ القيمة الاستبدالية للأصول.

ونظراً لصعوبة تقدير تكلفة الاستبدال لأصول الشركات ، فان الباحث قام باستخدام التكلفة التاريخية للأصول عوضاً عنها ، وباستخدام التكلفة التاريخية للأصول يكون هذا النموذج المعدل لـ Tobin's q وقد استخدم هذا النموذج من قبل كثير من الباحثين مثل (Bharadwaj et al., 1999) و (Hitt and Brynjolfsson, 1996) و (Dehning and Startopoulos, 2002) و (Rai et al., 1997) و (Tam. 1998) . وفقاً للمعادلة التالية :

Q = القيمة السوقية للشركة ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.

حيث القيمة السوقية = عدد الأسهم في نهاية العام × أسعار إغلاقها .

ب- المتغير المستقل : الرفع المالي للشركة .

سوف يتم الاعتماد على قياس الرافعة المالية للشركة وفقا للنموذج التالي:

الرفع المالي = أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب ÷ أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب – تكلفة الدين.

والمقصود بتكلفة الدين : الفوائد على القروض طويلة الاجل وفوائد السندات .

4-3 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة المسجلة في بورصة فلسطين خلال الفترة من العام 2004 وحتى العام 2011م وذلك وفقاً لسجلات بورصة فلسطين والجدول رقم (1) يوضح مفردات مجتمع الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية .

جدول رقم (1) : توزيع مفردات مجتمع الدراسة على حسب القطاعات الاقتصادية

القطاع	العدد	النسبة
البنوك والخدمات المالية	9	%18.7
الصناعة	11	%23
التامين	7	%14.6
الاستثمار	9	%18.7
الخدمات	12	%25
المجموع	**48**	**%100**

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات التداول المنشورة من قبل بورصة فلسطين

عينة الدراسة

قام الباحث باختيار عينة الدراسة من الشركات التي نشرت تقاريرها المالية حسب الأصول ولمدة ثمانية سنوات على الاقل خلال الفترة من 2004م ولغاية 2011م ، وبعد استيفاء الشروط التالية :

1. توفر بياناتها المالية مدققة ومنشورة طيلة فترة الدراسة من سنة 2004 ولغاية 2011م .
2. لم تشارك في أي اندماج مع شركة أخرى طيلة فترة الدراسة .
3. مدرجة في التداول طيلة فترة الدراسة .
4. توفر أسعار اغلاق أسهمها في نهاية كل عام من مدة الدراسة .
5. عدم تعرض أسهمها للإيقاف عن التداول .

وبالتالي كانت العينة النهائية التي تم اجراء الدراسة عليها تتكون من (20) عشرين شركة . والجدول التالي رقم (2) يبين توزيع عينة الدراسة على القطاعات الاقتصادية .

جدول رقم (2) .توزيع مفردات عينة الدراسة

القطاع	العدد	النسبة
البنوك والخدمات المالية	3	%15
الصناعة	6	%30
التأمين	2	%10
الاستثمار	5	%25
الخدمات	4	%20
المجموع	**20**	**%100**

فترة الدراسة:

غطت الدراسة الفترة الواقعة ما بين العام 2004م وحتى العام 2011م وقد تم اختيار هذه الفترة لتوفر بيانات منشورة لدى معظم مفردات مجتمع الدراسة خلال هذه الفترة .

عرض وتحليل نتائج الدراسة

يستعرض هذا الجزء من الدراسة نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات وذلك على قسمين : القسم الاول يتناول التحليل الاحصائي الوصفي ، والقسم الثاني يتناول مناقشة واختبار الفرضيات :-

المقاييس الإحصائية الوصفية

يوضح الجدول رقم(3) أدناه الوسط الحسابي لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة حيث نلاحظ ما يلي:

جدول رقم (3) الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة

المتغير	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي
الرفع المالي (درجة)	160	1.73
ROA	160	%8.9
ROE	160	%16.1
ROS	160	%13.2
نمو المبيعات	160	%17.6
Q1	160	1.22
مصروف الفوائد	160	%4.24
القروض متوسطة و طويلة الأجل	160	%21.9
معدل دوران الأصول (مرة)	160	0.52

1. الوسط الحسابي للعائد على الأصول لفترة الدراسة 8.9% وهذا المعدل يعتبر غير كافي كعائد على الأموال المستثمرة لدى الشركات في عينة الدراسة اذا ما قورن بمعدل الفائدة التي تتقاضاها المؤسسات المالية مثل البنوك في فلسطين والتي تصل الى 9% وهذا يعني أن الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تحقق عائداً على أصولها المستثمرة أقل من تكلفة الاقتراض في حالة التمويل بالقروض خلال فترة الدراسة وهو ما يكشف تراجع في أداء هذه الشركات، يمكن ربط ذلك بالسياسة التمويلية والاستثمارية للشركات بالإضافة الى الأوضاع الاقتصادية والسياسة المحلية والإقليمية والدولية التي شهدتها المنطقة خلال هذه الفترة.

2. متوسط العائد على حقوق الملكية (ROE) ما نسبته 16.1% للشركات في عينة الدراسة وهذه النسبة تعتبر مرتفعة نوعاً ما اذا ما قيست بمعدل الفائدة السائد في فلسطين الذي لا يزيد عن 3% في حالة الايداع ، و 9% في حالة الاقتراض .

3. بلغ متوسط العائد على المبيعات (ROS) 13.2% لدى شركات عينة الدراسة وهذه النسبة تعتبر جيدة ، وهو ما يدل على سياسات تشغيلية جيدة بالإضافة الى قدرة الشركات على توليد عائد مرتفع من خلال القدرة على الإنتاج والتسويق ، وهذا بدوره يشجع على توليد قيمة للشركة، ويرتبط بتحقيق عائد مرتفع على حقوق الملكية مما يساعد على نمو وتعظيم الشركة ، وتقليل حدة المنافسة، وبالتالي استمرارها .

