

أثر الرفع المالى على الأداء المالى وعوائد الأسهم

دراسة اختبارية على البنوك المسجلة فى بورصة
الأوراق المالية المصرية

دكتورة

ريم محمد محمود عبد المنعم

مدرس المحاسبة بالمعهد العالى للعلوم الادارية

بلبيس - شرقية

أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم دراسة اختبارية على البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية

ملخص الدراسة

تستهدف هذه الدراسة التحقق من أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية . ومن أجل اختبار فروض الدراسة ، اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ١٤ بنك مسجل في بورصة الأوراق المالية المصرية ، في الفترة الزمنية بين عامي ٢٠١٣- ٢٠١٨ ، واستخدمت طريقة المربعات الصغرى العامة ، طريقة المربعات الصغرى المرجحة ، طريقة الانحدار الكمي ، وطريقة الانحدار القوي . وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين الرفع المالي والأداء المالي ، وأن الرفع المالي له تأثير ايجابي ومعنوي على الأداء المالي في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية . كما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ، وأن الرفع المالي ليس له تأثير معنوي على عوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية .

الكلمات الدالة : الرفع المالي ، الأداء المالي ، عوائد الأسهم ، البنوك .

The Effect of Financial Leverage on the Financial Performance and Stock Return

Empirical Study on Banks listed on Egyptian Stock-Exchange:

Abstract

This study aimed to investigate the effect of financial leverage on the financial performance and stock Rreturn of banks listed in egyption Stock Exchange. In order to test the hypotheses , the study relied on asample of 14 banks listed in egyption Stock Exchange, during the period 2013-2018, and used Pooled OLS method , Weighted Least Squares method , Quintile Regression method , and Robust Least Square method. The study showed that there had a positive and significant relationship between the financial leverage and the financial performance. The results revealed that the financial leverage had a positive and significant effect on the financial performance. The results also document that had not significant relationship between the financial leverage and stock Rreturn, and The results revealed that the financial leverage had not any significant effect on stock Rreturn of banks listed in egyption Stock Exchange.

Keywords: *Financial Leverage, Financial Performance, Stock Return, Banks.*

مقدمة :

يعتبر القطاع المصرفي من أهم القطاعات الاقتصادية والمركبات الأساسية في الاقتصاد المصري، ليس فقط لدوره الهام في حشد وتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتمويل الاستثمار الذي يمثل عصب النشاط الاقتصادي، بل لكونه يمثل حلقة الاتصال الأكثر أهمية مع العالم الخارجي، فقد أصبح هذا القطاع بفعل اتساعه وتنوع أنشطته النافذة التي نرى منها على العالم ويطل منها العالم علينا ، كما أصبح تطوره وقوة أوضاعه معياراً للحكم على سلامة الاقتصاد المصري وقابليته لجذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية .

ويمثل القطاع المصرفي أحد أذرع النظام المالي في مصر . وهو قطاع يمد الاقتصاد المصري بتيار متدفق من الموارد المالية ويقوم بدور فعال في دعم الاقتصاد المصري وتنشيط عمليات التنمية الاقتصادية ، حيث يهتم القطاع المصرفي بحشد الموارد المالية اللازمة للتنمية الاقتصادية من خلال الدور الرئيسي الذي يلعبه كوسيط بين جهات الفائض (المودعين أو المدخرين) الذين يشكلون جانب عرض الأموال في القطاع المصرفي، وجهات العجز (المقترضين) الذين يشكلون جانب الطلب علي هذه الأموال . وقد حقق القطاع المصرفي المصري في الآونة الأخيرة إنجازات كبيرة في تجميع المدخرات ، وتحويلها إلي استثمارات ، واستعمالها في توفير الائتمان اللازم لتمويل المشاريع الاقتصادية من خلال تقديم القروض لهذه المشاريع أو المساهمة المباشرة في هذه المشاريع ، هذا إلى جانب عمله علي جذب الاستثمارات الأجنبية . وبالتالي فإن تطور القطاع المصرفي يعكس الصورة المشرفة لنمو الاقتصاد المصري، وذلك لما له من دور ريادي في حقن الاقتصاد المصري بالموارد المالية .

لا تستطيع البنوك الاستمرار في أنشطتها ، إذا لم يتوافر لها الأموال اللازمة لتمويل أصولها . وتختلف البنوك عن الشركات في درجة اعتمادها على مصادر التمويل الخارجية ، وذلك لاختلاف طبيعة عمل كل منهما ، واستخدامها لمصادر تمويل مختلفة . لذلك تلجأ البنوك إلى المفاضلة بين مصادر التمويل من حيث التكلفة والعائد والمخاطرة والمدى الزمني والالتزامات المترتبة على التمويل من سداد فوائد ، في محاولة من البنوك للوصول إلى الهيكل التمويلي الحكيم والأمثل الذي يحسن أدائها ويعظم قيمتها .

ويعتبر القرار التمويلي في المنشآت بصفة عامة ، وفي البنوك بصفة خاصة من القرارات الاستراتيجية التي تؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية للمنشآت والبنوك وعلى الربحية ومن ثم أداء وقيمة كل منهما ، ويرتبط هذا القرار بتحديد المزيج المناسب من مصدرى التمويل (الدين والملكية)، أي استخدام المزيج التمويلي الأمثل الذي يعمل على تحقيق عوائد تفوق تكلفة التمويل. لذا يتطلب من الإدارة المالية أن تختار بدقة وعناية الهيكل التمويلي المناسب والملائم الذي يحدد مصادر التمويل التي يعتمد عليها البنك في تمويل استثماراته ، سواء كان ذلك من خلال التمويل بالدين (التمويل الخارجي) ، أو من خلال التمويل بحقوق الملكية (التمويل الداخلي) ، والمفاضلة بين الدين وحقوق الملكية .

مشكلة الدراسة :

إن خصوصية القطاع المصرفي المتمثلة في اعتماد البنوك بشكل أساسي على أموال الغير، وأن معظم أصولها وخصومها تتمثل في النقود ، كما أن نشاطها الرئيسي يتركز على التعامل بالأموال إقراضاً وافترضاً ، جعل البنوك من المنشآت المالية ذات المخاطر المرتفعة .

ويتوقف الأداء المالي الكفاء على قدرة البنوك على الوصول إلى المزيج التمويلي الأمثل من خلال تحديد مصادر التمويل بالدين وحقوق الملكية ، بغية تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة ، وهو ما يؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل وارتفاع معدلات الربحية، حيث يمكن أن يؤدي التمويل بالدين (التمويل الخارجي) إلى تحقيق أرباح وزيادة حقوق الملكية ، وذلك في

حالة ارتفاع العائد على أموال الدين عن تكلفة هذه الأموال ، وفي نفس الوقت فإن الاعتماد على الدين كمصدر للتمويل قد يؤدي إلى تحقيق خسائر، وذلك في حالة انخفاض العائد على أموال الدين عن تكلفة تلك الأموال . لذا فإن الإدارة المالية المسؤولة عن التمويل في البنوك تتحمل على عاتقها مسئولية كبيرة ، وتعد قراراتها من القرارات الهامة والحرجة التي تحتاج إلى العناية والدقة والتركيز والخبرة ، كما تتطلب منها الموازنة بين التمويل الخارجي والتمويل الداخلي من خلال المفاضلة بين التمويل بالاعتماد على الدين (الديون المصرفية والتجارية طويلة وقصيرة الأجل والسندات) ، أو التمويل بالاعتماد على حقوق الملكية (الأسهم العادية والاحتياطيات والأرباح غير الموزعة) ، والاختيار بينهما .

وبناء على الدور الفعال للرفع المالي وأثره على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك ، وأيضاً ظهور بعض البنوك التي فشلت في الاستمرار في نشاطها وأعمالها نتيجة عدم التخطيط السليم لهيكلها المالي ، مما أدى إلى تعثرها وتوقف نشاطها . فقد دعت الحاجة إلى التطرق لهذا الموضوع من خلال البحث في أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية في سبيل التوصل إلى تصور مفاهيمي واضح لأثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك ، من شأنه تعزيز الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك .

ولقد جاءت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين الرفع المالي معبراً عنه (بنسبه إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) ، والأداء المالي معبراً عنه (بمعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية) ، وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية ، وبالتالي فإن مشكلة الدراسة تتمثل في الإجابة على السؤال الرئيسي التالي :

ما هو أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية ؟

ولبحث هذه المشكلة بصورة جيدة وسهلة يمكن تقسيم السؤال الرئيسي إلى مجموعة الأسئلة الفرعية التالية :

- ما هو أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) على الأداء المالي مقاساً (بمعدل العائد على الأصول) ؟
- ما هو أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على الأداء المالي مقاساً (بمعدل العائد على الأصول) ؟
- ما هو أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) على الأداء المالي مقاساً (بمعدل العائد على حقوق الملكية) ؟
- ما هو أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على الأداء المالي مقاساً (بمعدل العائد على حقوق الملكية) ؟
- ما هو أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) على عوائد الأسهم ؟
- ما هو أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على عوائد الأسهم ؟

أهمية الدراسة :

١- تعد الدراسة الحالية واحدة من المحاولات العلمية في مصر ، التي تناولت موضوع الرفع المالي وأثره على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية ، لما لذلك من مساهمة في بناء إطار علمي وعملي ، تعتمد عليه البنوك في اتخاذ القرارات المالية السليمة للمفاضلة بين التمويل الخارجي والتمويل الداخلي بشكل يحسن أدائها المالي ويزيد من عوائد أسهمها ويعظم قيمتها .

