

دراسة تأثير معدلات الرفع المالي على المخاطر الكلية للشركات الصناعية المسجلة ببورصة مسقط

ميرفت السمان¹

يونس التوبي²

ملخص

يعتبر تحديد أثر الرفع المالي على الأداء المالي والمخاطر من المؤشرات المالية الهامة والتي تحتاج إلى الاهتمام بها ودراستها، لذلك تهتم هذه الدراسة بإبراز أثر الرفع المالي على المخاطر الكلية للشركات بالتطبيق على المنشآت الصناعية. وتوصلت الدراسة أن هناك تأثير موجب ومعنوي للرفع المالي على مخاطر معدل العائد على الأصول. وأوضحت النماذج الإحصائية أيضا أن هناك تأثير سالب ومعنوي للرفع المالي على مخاطر معدل العائد للسهم. وأوصت الدراسة أنه يجب توخي الحذر عند اتخاذ الشركة قرار بالاقتراض الخارجي. كما أوصت باستثمار الأصول في أنشطة تدر عائد، أو إعادة تقييم الأصول.

الكلمات المفتاحية: الرفع المالي، المخاطر الكلية للشركات، الهيكل التمويلي.

¹ مدرس بقسم إدارة الأعمال – كلية التجارة وإدارة الأعمال – جامعة حلوان.

² باحث بقسم إدارة الأعمال – كلية التجارة وإدارة الأعمال – جامعة حلوان.

Studying the Impact of Financial Leverage Rates on the Overall Risks of Industrial Companies Registered on the Muscat Stock Exchange

Abstract

Determining the impact of financial leverage on financial performance and risks is one of the important financial indicators that need to be paid attention to and studied. Therefore, this study is concerned with highlighting the impact of financial leverage on the overall risks of companies by applying it to industrial facilities. The study found that there is a positive and significant effect of financial leverage on the risk of the rate of return on assets. The statistical models also showed that there is a negative and significant effect of financial leverage on the risk of the stock's rate of return. The study recommended that caution should be exercised when a company makes a decision to borrow externally. It also recommended investing assets in return-generating activities, or revaluing assets.

Keywords: Financial Leverage, Total Corporate Risks, Financing Structure.

ينتج عن التمويل بالاقتراض ما يسمى بالرفع المالي: وهو اقتراض أو استخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخيم لأثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم لوصف نسب المديونية Debt Ratios . وبشكل عام فإنه كلما قل اعتماد المنشأة على القروض لتمويل أصولها، كانت هذه المنشأة أقل تعرضاً للمخاطر، لأن خدمة القروض والفوائد المترتبة عليها تؤدي إلى استنزاف موارد المنشآت من سيولة نقدية لازمة لتشغيل مشروعاتها. (الشيخ، 2008)

الدراسات السابقة:

أ- دراسة (Dimisyqiyani et al., 2017) بعنوان: " The Effect of Financial Leverage on Firm Value and Market Risk (Research on Consumer Goods Industries Listed in Indonesian Stock Exchange in the Year of (2010-2012))".

الغرض من هذه الدراسة البحث في أثر الرفع المالي على الأداء المالي ومخاطر السوق ، وقامت الدراسة باختيار مجموعة من نسب الأداء المالي المتمثلة بكل من (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم)، كما وتم قياس الرفع المالي من خلال (نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية، ونسبة المديونية)، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تكونت عينة الدراسة من 13 شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة إندونيسيا وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (2010 - 2012). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية على كل من الأداء المالي المقاس من خلال (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم) ومخاطر السوق، في حين تبين عدم وجود أثر للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المديونية على الاداء المالي المقاس من خلال ربحية السهم، فيما تبين وجود أثر سلبي للرفع المالي المقاس من خلال

نسبة المديونية على الاداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية، كما وظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المديونية على مخاطر السوق. أوصت الدراسة بإجراء المزيد من الدراسات حول العوامل المؤثرة على الاداء المالي من خلال الاعتماد على النسب المالية الأخرى وخاصة المشتقة من قائمة التدفقات النقدية.

ب-دراسة (الصافي، وموسى، 2009) بعنوان: "الرافعة المالية و أثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة". تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي بدلالة درجة الرفع المالي ونسبة الدين إلى حقوق الملكية في كل من المخاطرة الكلية مقاسة بالانحراف المعياري للعوائد، والنظامية مقاسة بمعامل بيتا والربحية معبراً عنها بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 31 مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة الممتدة من عام 1999-2006، حيث تم استخدام معادلة الانحدار الخطي البسيط و معادلة الانحدار الخطي المتعدد وأشارت النتائج إلى أن الرفع المالي مقاساً بدرجة الرافعة المالية يؤثر في كل من المخاطر النظامية والمخاطر الكلية للمؤسسات الصناعية، أما الرفع المالي مقاساً بنسبة الدين إلى حقوق الملكية تبين أنه يؤثر في المخاطر النظامية ولا يؤثر في المخاطر الكلية، كما توصلت إلى أن الرفع المالي سواء مقاساً بدرجة الرافعة المالية أو بنسبة الدين إلى حقوق الملكية ي يؤثران في ربحية السهم العادي سلباً، وهي علاقة عكسية ويمكن تفسير ذلك بسبب الزيادة في تكاليف التمويل التي تتحملها الشركات نتيجة لزيادة حجمها مما يؤثر سلباً على ربحية السهم العادي.

ج-دراسة (الحمودني، والصبيحي، 2012) بعنوان: "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة، مجلة جامعة

الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية". هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي ومدى تأثيره على معدل العائد للسهم وهيكل رأس المال وصولاً إلى الهيكل الأمثل لرأس المال. اعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لاختبار العلاقة بين الرفع المالي وكل من (المخاطرة النظامية مقاسة بمعامل بيتا، والمخاطرة الكلية مقاسة بالانحراف المعياري، وربحية السهم الواحد) في الشركات المساهمة الأردنية المسجلة في سوق عمان للفترة ما بين 2005-2009. ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر دال احصائياً للرفع المالي على المخاطرة النظامية، وذلك بناء على العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة النظامية. وجود علاقة دالة احصائياً بين الرفع المالي والمخاطرة الكلية للسهم، ووجود علاقة طردية دالة احصائياً بين الرفع المالي وربحية السهم الواحد. وتوصلت الدراسة لمجموعة من التوصيات أهمها قيام الشركات باستخدام خيارات مختلفة للتمويل كالسندات والأسهم الممتازة والقروض المصرفية طويلة الأجل وذلك للاستفادة منها في تحسين ربحية السهم الواحد، وتشجيع البنوك وشركات التأمين باستثمار فوائض أموالها في عمليات تمويل الشركات وخاصة التمويل طويل الأجل وذلك باستغلال فرص الاستثمار لزيادة ربحية الشركات.