4. بلغ المتوسط الحسابي لنمو المبيعات لدى شركات عينة الدراسة 17.6% ، وهذا يدل على مدى تحسن وتطور الاداء التشغيلي لدى شركات عينة الدراسة، حيث أن متوسط نمو المبيعات خلال سنوات الدراسة كان مرتفعا نوعاً ما وهذا يدل على اداء تشغيلي كفؤ .

5. بلغ متوسط القيمة السوقية للشركة الى حقوق الملكية (Q) ما نسبته 122% وهي قيمة أكبر من 100% ، وهو ما يعني أن الشركة في المتوسط قد ولدت وأضافت قيمة الى ثروة الملاك بما يعادل 22% من قيمة استثماراتهم وهذا المؤشر يعكس قوة اداء مقبولة ولكن غير قوية اذا ما أخذ بعين الاعتبار فترة الدراسة الممتدة من 2004م وحتى 2011م .

6. متوسط معدل دوران الأصول للشركات في عينة الدراسة 0.52 مرة وهو ما يشير الى أن كل دينار مستثمر في الاصول يتحول 52% من الى مبيعات صافية خلال العام وهو معدل جيد وفقاً للمقاييس المالية وهو ما تعكسه نسبة معدل نمو المبيعات لعينة الدراسة التي وصلت الى 17.6% سنوياً

7. بلغت نسبة القروض متوسطة وطويلة الامد لدى الشركات ضمن عينة الدراسة 21.9% مع العلم أن هذه القروض منها قروض بنكية واخرى من شركات زميلة أو تابعة لها .

8. بلغ متوسط مصروف الفوائد على القروض لدى الشركات ضمن عينة الدراسة 4.24% وهذا المعدل أقل بكثير من معدل الفائدة على القروض لدى البنوك التي تصل الى 9% وهو ما يعكس قدرة الشركات على تقليل تكلفة التمويل الخارجي واستخدام مصادر التمويل الخارجي الى جانب حقوق الملكية في التمويل.

ويفسر الاختلاف الظاهر بين العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية الى أن العائد على الاصول يتم احتسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب على اجمالي أصول الشركة الذي تمثل قيمته رقماً أكبر من حقوق الملكية كونه يمثل كامل قيمة الموجودات في ميزانية الشركة ، أما الاخير فيمثل حقوق الملكية فقط وهي جزء من جانب المطلوبات لنفس الميزانية .ويلاحظ أيضا ارتفاع المعدلات المرتبطة بالمبيعات لدى عينة الدراسة مثل معدل نمو المبيعات، وانخفاض المعدلات المرتبطة بالربحية مثل معدل العائد على الاصول وهو ما يشير الى ارتفاع حجم الايرادات السنوية وانخفاض نسبة هامش وصافي الربح لدى الشركات ضمن عينة الدراسة.

والجدول رقم (4) يوضح مدى اعتماد الشركات المساهمة العامة المدرجة بورصة فلسطين على أموال الاقتراض طويل الاجل في التمويل محسوبة على أساس اجمالي الالتزامات طويلة الأجل مقسوماً على اجمالي الأصول .

جدول رقم (4): نسبة اعتماد الشركات المساهمة العامة على أموال الاقتراض موزعة على القطاعات الاقتصادية

القطاع/ السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010
الخدمات	18.52%	22.16%	17.50%	13.91%	17.12%	14.69%

الاستثمار	11.41%	8.70%	8.04%	11.30%	13.91%	13.46%
التامين	2.94%	3.00%	1.14%	1.32%	3.14%	3.51%
الصناعة	13.02%	43.70%	15.00%	11.05%	9.88%	8.47%
المصرفي	70.25%	71.73%	76.11%	70.09%	73.62%	63.78%

ثانياً : معامل الارتباط بيرسون

يوضح الجدول رقم (5) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التابعة المختلفة وبين المتغير المستقل خلال سنوات الدراسة الثمانية ، حيث أن المتغير المستقل المتمثل في بدرجة الرفع المالي ، ارتبط بالمتغيرات التابعة بدرجات متفاوتة.

جدول رقم (5): معامل الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2004-2011

	الرفع المالي	*ROA*	*ROE*	*ROS*	*نمو المبيعات*	*القيمة السوقية*
الرفع المالي	1					
ROA	-0.508*	1				
ROE	-0.468*	0.323825	1			
ROS	-0.717*	0.54429	0.4460515	1		
نمو المبيعات	-0.267*	0.084487	0.0230976	0.173	1	
القيمة السوقية	-0.521*	0.534973	0.161228	0.448	0.124	1

*مهم احصائيا عند مستوى 0.05

يتضح من الجدول السابق أن المتغير المستقل الرئيسي وهو الرفع المالي في سنة حدوثه يؤثر بشكل سلبي على الأداء المالي للشركات وخاصة العائد على المبيعات حيث بلغ معامل الارتباط بيرسون (-0.717) وهو دال إحصائيا ، ويؤثر أيضا على كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية ومعدل نمو المبيعات أيضا بشكل سلبي ولكل بمعامل أقل ارتباطاً ، وهذا يعني أن كلما زاد الرفع المالي كلما أدى ذلك الى تدني الأداء المالي للشركة وبالتالي انخفاض العوائد التي تحققها الشركة حسب عينة الدراسة ، وبسبب ضعف معامل ارتباط المتغير المستقل مع المتغيرات التابعة وتذبذبه من متغير مستقل لأخر لذلك يمكن أن تكون الاختبارات التالية المتعلقة بتحليل الانحدار المتعدد لنماذج الدراسة يؤكد طبيعة العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

اختبار وتحليل الفرضيات

بسبب الأثر المتوقع للزمن وأهميته في الحياة الاقتصادية والمالية، حيث من الممكن أن يكون هناك

فجوة زمنية بين حركات المتغيرات المستقلة التي تؤثر على المتغيرات التابعة، بمعنى أن المتغيرات المستقلة التي تحدث أو حدثت في زمن سابق قد لا يظهر أثرها على المتغيرات التابعة في نفس الفترة التي تمت بها، بل ينعكس هذا الأثر ويظهر بشكل أكثر وضوحاً في السنوات اللاحقة، وهذا يعني تأثر المتغيرات التابعة بمتغيرات مستقلة حصلت في زمن سابق وهو ما يطلق عليه التباطؤ الزمني.