- ٢- تتبع أهمية الدراسة الحالية من الدور الهام الذي تلعبه أموال الدين في زيادة قيمة البنوك ، خاصة في حالة توظيف هذه الأموال في الأنشطة الأكثر عائدا للبنك ، وبالتالي فإن تسليط الضوء على الرفع المالي وأثره على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية قد يساعد المساهمين فيها والمستثمرين والدائنين والمحللين الماليين وجميع الأطراف ذات الصلة بالبنوك في التمكن من قراءة وتحليل واقع البنوك واتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية السليمة .
- ٣- تستمد الدراسة الحالية أهميتها من كونها تبحث في موضوع يرتبط بشكل مباشر بالمزايا والمنافع التي يمكن أن يوفرها الرفع المالي من تخفيض تكلفة التمويل ، والاستفادة من المزايا الضريبية وغيرها من المزايا ، ومن ثم أثره في تخفيض التكاليف وزيادة معدلات الربحية لدى البنوك .
- ٤- تناقش الدراسة الحالية أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية ، ويعد قرار التمويل من أهم قرارات الإدارة المالية في البنوك ، لذا من المتوقع أن تكون نتائج هذه الدراسة محل اهتمام الإدارات المالية بالبنوك، والجهات الرقابية الممثلة في البنك المركزي المصري .
- ٥- تحاول الدراسة الحالية تحليل قرارات التمويل في البنوك عينة الدراسة ، ومساعدة الإدارة المالية في البنوك من اختيار سياسة التمويل المثلى ، والمفاضلة بين قرارات التمويل سواء كان التمويل بالدين ، أو التمويل بحقوق الملكية ، مما ينعكس أثر ذلك على تنمية الاقتصاد المصري ، وتحسين الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك وتعظيم قيمتها .

أهداف الدراسة :

- يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة الحالية في التعرف على أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الممتدة ما بين عام ٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٨ ، وبشكل تفصيلي أكثر فإن الدراسة الحالية تهدف إلى ما يلي :
- ١- التعرف على السياسات التمويلية في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، من خلال تحديد نسبة الرفع المالي (حجم الديون) التي تعتمد عليها هذه البنوك ومقارنتها بحقوق الملكية .
 - ٢- اختبار وتقييم أثر الرفع المالي مقاسا بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية على الأداء المالي مقاسا بمعدل العائد علي الأصول ، ومعدل العائد علي حقوق الملكية في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
 - ٣- اختبار وتقييم أثر الرفع المالي مقاسا بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية على عوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
 - ٤- تقييم مستوى الأداء المالي للبنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية .

تقسيم الدراسة :

- في ضوء مشكلة الدراسة، وتحقيقها لهدفها الأساسي، يمكن تقسيم الدراسة الحالية إلى العناصر التالية :
- أولا : العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي وعوائد الأسهم .
 - ثانيا : الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة .
 - ثالثا : تصميم الدراسة .
 - رابعا : تحليل النتائج .
 - خامسا : خلاصة الدراسة والدراسات المستقبلية.
 - سادسا : المراجع .

أولاً : العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي وعوائد الأسهم .

يسعى المدراء الماليون إلى تحقيق هيكل رأسمالي حكيم ، وذلك من خلال استخدام مزيج تمويلي مثالي يعمل على تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن ، وتعظيم قيمة المنشأة وتحسين أدائها. ويشير مفهوم الهيكل التمويلي Financial Structure إلى جميع أنواع مصادر التمويل التي تستخدم في تمويل أصول المنشأة . أى تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بغية تمويل استثماراتها ، ومن ثم فإنها تتضمن كافة مصادر التمويل (طويلة وقصيرة الأجل) ، وهو ما يطلق عليه أيضاً بالهيكل المالي . ويتكون هيكل التمويل من الأموال التي يتم الحصول عليها من الملاك (التمويل بالملكية) وتتمثل مصادرهما في الاحتياطي النقدية ، الأرباح المحتجزة ، والأسهم . ومن الأموال التي يتم الحصول عليها من خلال الديون (التمويل بالدين) وتتمثل أنواعها في الديون طويلة وقصيرة الأجل ، الائتمان التجارى ، والسندات التي تصدرها المنشأة كنوع من القروض طويلة الأجل (النجار ، ٢٠١٣ ، ص ص : ٢٨٥-٢٨٧ ، العلي ، ٢٠١٨ ، ص ١٨١-١٨٦ ، عليوى ، ٢٠١٩ ، ص ١٣).

إن الهيكل التمويلي الأمثل هو الهيكل الذى يعظم ثروات الملاك ، من خلال تعظيم معدلات الربحية وعوائد الأسهم إلى أكبر حد ممكن . ويتطلب من الإدارة المالية عند اتخاذها القرارات المتعلقة بالتمويل أن توازن بين الأرباح المتوقعة وبين تكلفة المخاطر المالية التي ترتبط بنوع التمويل الذى تختاره الإدارة المالية . وبالتالي فإن هيكل التمويل الأمثل لا تحكمه قرارات عشوائية، إنما تحكمه قرارات استراتيجية مستمدة من سعي الإدارة المالية لتحقيق أهدافها بأعلى كفاءة وبأقل تكلفة ممكنة (الزبيدي ، ٢٠٠٤ ، ص ٨٢٨ ، النعيمي والتميمي ، ٢٠٠٩ ، ص ٣٤١ ، عليوى ، ٢٠١٩ ، ص ص : ١٤-١٥).

أما مفهوم هيكل رأس المال Capital Structure فيتمثل فى جميع عناصر التمويل الدائم للمنشأة ، ويتكون من تمويلين هما التمويل المقترض (تمويل بالدين طويل الأجل)، والتمويل الممتلك. وبالتالي فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءاً من الهيكل المالي للمنشأة، كما يعتبر قرار التمويل من خلال الدين طويل الأجل أو حقوق الملكية قراراً هاماً واستراتيجياً (العلي، ٢٠١٨ ، ص ١٨٦ ، العامرى، ٢٠١٠ ، ص ١٥٩ ، Velnampy and Niresh, 2012 , P.67,Muritala,2012,P.117,Hasan et al ,2014,P.185).

ويجب على الإدارة المالية استخدام مزيج ملائم ومناسب من حقوق الملكية والديون طويلة الأجل فى تمويل أصول المنشأة ، لكي تتوصل إلى هيكل رأس مالى مثالى يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقه تؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة وتحسين أدائها وارتفاع عوائد أسهمها (بقوق وبن خده ، ٢٠١٩ ، ص ٢٥ ، Njeri and Kagiri,2013,P.20,Hasan et al ,2014,P.186,Abdula and Adelabu,2015,P47,Zulkipli et al ,2019,P.201).

ويتشابه مفهوم الرفع المالي بين المنشآت المصرفية والاقتصادية من حيث المضمون ، إلا أن أهميته بالنسبة للبنوك تتعاطم أكثر من المنشآت الاقتصادية نظراً لطبيعة عمل البنوك التي تتمثل فى وظيفة الوساطة المالية التي تقوم بها بين أصحاب العجز فى الموارد المالية وأصحاب الفوائض المالية ، حيث أن النسبة الأكبر لجانب الخصوم فى البنوك قائم على الاقتراض ، بينما يشكل رأس المال نسبة ضعيفة فيها . ويقوم نشاط البنوك على المتاجرة فى القروض ، حيث تقترض من المودعين بمعدلات فائدة مدينه لتقرض عملائها بمعدلات فائدة دائنة ، وكلما ازدادت حجم الودائع كلما ارتفعت قدرة البنوك على الإقراض ، مما يؤدي إلى تعظيم عوائد المساهمين (حقوق المساهمين) . لذا فإن الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) يعبر عن حجم المخاطر التي تتحملها البنوك من ناحية ، ومن ناحية أخرى تمثل جوهر العمل المصرفي القائم أساساً على مبدأ الرفع المالي ، حيث أن

الديون المتمثلة في الودائع تعتبر التزاماً على البنك تجاه المودعين لديه ، كما يمثل التغير في الأرباح الناتجة عن نشاط البنك خطراً في الوفاء بالالتزامات المتمثلة في حقوق المودعين (الطربان وبلقاسم ، ٢٠١٩ ، ص ٩٣) .

ويعرف الرفع المالي Financial Leverage بأنه الاستعانة بأموال الغير (الديون) في تمويل استثمارات وعمليات وأنشطة المنشأة بهدف تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك ، ويتضمن هذا النوع من التمويل كل من التمويل المقترض طويل الأجل ، والتمويل المقترض قصير الأجل ، وتزداد درجة الرفع المالي بازدياد استخدام مصادر التمويل الخارجي (النجار ، ٢٠١٣ ، ص ٢٨٦ ، الشيخ ، ٢٠٠٨ ، ص ٥٢ ، الطربان وبلقاسم ، ٢٠١٩ ، ص ٩٢ ، Gatsi et al 2015,P48 , Abdula and Adelabu,2013,P.60) .

ويصبح الرفع المالي فعالاً ومرغوباً فيه ، عندما تستطيع المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة أموال الاقتراض ، وفي حالة عدم نجاح المنشأة في ذلك فإنها تتعرض لمخاطر عالية ، وتحقق خسائر كبيرة ، مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي ، ويصبح غير مرغوب فيه (عليوى ، ٢٠١٩ ، ص ٣٢ ، الحمدوني والصبيحي ، ٢٠١٢ ، ص ١٥٠ ، كراجه وآخرون ، ٢٠٠٦ ، ص ٢٥١) . ويجب على المنشأة أن تقوم بدراسة مستوي الكفاءة لعملياتها التشغيلية والتمويلية ، والظروف البيئية المحيطة بها قبل اتخاذ أى قرار يتعلق بالرفع المالي ، حيث أن الرفع المالي سلاح ذو حدين يمكن أن يكون مفيداً ويحقق نتائج إيجابية ، وذلك عندما تتصف العمليات التشغيلية والتمويلية بالكفاءة والفعالية ، وعندما تكون الظروف البيئية المحيطة بالمنشأة ملائمة . كما يمكن أن يكون غير مفيداً ويحقق نتائج غير مرغوب فيها ، إذا حدث عكس ذلك (إبراهيم ، ٢٠١٠ ، ص ٤٦ ، Bringham and Houston,2009,P.10) .