د- دراسة (بركات، وآخرون، 2012) بعنوان: "أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية". هدفت هذه الدراسة للتعرف على أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمتمثل بالعائد على الأصول والعائد على الملكية وحصصة السهم من الأرباح، وكذلك معرفة أثر الرفع المالي والتشغيلي على المخاطرة والمتمثلة بالمخاطر النظامية. وقد تم اختيار القطاع الصناعي للدور المهم الذي يلعبه هذا القطاع في الاقتصاد الأردني، وتمثلت عينة الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة ما

بين 2000-2011. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق أهداف الدراسة، واختبار الفرضيات تم استخدام الانحدار البسيط، ووصف متغيرات الدراسة استخدمت الأساليب الإحصائية مثل المتوسط الحسابي والانحراف المعياري والالتواء والتفلطح. ومن نتائج الدراسة وجود أثر ذي دلالة إحصائية للرفع المالي على المخاطر النظامية. وعدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على العائد المتمثل بالعائد على الأصول، والعائد على الملكية، وحصة السهم من الأرباح، والمخاطر النظامية. أوصت الدراسة أن تقوم الشركات الصناعية باستغلال الفرص الاستثمارية من خلال الحصول على القروض طويلة الأجل التي تمنح من القطاع المالي لتحصل على الهدف الأساسي من استخدام الرفع المالي والتشغيلي.

مشكلة الدراسة:

تشهد الشركات الصناعية تغيرات نتيجة المتغيرات الداخلية على مستوى الشركة أو الصناعة الأمر الذي قد يؤدي إلى تقلب عوائد تلك الشركات ومن ثم تقلب درجة المخاطر الكلية، ولذلك كان الاهتمام بتوفير الأموال اللازمة لتحقيق أهدافها وأغراضها في ظل متغيرات الشركات، وهذا يتطلب من الشركات الموازنة بين مصادر التمويل الداخلي والخارجي المتمثل في القروض وذلك لتأثيرها على معدل الرفع المالي فزيادة الرفع يؤدي إلى زيادة المخاطرة، وبالتالي تكمن مشكلة الدراسة في معرفة العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر الكلية للشركات الصناعية العمانية.

أهمية الدراسة:

إن معرفة أثر الرفع المالي على المخاطر الكلية من المؤشرات المالية الهامة والتي تحتاج إلى الاهتمام بها ودراستها من قبل المدراء الماليين في المنشآت بسبب تأثيرها الكبير على القرارات الهامة المتخذة من قبل إدارات المنشآت

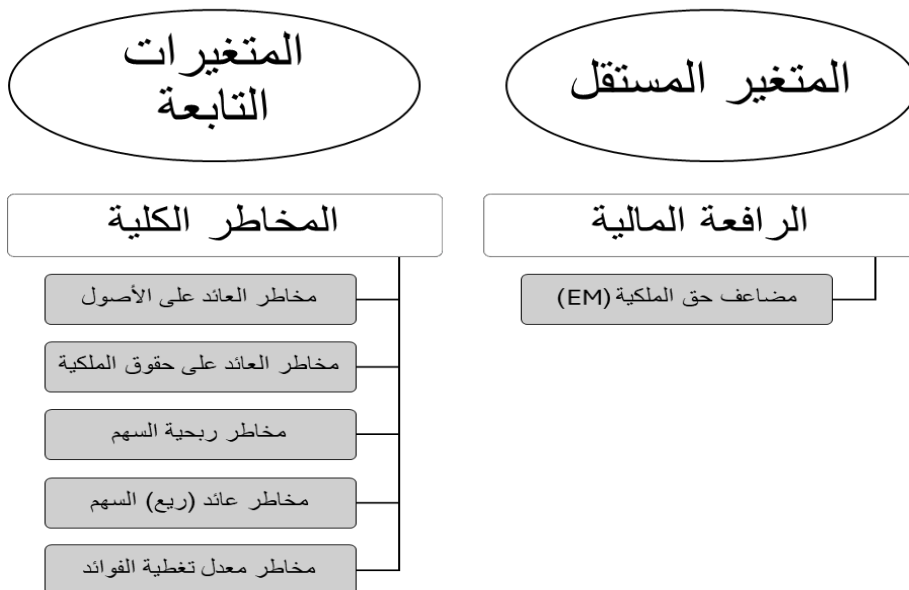
والمستثمرين وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة في اختيار أسلوب التمويل، لذلك تتبع أهمية الدراسة من خلال المساهمة النظرية والتطبيقية التي تسعى الدراسة إلى تحقيقها من خلال إبراز أثر الرفع المالي على المخاطر الكلية.

أهداف الدراسة:

يمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- أ- التعرف على المفاهيم الأساسية للرافعة المالية وتعريفاتها وأشكالها وقياسها.
- ب- التعرف على مفهوم الأداء المالي والمخاطر الكلية في الشركات.
- ج- بيان أهمية الرفع المالي في التمويل ومخاطره وآثاره.
- د- اختبار العلاقة بين الرفع المالي لدى الشركات الصناعية العمانية من جهة والمخاطر الكلية لهذه الشركات.
- هـ- تقديم التوصيات المناسبة حول التطبيق الأفضل للرفع المالي لدى الشركات المساهمة العامة.

متغيرات الدراسة:



فرضيات الدراسة:

لقياس أثر الرفع المالي على المخاطر الكلية تم وضع واختبار الفرضيات التالية:
الفرضية الأولى (ف₁): " لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر العائد على الأصول".

الفرضية الثانية (ف₂): "لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر العائد على حقوق الملكية".

الفرضية الثالثة (ف₃): "لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر ربحية السهم".

الفرضية الرابعة (ف₄): "لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر معدل العائد للسهم".

الفرضية الخامسة (ف₅): "لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر معدل تغطية الفوائد".

حدود الدراسة:

الحدود الموضوعية: اقتصرت هذه الدراسة على فحص العلاقة بين الرفع المالي وبين الأداء المالي وذلك لعينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.

الحدود الزمنية: احتوت الدراسة على بيانات الشركات للفترة من 2016 حتى 2022.