وبما أن الرفع المالي يمكن أن تنعكس أثاره تدريجياً مع مرور الزمن الأمر الذي يتعذر على المقاييس والنماذج الساكنة قياسه بشكل دقيق ، فقد تم الاعتماد على دراسة وتحليل الأثر المتوقع للرفع المالي على العوائد المالية التقليدية باستخدام Time Lag ، وهو أسلوب يتناسب مع هذا النوع من الدراسات، وذلك لان الفترة بين استخدام الرفع المالي والمتغيرات المتأثرة بها طويلة نسبياً، على أساس أن الرفع المالي يمثل في الغالب مصادر تمويل طويلة الأجل تمتد آثاره الى أكثر من فترة مالية واحدة .

لذلك تم استخدام نموذج أدهوك في تقدير توزيعات نموذج التباطؤ الزمني (Time Lag) نظراً لسهولة تطبيقه من الناحية الرياضية العملية، وهي تقوم على اختبار التباطؤ الزمني على افتراض أن لدينا معادلة انحدار تباطؤ كما يلي:

$$YT = \alpha + \beta Xt + \beta 1X_{t-1} + \beta 2Xt-2 + \ldots\ldots + Nt-n$$

ويتم تحليل الانحدار وفقاً لهذه الطريقة كما يلي :

1. تحليل انحدار Yt على Xt .
2. تحليل انحدار Yt على Xt و Xt−1 .
3. تحليل انحدار Yt على Xt و Xt−1 و Xt−2 .
4. تحليل انحدار Yt على Xt و Xt−1 و Xt−2 و Xt−3 .

وهكذا حتى نهاية النموذج بحيث يتم التوقف عن اجراء التحليل عندما يكون غير معنوي أو عندما يتغير اتجاهات هذه المعاملات (السيفو ، ومشعل،2003)

وبناءً على هذه الطريقة سوف يتم تحليل الانحدار على أساس أن الرفع المالي متغير مستقل متباطئ زمنياً ، والمتغيرات التابعة التي تمثل الأداء المالي للشركة وفقاً للمقاييس المحاسبية ، والقيمة السوقية ، وذلك لفحص مدى وجود أثر للمتغير المتباطئ على المتغيرات التابعة وذلك على اعتبار أن عام 2011 هو الفترة الاخيرة للدراسة ومن ثم يتم الرجوع الى الخلف وفقاً لهذه الطريقة .

5-2-1 فحص واختبار الفرضية الرئيسة الأولى :

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العوائد السنوية العادية للشركات وفقاً لمؤشرات الأداء المحاسبية التقليدية العائد على الاصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE) ، والعائد على المبيعات (ROS) ، ونمو المبيعات لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

أولاً: اختبار الفرضية الفرعية الأولى

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العائد على الأصول (ROA) لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين" .

يبين الجدول رقم (6) أن أثر الرفع المالي على العائد على الأصول واضحاً مع مرور الزمن ، وهذا وما يتوافق مع نتائج بعض الدراسات السابقة ، لأن الرفع المالي يمثل في الغالب مصادر تمويل طويلة الأجل تنعكس أثاره على سنوات لاحقة وليس من الضروري أن يكون له أثر في نفس السنة ، وهذا واضح من النموذج الرابع الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة ما بين 2008-2011 لأن قيمة F تساوي (**0.0000138**) وهي معنوية عند مستوى أقل من (0.05).

جدول رقم (6): نتائج تحليل الانحدار التباطؤ الزمني ROA على الرفع المالي

المتغير: الرفع المالي	β(Sig)	R^2 المعدلة	قيمة F	معامل الارتباط	Sig F
نموذج 1		0.48898	19.180	-0.7182	0.000361
الثابت	0.399318				
الرفع المالي 20011	-3.17123 (0.000361)				
نموذج 2		0.71099	32.9828	-0.6156	0.0000014*
الثابت	0.207146				
الرفع المالي 2011	-0.15862				
الرفع المالي 2010	0.140737				
نموذج 3		0.758891	20.9342	-0.455	0.0000087*
الثابت	0.203926				
الرفع المالي2011	-0.16257				
الرفع المالي 2010	0.137017				
الرفع المالي 2009	0.012776				

نموذج 4		0.781	17.9526	-0.7291	0.0000138*
الثابت	0.2149				
الرفع المالي2011	-0.166				
الرفع المالي 2010	-0.155				
الرفع المالي 2009	0.014				
الرفع المالي 2008	-0.017				

*مهم احصائياً عند مستوى 0.05 ، ** مهم احصائياً عند مستوى 0.01 ، FL: تشير الى الرفع المالي ،معامل الارتباط : يشير الى معامل ارتباط أقدم سنة ضمن النموذج

مما سبق يمكن القول أن للرفع المالي أثراً سلبياً على العائد على الأصول وأن هذا الاثر يكون واضحاً خلال أكثر من سنة كما هو واضح من النماذج السابقة حيث كانت R^2 المعدلة أعلى ما يمكن في النموذج الرابع حيث تمثلت بما مقداره (**0.781**) ، وهي قوة تفسير قوية الى حد ما ، **وعليه واعتماداً على تحليل الانحدار السابق يتوفر دليل احصائي لرفض الفرضية الفرعية الاولى من الفرضية الرئيسة الأولى والقول أن الرفع المالي يؤثر على العائد على الاصول ولكن مع الزمن وعلى أساس التباطؤ الزمني وأن هذا الأثر سلبي كما هو واضح من معامل الارتباط و النموذج الرابع** ويلاحظ أن نتائج هذه الفرضية تتفق مع نتائج بعض الدراسات السابقة مثل (**Avazian , et al.,2003**) و (**حسن ،1998**) وبالتالي يمكن صياغة العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الأصول على أساس التباطؤ الزمني كما يلي :

ROA2011 = 0.2149 – 0.166 FL2011 −0.155 FL2010 +0.014FL2009 – 0.017 Fl2008

ثانياً: اختبار الفرضية الفرعية الثانية

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي **العائد على حقوق الملكية (ROE)** لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ".