ويجب أن تقوم الإدارة المالية في المنشأة بالموازنة بين المنافع والتكاليف عند اتخاذ القرارات المرتبطة بالاعتماد على الرفع المالي واستخدامه في التمويل . حيث تمثل أهم مزايا الرفع المالي في الميزة الضريبية للاقتراض ، والتي تقوم على أساس أن عبء الفوائد المدفوعة على القروض المستخدمة في التمويل تعتمد كنفقة ضريبية ، وتخصم من وعاء الأرباح الخاضع للضريبة ، وهذا يؤدي إلى انخفاض الضريبة المستحقة ، وانخفاض تكلفة التمويل بالإقراض (النجار ، ٢٠١٣ ، ص ٢٨٨ ، Ahmed et al ,2018,P.47) .

يحظى الأداء المالي Financial Performance في كافة أنواع المنشآت باهتمام كبير من قبل الإدارة والمستثمرين ، وذلك لأن الأداء المالي الأمثل هو السبيل الوحيد لاستمرار المنشأة وتطورها ، ويعتبر من المقومات الأساسية لجميع المنشآت حيث يوفر نظام متكامل للمعلومات الصحيحة والموثوق بها ، وذلك لمقارنة الأداء الفعلي بالأداء المخطط بهدف تحديد الانحرافات عن الأهداف المحددة مسبقاً ، من خلال استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف المخطط لها مسبقاً (الطربان وبلقاسم ، ٢٠١٩ ، ص ٩٤ ، الخطيب ، ٢٠٠٩ ، ص ١٣) .

والأداء المالي هو مدى نجاح المنشأة في استغلال الموارد المتاحة لديها بكفاءة ، وتحقيق مستوى مرضى من الأرباح . أى مدى قدرة المنشأة على تأدية عملياتها واستخدام مواردها بكفاءة من أجل تحقيق أرباح . ويعتبر الأداء المالي ركيزة أساسية في تطور المنشأة وتقدمها (عليوى ، ٢٠١٩ ، ص ٣٦ ، بقوق وبن خده ، ٢٠١٩ ، ص ٤٩-٥٠ ، Shibusse et al 2019,P.183) . وهناك العديد من المؤشرات المالية التي تستخدم في قياس الأداء المالي من أهمها نسب الربحية ، حيث تعتبر نسب الربحية من المؤشرات التي يهتم بها المساهمين والمستثمرين بشكل كبير ، وذلك لكونها تقيس مدى نجاح المنشأة وقدرتها على تحقيق الأرباح ، كما تدل على مدى كفاءة المنشأة في استغلال الموارد المتاحة لها بالشكل الأمثل لتحقيق الأرباح (عليوى ، ٢٠١٩ ، ص ٣٧ ، Gibson , 2008,P.255) .

وتعتبر عوائد الأسهم Return Stock بمثابة الهدف الرئيسي لأي مستثمر. كما تمثل أحد المتغيرات الهامة في قرارات الاستثمار. والعائد هو التدفق النقدي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة مقابل توظيف أمواله في شكل من أشكال الاستثمار. (حداد، ٢٠١٤، ص ١٢٨، أحمد والحسن، ٢٠١٨، ص ٤٧٤). كما تعرف بأنها المكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله بالأسهم العادية، إما بصيغة مفهوم أرباح الأسهم، أو بشكل مفهوم أرباح نقدية وفقا لأرباح المنشأة وسيولتها النقدية. وعليه يقصد بعوائد الأسهم المكافأة التي يحصل عليها المستثمر مقابل تخليه عن منفعة حاضرة، وحصوله على منفعة أكبر في المستقبل، وهذا من خلال حصة الأرباح الناتجة عن استثمار الأسهم العادية، ويتكون عائد السهم من شقين (الطربان وبلقاسم، ٢٠١٩، ص ٩٣-٩٤، هميسي وبلغربي، ٢٠١٦، ص ١٧، أبو العز، ٢٠١٣، ص ٤٠٢):

- التوزيعات التي يحصل عليها مالك السهم من الأرباح السنوية التي تحققها المنشأة وتقرر توزيعها على المساهمين. أي توزيعات أرباح الأسهم في حالة الاستثمار في حقوق الملكية، أو مدفوعات فوائد في حالة الاستثمار في أدوات الدين.
 - الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الفرق بين سعر شراء السهم وسعر البيع أو الاقفال للسهم في فترة زمنية معينة. أي المكاسب الرأسمالية التي تنتج من ارتفاع السعر السوقي للاستثمارات عن تكلفتها التاريخية.
- ومما لا شك فيه أن كلا العنصرين يعتمدان بشكل أساسي على معدلات الربحية في المنشأة، بمعنى مدى فاعلية المنشأة في استخدام الموارد التي أتاحت لها خلال فترة ما (أبو العز، ٢٠١٣، ص ٤٠٢).

العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي.

تظهر العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي مع زيادة حجم التمويل بالدين، حيث يمكن أن يؤثر تأثيرا إيجابيا على الأداء المالي للمنشأة، وتكون العلاقة إيجابية بين الرفع المالي والأداء المالي أو العكس، وتستخدم مقاييس الربحية كأساس ليعكس أثر الرفع المالي على الأداء المالي للمنشأة (النجار، ٢٠١٣، ص ٢٨٩، P12, 2012, Pochori and Totala). وبشكل عام فإن نتيجة التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة المنشأة على استغلال الأموال المقترضة بكفاءة وفعالية لزيادة معدلات الربحية، ومن ثم تحسين الأداء المالي للمنشأة، وبالتالي فإن الرفع المالي قد يكون جيدا عندما يحقق عوائد تفوق تكلفة التمويل، وقد يكون متوسطا عندما يحقق عوائد مساوية لتكلفة التمويل، وقد يكون عكسي عندما يحقق عوائد أقل من تكلفة التمويل (شلاش وآخرون، ٢٠٠٨، ص ٥٦، النجار، ٢٠١٣، ص ٢٨٩). ويترتب على الرفع المالي الجيد ارتفاع معدلات الربحية وتحسن الأداء المالي. بينما يترتب على الرفع المالي المتوسط عدم حدوث أي تغيير في معدلات الربحية والأداء المالي. أما الرفع المالي العكسي، فيتربط عليه انخفاض معدلات الربحية وتحقيق خسائر وتدهور الأداء المالي (شلاش وآخرون، ٢٠٠٨، ص ٥٦).

العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم.

تتمثل العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم في أن الأرباح لكل سهم تزداد كلما زاد الرفع المالي. كما تتأثر عوائد الأسهم في المنشأة سلبيا أو إيجابيا بمحتوي هيكل التمويل للمنشأة، فيكون التأثير إيجابيا للرفع المالي عندما تقوم المنشأة بالاقتراض بمعدل تكلفة ثابت لتمويل استثماراتها، وتحقق عائد على الاستثمار يزيد عن تكلفة الدين مما يؤدي إلي زيادة الأرباح، ومن ثم زيادة عوائد الأسهم. بينما يكون تأثير الرفع المالي سلبيا عند عدم قدرة المنشأة على تحقيق عائد على الاستثمار يفوق تكلفة التمويل بالديون مما يؤدي إلى انخفاض معدلات الربحية، ومن ثم انخفاض عوائد الأسهم، والعائد الموزع على المساهمين (الطراونة، ٢٠١٠، ص ٢١، مطر، ٢٠١٠، ص ٢١٨، هميس وبلغربي، ٢٠١٦، ص ٥٢، معاش، ٢٠١٦، ص ٣،

بقوق وبن خده ، ٢٠١٩ ، ص ٣٢) . كما يمكن أن يزيد الرفع المالي من التدفقات النقدية المتوقعة للأرباح لكل سهم، ويرجع ذلك إلى أن التغيير في التدفق النقدي المتوقع يتعادل مع التغيير في معدل الربح إلي رأس مال المنشأة ، وهو ما يعني أن العائد المتوقع علي الأصول يتناسب مع نسبة الدين (هميس وبلغري ، ٢٠١٦ ، ص ٥٢ ، ساسي وقريش ، ٢٠١١ ، ص ٢٦٧ ، الطربان وبلقاسم ، ٢٠١٩ ، ص ٩٣) .

إن تأثير الرفع المالي يعتمد على معدلات الربحية ، فإذا كانت الأرباح أكبر من نقطة التعادل، سوف تزداد عوائد الأسهم بزيادة الرفع المالي ، أما إذا كانت الأرباح أقل من نقطة التعادل ، سوف تنخفض عوائد الأسهم بانخفاض الرفع المالي، ولا يتأثر العائد عندما يكون الربح مساويا لنقطة التعادل، حيث أن عند هذه النقطة يكون عائد السهم مساويا لمعدل العائد على الدين ، وبالتالي يتم تحديد القرار الخاص بالرفع المالي وفقا للفرص الاستثمارية المتوقعة للربح، والتي تحقق عوائد أعلى لحملة الأسهم (هميسي وبلغري، ٢٠١٦، ص ٥٢ ، Brealey et al , 2003 ، PP.470-472) .

إن الرفع المالي سلاح ذو حدين ، فالمبالغة في الاعتماد علي الديون يؤدي إلي زيادة المخاطر وانخفاض معدلات الربحية وعوائد الأسهم ، بينما الاستثمار الممول بالدين والذي يحقق عائد أكبر من تكلفة الدين فإنه يرفع من معدلات الربحية وعوائد الأسهم . ويكون الرفع المالي إيجابيا .