الحدود المكانية: اقتصرت هذه الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.

مجتمع الدراسة:

اشتمل السوق العماني على 95 شركة صناعية مساهمة حتى نهاية عام 2022 كما يتضح في جدول (2)، منها 38 شركة مدرجة في سوق مسقط للأوراق

المالية حتى نهاية عام 2022، وهناك 57 شركة صناعية أخرى ملغاة من سوق مسقط للأوراق المالية. فيما تمثل مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية، والبالغ عددها 38 شركة.

جدول (2): توزيع الشركات الصناعية المساهمة حسب موقف الشركة

موقف الشركة	العدد	النسبة
مدرجة	38	40%
ملغاة	57	60%
الإجمالي	95	100%

عينة الدراسة:

تم اختيار عينة الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية بعد استيفائها للشروط التالية:

- 1- توفر جميع البيانات المالية للشركات مدققة ومنشورة خلال فترة الدراسة بدءاً من عام 2016 حتى عام 2022.
 - 2- عدم توقف أسهمها عن التداول خلال فترة الدراسة.
 - 3- الاستمرارية في القيد خلال فترة الدراسة.
 - 4- الاستمرارية في النشاط خلال فترة الدراسة.
- وقد تمثلت العينة النهائية والتي أجريت عليها الدراسة 33 شركة، حيث انطبقت عليها الشروط السابقة، بما يمثل نسبة 86.8% من مجتمع الدراسة.

الهيكل التمويلي الأمثل:

يعرف الهيكل التمويلي الأمثل على أنه ذلك الهيكل الذي يتم من خلاله تحقيق أقصى قيمة للمنشأة، وبالتالي يكون الهيكل التمويلي الأمثل هو الهيكل الذي يعظم ثروة الملاك ويقود إلى تعظيم الثروة للمساهمين، وذلك من خلال تعظيم ربحية السهم إلى أقصى قيمة ممكنة. (النعمي والخرشة، 2009)

خصائص الهيكل التمويلي الأمثل:

- يتسم الهيكل التمويلي الأمثل بالخصائص التالية (السعيد، 2000):
- 1- تدبير الاحتياجات التمويلية بأقل تكلفة وأدنى مخاطر وأيسر شروط.
 - 2- المساهمة في تحقيق التوازن بين مكونات هيكل التمويل الداخلي والخارجي، وتحقيق التوازن والتناسق بين مكونات الهيكل التمويلي والهيكل الاستثماري.
 - 3- تعظيم ربحية المنشأة والعائد على الأموال المستثمرة.
 - 4- تقليل المخاطر المالية وتقليل أثرها على مخاطر الأعمال ومعدلات النمو في المنشآت.
 - 5- القدرة على الوفاء بالدين، فيجب أن لا يتجاوز اقتراض المنشأة عن الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذه القروض، وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية.
 - 6- المرونة، بمعنى عدم انصاف الهيكل المالي بالجمود، وإنما يتعين تميزه بالقدرة على تحديد وتغيير مصادر الأموال تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.
 - 7- الرقابة، فيجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطر ممكنة لفقدان الرقابة والسيطرة على إدارة المنشأة، وذلك لتأمين استقرار السياسات المتبعة.
- مصادر الهيكل التمويلي:**

تعرف مصادر الهيكل المالي بأنها: مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المنشأة للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية، وعلى هذا الأساس فإن هيكل تمويل المنشأة يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها، ويمكن تقسيم هذه المصادر على النحو الآتي: (عليوي، 2019)

- 1- أموال الملكية:

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

أ- الأسهم العادية: هي وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام، ولها القابلية على التداول، وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها، ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد؛ أي أنها أبدية طوال عمر المنشأة، ولا تلتزم بتوزيع (أرباح ثابتة) سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها. ويصدر هذا النوع من الأسهم الشركات المساهمة العامة فقط، ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات.

ب- الأسهم الممتازة غير القابلة للإطفاء: هي إحدى مصادر التمويل طويل الأجل، وتعد من عناصر حقوق الملكية، ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها. ولا يتوجب إطفاء هذه الأسهم خلال فترة معينة.

ج- الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليها المنشأة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المنشأة أو الذي لم تضعه كاحتياطات للمنشأة،

2- أموال الاقتراض:

عرفت أموال الاقتراض بأنها: الأموال التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر من المنشآت المالية المحلية والدولية كالمصارف، والأموال المقترضة قد تتمثل في قروض من البنوك أو / وسندات. وأموال الاقتراض تمثل التزاما على المستثمر أو المنشأة يتعين الوفاء بها خلال فترة زمنية معينة، وفي مقابل

الحصول على تلك القروض يلتزم المقترض بسداد أقساط سنوية أو ربع سنوية أو أقل من ذلك، وتأخذ الأموال المقترضة أشكال مختلفة هي:

أ- مصادر التمويل المقترض طويل الأجل، ويمكن تقسيمها إلى ما يلي:

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

2- السندات: إن السند هو أوراق مالية تصدرها المنشآت المساهمة أو المنظمات الحكومية، وتعتبر عن قروض طويلة الأجل تستحق الدفع في أوقات محددة، وتحمل أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، وتلتزم المنشأة التي أصدرت السند بدفع قيمة السند عند الاستحقاق، بالإضافة إلى دفع الفوائد سنوياً، أو كل ستة شهور، أو حسب ما يتم الاتفاق عليه. ويعتبر السند أيضاً من أهم أدوات المديونية، وهي بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة لها والمستثمر الذي يشتريها، ويقضي هذا الاتفاق بأن يفرض المستثمر على الجهة المصدرة لها مبلغاً معيناً لمدة محددة وبسعر فائدة معين.

3- الأسهم الممتازة القابلة للإطفاء: ويتوجب إطفائها خلال فترة زمنية، وبذلك لا يختلف السهم الممتاز القابل للإطفاء عن السند.

2- التمويل قصير الأجل: ويمكن تعريف التمويل قصير الأجل بأنه: ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية (الجارية) التي تقوم بها

المنشآت، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة، ويدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل.