يبين الجدول رقم (7) أن الأثر السلبي للرفع المالي يظهر مع الزمن على المتغير التابع وهو العائد على حقوق الملكية حيث نلاحظ أن الاثر يمتد من عام 2009 ولغاية 2011م ، وذلك لان قيم اختبار فيشر معنوية عند مستوى أقل من (0.05) للسنوات المذكورة ، ويبين الجدول أيضاً أن قيمة F معنوي للنموذج الثالث الذي يظهر الرفع المالي في الاعوام من 2009 وحتى 2011 حيث بلغت قيمة مستوى المعنوية (0.02219) وهي ذات دلالة احصائية عند مستوى أقل من (0.05)، ويؤكد ذلك قيمة معامل التحديد R^2 المعدلة التي بلغت (0.457) ، وهذا يعني أن (0.457) من التباين الحاصل في المتغير التابع يمكن أن يفسر من خلال المتغيرات المستقلة .

كما ويتضح من بيانات الجدول رقم (7) أن العلاقة بين الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية هي علاقة سلبية ويمكن الاستدلال على ذلك من معامل الارتباط والذي وصلت قيمته وفقا للنموذج الثالث (0.662−) ، ومن تحليل التباين يتبين أن الرفع المالي في النموذج الأول كان معنوياً خصوصاً المتعلق بالرفع المالي الذي تم خلال العام 2011 ، وهذا يعني أن أثر الرفع المالي الذي يتم القيام به في العام السابق يأتي بشكل واضح في السنوات اللاحقة ويدل على ذلك مستوى المعنوية أو قيمة (Sig) التي بلغت نسبتها(0.0021) وهي معنوية وذات دلالة عند مستوى أقل من (0.05).

جدول رقم (7): نتائج تحليل الانحدار التباطؤ الزمني ROE على الرفع المالي

المتغير: الرفع المالي	β(Sig)	R^2 المعدلة	قيمة F	معامل الارتباط	Sig F
نموذج 1		0.384	12.87	-0.645	0.0021**
الثابت	0.169292				
الرفع المالي 20011	-0.06492 (0.0021)				
نموذج 2		0.414	6.22	-0.514	0.009371**
الثابت	0.185				
الرفع المالي 2011	-0.065				
الرفع المالي 2010	-0.012				
نموذج 3		0.457	4.227	-0.662	0.02219*
الثابت	0.203				
الرفع المالي2011	-0.063				
الرفع المالي 2010	-0.0055				
الرفع المالي 2009	-0.0230				

*مهم احصائياً عند مستوى 0.05 ، ** مهم احصائياً عند مستوى 0.01 ، FL: تشير الى الرفع المالي ،معامل الارتباط : يشير الى معامل ارتباط أقدم سنة ضمن النموذج

مما سبق يتضح للباحث أنه لم يتوفر دليل احصائي لقبول الفرضية العدمية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسة الأولى وبالتالي يتم رفضها والقول بوجود أثر سلبي للرفع المالي على العائد على حقوق المالكية مع الاخذ بعين الاعتبار عامل الزمن .

ويمكن اعتماد العلاقة السابقة حسب النموذج الثالث كمايلي:

ROE2011 = 0.203- 0.063 FL 2011 -0.00551FL 2010 -0.023FL 2009

ثالثاً اختبار الفرضية الفرعية الثالثة

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على **العائد على المبيعات (ROS)** لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين" .

يبين الجدول رقم (8) أن قيمة اختبار فيشر معنوية عند مستوى أقل من (0.01) لجميع النماذج التي تحتوي على كافة السنوات التي تم فيها الرفع المالي وذلك لان قيمة (Sig) للنماذج ككل تقترب من (0.00) لجميع المراحل ، ويؤكد ذلك قيمة معامل التحديد المعدل والتي كانت نسبته (0.727) وفقاً للنموذج الرابع ، ولم تقل نسبته عن (0.640) لكافة النماذج ، وهي نسبة تفسير عالية تبين مدى مقدرة المتغير المستقل المتباطئ في تفسير التباين الحاصل في المتغير التابع العائد على المبيعات ، وهي ذات دلالة احصائية عند مستوى أقل من (0.01) أي بمستوى ثقة 99%، بالإضافة الى أن الرفع المالي يؤثر سلباً على العائد على المبيعات وهذا يظهر من خلال معامل الارتباط حيث كانت نسبته وفقاً للنموذج الأول (0.821-).

جدول رقم (8) نتائج تحليل الانحدار التباطؤ الزمني لـ ROS على الرفع المالي

المتغير: الرفع المالي	β(Sig)	R^2 المعدلة	قيمة F	معامل الارتباط	Sig F
نموذج 1					
الثابت	0.692013	0.655	37.16	-0.821	0.0000092*
الرفع المالي 20011	-0.2406(0.0000092)				
نموذج 2		**0.640**	**17.91**	**-0.646**	**0.000065***
الثابت	0.699				
الرفع المالي 2011	-0.224				
الرفع المالي 2010	-0.021				
نموذج 3		**0.650**	**12.80**	**-0.583**	**0.000161***
الثابت	0.674				
الرفع المالي2011	-0.257				

الرفع المالي 2010	-0.0145				
الرفع المالي 2009	0.0366				
نموذج 4		**0.727**	**13.65**	**-0.634**	***0.0000688**
الثابت	0.692				
الرفع المالي2011	-0.207				
الرفع المالي 2010	-0.0194				
الرفع المالي 2009	-0.0439				
الرفع المالي 2008	-0.0497				

*مهم احصائياً عند مستوى 0.05 ، ** مهم احصائياً عند مستوى 0.01 ، FL: تشير الى الرفع المالي ،معامل الارتباط : يشير الى معامل ارتباط أقدم سنة ضمن النموذج

مما سبق يتضح لباحث عدم صحة الفرضية الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسة الأولى ، وبالتالي قبول الفرض البديل ويمكن القول بوجود أثر سلبي للرفع المالي على العائد على المبيعات مع الزمن وهذا ما يدعمه ويؤكده النتائج المعروضة في الجدول رقم (8) .