وبعد الانتهاء من توفير التأسيس و التأصيل النظرى للتأثير المحتمل للرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم فى المنشأة ، سوف تقوم الباحثة فى الجزء التالى من الدراسة باستعراض أهم الدراسات السابقة التى تم إجراؤها على المستوى الاختبارى بشأن تأثير الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم ، بما يسهم فى تطوير فروض الدراسة الحالية .

ثانياً : الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة

يهدف هذا الجزء من الدراسة إلى دعم الدراسات التحليلية التي تم تناولها فى الجزء السابق بعدد من الدراسات الاختبارية التي تم إجراؤها بهدف التحقق من تأثير الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم ، بما يسهم فى تطوير فروض الدراسة الحالية .

الدراسات السابقة :

١ - دراسات سابقة تناولت العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي :

دراسة (١)	(Awunyo – Vitor and Badu , 2012)
هدف الدراسة	اختبار العلاقة بين الرفع المالي وأداء البنوك المدرجة فى بورصة غانا.
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة من البنوك المدرجة فى بورصة غانا للأوراق المالية
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠١٠
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على انحدار بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لتحليل البيانات .
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، وتم قياسه من خلال : نسبة إجمالي الديون الى حقوق الملكية ، ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية. المتغير التابع : الأداء المالي ، وتم قياسه من خلال : معدل العائد على حقوق الملكية ، معدل العائد على الأصول.

نتائج الدراسة	بينت نتائج الدراسة أن الرفع المالي المقاس بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ، ونسبة الديون قصيرة الأجل الى حقوق الملكية له تأثير سلبي على الأداء المالي للبنوك محل الدراسة، والمقاس بمعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية. أى أن هناك علاقة سلبية بين الرفع المالي والأداء المالي فى البنوك المدرجة فى بورصة غانا للأوراق المالية.
---------------	---

دراسة (٢)	(الحمدان و القضاء ، ٢٠١٣)
هدف الدراسة	اختبار أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة فى بورصة عمان للأوراق المالية.
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٣ مصرف أردنى مدرج فى بورصة عمان للأوراق المالية.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ١٩٩١ حتى عام ٢٠١٠
نموذج الدراسة	استخدمت الدراسة تحليل البيانات الجدولية (Panel data) باستخدام نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية وطريقة المربعات الصغرى العامة (GLS) ، وذلك لاختبار فروض الدراسة.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : هيكل رأس المال ، وتم قياسه من خلال : نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول المتغير التابع : الأداء المالي ، وتم قياسه من خلال : معدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم من الأرباح الصافية.
نتائج الدراسة	أظهرت نتائج الدراسة أن هيكل رأس المال مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول له تأثير إيجابى وذو دلالة احصائية على أداء المصارف الأردنية مقاساً بمعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم من الأرباح الصافية. كما أظهرت النتائج أيضاً أن هيكل رأس المال المقاس بنسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول له تأثير إيجابى وذو دلالة إحصائية على معدل العائد على الأصول ، وتأثير سلبي على كل من معدل العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم من الأرباح الصافية وأظهرت نتائج الدراسة أيضاً أن حجم المصرف له تأثير إيجابى وذو دلالة إحصائية على أداء المصارف الأردنية.

دراسة (٣)	(النجار ، ٢٠١٣)
هدف الدراسة	اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة فى بورصة فلسطين ، وأيضا اختبار أثر الرفع المالي على القيمة السوقية وفقا لنموذج Tobin's.
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من ٢٠ شركة تنتمى إلى قطاع البنوك والخدمات المالية ، قطاع الصناعة ، قطاع التأمين ، قطاع الاستثمار ، قطاع الخدمات.
فترة الدراسة	غطت الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠٠٤ حتى عام ٢٠١١
نموذج الدراسة	استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطى المتعدد.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، وتم قياسه من خلال نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب ÷ (أرباح التشغيل قبل العوائد والضرائب - تكلفة الدين) المتغير التابع: الأداء المالي، وتم قياسه من خلال : معدل العائد على الأصول ،

معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على المبيعات ، ونمو المبيعات القيمة السوقية للشركة : وفقاً لنموذج Tobin's.	
توصلت الدراسة إلى أن هناك أثر سلبى للرفع المالى على مقاييس الأداء المالى السابق ذكرها. كما توصلت الدراسة إلى أن هناك أثراً سلبياً للرفع المالى على القيمة السوقية للشركة حسب نموذج Tobin's.	نتائج الدراسة
(Saeed et al , 2013)	
اختبار أثر هيكل رأس المال على أداء البنوك المدرجة فى بورصة كراتشى بباكستان.	هدف الدراسة
أجريت الدراسة على عينة من البنوك المدرجة فى بورصة كراتشى بباكستان .	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٧ حتى عام ٢٠١١	فترة الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد لتقدير العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المصرفى.	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : هيكل رأس المال ، وتم قياسه من خلال نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال ، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى رأس المال. المتغير التابع : أداء المصارف ، وتم قياسه من خلال معدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية ، و ربحية السهم.	متغيرات الدراسة
توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين هيكل رأس المال وأداء البنوك المدرجة فى بورصة كراتشى بباكستان ، حيث أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين هيكل رأس المال مقاساً بنسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال وأداء البنوك المقاس بمعدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية ، و ربحية السهم. كما أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين هيكل رأس المال المقاس بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى رأس المال وأداء البنوك محل الدراسة ، والمقاس بمعدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية ، و ربحية السهم. وأظهرت أيضاً نتائج الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين هيكل رأس المال المقاس بنسبة الديون إلى رأس المال وأداء البنوك عينة الدراسة والمقاس بنفس المقاييس السابق ذكرها.	نتائج الدراسة
(Ur Rehman , 2013)	
دراسة العلاقة بين الرفع المالى والأداء المالى لشركات السكر فى باكستان.	هدف الدراسة
أجريت الدراسة على ٣٥ شركة لصناعة السكر وتنتمى إلى قطاع الأغذية ومسجلة فى بورصة كراتشى.	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٦ حتى عام ٢٠١١	فترة الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد.	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : الرفع المالى ، وتم قياسه من خلال نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية. المتغير التابع : الأداء المالى ، وتم قياسه من خلال معدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية ، ربحية السهم ، معدل نمو المبيعات ، وصافى هامش الربح.	متغيرات الدراسة

أظهرت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين الرفع المالي وكل من معدل العائد على الأصول ، ومعدل نمو المبيعات. كما أظهرت الدراسة أن هناك علاقة سلبية بين الرفع المالي وكل من ربحية السهم ، صافي هامش الربح ، ومعدل العائد على حقوق الملكية.	نتائج الدراسة
---	---------------

(عبدالجليل ، ٢٠١٤)	دراسة (٦)
اختبار أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المسجلة في سوق عمان المالي.	هدف الدراسة
شملت عينة الدراسة ٢٣ شركة مساهمة عامة أردنية تنتمي الى قطاع الصناعة.	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٢	فترة الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد.	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : هيكل رأس المال ، مقاساً بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول (المديونية) ، نسبة الديون الى حقوق الملكية ، معدل دوران الأصول ، نسبة النمو (نسبة التغير السنوي في الأصول) . المتغير التابع : أداء الشركات ، مقاسا بمعدل العائد على الاستثمار ، ومعدل العائد على حقوق الملكية.	متغيرات الدراسة
أظهرت نتائج الدراسة أن هناك أثر عكسي لنسبة المديونية على العائد على الاستثمار ، بينما لا يوجد أثر لنسبة الديون الى حقوق الملكية على معدل العائد على الاستثمار. كما بينت نتائج الدراسة وجود أثر عكسي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على العائد على حقوق الملكية ، بينما لا يوجد أثر لنسبة المديونية على العائد على حقوق الملكية. وفسرت الدراسة هذه النتيجة بأن مردود التمويل الخارجي أقل من تكلفته في الشركات عينة الدراسة. وأظهرت نتائج الدراسة أيضاً وجود أثر إيجابي لمعدل دوران الأصول ، نسبة النمو على معدل العائد على الاستثمار وأثر إيجابي لمعدل دوران الأصول ونسبة النمو على معدل العائد على حقوق الملكية. وفسرت الدراسة هذه النتيجة بأن كفاءة استخدام الأصول مع نموها يحسن من أداء الشركات عينة الدراسة.	نتائج الدراسة

(Enekwe et al , 2014)	دراسة (٧)
اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي لشركات الأدوية في نيجيريا .	هدف الدراسة
طبقت الدراسة على عينة من الشركات التي تنتمي الى قطاع صناعة الأدوية بنيجيريا ، وقد بلغت العينة ٣ شركات .	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠١٢	فترة الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد.	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاساً بنسبة المديونية ، نسبة الديون الى حقوق الملكية ، ونسبة تغطية الفوائد. المتغير التابع : الأداء المالي ، مقاسا بمعدل العائد على الأصول.	متغيرات الدراسة
أظهرت الدراسة أن هناك علاقة سلبية وغير معنوية بين نسبة المديونية ، ونسبة الديون الى حقوق الملكية ، والأداء المالي المقاس بمعدل العائد على الأصول. كما أظهرت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية وغير معنوية بين نسبة تغطية الفوائد ومعدل العائد على الأصول. كما كشفت نتائج الدراسة عن أن جميع المتغيرات المستقلة ليس لها تأثير كبير على الأداء المالي للشركات محل الدراسة	نتائج الدراسة

، حيث أن ١٦.٤% فقط من التغيرات على المتغير التابع كان سببها المتغيرات المستقلة ، مما يشير الى أن ٨٣,٦% من التغيرات فى الأداء المالى ناتجة عن عوامل أخرى ليست موجوده فى نموذج ، أى متغيرات أخرى لم يتم تناولها فى الدراسة.