الرافعة المالية:

تعددت التعريفات والمفاهيم حول الرافعة المالية وإن كان مصطلح الرفع المالي من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية المؤسساتية لتغليف الأشياء غير المحببة أو السلبية وإعطائها مظهراً جميلاً، فبدل أن نقول استدانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطرة والضعف نقول رفع مالي وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة. (قصبة، 2010)

يقصد بالرفع المالي "اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سداد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة". (الطار، 2001)

وصف Ross & David الرافعة المالية بأنها "التزام أو مسؤولية دفع المال إلى شخص آخر يسمى المقرض وينشأ هذا الالتزام عادة لأن الدين أو القرض قد أخذ وأن المقرض يأمل في أن يسدد له في تاريخ الاستحقاق أو قبله" وعليه فائدة وهي سلسلة من الدفعات فوق المبلغ المقرض". (Ross & David, 2002)

كما عرف Gitman, & Zutter الرافعة المالية بأنها "استخدام الشركة تكاليف تمويلية ثابتة من أجل تعظيم أثر التغير في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة". (Gitman, Zutter, 2012)

كما يحدد مفهوم الرافعة المالية بأنها استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة مالية وقد تكون أموال الغير (القروض أو الأسهم الممتازة) إذ أن كلاهما له تكلفة ثابتة مالية ويجب على الشركة الالتزام بدفعها، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة أموال الاقتراض، وإذا لم تنجح الشركة في ذلك فإنها ستعرض لخطر أكبر وتحقق خسارة أكبر مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي بهيكل الشركة التمويلي . (كراجيه و آخرون، 2006).

أشكال الرفع المالي:

هناك أنواع متعددة من مصادر التمويل المقترض ويمكن التمييز بين القروض على أساس موعد سداد القرض، وهي كما يلي: (Biernat, 2001)

1- القروض طويلة الأجل: تعد القروض طويلة الأجل من أهم مصادر التمويل للشركات ولاسيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة، وإمكانية ترتيب وفائها بشكل يتناسب مع العائد المتوقع تحقيقه. وتحصل الشركة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية كالمصارف وشركات التأمين، وقد يمتد تاريخ استحقاقها إلى فترة طويلة قد تصل إلى ثلاثين عاماً. ويتفاوض المقرض والمقترض على شروط القرض الذي يتضمن معدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وطريقة السداد والرهونات، ويلتزم المقترض في مواعيد محددة بموجب دفعات متفق على قيمتها ومواعيد دفعها فضلاً عن الفوائد.

2- القروض قصيرة الأجل: يقصد بالقروض قصيرة الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بإرجاعها في فترة لا تزيد عن عام، وهناك مسألتان مهمتان في هذا الشأن والتي تهتم بهما إدارة الشركة. المسألة الأولى تتعلق بالمدى التي يمكن أن تذهب إليه الشركة في الاعتماد على هذا النوع من

القروض وهذا الأمر يتوقف على هيكل الأصول للشركة كما يتوقف على ميل الإدارة لتحمل المخاطر. أما المسألة الأخرى والخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصير الأجل وهناك اعتباران رئيسيان في هذا الصدد هما التكلفة التي تتحملها الشركة ومدى إمكانية الاعتماد على المصدر في تزويد الشركة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت التي تظهر فيها الاحتياجات. وعادة ما يكون التمويل القصير الأجل على شكل ائتمان ويقسم الائتمان إلى نوعين: الائتمان الجاري، والقروض المصرفية قصيرة الأجل.

أهمية الرافعة المالية:

تتبع أهمية الرفع المالي من خلال ما يقدمه لشركة من فوائد كثيرة، وتبرز أهميته من خلال ما يلي: (النجار، 2013)

1- الحفاظ على سيطرة وقوة التصويت للمساهمين القدامى ومن ثم التقليل من احتمالات السيطرة الخارجية وأن هذه السياسة ستقود بالنهاية الى تعزيز وتقوية أداء تلك الشركات.

2- يعتبر 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 إذا سارت الأمور على غير ما يرام.

3- 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 استخدام الاقتراض (الرفع المالي) بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية.

4- يحدد الرفع المالي كمية الاقتراض المعقولة ودرجة 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.

العوامل المؤثرة على الرفع المالي:

يعتبر مؤشر درجة الرفع المالي من أكثر أدوات الرقابة أهمية، والتي تساعد في تقييم الهيكل التمويلي، وبالتالي، كلما قل اعتماد الشركة على الاقتراض الخارجي كلما قل تعرضها للمخاطر، لأن الاعتماد على الاقتراض بشكل كبير يؤدي إلى استنزاف موارد الشركة من سيولة نقدية لازمة لتشغيل مشروعاتها (قصة، 2010). وهناك عوامل كثيرة تؤثر على الرفع المالي منها (التهامي، ميرفت، 2023):

أولاً: نسبة الدين:

حيث أنه يمكن قياس نسبة الدين بمقدار اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجية، حيث أنه كلما زادت نسبة الدين أدى ذلك إلى زيادة الرفع المالي، ومن العوامل التي تزيد نسبة الدين التمويل الخارجي. وهناك نوعان من مصادر التمويل الخارجية وهي القروض طويلة الأجل، والقروض قصيرة الأجل. إن القروض طويلة الأجل تعتبر من أهم مصادر التمويل للشركات لاسيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة وترتيب وفائها بما يتناسب مع الربحية المتوقعة تحقيقها منها، ويمكن الحصول عليها عن طريق المؤسسات المالية كالمصارف وقد تصل إلى ثلاثين عام، أما القروض قصيرة الأجل فيقصد بها الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير ولكن مدتها ل تزيد عن سنة واحدة، وهنا يتوقف هذا النوع من القروض على مدى تحمل الشركة للمخاطر وعلى هيكل الأصول للشركة. ونظراً لأهمية الديون في حساب النسب المالية المتعلقة في المخاطر، فإن المحللين يستخدمون مجموعة من النسب لحساب مديونية الشركة.

1- مضاعف حق الملكية:

$$\frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{حق الملكية}} = \text{مضاعف حق الملكية}$$

2- نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول:

$$\frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول}$$

3- نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية:

$$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية}$$

4- نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية:

$$\frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية}$$

وهناك عدة طرق أخرى لحساب نسبة المديونية، ويعود السبب لعدم الاتفاق التام بين الأدبيات المالية على طريقة حساب نسبة المديونية، فتبني طريقة دون غيرها يعود بالأساس الى الهدف من التحليل ومن هذه الطرق:

أ- عمر الشركة: يمكن التعبير عن عمر الشركة من خلال تحديد عدد السنوات التي مضت على تأسيس الشركة، وذلك لأن فرقاً مقداره سنة مهم لنسبة المديونية بالنسبة للشركات الحديثة من نسبة المديونية للشركات القديمة، وتأتي أهمية عمر الشركة من أنه المقياس الأساسي لسمعة الشركة؛ حيث يعطي فكرة عن قدرة الشركة على الاستمرارية وبالتالي يؤدي ذلك الى انخفاض قدرتها على الحصول على القروض، فالشركات الحديثة تتميز عن غيرها الأكبر عمراً بانخفاض تنوعها وقلة أرباحها؛ مما يؤدي الى انخفاض سمعتها الائتمانية وقلة قدرتها على الاقتراض.