ويستطيع الباحث تمثيل العلاقة القائمة بين الرفع المالي والعائد على المبيعات القائمة على أخذ الزمن بالاعتبار وفقاً للنموذج الرابع كما يلي:

ROS=0.692 −0.207FL2011−0.0194FL2010−0.0439FL2009−0.0497FL2008

وهذا يعني أن الرفع المالي الذي يتم في سنه ستكون له اثار سلبية تصل الى قمتها خلال أربع سنوات ،

اختبار وفحص الفرضية الفرعية الرابعة

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي **على معدل نمو المبيعات** لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

باستخدام تحليل الانحدار التسلسلي لفحص واختبار أثر الرفع المالي كمتغير متباطئ زمنياً على معدل نمو المبيعات، يبين الجدول رقم (9) أدناه نتائج هذا التحليل ، حيث تبين لنا أن معامل الارتباط منخفض اذا ما قورن بمعامل الارتباط للمتغيرات المستقلة السابقة ، ولكن هناك تأثير سلبي للرفع المالي على نمو المبيعات بشكل متباطئ عبر السنوات ويظهر ذلك اختبار فيشر حيث كانت قيمته معنوية في كافة النماذج تقترب من (0.00) ، كما يوضح الجدول معامل التحديد المعدلة (R^2)

المعدلة) حيث كانت قيمتها تزداد كلما طالت المدة الزمنية، فقد بلغت (0.39) وفقاً للنموذج الاول ووصلت الى (0.529) للنموذج الرابع وهي نسبة مقبولة لمثل هذه الدراسات .

مما سبق يمكن القول هذه النماذج صالحة لتمثيل العلاقة بين المتغير المستقل المتباطئ زمنياً والمتغير التابع وذلك لأن مستوى الثقة عال جدا يفوق 99% لجميع النماذج

جدول رقم (9) نتائج تحليل الانحدار التباطؤ الزمني لمعدل نمو المبيعات على الرفع المالي

المتغير: الرفع المالي	B(Sig)	R^2 المعدلة	قيمة F	معامل الارتباط	Sig F
نموذج 1		0.394612	13.3848	−0.6530	0.001797*
الثابت	0.1881				
الرفع المالي 20011	−0.0870 (0.00179)				
نموذج 2		0.498779	10.4537	−0.2062	0.001096*
الثابت	0.095833				
الرفع المالي 2011	−0.10259				
الرفع المالي 2010	0.08558				
نموذج 3		0.473066	6.68588	−0.3535	0.003902*
الثابت	0.084994				
الرفع المالي2011	−0.10825				
الرفع المالي 2010	0.084419				
الرفع المالي 2009	0.014562				
نموذج 4		0.529273	6.34077	−0.2147	0.003409*
الثابت	0.057332				
الرفع المالي2011	−0.11109				
الرفع المالي 2010	−0.070125				
الرفع المالي 2009	0.000863				
الرفع المالي 2008	−0.041116				

*مهم احصائياً عند مستوى 0.05 ، ** مهم احصائياً عند مستوى 0.01 ، FL: تشير الى الرفع المالي

،معامل الارتباط : يشير الى معامل ارتباط أقدم سنة ضمن النموذج

مما سبق لا يتوفر لدى الباحث دليل احصائي لقبول الفرضية الفرعية الرابعة من الفرضية الرئيسة الاولى وبالتالي رفضها والاخذ بالفرضية البديلة والقول بوجود علاقة عكسية بين الرفع المالي ومعدل نمو المبيعات بعد أخذ العامل الزمني بالاعتبار وهذا يتفق مع ما توصلت اليه دراسة (**Singhania and Seth,2010**)و (**McConnell and Servaes, 1995**)

بناء على ذلك وباعتماد النموذج الرابع للدلالة عن العلاقة القائمة بين الرفع المالي ومعدل نمو المبيعات عبر الزمن وذلك كما يلي :

$$\text{نمو المبيعات} = 0.0573 - .111FL2011 - 0.070FL2010 + 0.0008FL2009 - .0411FL2008$$

مما سبق لا يتوفر لدى الباحث دليل احصائي لقبول الفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص "**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العوائد السنوية العادية للشركات وفقاً لمؤشرات الاداء المحاسبية التقليدية العائد على الاصول (ROA) ، العائد على حقوق الملكية (ROE) ، والعائد على المبيعات (ROS) ، ونمو المبيعات لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين" وبالتالي رفضها وقبول الفرضية البديلة والقول بوجود أثر سلبي للرفع المالي على الاداء المالي لشركات عينة الدراسة، وهذا ما توضحه نتائج تحليل الانحدار التسلسلي الظاهرة في الجداول السابقة وذلك بعد أخذ الزمن بالاعتبار.**

اختبار وفحص الفرضية الرئيسة الثانية

"**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's q**".

يبين الجدول رقم (10) أن قيمة اختبار فيشر معنوية لجميع النماذج وهذا واضح من قيمة Sig التي تساوي (0.0205) للنموذج الاول والذي يقيس أثر الرفع المالي الذي تم في العام 2011 على القيمة السوقية للشركة لنفس السنة حسب نموذج **Tobin's q**" . كما بلغت قيمة Sig لاختبار فيشر ما نسبته (0.011) للنموذج الثاني الذي اشتمل على قيمة الرفع المالي في عام 2010 الى النموذج الاول ، وهذا يؤكد أن الرفع المالي يؤثر على القيمة السوقية للشركة في نفس السنة وفي سنة لاحقة ، وبالنظر الى معامل الارتباط نجد أن معامل الارتباط سلبي مما يعني أن طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والقيمة السوقية للشركة علاقة عكسية .