دراسة (٨)	(Gweyi , 2014)
هدف الدراسة	دراسة أثر الرفع المالى على الأداء المالى.
عينة الدراسة	طبقت الدراسة على ٤٠ جمعية تعاونية للادخار والائتمان فى ساكسوس بكينيا.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٢
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالى ، مقاساً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية. المتغير التابع : الأداء المالى ، مقاساً بمعدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية ، ربحية السهم.
نتائج الدراسة	أظهرت نتائج الدراسة وجود ارتباط قوى بين الرفع المالى والأداء المالى فى عينة الدراسة ، وأن للرفع المالى أثر إيجابى على الأداء المالى لعينة الدراسة. أى أن هناك علاقة ايجابية بين الرفع المالى والأداء المالى فى عينة الدراسة

دراسة (٩)	(Rajkumar , 2014)
هدف الدراسة	اختبار العلاقة بين الرفع المالى والأداء المالى لشركة جون كيلز القابضة فى سريلانكا ، وتحديد طبيعة العلاقة بينهما ، ومعرفة أثر الرفع المالى على الأداء المالى للشركة .
عينة الدراسة	طبقت الدراسة على شركة جون كيلز القابضة فى سريلانكا.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٦ حتى عام ٢٠١٢
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالى ، مقاساً بنسبة الديون إلى إجمالى الأصول ، ونسبة الديون الى حقوق الملكية. المتغير التابع : الأداء المالى ، مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية ، معدل العائد على الاستثمار.
نتائج الدراسة	أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين الرفع المالى والأداء المالى فى شركة جون كيلز القابضة بسريلانكا .

دراسة (١٠)	(Abubarkar , 2015)
هدف الدراسة	دراسة العلاقة بين الرفع المالى والأداء المالى لبنوك إيداع الأموال فى نيجيريا
عينة الدراسة	طبقت الدراسة على عينة مكونة من ١١ بنك لإيداع الأموال فى نيجيريا.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠١٣
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالى ، مقاساً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية ، ونسبة إجمالى الديون الى اجمالى الأصول . المتغير التابع : الأداء المالى ، مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية .

نتائج الدراسة	كشفت الدراسة عن وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية (معنوية) بين نسبة الديون الى حقوق الملكية ومعدل العائد على حقوق الملكية فى البنوك عينة الدراسة. بينما لا توجد علاقة معنوية بين نسبة اجمالى الديون إلى اجمالى الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية فى البنوك عينة الدراسة.
دراسة (١١)	(Aziidah , 2017)
هدف الدراسة	اختبار تأثير الرفع المالى على الأداء المالى لشركات الطاقة والبتترول المسجلة فى بورصة نيروبي للأوراق المالية بكينيا.
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من ٤ شركات مسجلة فى بورصة نيروبي للأوراق المالية ، وتنتمى لقطاع الطاقة والبتترول.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة الى خمس سنوات من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٦
نموذج الدراسة	استخدمت الدراسة النسب المالية لتحليل الربحية ونسبة توزيعات الأرباح ونسبة السيولة ومستوى الرفع المالى على الشركات عينة الدراسة.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالى ، مقاسا بنسبة المديونية ، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية. المتغير التابع : الأداء المالى ، مقاسا بمعدل العائد على الأصول، نسبة توزيعات الأرباح ، وإدارة السيولة .
نتائج الدراسة	أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية معنوية بين نسبة المديونية (إجمالى الالتزامات إلى اجمالى الأصول) ، نسبة الالتزامات الى حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول كمقياس للربحية التى تعبر عن الأداء المالى لشركات عينة الدراسة ، كما أشارت الدراسة إلى أن معظم الشركات ارتفعت أو حافظت على مستوى أرباحها طوال فترة الدراسة ، حيث أن الشركات التى اعتمدت بشكل أكبر على الديون لديها أرباح أقل ، بينما الشركات التى اعتمدت بشكل كبير على حقوق الملكية كان لديها أرباح أعلى. وتوصلت نتائج الدراسة الى وجود علاقة سلبية غير معنوية بين الرفع المالى ونسبة توزيعات الأرباح ، حيث انخفضت توزيعات الأرباح قليلا مع ارتفاع مستويات الرفع المالى . كما أوضحت الدراسة أن معظم الشركات تدفع توزيعات الأرباح لمساهميها سنويا خلال فترة الدراسة . كما أظهرت نتائج الدراسة أن معظم الشركات عينة الدراسة أدارت مستويات السيولة لديها بكفاءة ، وكانت قادرة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل بأصولها قصيرة الأجل ، وأوضحت النتائج أن هناك علاقة سلبية ضعيفة بين الرفع المالى وإدارة السيولة فى الشركات عينة الدراسة.
دراسة (١٢)	(Jose , 2017)
هدف الدراسة	بحث العلاقة بين الرفع المالى والأداء المالى للشركات التى تنتمى إلى قطاع صناعة الاسمنت فى الهند.
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من خمس شركات تعمل فى صناعة الاسمنت فى الهند.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة الى أربع سنوات من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٥
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد.

متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة إجمالي الالتزامات إلى حقوق الملكية ، ونسبة إجمالي الالتزامات الى اجمالي الأصول . المتغير التابع : الأداء المالي ، مقاسا بمعدل العائد على المبيعات ، معدل العائد على حقوق الملكية ، معدل العائد على الاستثمار.
نتائج الدراسة	أظهرت الدراسة أن هناك علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والأداء المالي في الشركات التي تنتمي إلى قطاع الاسمنت في الهند.
دراسة (١٣)	(العلی ، ٢٠١٨)
هدف الدراسة	دراسة أثر الرفع المالي على الربحية والسيولة لعينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
عينة الدراسة	تتمثل عينة الدراسة في ٤ شركات مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وهي : الشركة الأهلية للنقل ، المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق ، الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية ، الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة لخمس سنوات من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٦
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي، مقاسا بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول المتغير التابع : الربحية ، مقاسة من خلال معدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية. السيولة ، مقاسة من خلال معدل التداول ، معدل التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية.
نتائج الدراسة	كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة بين الرفع المالي وكل من الربحية والسيولة في الشركات محل الدراسة ، حيث أظهرت الدراسة وجود علاقة ايجابية ومعنوية بين الرفع المالي والربحية ، وأن هناك أثر إيجابي للرفع المالي على كل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية. كما كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية معنوية بين الرفع المالي والسيولة ، حيث أظهرت الدراسة وجود أثر سلبي للرفع المالي على معدل التداول في الشركات محل الدراسة ، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين الرفع المالي والتدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية في الشركات عينة الدراسة.
دراسة (١٤)	(Abubaker et al , 2018)
هدف الدراسة	اختبار تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات في نيجيريا.
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من خمسة شركات نيجيرية.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة لمدة ١٢ عام من عام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠١٦
نموذج الدراسة	استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد ، واعتمدت على طريقة الآثار الثابتة FEM لتقييم تأثير متغيرات الرفع المالي على الأداء المالي.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، وتم قياسه من خلال نسبة الدين قصير الأجل ، نسبة الدين طويل الأجل ، نسبة الدين الى حقوق الملكية المتغير التابع : الأداء المالي ، وتم قياسه من خلال معدل العائد على الأصول.

نتائج الدراسة	كشفت الدراسة عن أن نسبة الديون قصيرة الأجل لها تأثير إيجابي كبير على الأداء المالي ، وأن هناك علاقة ايجابية عند مستوى ١% ، بينما نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية لهما تأثير سلبي كبير على الأداء المالي ، وأن هناك علاقة سلبية ومعنوية عند مستوى ١%. كما خلصت الدراسة إلى أن ارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل سوف تؤثر ايجابيا على الأداء المالي وتعززه ، وأن الزيادة في نسبة الديون طويلة الأجل سوف يؤثر سلبا على الأداء المالي ، حيث أن معدلات الفائدة المرتفعة على الديون طويلة الأجل تؤدي إلى تدهور الأداء المالي.
---------------	---

دراسة (١٥)	(Javeed and Tabassam , 2018)
هدف الدراسة	اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات الباكستانية
عينة الدراسة	طبقت الدراسة على عينة من شركات المنسوجات التي تنتمي الى قطاع النسيج في باكستان .
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٧ حتى عام ٢٠١٦
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية. المتغير التابع : الأداء المالي ، تم قياسه من خلال معدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية ، معدل العائد على الاستثمار ، معدل نمو المبيعات ، هامش صافي الربح.
نتائج الدراسة	أظهرت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين الرفع المالي والأداء المالي المقاس بمعدل العائد على الأصول ، نمو المبيعات ، وهامش صافي الربح. بينما أظهرت الدراسة أن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين الرفع المالي والأداء المالي المقاس بمعدل العائد على حقوق الملكية. أما معدل العائد على الاستثمار ، فقد بينت الدراسة أن ليس هناك تأثير معنوي للرفع المالي على معدل العائد على الاستثمار.

دراسة (١٦)	(Krishna and Kumar , 2018)
هدف الدراسة	اختبار أثر الرفع المالي على أداء شركات القطاع العام المسجلة في سوق بومباي للأوراق المالية في الهند.
عينة الدراسة	غطت الدراسة عينة مكونة من ٣٢ شركة من شركات القطاع العام المسجلة في سوق بومباي للأوراق المالية.
فترة الدراسة	امتدت فترة الدراسة لسنة مالية واحدة منتهية في ٣١ مارس ٢٠١٨
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، تم قياسه من خلال النسب التالية : نسبة الديون طويلة الأجل إلى اجمالي الأصول نسبة الديون قصيرة الأجل إلى اجمالي الأصول نسبة إجمالي الديون إلى اجمالي الأصول المتغير التابع : الأداء المالي ، تم قياسه من خلال معدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية .

نتائج الدراسة	تشير نتائج الدراسة الى وجود علاقة ايجابية بين الرفع المالي (نسب الدين) ومعدل العائد على حقوق الملكية ، وعلاقة سلبية بين الرفع المالي (نسب الدين) ومعدل العائد على الأصول.
دراسة (١٧)	(الطربان وبلقاسم ، ٢٠١٩)
هدف الدراسة	اختبار أثر الرفع المالي على أداء المصارف التجارية الليبية .
عينة الدراسة	تتمثل عينة الدراسة في مصرف الوحدة العامل في ليبيا .
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٤ حتى عام ٢٠١٤
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على التحليل المالي للنسب المالية ، وذلك لتحقيق هدف الدراسة.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، يقاس من خلال الخصوم الإيداعية المتغير التابع : الأداء المالي ، يقاس من خلال نسب الربحية ، السيولة ، والإقراض ، وكفاية رأس المال للمصرف
نتائج الدراسة	أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين الرفع المالي ونسب السيولة بالمصرف محل الدراسة. كما أظهرت نتائج الدراسة من خلال التحليل المالي لنسب الإقراض وجود علاقة بين الرفع المالي ومخاطر سعر الفائدة بالمصرف محل الدراسة. وتوصلت نتائج الدراسة أيضاً الى أن ربحية مصرف الوحدة وأدائه تأثرا سلبا ، وذلك لأن المصرف لديه أصول معطلة نتيجة تفضيل المصرف للتوظيفات مرتفعة السيولة ومنخفضة المخاطر ، كاستثمار المصرف لجزء كبير من أصوله في شهادات إيداع مصرف ليبيا المركزي ، والتي تتسم بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض ربحيتها ، مما أثر بشكل ملحوظ في معدلات الربحية في المصرف محل الدراسة. وأخيراً بينت الدراسة أن نسبة متوسط كفاية رأس المال للمصرف محل الدراسة مرتفعة جدا ، وهذا يعني عدم استخدام المصرف لأصوله بكفاءة ، مما يضعف أداءه ، وعدم قدرته على تحقيق أرباح مرضية.
دراسة (١٨)	(Afalabi et al , 2019)
هدف الدراسة	بحث العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي في الشركات بنيجيريا.
عينة الدراسة	طبقت الدراسة على عينة من الشركات النيجيرية التي تنتمي إلى قطاع الأغذية والمشروبات بلغت ٧ شركات.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٧ حتى عام ٢٠١٦
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة إجمالي الالتزامات الى إجمالي الأصول ، نسبة إجمالي الالتزامات الى حقوق الملكية ، ونسبة تغطية الفوائد المتغير التابع : الأداء المالي ، مقاسا بمعدل العائد على الاستثمار. المتغيرات الضابطة : حجم الشركة ، نمو الناتج المحلي ، نمو المبيعات.

نتائج الدراسة	كشفت الدراسة عن وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الرفع المالي المقاس بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول والأداء المالي ، وأيضا وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الرفع المالي المقاس بنسبة إجمالي الالتزامات الى حقوق الملكية والأداء المالي . كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة إيجابية بين الرفع المالي المقاس بنسبة تغطية الفوائد والأداء المالي ، إلا أن هذه العلاقة الإيجابية ليست معنوية.
---------------	--

دراسة (١٩)	(بقوق وبن خدة ، ٢٠١٩)
هدف الدراسة	اختبار أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لمؤسسة سونلغاز – عين نمو شنت.
عينة الدراسة	طبقت الدراسة على مؤسسة سونلغاز وحدة عين نمو شنت وهي مؤسسة توزيع كهرباء وغاز في الجزائر وتتشكل من ١١٣ وكالة تجارية ، ٦٣ مقاطعة كهرباء ، ٤٦ مقاطعة غاز ، ١٩ مقاطعة لاستغلال الغاز.
فترة الدراسة	أجريت الدراسة خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠١٥ حتى عام ٢٠١٧
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على التحليل المالي للنسب المالية.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرافعة المالية ، مقاسة بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (نسبة المديونية) المتغير التابع : الأداء المالي ، مقاسا بمعدل العائد على الاستثمار.
نتائج الدراسة	أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة ، حيث أظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والأداء المالي في عام ٢٠١٥ و عام ٢٠١٧ ، بينما أظهرت النتائج أن هناك علاقة سلبية بين الرافعة المالية والأداء المالي في عام ٢٠١٦ ، وأرجعت الدراسة السبب في ذلك إلى أن تكلفة الدين خلال هذه السنة (٢٠١٦) كانت أكبر من معدلات الربحية ، ومعدل العائد على الاستثمارات. كما أرجعت الدراسة السبب في العلاقة الإيجابية بين الرافعة المالية والأداء المالي في السنوات ٢٠١٥ ، ٢٠١٧ إلى ارتفاع معدلات العائد على الاستثمارات في هذه السنوات.

دراسة (٢٠)	(عليوي ، ٢٠١٩)
هدف الدراسة	البحث في أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي ، ومعرفة ما إذا كان هناك فروق في أثر الرفع المالي على الأداء المالي بين القطاعات المختلفة في سوق عمان المالي.
عينة الدراسة	طبقت الدراسة على ٤٩ شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي ، وتنتمي الى القطاع المالي ، القطاع الصناعي ، والقطاع الخدمي.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٧
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج تحليل الانحدار البسيط.
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة الديون إلى حقوق الملكية المتغير التابع : الأداء المالي ، مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية ، ومعدل العائد على الأصول .

بينت نتائج الدراسة وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على حقوق الملكية في الشركات عينة الدراسة ، في حين تبين عدم وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على الأصول. كما أظهرت نتائج الدراسة وجود فروق في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة ، في حين تبين عدم وجود فروق في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة.	نتائج الدراسة
--	---------------

(Kenn – Ndubuisi and Nweke ,2019)	دراسة (٢١)
دراسة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي في الشركات المسجلة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية.	هدف الدراسة
أجريت الدراسة على ٨٠ شركة غير مالية مدرجة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠١٥	فترة الدراسة
استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد.	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة إجمالي الديون إلى رأس المال ، نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال ، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، تكلفة الدين ، نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية. المتغير التابع : الأداء المالي ، مقاسا بمعدل العائد على حقوق الملكية ، وربحية السهم.	متغيرات الدراسة
كشفت الدراسة عن وجود علاقة سلبية ومعنوية بين ربحية السهم (EPS) وكل من نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى حقوق الملكية. كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة إيجابية بين معدل العائد على حقوق الملكية وكل من نسبة الديون إلى رأس المال وتكلفة الدين، إلا أن هذه العلاقة الإيجابية ليست معنوية. بينما كشفت الدراسة عن وجود علاقة سلبية بين معدل العائد على حقوق الملكية وكل من نسبة الديون إلى الأصول، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، إلا أنها علاقة غير معنوية. كما أظهرت الدراسة أن نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال ونسبة إجمالي الديون إلى رأس المال وتكلفة الدين لهم تأثير سلبي وغير معنوي على ربحية السهم.	نتائج الدراسة

(Shibusse et al , 2019)	دراسة (٢٢)
اختبار أثر الرفع المالي وحجم الشركة على الأداء المالي لتعاونيات الادخار والائتمان في كينيا .	هدف الدراسة
بلغت عينة الدراسة ١٧٤ جمعية تعاونية للادخار والائتمان في كينيا .	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٧	فترة الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد .	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة اجمالي الالتزامات الى إجمالي الأصول . حجم الشركة ، مقاسا باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول المتغير التابع : الأداء المالي ، مقاسا بمعدل العائد على الأصول.	متغيرات الدراسة

نتائج الدراسة	أظهرت الدراسة أن حجم الشركة له تأثير إيجابي كبير على الأداء المالي ، وأن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين حجم الشركة والأداء المالي. بينما أظهرت الدراسة أن للرفع المالي تأثير سلبي كبير على الأداء المالي ، وأن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين الرفع المالي المقاس بنسبة اجمالي الالتزامات الى اجمالي الأصول والأداء المالي.
---------------	---

٢- دراسات سابقة تناولت العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم

دراسة (١)	(الحمدوني والصبيحي ، ٢٠١٢)
هدف الدراسة	اختبار العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر النظامية ، وكذلك اختبار العلاقة بين الرفع المالي والمخاطر الكلية ، وأيضاً اختبار العلاقة بين الرفع المالي والربحية.
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من ٢٦٢ شركة مساهمة أردنية مسجلة في سوق عمان للأوراق المالية ، وتنتمي الى قطاع الصناعة والخدمات.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠٠٦
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي البسيط
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاساً من خلال درجة الرفع المالي المتغيرات التابعة : المخاطر النظامية مقاسه بمعامل بيتا ، المخاطر الكلية مقاسة بالانحراف المعياري ، والربحية مقاسة بربحية السهم الواحد.
نتائج الدراسة	كشفت نتائج الدراسة عن الآتي : - للرفع المالي أثر إيجابي على ربحية الشركات ، إذا استطاعت ادارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات التي يتم تمويلها بأموال الديون أعلى من معدل تكلفة الديون - أن حملة الأسهم العادية في الشركات المساهمة محل الدراسة يتعرضون الى المخاطرة بدرجة أكبر إذا كانت الديون تشكل الجزء الأكبر في الهيكل التمويلي. حيث أن العائد على حقوق المساهمين في هذه الشركات يتأثر بالزيادة والنقص ، إذا حدث تذبذب في صافي أرباحها - يؤثر الرفع المالي على كل من المخاطرة النظامية والمخاطرة الكلية وربحية السهم ، وبالتالي يؤثر الرفع المالي على عوائد الأسهم.