ب- سيولة الشركة: تأتي أهمية سيولة الشركة من خلال القاعدة العامة والتي تنص على أنه كلما زادت سيولة الشركة قلت مخاطرها، ويمكن قياس سيولة الشركة من خلال قسمة الأصول المتداولة على مجموع الأصول، ومن هنا نستنتج بوجود علاقة عكسية بين سيولة الشركة ونسبة المديونية؛ لأنه كلما زادت السيولة في الشركة لن تكون الشركة مضطرة إلى الاقتراض من المصادر الخارجية.

ج- الأصول الملموسة للشركة: تلعب الأصول الملموسة دوراً مهماً في قرار التمويل للشركة، حيث أن الأصول الملموسة يمكن استخدامها كضمان للقروض في حال الحصول على التمويل من مصادر خارجية. وتتميز الأصول بقدرتها على الحفاظ على قيمتها عند تسيلها، ومن هنا نستنتج بوجود علاقة طردية بين نسبة الأصول الملموسة والقدرة على الاقتراض، أي زيادة نسبة المديونية كلما زادت نسبة الأصول الملموسة.

ثانياً: حقوق الملكية:

يمكن تعريفها على أنها باقي قيمة الأصول بعد استبعاد قيمة الالتزامات؛ فهي تتضمن رأس المال والاحتياطيات وكذلك صافي الربح للسنة المالية الحالية، وأيضاً هي ما توفره مصادر التمويل الذاتية من أموال لامتلاك الأصول التي يستخدمها المشروع في العمليات الإنتاجية أو المساعدة فيها، وكلما كانت النسبة مرتفعة، فإنها تدل على الاعتماد الذاتي،

المخاطر:

تعتبر المخاطر المحدد الرئيسي لاستقرار عوائد الشركات الصناعية، ويمكن تعريفها بأنها مدى النقلب في العائد أو عدم توقع العائد المستقبلي نتيجة الاختلاف بين العائد المتوقع والعائد الفعلي، وترى نظرية حوكمة الشركات أن الشركات لا تستطيع أن تتجاهل المخاطر أو تخفض أو ترفع مستوى المخاطر بل يجب عليها

معرفة كيفية التعامل مع هذه المخاطر، فلا شك أن الشركات تعاني من مختلف أنشطتها لمستويات متباينة من المخاطر حيث أن هذه المشكلة تتزايد في حالة عدم قدرة تلك الشركات على توفير عائد مرتفع لتعويض المستثمر عن تلك المخاطر. وقد أشارت نظرية تسعير الأصول الرأسمالية أن هناك ثلاث أنواع من المخاطر يمكن أن تتعرض لها الشركات وتتضمن:

المخاطر المنتظمة: هي المخاطر التي تتعرض لها معظم الشركات وترتبط بمختلف العوامل الخارجية التي تقع خارج رقابة الشركات الصناعية مثل العوامل السياسية والاقتصادية والقانونية والاجتماعية والأسواق المالية، وتعرف بالمخاطر غير القابلة للتنوع.

المخاطر غير المنتظمة: هي المخاطر الخاصة بكل شركة على حدة وتقع تحت رقابة الشركات الصناعية وتسمى بالمخاطر القابلة للتنوع ومنها العوامل تكنولوجية ومالية وتسويقية.

المخاطر الكلية: هي المخاطر التي تؤثر على الشركات بدرجات متفاوتة فهي ترتبط بمدى التقلب في عائد الملاك وتشمل المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

المخاطر المالية:

هو مصطلح لأية مخاطر مرتبطة بأي شكل من أشكال التمويل. المخاطر ممكن أن تأخذ شكل سلبي وهو الفرق بين العوائد الحقيقية والعوائد المتوقعة (عندما تكون العوائد الحقيقية أقل)، أو تأخذ شكل عدم التأكد من العائد كما في المخاطر المرتبطة بالاستثمار والتي يطلق عليها "مخاطر الاستثمار" وأيضا في المخاطر المرتبطة بالتدفق النقدي للشركة والتي يطلق عليها "مخاطر الأعمال". ويمكن تقسيم المخاطر المالية من حيث أسبابها إلى:

1- مخاطر الائتمان: تحدث مخاطر الائتمان عندما يتخلف العملاء عن السداد أو يفشلون في الامتثال لالتزامهم بخدمة الديون ، مما يؤدي إلى خسارة كلية أو

جزئية. كما ينعكس في خفض مستوى الطرف المقابل. السبب الرئيسي لمخاطر الائتمان هو سوء إدارة الائتمان.

2- مخاطر السيولة: تتمثل في عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية. تستلزم معالجة مخاطر السيولة بناء القدرة على زيادة الموارد بتكلفة معقولة خلال الأوقات العصيبة. وهو يعكس القدرة على توفير مصادر بديلة للأموال لمثل هذه الاحتمالات.

3- مخاطر سعر الفائدة: تحدث مخاطر أسعار الفائدة بسبب التحركات في أسعار الفائدة. تتمثل هذه المخاطر في إمكانية إعادة تسعير الأصول أو الخصوم بسبب التغيرات في أسعار السوق.

4- مخاطر صرف العملات الأجنبية: تتعلق مخاطر العملات الأجنبية أو فائدة العملات الأجنبية بالخسارة المحتملة بسبب التغيرات في الأرباح على حساب مؤشر الإيرادات والتغيرات في الأصول والخصوم الموضحة بالعملات الأجنبية. 5- المخاطر التنظيمية والقانونية: تشير المخاطر التنظيمية إلى التأثير الضار للقواعد أو اللوائح القائمة أو الجديدة. بشكل عام ، تعتبر الخسارة محتملة وليست فعلية بسبب مجموعة متنوعة من الإجراءات التنظيمية المحتملة. يمكن إدارة مخاطر هذا النوع بشكل أساسي إذا تم اتخاذ العناية اللازمة لإصلاح الأسباب التي تسبب مثل هذه الحالات.