وبالنظر الى الجدول فان قيمة معامل التحديد المعدلة تساوي (0.22) و (0.33) و (0.35) و

(0.44) للنماذج الاربعة الاولى على التوالي وهي تحمل قيمة تفسيرية مقبولة لتفسير التبيان الحاصل

جدول رقم (10): نتائج تحليل الانحدار التباطؤ الزمني Qالقيمة السوقية على الرفع المالي

المتغير: الرفع المالي	β(Sig)	R^2 المعدلة	قيمة F	معامل الارتباط	Sig F
نموذج 1		0.222737	6.444737	-0.51346	0.020582*
الثابت	0.816635				
الرفع المالي 20011	-0.117 (0.0205)				
نموذج 2		0.338059	5.851728	-0.52822	0.011651*
الثابت	0.883737				
الرفع المالي 2011	−0.39002				
الرفع المالي 2010	0.253808				
نموذج 3		0.355976	3.792197	-0.66633	0.031447*
الثابت	0.862949				
الرفع المالي2011	-0.48476				
الرفع المالي 2010	0.317928				
الرفع المالي 2009	0.048902				
نموذج 4		0.44679	4.836257	-0.74738	0.010465*
الثابت	1.907825				
الرفع المالي2011	0.475033				
الرفع المالي 2010	-0.40275				
الرفع المالي 2009	-0.43835				
الرفع المالي 2008	-0.14286				
نموذج 5		0.417557	3.72424	-0.77683	0.023612*
الثابت	1.963688				
الرفع المالي2011	0.39128				
الرفع المالي 2010	-0.35264				
الرفع المالي 2009	-0.38068				
الرفع المالي 2008	-0.11191				
الرفع المالي 2007	-0.05733				

*مهم احصائياً عند مستوى 0.05 ، ** مهم احصائياً عند مستوى 0.01 ، FL: تشير الى الرفع المالي ،معامل الارتباط : يشير الى معامل ارتباط أقدم سنة ضمن النموذج

مما سبق لا يتوفر لدى الباحث دليل كاف لقبول الفرضية الرئيسة الثانية ، وبالتالي رفضها والقول بوجود أثر سلبي للرفع المالي على

القيمة السوقية للشركة خصوصاً بعد أخذ عامل الزمن بعين الاعتبار ، وهذا يتفق مع ما توصلت اليه دراسة **(Rayan ,2008)** و **(Valentin ana Prem, 2005)** ومن هنا يمكن للباحث تمثيل العلاقة بين الرفع المالي والقيمة السوقية للشركة وفقاً لنموذج **Tobin's q**" كمايلي (وفقا للنموذج الخامس) :

Q =1.963 + 0.391FL2011 −0.352FL2010 −0.3806FL2009 − 0.1119FL2008 −0.0573FL2007

النتائج والتوصيات

النتائج

بعد إستعراض نتائج التحليل الإحصائي توصل الباحث إلى ما يلي :

أولاً: فيما يتعلق بأثر الرفع المالية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وفقاً للمؤشرات المالية التقليدية مثل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات ومعدل نمو المبيعات.

-هناك علاقة عكسية للرفع المالي على الأصول يبدأ الأثر في السنة التي يتم فيها الرفع المالي ويستمر أثره لغاية أربع سنوات كما هو موضح في الجدول رقم (6).

- هناك أثر سلبي للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية ويستمر هذا الأثر السلبي بشكل واضح لمدة ثلاث سنوات من السنة التي يتم فيها الرفع المالي وهو واضح من الجدول رقم (7).

-أظهرت نتائج التحليل الاحصائي أن هناك علاقة ارتباط سلبية للرفع المالي والعائد على المبيعات يبدأ الأثر متباطئ ويستمر في السنوات اللاحقة وهذا ما يظهره الجدول رقم (8).

- أظهرت نتائج التحليل الاحصائي أن هناك علاقة ارتباط سلبية للرفع المالي على نمو المبيعات خلال السنوات اللاحقة وهذا يعني أن الشركات المساهمة العامة موضوع البحث يمكن لها أن تحقق معدل نمو أفضل من معدل النمو الذي تم رصده في التقارير المالية لتلك الشركات خلال فترة الدراسة.

وتتفق نتائج تحليل هذه الفرضية مع نتائج بعض الدراسات السابقة والتي أشارت لوجود علاقة ارتباط عكسية بين الرفع المالي على الأداء المالي للشركات، ومن خلال مراجعة الباحث للتقارير المالية للشركات المساهمة العامة خلال فترة الدراسة الواقعة بين 2004-2011م يرى الباحث أن أسباب العلاقة العكسية للرفع المالي على العوائد المالية تتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل ،

حيث تعني العلاقة العكسية بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات عدم لجوء الشركات الى الاقتراض الا في حالة عدم كفاية الارباح المحتجزة لتمويل الاستثمارات الجديدة، وأن معظم الزيادة في الاقتراض كانت نتيجة لزيادة الاقتراض قصير ومتوسط الأجل مما يشير الى أن الزيادة في الرفع المالي كان بسبب سد عجز السيولة اللازمة للتشغيل ، أو لتعويض الخسائر أكثر منها لتمويل استثمارات طويل الامد .

ومن ناحية أخرى فان ارتفاع تكلفة التمويل ، وعدم قدرة الشركات وخاصة الناشئة منها على خدمة الدين يزيد من مخاطرة الرفع المالي ومن ثم يمكن أن يسبب العلاقة العكسية بين الرفع المالي والعوائد المالية لدى الشركات.

ثانيا: فيما يتعلق بأثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، فقد أظهرت نتائج التحليل الاحصائي أن الرفع المال يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركات، وهذا واضح من الجدول رقم (10) حيث تستمر هذه العلاقة العكسية لعدة سنوات لاحقة .

التوصيات

في ضوء ما توصلت اليه الدراسة من نتائج تفيد بوجود أثار سلبية للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركات، يقدم الباحث التوصيات التالية:

1. من الضروري أن تقوم ادارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه الشركات .
2. اقرار قوانين اقتصادية تتيح المجال للشركات المساهمة العامة في فلسطين إستخدام قرض السندات وأدوات مالية أخرى تتيح المجال لبدائل متعددة أمام هذه الشركات أثناء إستخدام الرفع المالي في التمويل.
3. من الضروري على ادارات الشركات المساهمة العامة موائمة مصدر التمويل مع طرق توظيف الأموال وخاصة في ظل استخدام القروض أو السندات للتمويل بهدف زيادة الربحية وتجنب مخاطر السيولة .
4. أن تقوم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بالإفصاح الكافي والملائم عن المعلومات التي لها علاقة بطرق توظيف واستغلال كل مصدر تمويلي ذو تأثير هام من مصادر الرفع المالي

المستخدمة بهدف اتاحة المجال للمحتوى المعلوماتي للتأثير على العوائد المالية والقيمة السوقية لتلك الشركات.