دراسة (٢)	(Barasa,2012)
هدف الدراسة	دراسة تأثير الرفع المالي على عوائد الأسهم للشركات المساهمة في بورصة نيروبي للأوراق المالية.
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من ٥٩ شركة مساهمة في بورصة نيروبي للأوراق المالية ، وتنتمي الى قطاعات مختلفة.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٢ حتى عام ٢٠١١
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل :الرفع المالي ، مقاساً بنسبة الديون الى رأس المال ، نسبة الديون الى حقوق الملكية ، نسبة تغطية الفوائد. المتغير التابع : عوائد الأسهم ، مقاساً بمؤشر Tobin's Q

أظهرت نتائج الدراسة أن الرفع المالي المقاس بنسبة الديون الى رأس المال ، نسبة الديون الى حقوق الملكية ، نسبة تغطية الفوائد له تأثير سلبي على عوائد الأسهم المقاسة بمؤشر Tobin's Q، وأن هناك علاقة سالبة ومعنوية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة في بورصة نيروبي للأوراق المالية.	نتائج الدراسة
--	---------------

(السايج ، ٢٠١٤)	دراسة (٣)
دراسة أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم في سوق دبي المالي.	هدف الدراسة
اعتمدت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية ، وتنتمي الى القطاعات التالية (المالي ، الصناعي ، الخدمي) ، وقد بلغ حجم هذه العينة ٣١ شركة.	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٢	فترة الدراسة
استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي البسيط	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول (نسبة المديونية) المتغير التابع : عوائد الأسهم ، مقاسة بالمخاطر النظامية (Beta) والمخاطر الكلية (G) ، وربحية السهم الواحد (EPS).	متغيرات الدراسة
تشير نتائج الدراسة إلى أن نسبة الرفع المالي ذات دلالة احصائية معنوية وفسرت ٧٦,٠ % من التغيرات التي تحدث في المخاطر النظامية ، كما فسرت ٥٥ % من التغيرات التي تحدث في المخاطر الكلية للشركات عينة الدراسة. كما أشارت الدراسة الى أن الرفع المالي له تأثير على عوائد الأسهم من الأرباح المحققة ، حيث فسرت ٧,٣٠ % ، وهي علاقة موجبة قوية. أي أن هناك علاقة إيجابية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم.	نتائج الدراسة

(Acheampong et al , 2014)	دراسة (٤)
دراسة تأثير الرفع المالي وحجم السوق على عوائد الأسهم في بورصة غانا.	هدف الدراسة
اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٥ شركات مدرجة في بورصة غانا للأوراق المالية ، وتنتمي الى قطاع الصناعة.	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٦ حتى عام ٢٠١٠	فترة الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي البسيط	نموذج الدراسة
المتغيرات المستقلة : الرفع المالي، مقاسا بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول (نسبة المديونية) . حجم السوق : مقاسا باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام. المتغير التابع ، عوائد الأسهم ، مقاسه (سعر الإغلاق في آخر يوم للتداول – سعر الإغلاق في يوم التداول الأول لنفس السنة) ÷ سعر الإغلاق في أول يوم للتداول.	متغيرات الدراسة
بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سالبة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم لأربعة شركات من عينة الدراسة ، وعلاقة إيجابية لشركة واحدة. كما بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين حجم السوق وعوائد الأسهم لشركات العينة الخمس .	نتائج الدراسة

(Abdullah et al , 2015)	دراسة (٥)
دراسة أثر الرفع المالي وحجم السوق على عوائد أسهم الشركات المدرجة ببورصة دكا للأوراق المالية.	هدف الدراسة

عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة تتألف من ٥ شركات مدرجة في بورصة دكا للأوراق المالية وتنتمي لقطاع التصنيع.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٢
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى البسيط
متغيرات الدراسة	المتغيرات المستقلة : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية الحجم : مقاسا باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام. المتغير التابع : عوائد الأسهم ، مقاسا بالمعادلة التالية : (سعر السهم نهاية الفترة - سعر السهم بداية الفترة) ÷ سعر السهم نهاية الفترة
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة الى النتائج الآتية : - هناك علاقة سلبية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم لأربعة شركات من شركات العينة ، وعلاقة إيجابية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم لشركة واحدة - هناك علاقة موجبة بين حجم السوق وعوائد الأسهم.

دراسة (٦)	(AL Salamat and Mustafa , 2016)
هدف الدراسة	اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال وعوائد الأسهم لجميع الشركات الصناعية المساهمة في بورصة عمان للأوراق المالية.
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٧ حتى عام ٢٠١٤
نموذج الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد
متغيرات الدراسة	المتغير المستقل : هيكل رأس المال ، مقاسا بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول. المتغير التابع : عوائد الأسهم ، مقاسا عن طريق اللوغاريتم الطبيعي لسعر الإغلاق في آخر يوم للتداول بالإضافة الى الأرباح الموزعة المدفوعة خلال السنة مقسومة على سعر الإغلاق في يوم التداول الأول لنفس العام. المتغيرات الضابطة : فرصة النمو، حجم الشركة، ربحية السهم، الربحية، السيولة.
نتائج الدراسة	تشير نتائج الدراسة الى أن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين هيكل رأس المال وعوائد الأسهم. كما أشارت الدراسة الى أن هناك علاقة ايجابية قوية بين كل من السيولة ، الربحية وعوائد الأسهم. أما حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية ، فقد أظهرت الدراسة وجود علاقة ايجابية بينهم وبين عوائد الأسهم، إلا أن هذه العلاقة الإيجابية ليست معنوية. وأخيرا توصلت الدراسة الى أن هناك علاقة سلبية وغير معنوية بين ربحية السهم وعوائد الأسهم.

دراسة (٧)	(Andersson, 2016)
هدف الدراسة	دراسة العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم في الشركات السويدية المساهمة في بورصة Nasdaq OMX Stockholm
عينة الدراسة	أجريت الدراسة على عينة تتألف من ٣٣٢ شركة سويدية مساهمة ببورصة ستوكهولم للأوراق المالية ، وتنتمي الى قطاعات مختلفة.
فترة الدراسة	امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٦ حتى عام ٢٠١٥

اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد .	نموذج الدراسة
المتغير المستقل: الرفع المالي، مقاسا بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول. المتغير التابع : عوائد الأسهم ، مقاسه بالتغير في سعر السهم مضافاً اليه الأرباح الموزعة المدفوعة خلال السنة مقسومة على سعر الاغلاق في يوم التداول الأول لنفس السنة . المتغيرات الضابطة : حجم الشركة ، نمو المبيعات ، القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.	متغيرات الدراسة
أشارت نتائج الدراسة الى وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ، مما يشير الى أن المستثمرين لا يتم تعويضهم عن مخاطر الرفع المالي.	نتائج الدراسة

(معاش ، ٢٠١٦)	دراسة (٨)
بيان أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية .	هدف الدراسة
أجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٩ شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية .	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٥	فترة الدراسة
اعتمدت الدراسة على تحليل السلاسل الزمنية المقطعية (Panel) ، والنموذج التجميعي ، نموذج التأثيرات الثابتة ، ونموذج التأثيرات العشوائية .	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول ، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى اجمالي الأصول ، ونسبة الديون طويلة الاجل إلى حقوق الملكية . المتغير التابع : عوائد الأسهم . المخاطر النظامية : مقاسة بمعامل β سيجما .	متغيرات الدراسة
توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين الرفع المالي مقاساً بنسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية ، نسبة الديون الى اجمالي الأصول وعوائد الأسهم . كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى اجمالي الأصول وعوائد الاسهم . وأخيرا توصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين نسب الرفع المالي والمخاطر النظامية .	نتائج الدراسة

(هميسي وبلغربي ، ٢٠١٦)	دراسة (٩)
دراسة طبيعة العلاقة التي تجمع بين الرفع المالي وعوائد الأسهم وكل من مخاطرها الكلية والنظامية ، وأيضا اختبار أثر الرفع المالي على الشركات المدرجة في سوق دبي المالي.	هدف الدراسة
شملت عينة الدراسة ٣٠ شركة مدرجة في سوق دبي المالي ، وتنتمي الى قطاعات مختلفة على سبيل المثال وليس الحصر القطاع البنكي ، الاتصالات.	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠١٥	فترة الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى البسيط	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بنسبة المديونية ويرمز لها DR المتغيرات التابعة : المخاطر الكلية مقاسة بمعامل B بيتا المخاطر النظامية : مقاسة بمعامل β سيجما عوائد الأسهم : ربحية السهم ويرمز لها بالرمز EPS	متغيرات الدراسة

<p>كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية معنوية بين الرفع المالي والمخاطر الكلية ، وفسرت الدراسة هذه النتيجة على أن الزيادة في نسبة المديونية أدت الى الزيادة في تكلفة تمويلها ، مما ضاعف من المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركات عينة الدراسة. كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة طردية معنوية بين الرفع المالي والمخاطر النظامية ، وقد فسرت الدراسة هذه النتيجة على أن الزيادة في معدل الاقتراض (الديون) يدفع بالمقرضين للزيادة في سعر الفائدة الذي يؤثر على الشركات محل الدراسة ، والتي تعتمد على الديون بشكل كبير مما يؤدي الى زيادة وارتفاع مخاطر السوق . وأخيرا كشفت الدراسة عن وجود علاقة طردية معنوية بين الرفع المالي وربحية السهم ، وتفسر الدراسة هذه العلاقة الطردية بالأثر الإيجابي للرفع المالي على عوائد الأسهم (ربحية السهم) ، وأرجعت الدراسة ذلك الى اعتماد معظم شركات عينة الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٥ – ٢٠١٥ على الاقتراض متوسط وطويل الأجل بمعدلات فائدة أقل من العوائد المتوقعة ، على عكس البعض الآخر من الشركات التي بالغت في استخدام الديون ، مما جعلها تتحمل تكاليف إضافية أدت الى انخفاض العوائد ، وهو الأثر السلبي للرفع المالي.</p>	نتائج الدراسة
--	----------------------