6- مخاطر الرفع المالي: إذا كانت درجة الرفع المالي في شركة ما مرتفعة فإن أي انخفاض بسيط في إيرادات الشركة يؤدي إلى انخفاض أكبر في صافي أرباحها، وهذه المخاطر ترتبط بحجم التمويل الخارجي أو الاقتراض والديون. وكلها تشكل عناصر التكاليف الثابتة لعملية التمويل.

7- مخاطر الإصدار: هي المخاطر ذات الارتباط بالأوراق المالية التي تصدرها المنظمات أو الشركات، حيث تنطوي الأسهم العادية على مخاطرة أكبر من

السندات من وجهة نظر المستثمرين، نظراً للأولوية المتمثلة بالحصول على الفوائد وقيمة السندات عند التصفية أو عند الاستحقاق.

مقاييس المخاطرة:

تعرف مقاييس المخاطرة بأنها دالة يعبر فيها بقيمة رقمية عن متغير عشوائي يمثل الخسارة ، أو أنها تشير إلى تصوير (Mapping) مجموعة من المتغيرات العشوائية بأرقام فعلية كتعبير عن المخاطرة. (Hardy, 2006)

وتستخدم مقاييس المخاطرة في تقييم مخاطرة الاستثمار وتحديد أفضل تخصيص لرأس المال وفي تطوير وتقييم استراتيجيات المحفظة أو تقييم مدراء المحافظ. وفي السياق ذاته يحدد أغراض مقاييس المخاطرة في تحديد رأس المال المطلوب لتغطية الخسائر بالمؤسسات المالية وفي تحديد رأس مال المخاطرة. ويوجد العديد من مقاييس المخاطر مثل مقياس بيتا، والتباين، والانحراف المعياري، ومعامل الاختلاف، وسيتم الاعتماد على الانحراف المعياري كمقياس للمخاطرة:

ويقوم المقياس على تحديد انحراف العوائد عن قيمة معينة (المتوسط) في حساب المخاطرة، وكلما زادت قيمة الانحراف فان ذلك يعني زيادة تشتت العوائد عن متوسطها، وبالتالي ارتفاع المخاطرة بسبب احتمال عدم تحقق العائد المتوقع (متوسط العوائد) (Gulogedera, 2007). والصيغة الرياضية للانحراف المعياري:

$$\text{الجزء التربيعي لـ} \frac{\text{مجموع مربعات انحراف القيم عن المتوسط}}{\text{عدد القيم} - 1}$$

نتائج تحليل اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى (ف1): المتغير التابع في ذلك التحليل هو "الانحراف المعياري لمعدل العائد على الأصول"، والمتغيرين المستقلين هما "مضاعف حق الملكية" والمتغير الرقابي "لوغاريتم إجمالي الأصول"، ويوضح الجدول التالي نتائج التحليل: جدول (1): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين الانحراف المعياري لمعدل العائد على الأصول وكلا من مضاعف حق الملكية ولوغاريتم إجمالي الأصول

المتغير التابع: الانحراف المعياري لمعدل العائد على الأصول (SD_ROA)				
معدل تضخم التباين VIF	اختبارات T – Test		المعاملات B	المتغير المستقل
	المعنوية Sig.	القيمة T		
	0.766	-0.300	-0.112	الثابت (Constant)
1.032	0.019	2.471	0.036	مضاعف حق الملكية (EM)
1.032	0.723	0.358	0.008	لوغاريتم إجمالي الأصول (L_A)
				<u>اختبار ف F-Test:</u>
3.379				القيمة (F)
0.048				المعنوية (Sig.)
0.184				معامل التحديد (R ²)
النموذج المقدر:				
$SD_ROA = -0.112 - 0.036 EM + 0.008 L_A$				

من أجل معرفة العلاقة بين الانحراف المعياري لمعدل العائد على الأصول وكلا من مضاعف حق الملكية والمتغير الرقابي لوغاريتم إجمالي الأصول تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ومن جدول (1) أظهرت نتائج نموذج

الانحدار أن نموذج الانحدار معنوي وذلك من خلال قيمة (F) البالغة 3.378 بدلالة 0.048 أصغر من مستوى المعنوية (0.05)، ومن الجدول يتضح أن المتغيرات المستقلة فسرت 18.4% من تباين المتغير التابع (الانحراف المعياري لمعدل العائد على الأصول) وذلك بالنظر إلى معامل التحديد (R^2). كما يتضح أن العلاقة بين مضاعف حق الملكية والانحراف المعياري لمعدل العائد على الأصول علاقة طردية معنوية بدلالة 0.019 أصغر من مستوى المعنوية (0.05). وكذلك يتضح أن العلاقة بين المتغير الرقابي ولوغاريتم إجمالي الأصول والانحراف المعياري لمعدل العائد على الأصول علاقة غير معنوية بدلالة 0.723 أكبر من مستوى المعنوية (0.05). وكشفت قيمة عامل تضخم التباين للنموذج 1.032 أصغر من 3 مما يشير إلى عدم وجود مشكلة تعددية خطية بين متغيرات النموذج. وبناء على النتائج السابقة فإنه يتم رفض الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الثاني، وينص ذلك الفرض على أنه "لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر العائد على الأصول".

الفرضية الثانية (ف2): المتغير التابع في ذلك التحليل هو "الانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية"، والمتغيرين المستقلين هما "مضاعف حق الملكية" والمتغير الرقابي "ولوغاريتم إجمالي الأصول"، ويوضح الجدول التالي نتائج التحليل: جدول (2): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين الانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية وكلا من مضاعف حق الملكية ولوغاريتم إجمالي الأصول

المتغير التابع: الانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية (SD_ROE)			
معدل تضخم التباين VIF	اختبارات T – Test		المتغير المستقل
	المعنوية	القيمة	
		B	

	Sig.	T		
	0.191	-1.338	-4.298	الثابت (Constant)
1.032	0.275	1.113	0.140	مضاعف حق الملكية (EM)
1.032	0.164	1.425	0.273	لوغاريتم إجمالي الأصول (L_A)
				اختبار ف F-Test:
1.975				القيمة (F)
0.156				المعنوية (Sig.)
0.116				معامل التحديد (R^2)
النموذج المقدر:				
$SD_ROE = -4.298 + 0.140 EM + 0.273 L_A$				