5. اجراء المزيد من الدراسات ذات العلاقة بالعوامل الأخرى المؤثرة على العوائد غير العادية لدى الشركات مثل العائد على السهم الواحد، والقيمة الاقتصادية المضافة، ومعدل دوران الاصول وغيرها.

6. اجراء المزيد من الدراسات لتشخيص الأسباب الحقيقية والحالات التي تجعل الرفع المالي يلعب دوراً سلبياً على الأداء المالي للشركات .

7. يفضل الاستخدام التدريجي للرفع المالي في التمويل وخاصة من قبل الشركات الناشئة بهدف التقييم الدوري لعملية التوسع في الرفع المالي لضمان استخدامه بآثار ايجابية على العوائد المالية للشركة .

8. العمل المستمر من قبل ادارات الشركات المساهمة العامة لتخفيض التكلفة المرجحة لهيكل رأس المال مما يجعل الرفع المالي يؤثر ايجاباً على العوائد المالية لهذه الشركات .

9. يفضل استخدام الأرباح المحتجزة والاحتياطيات الاختيارية في حالة توافرها عند التوسع قبل التوجه للرفع المالي بسبب انخفاض تكلفة هذه المصادر اذا ما قورنت بالرفع المالي .

المراجع

أولاً المراجع العربية

ابراهيم، علي يونس .(2010). **تحليل الرفع المالي والتشغيلي وأثره في تقييم الأداء المالي للشركات – دراسة تطبيقية لعينة من شركات قطاع الصناعات البتروكيماوية السعودية**، القاهرة: المجلة المصرية للدراسات التجارية ، المجلد (34) ، العدد (2) ، ص ص 41-83.

جميل، احمد توفيق و الشريف ،على .(1985). **الإدارة المالية** ، الإسكندرية : المكتب العربي الحديث .

حسن ، محروس أحمد.(1998) . **تحليل العلاقة التبادلية بين الرفع المالي وكل من الربحية والنمو في شركات قطاع الاعمال العام للغزل والنسيج** ، القاهرة : المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، العدد الرابع ،ص ص 769-816

ديرانية، رسلان.(1992). "**محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية الأردنية**"، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، عمان.

الزبيدي ، حمزة محمود .(2004). **الادارة المالية المتقدمة** ، ط1، عمان: دار اثراء للنشر والتوزيع .

السبيعي ، بداح محسن .(2012). **العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية** ، جامعة الشرق الأوسط ، رسالة ماجستير .

السيفو ، وليد اسماعيل . ومشعل ، أحمد محمد .(2003). **الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق** . ط1. دار مجدلاوية للنشر والتوزيع ، عمان .

شلاش، سليمان واخرون .(2008)، **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الاعمال – حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من (1997- 2001)** ، عمان : مجلة المنارة ، المجلد 14، العدد 1، ص ص 45-81

الشيخ، فهمي مصطفى .(2008). **التحليل المالي** ، الطبعة الاولى ، رام الله ، بدون ناشر.

عبد الوهاب، دادن .(2006). **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل التمويلي** – الاسهامات النظرية الاساسية ، الجزائر : جامعة ورقلة ، مجلة الباحث ، العدد 4،ص ص 107-114.

العنزي، عبد الله الركوي منوي .(2011). **تحليل الرفع المالي لأغراض تقويم الأداء: دراسة تطبيقية** ، الزقازيق: جامعة الزقازيق ، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، مجلد 33 ، ع 1 ، ص ص 49-71.

قصبة ، نبال .(2010). **أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة**، عمان : جامعة جرش، بحث مقدم الى مؤتمر الأزمات الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها وعلاجها. من 14-2010/12/16.

محمد ، شعبتن .(2010). **نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي خلال الفترة 2004 -2007** ، الجزائر ، مجلة علوم إنسانية ، السنة الثامنة: العدد 46: صيف 2010 .

مليكة، زغيب. (2009). **علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية – دراسة نظرية تحليلية**، الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية ، المجلد ب ، العدد 31 ، ص ص.180-199

النعيمي، محمد عبد العال وأخرون.(2011).**أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في سوق عمان (2004-2009)**، مجلة الفكر المحاسبي، القاهرة، المجلد(15)، العدد (2)، ص ص 283-301 .

هندي، منير ابراهيم. (1998). **الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر**، الاسكندرية: منشأة المعارف .

الهواري، سيد . (1996). **الادارة المالية – منهج اتخاذ القرارات** ، القاهرة : مكتبة عين شمس .

يحياوي، مفيد .(2002). **تحديد الهيكل المالي الامثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية** ، الجزائر: جامعة محمد خضير بسكرة ، مجلة العلوم الانسانية ، العدد الثالث.

ثانياً: المراجع الأجنبية

1. Aivazian , Varouj A. **et al**. (2003).**The Impact of Leverage on Firm**

Investment : Canadian Evidence. Journal of Corporate Finance , Available Online at :www.sciencedirect.com ,PP. 277.291

2. Akhtar et al., (2012). **Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Evidence from Fuel & Energy Sector of Pakistan**. European Journal of Business and Management , Vol. 4, No.11, PP.2222-2839.

3. Al Taleb , Ghassan and Al Shubiri , Faris, (2011) ; **capital Structure Decision and Debt Maturity structure : An Empirical Evidence From Jordan** , Journal of Commerce , Vol.3 , No.4, PP. 49-60

4. Asif, Aasia **, et al.** (2010). **Impact of Financial Leverage on Dividend Policy : Empirical Evidence from Karachi Stock Exchange –Listed Companies** .African Journal of Business Management , Vol. 5(4) , PP. 1312-1324.