من أجل معرفة العلاقة بين الانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية وكلا من مضاعف حق الملكية والمتغير الرقابي لوغاريتم إجمالي الأصول تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ومن جدول (2) أظهرت نتائج نموذج الانحدار أن نموذج الانحدار غير معنوي وذلك من خلال قيمة (F) البالغة 1.975 بدلالة 0.156 أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، ومن الجدول يتضح أن المتغيرات المستقلة فسرت 11.6% من تباين المتغير التابع (الانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية) وذلك بالنظر إلى معامل التحديد (R^2). كما يتضح أن العلاقة بين مضاعف حق الملكية والانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية غير معنوية بدلالة 0.275 أكبر من مستوى المعنوية (0.05). وكذلك يتضح أن العلاقة بين المتغير الرقابي لوغاريتم إجمالي الأصول والانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية غير معنوية بدلالة 0.164 أكبر من مستوى المعنوية (0.05). وكشفت قيمة عامل تضخم التباين للنموذج 1.032

أصغر من 3 مما يشير إلى عدم وجود مشكلة تعددية خطية بين متغيرات النموذج. وبناء على النتائج السابقة فإنه لا يمكن رفض الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني، وينص ذلك الفرض على أنه "لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر العائد على حقوق الملكية".

الفرضية الثالثة (ف3): المتغير التابع في ذلك التحليل هو "الانحراف المعياري لربح السهم"، والمتغيرين المستقلين هما "مضاعف حق الملكية" والمتغير الرقابي "لوغاريتم إجمالي الأصول"، ويوضح الجدول التالي نتائج التحليل:

جدول (3): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين الانحراف المعياري لربح السهم وكلا من مضاعف حق الملكية ولوغاريتم إجمالي الأصول

المتغير التابع: الانحراف المعياري لربح السهم (SD_EPS)				
معدل تضخم التباين VIF	اختبارات T – Test		المعاملات B	المتغير المستقل
	المعنوية Sig.	القيمة T		
	0.242	-1.194	-0.159	الثابت (Constant)
1.032	0.103	1.679	0.009	مضاعف حق الملكية (EM)
1.032	0.186	1.352	0.011	لوغاريتم إجمالي الأصول (L_A)
				<u>اختبار F – Test:</u>
2.810				القيمة (F)
0.076				المعنوية (Sig.)
0.158				معامل التحديد (R ²)
النموذج المقدر:				
SD_EPS = -0.159 + 0.009 EM + 0.011 L_A				

من أجل معرفة العلاقة بين الانحراف المعياري لربح السهم وكلا من مضاعف حق الملكية والمتغير الرقابي لوغاريتم إجمالي الأصول تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ومن جدول (3) أظهرت نتائج نموذج الانحدار أن نموذج الانحدار غير معنوي وذلك من خلال قيمة (F) البالغة 2.810 بدلالة 0.076 أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، ومن الجدول يتضح أن المتغيرات المستقلة فسرت 15.8% من تباين المتغير التابع (الانحراف المعياري لربح السهم) وذلك بالنظر إلى معامل التحديد (R^2). كما يتضح أن العلاقة بين مضاعف حق الملكية والانحراف المعياري لربح السهم غير معنوية بدلالة 0.103 أكبر من مستوى المعنوية (0.05). وكذلك يتضح أن العلاقة بين المتغير الرقابي لوغاريتم إجمالي الأصول والانحراف المعياري لربح السهم غير معنوية بدلالة 0.186 أكبر من مستوى المعنوية (0.05). وكشفت قيمة عامل تضخم التباين للنموذج 1.032 أصغر من 3 مما يشير إلى عدم وجود مشكلة تعددية خطية بين متغيرات النموذج. وبناء على النتائج السابقة فإنه لا يمكن رفض الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الثاني، وينص ذلك الفرض على أنه "لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر ربحية السهم".

الفرضية الرابعة (ف4): المتغير التابع في ذلك التحليل هو "الانحراف المعياري لمعدل العائد للسهم"، والمتغيرين المستقلين هما "مضاعف حق الملكية" والمتغير الرقابي "لوغاريتم إجمالي الأصول"، ويوضح الجدول التالي نتائج التحليل:

جدول (4): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين الانحراف المعياري لمعدل العائد للسهم وكلا من مضاعف حق الملكية ولوغاريتم إجمالي الأصول

المتغير التابع: الانحراف المعياري لمعدل العائد للسهم (SD_Yield)			
المتغير المستقل	المعاملات	اختبارات	معدل تضخم التباين
	B	T – Test	

VIF	المعنوية Sig.	القيمة T		
	0.376	-0.898	-0.220	الثابت (Constant)
1.032	0.105	-1.673	-0.016	مضاعف حق الملكية (EM)
1.032	0.164	1.428	0.021	لوغاريتم إجمالي الأصول (L_A)
				<u>اختبار ف F-Test:</u>
2.062				القيمة (F)
0.145				المعنوية (Sig.)
0.121				معامل التحديد (R^2)
النموذج المقدر:				
$SD_Yield = -0.220 - 0.016 EM + 0.021 L_A$				

من أجل معرفة العلاقة بين الانحراف المعياري لمعدل العائد للسهم وكلا من مضاعف حق الملكية والمتغير الرقابي لوغاريتم إجمالي الأصول تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ومن جدول (4) أظهرت نتائج نموذج الانحدار أن نموذج الانحدار غير معنوي وذلك من خلال قيمة (F) البالغة 2.062 بدلالة 0.145 أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، ومن الجدول يتضح أن المتغيرات المستقلة فسرت 12.1% من تباين المتغير التابع (الانحراف المعياري لمعدل العائد للسهم) وذلك بالنظر إلى معامل التحديد (R^2). كما يتضح أن العلاقة بين مضاعف حق الملكية والانحراف المعياري لمعدل العائد للسهم غير معنوية بدلالة 0.105 أكبر من مستوى المعنوية (0.05). وكذلك يتضح أن العلاقة بين المتغير الرقابي لوغاريتم إجمالي الأصول والانحراف المعياري لمعدل العائد للسهم غير معنوية بدلالة 0.164 أكبر من مستوى المعنوية (0.05). وكشفت قيمة عامل تضخم التباين للنموذج 1.032 أصغر من 3 مما يشير إلى عدم وجود مشكلة

تعددية خطية بين متغيرات النموذج. وبناء على النتائج السابقة فإنه لا يمكن رفض الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الثاني، وينص ذلك الفرض على أنه "لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر معدل العائد للسهم".

الفرضية الخامسة (ف5): المتغير التابع في ذلك التحليل هو "الانحراف المعياري لمعدل تغطية الفوائد"، والمتغيرين المستقلين هما "مضاعف حق الملكية" والمتغير الرقابي "لوجاريتم إجمالي الأصول"، ويوضح الجدول التالي نتائج التحليل:

جدول (5): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين الانحراف المعياري لمعدل تغطية الفوائد وكلا من مضاعف حق الملكية ولوجاريتم إجمالي الأصول

المتغير التابع: الانحراف المعياري لمعدل تغطية الفوائد (SD_EBIT)				
معدل تضخم التباين VIF	اختبارات T – Test		المعاملات B	المتغير المستقل
	المعنوية Sig.	القيمة T		
	0.375	-0.902	-1.765	الثابت (Constant)
1.029	0.861	-0.177	-0.227	مضاعف حق الملكية (EM)
1.029	0.183	1.366	2.861	لوجاريتم إجمالي الأصول (L_A)
				اختبار ف F-Test:
				القيمة (F)
				المعنوية (Sig.)
				معامل التحديد (R ²)
النموذج المقدر:				
SD_EBIT = -1.765 - 0.227 EM + 2.861 L_A				

من أجل معرفة العلاقة بين الانحراف المعياري لمعدل تغطية الفوائد وكلا من مضاعف حق الملكية والمتغير الرقابي لوغاريتم إجمالي الأصول تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ومن جدول (5) أظهرت نتائج نموذج الانحدار أن نموذج الانحدار غير معنوي وذلك من خلال قيمة (F) البالغة 0.934 بدلالة 0.405 أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، ومن الجدول يتضح أن المتغيرات المستقلة فسرت 6.3% من تباين المتغير التابع (الانحراف المعياري لمعدل تغطية الفوائد) وذلك بالنظر إلى معامل التحديد (R^2). كما يتضح أن العلاقة بين مضاعف حق الملكية والانحراف المعياري لمعدل تغطية الفوائد غير معنوية بدلالة 0.861 أكبر من مستوى المعنوية (0.05). وكذلك يتضح أن العلاقة بين المتغير الرقابي لوغاريتم إجمالي الأصول والانحراف المعياري لمعدل تغطية الفوائد غير معنوية بدلالة 0.183 أكبر من مستوى المعنوية (0.05). وكشفت قيمة عامل تضخم التباين للنموذج 1.029 أصغر من 3 مما يشير إلى عدم وجود مشكلة تعددية خطية بين متغيرات النموذج. وبناء على النتائج السابقة فإنه لا يمكن رفض الفرض الفرعي الخامس من الفرض الرئيسي الثاني، وينص ذلك الفرض على أنه "لا يوجد تأثير معنوي للرفع المالي على مخاطر معدل تغطية الفوائد".

الاستنتاجات:

أوضحت النماذج الإحصائية أن هناك تأثير موجب ومعنوي للرفع المالي على مخاطر معدل العائد على الأصول بمعنى كلما ارتفعت درجة الرفع المالي ارتفعت مخاطر معدل العائد على الأصول. وأوضحت النماذج الإحصائية أيضاً أن هناك تأثير سالب ومعنوي للرفع المالي على مخاطر معدل العائد للسهم، بمعنى كلما ارتفعت درجة الرفع المالي انخفضت مخاطر معدل العائد للسهم. كما اتضحت عدم وجود تأثير معنوي للرفع المالي على كل من: مخاطر معدل العائد على حقوق الملكية، ومخاطر ربحية السهم، ومخاطر معدل تغطية الفوائد.

التوصيات:

- 1- أوضحت النتائج ضعف قدرة الشركات الصناعية العمانية على الوفاء بالتزامات المالية المترتبة على الاستدانة عند زيادتها، لذلك يجب توخي الحذر عند اتخاذ الشركة قرار بالاقتراض الخارجي.
- 2- استثمار الأصول في أنشطة تدر عائداً، أو إعادة تقييم الأصول، مما يؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول وانخفاض مخاطر الشركة.
- 3- مواءمة مصادر التمويل مع طرق توظيف الأموال بهدف تحقيق أفضل ربحية وتقليل المخاطر.

المراجع:

أولاً المراجع العربية:

- التهامي، عبد المنعم، والسمان، ميرفت. (2023). أساسيات الإدارة المالية والاستثمار. مركز الكتاب الجامعي، جامعة حلوان.
- الحمدوني، الياس، والصبيحي، فائز. (2012). العلاقة بين الرفع المالي وربحية الأسهم دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة. مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 4(8).
- السعيد، جمعة فرحات. (2000). الأداء المالي لمنظمات الأعمال: التحديات الراهنة. الطبعة الأولى. دار المريخ، الرياض، السعودية.
- الشيخ، فهمي. (2008). التحليل المالي. الطبعة الأولى. رام الله، فلسطين.
- العطار، رشاد. (2001). الإدارة المالية و التحميل المالي. دار البركة، عمان.
- النجار، جميل. (2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة اختبارية. مجلة جامعة الأزهر بغزة. سلسلة العلوم الإنسانية، فلسطين، 6(1).
- النعيمي، عدنان، والخرشة، ياسين. (2015). أساسيات في الإدارة المالية. الطبعة الثانية. دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- بركات، إسماء، ولوزي، باسم، وأبو كركي، بسام. (2012). أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية. رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة البلقاء التطبيقية، عمان، الأردن.
- عليوي، نشأت حكمت. (2019). أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- قصبه، نبال. (2010). أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة. عمان: جامعة جرش، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمات الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها وعلاجها. من 14-16/10/2010.

ثانياً المراجع الأجنبية:

- Biernat, J. (2001). **Essentials of Corporate Finance**, New York.
- Dimisyqiyan, E., Suhadak, S., & Kertahadi, K. (2017). The Effect of Financial Leverage on Firm Value and Market Risk (Research on Consumer Goods Industries Listed in Indonesian Stock Exchange in the Year of (2010-2012)). **Profit Jurnal Administrasi Bisnis**, 9(2), 23-34.
- Gitman, L., & Chad, J. (2012). **Principle of Managerial finance**. 13th edition. Person, Publishers, New York.
- Gulogedera, D. (2007). A review of capital asset pricing models. **Managerial Finance**, 33(10), 821-832.
- Hardy, M. (2006). **Introduction to risk measure for actuarial application**, Casualty Actuarial Society (CAS).
- Ross, S., & David, W. (2002). **Fundamentals of Corporate Finance**. 6th Edition. Alternate Edition.