5. Aydemir ,Cevdet . Gallmeyer,Michile . Hollifield,Burton . (2007). **Financial Leverage and The Leverage Effect – A Market and Firm Analysis** , Carnegie Mellon University , working paper for Free and Open Access By Research Showcase, PP.1-44

6. Bae, Sung C. (2009) ; "**On the Interaction of Financial and Investment Decision : Evidence from Chinese Industrial Companies** " Managerial Finance , Vol.35 , Issue 8, PP. 691-699.

7. Bharadwj, Anandhi, S. Sunder G. and Benn R. Konsynsiki. (1999).**Information Technology Effects on Performance as Performance as Measured by Tobin's q ,** Management Science ,Vol.(45),No.(7), PP.1008-1024.

8. Black F. ,(1976). **" Studies of Stock Price Volatility Changes** " Proceeding of the 1976 Meeting of the American Statistical Association , Business and Economical Statistics ,Section , PP.177-181

9. Dehning, B. & T. Stratopulos. (2002). "**Dupont Analysis of an I Tenabled Competitive Advantage**". The International Journal of Accounting Information systems.

10. Friend , Irwin and Larry H.P Lang (1988); " **An Empirical Test of the Impact of Managerial Self interest on Corporate Capital Structure** " : Journal of Finance Vol.43, No.2 ,PP.271-281.

11. Gavver, J. J. and K.M.Gaver (1993) ; **"Additional Evidence on the Association Between Opportunity Set Corporate Financing Dividend and Compensation Polices"**: Journal of Financial Economics , Vol.16, PP.125-160

12. Harris, Milton, and Artur Raviv,(1988). **Corporate control contests and capital structure**. Journal of Financial Economics, 20, pp. 55-86.

13. Hashemi , Seyed Abbas and Zadeh Fatemeh Zahra Kashani. (2012). **The impact of financial leverage operating cash flow and size of company on the dividend policy -case study of Iran-** interdisciplinary journal of contemporary research in business, VOL 3, NO. 10.

14. Jensen, M, and W Meckling ,(1976). **"Theory of Firm , Managerial Behavior , Agency Cost ,Ownership Structure"** , Journal Financial Economics , Vol.3 No.4, PP.305-360

15. Jensen, M. C. (1986). **Agency cost of free cash flow** , corporate finance and and takeovers. *American Economic Review,* 76, pp. 323-339.

16. Jung, K.Y. Kim , and R. Stulz (1996) ; **" Timing, Investment Opportunities , Managerial Discretion and the Security Issue Decision** " Journal of Financial Economics , Vol.42 , Issue 2, PP.159-186 .

17. Hitt, L., & E. Brynojolfsson. (1996). **"Productivity, Profit and Consumer Welfare: Three Different Measures of Information Technology**". M I S Quarterly ,Vol. 20, No.(2).PP. 121-142.

18. Kester , S. C. (1986) ; **Capital and Ownership structure** : A comparison of United State and Japanese Manufacturing Corporations " : Financial Management , Vol.13 , PP 187-221

19. M.P Odit and Y.D Gobarhun .(2011); "**The Determination of Financial Leverage of SMEs in Mauritius** , 2011 Maui international Academic Conference , 3to 5 January , Lehaina, Maui , Hawaii , United State ,PP.423-434.

20. McConnell, J.J. .and Servaes, H. (1995) ; " **Equity Ownership and the Two Faces of Debt** . Journal of Financial Economics , Vol.39 , PP. 131-157.

21. Mehdi Moradi , and Others .(2010).**A study of The Effect of Financial Leverage on Earnings Response Coefficient through out Income Approach**: Iranian Evidence , International Review of Accounting ,Banking and finance , Vol. 2, N0.2, PP.104-116.

22. Miller, M H. ,(1977**). Debt and Taxes** , Journal and Finance , Vol. 32,No.2,PP. 76 -261.

23. Oskan, A. (2001) ; "**Determinants of capital structure & Adjustment to long run target: evidence from UK company panal data**". Journal of business financial & *accounting* (vol 28) No. 1&2 (Jan/March). PP. 175-198.

24. Pachori CA Sachchidanand, and Navindra K.Totala,(2012) **. Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur, (M.P.),** India 2nd International Conference on Humanities, Geography and Economics (ICHGE'2012) Singapore April 28-29, .

25.Rai, A R. Patnayakuni, & N. Patnayakuni. (1997). "**Technology Investment and Business Performance**". Communication of the ACM Vol.40,No. (7),PP. 89-97

26. Rayan ,Kuben.(2008**). Financial Leverage and Firm Value** , A research Submitted to the Gordon Institute of Business science , University of Pretoria , in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Master of Business Administration .

27. Singapurwoko, Arif .(2011). **The Impact of Financial Leverage to Profitability Study of Non-Financial Companies Listed in Indonesia**

Stock Exchange , European Journal of Economics , Financial and Administrative science, ISSN 1450-2275 Issue (32).

28. Singhania , Monica and Seth, Abir, (2010). **Financial Leverage and Investment Opportunities in India : An Empirical Study** , International Research Journal of Finance and Economics , ISSN 1450-2887 , Issue (40),PP.136-148.

29. Smith , C. W. and L. Watts (1992); " **The Investment opportunity Set and Corporate Financing , Dividends and Compensation Polices** ": Journal of Financial Economics , Vol.29, PP.263-292.

30. Stulz, R. (1988)**. Managerial control of voting rights**: Financing policies and the market for corporate control. Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 25-54.

31.Tam, K. Y. (1998). **"The Impact of Information Technology Investment on Firm Performance and Evaluation:** Evidence From Newly Industrialized Economies". Information system research, Vol.9, No.(1). PP.85-89.

32. Titman, & R. Wessels. (1988).**The determinants of capital structure choice**. *Journal of finance* (March), pp.1-19, 1988.

33. Valentine Dimitrov , and Prem C. Jain .(2005) **.The Value Relevance of Changes in Financial Leverage** , Georgetown University , Washington , Available at full Text on the Web. http://www..georgetown.edu,pp.1-40