(أحمد والحسن ، ٢٠١٨)	دراسة (١٠)
قياس أثر مؤشرات الرفع المالي في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي .	هدف الدراسة
أجريت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي بلغت ٦٨ شركة مساهمة تنتمي الى قطاعات مختلفة .	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٥	فترة الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد .	نموذج الدراسة
المتغير المستقل : الرفع المالي ، مقاسا بالمؤشرات التالية : اجمالي الديون الى اجمالي الأصول ، اجمالي الديون الى حقوق الملكية ، اجمالي حقوق الملكية الى اجمالي الأصول ، الديون قصيرة الأجل الى اجمالي الأصول ، الديون طويلة الأجل الى اجمالي الأصول ، ومؤشر تغطية الفوائد المتغير التابع : عوائد الأسهم ، مقاسة بربحية السهم.	متغيرات الدراسة
كشفت نتائج الدراسة عن أن المتغيرات المستقلة تفسر تغير ٥٢.٧% من التغير في المتغير التابع عوائد الأسهم ، وذلك عند درجة ثقة ٩٥% . كما أوضحت نتائج الدراسة أن هناك أثر سلبي لكل من مؤشر الديون الى اجمالي الأصول ، مؤشر الديون الى حقوق الملكية ، وأثر ايجابي لكل من مؤشر حقوق الملكية الى اجمالي الأصول ، الديون قصيرة الأجل الى اجمالي الأصول ، ومؤشر الديون طويلة الأجل الى اجمالي الأصول على عوائد الأسهم. بينما لا يوجد أثر معنوي لمؤشر تغطية الفوائد على عوائد الأسهم.	نتائج الدراسة

(Agustín et al , 2019)	دراسة (١١)
تحليل تأثير كل من حجم الشركة ، الرفع المالي ، والربحية على مخاطر السوق وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية.	هدف الدراسة
أجريت الدراسة على ثمانى شركات مساهمة في بورصة إندونيسيا وتنتمي الى قطاع صناعة السلع الاستهلاكية.	عينة الدراسة
امتدت الفترة الزمنية للدراسة من عام ٢٠٠٧ حتى عام ٢٠١٦	فترة الدراسة

نموذج الدراسة	استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطى المتعدد .
متغيرات الدراسة	المتغيرات المستقلة : الرفع المالي ، وتم قياسه من خلال نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول ، نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية الربحية : وتم قياسها من خلال نسبة هامش الربح ، معدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية. حجم الشركة : تم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول وإجمالي المبيعات. المتغيرات التابعة : عوائد الأسهم ، مقاسا بالمعادلة التالية (سعر السهم نهاية الفترة - سعر السهم بداية الفترة) ÷ سعر السهم بداية الفترة ، ومخاطر السوق
نتائج الدراسة	أظهرت نتائج الدراسة أن حجم الشركة له تأثير سلبي على عوائد الأسهم إلا أنه تأثير غير معنوي ، بينما يؤثر الرفع المالي والربحية تأثيرا إيجابيا على عوائد الأسهم ، ولكنه تأثير غير معنوي أيضاً. كما أظهرت نتائج الدراسة أن حجم الشركة له تأثير سلبي ومعنوي على مخاطر السوق ، بينما الرفع المالي والربحية يؤثران تأثيرا إيجابيا كبيرا على مخاطر السوق. وأخيرا أظهرت الدراسة أن مخاطر السوق تؤثر تأثيرا إيجابيا ومعنوياً على عوائد الأسهم .

• التعليق على الدراسات السابقة :

- 1- تنوعت بيئة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي ، والعلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ، ولم تتطرق الى البيئة المصرية ، وبالتالي فإن هناك ندرة كبيرة لهذه النوعية من الدراسات في البيئة المصرية (في حدود علم الباحثة) .
- 2- ندرة الدراسات التي تناولت دراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك هذا من جهة ، ومن جهة أخرى تعد البنوك اللبنة الأساسية في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء ، لذا فقد جاءت هذه الدراسة لاختبار أثر الرفع المالي على أداء وعوائد الأسهم في البنوك ، لما لها من أهمية بالغة في اقتصاديات الدول.
- 3- تناولت الدراسات السابقة دراسة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي ، أو العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ، إلا أنه لا توجد دراسة سابقة تناولت أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم معاً.
- 4- تأتي الدراسة الحالية امتداداً للدراسات السابقة ، حيث تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

• ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :

- 1- تبحث الدراسة الحالية في أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية ، ويعتبر هذا الموضوع من الموضوعات التي لم تنال الاهتمام الواسع من قبل الباحثين في مصر ، وبالتالي تعد هذه الدراسة هي الدراسة الأولى التي تتناول هذا الموضوع في البيئة المصرية، والتي تشهد شحاً للدراسات السابقة في هذا المجال (في حدود إطلاع الباحثة).
- 2- جمعت الدراسة الحالية بين الأداء المالي وعوائد الأسهم ، وذلك لاختبار أثر الرفع المالي عليهما معاً ، نظراً لأهمية هذين المتغيرين في البنوك ، والذي لم تتناوله أي دراسة سابقة. وكذلك تم إضافة حجم البنك كمتغير ضابط ، وهو ما لم تستخدمه الدراسات السابقة التي أجريت على البنوك (في حدود علم الباحثة).
- 3- تهدف الدراسة الحالية الى معرفة أثر الرفع المالي (مقاساً بنسبة إجمالي الديون الى إجمالي الأصول ، ونسبة إجمالي الديون الى حقوق الملكية) على كل من الأداء المالي (مقاساً بمعدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية) ، وعوائد الأسهم (مقاسه

بنصيب السهم من التوزيعات النقدية التي يحصل عليها المساهم من خلال الفروقات السعرية) ، أى التغيير فى سعر السهم بالإضافة الى الأرباح الموزعة المدفوعة خلال السنة مقسومة على سعر الإغلاق فى يوم التداول الأول لنفس السنة.

٤- اختلاف بيئة التطبيق ، حيث تطبق الدراسة الحالية فى البيئة المصرية ، على عينة من البنوك المسجلة فى بورصة الأوراق المالية المصرية ، خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٨ ، وتنسم هذه الفترة بعدم الاستقرار الاقتصادي نتيجة الظروف السياسية التي مرت بها مصر فى تلك الفترة.

تطوير فروض الدراسة :

١- العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي

يعد التناقض أو التعارض هو السمة الأساسية التي تكتنف نتائج الدراسات السابقة التي تم إجراؤها بهدف التحقق من طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي. فمن ناحية ، توصل عدد من الدراسات السابقة (الحمدان والقضاء، ٢٠١٣، العلى، ٢٠١٨ ، Gweyi , 2014 , Afalabi et al , 2019 , Saeed et al , 2013) إلى وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي والأداء المالي. وتوفر تلك النتائج دليلاً على أن المنشآت التي يرتفع فيها الدين كمصدر للتمويل يكون أدائها قوى ، ويرجع هذا نتيجة قدرة وكفاءة المنشآت على استثمار أموال الدين بمعدل عائد يفوق تكلفة أموال الدين. ومن ناحية أخرى ، توصل عدد آخر من الدراسات السابقة مثل (النجار، ٢٠١٣ ، Rajkumar , 2014 ، Awunyo – Vitor and Badu , 2012 , Jose , 2017 , Kenn – Ndubuisi and Abubakar , 2015 , Aziidah , 2017 , Nweke, 2019, Shibusse et al, 2019) إلى وجود علاقة سالبة بين الرفع المالي والأداء المالي. وتوفر تلك النتائج دليلاً على أن الاعتماد على الرفع المالي كمصدر للتمويل وارتفاع الدين يؤدي إلى تدهور الأداء المالي فى المنشآت ، ويرجع ذلك نتيجة عدم قدرة المنشآت على استثمار أموال الدين بمعدل عائد يفوق تكلفة أموال الدين.

وبرغم النتائج السابقة ، توجد دراسات سابقة عديدة اختبرت العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي ، إلا أن البعض منها أخفق فى التوصل الى علاقة معنوية بينهما ، والبعض الآخر من تلك الدراسات توصل إلى نتائج مختلفة ، حيث أظهرت نتائجها علاقة سلبية بين بعض مقاييس الرفع المالي وبعض مؤشرات الأداء المالي ، وعلاقة موجبة بين البعض الآخر من مقاييس الرفع المالي والبعض الآخر من مؤشرات الأداء المالي، مثل (عبد الجليل، ٢٠١٤ ، الطربان وبلقاسم ، ٢٠١٩ ، بقوق وبن خدة ، ٢٠١٩ ، عليوى ، ٢٠١٩ ، Ur Rehman , 2013 , Enekwe et al , 2014 , Abu baker et al , 2018 , Javeed and Krishna and Kumar , 2018 , Tabassam , 2018) .

وبذلك يمكن للباحثة ، فى ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج ، صياغة الفرض الرئيسى الأول للدراسة الحالية فى صورة فرض العدم ، وذلك على النحو التالى :

الفرض الرئيسى الأول : لا توجد علاقة بين الرفع المالي والأداء المالي فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

الفروض الفرعية المنبثقة من الفرض الرئيسى الأول

- لا توجد علاقة بين الرفع المالي (مقاساً بنسبة اجمالى الديون الى اجمالى الأصول) والأداء المالي (مقاساً بمعدل العائد على الأصول) فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

- لا توجد علاقة بين الرفع المالي (مقاساً بنسبة اجمالى الديون الى حقوق الملكية) والأداء المالي (مقاساً بمعدل العائد على الأصول) فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

- لا توجد علاقة بين الرفع المالي (مقاساً بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول) والأداء المالي (مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية) فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

- لا توجد علاقة بين الرفع المالي (مقاساً بنسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية) والأداء المالي (مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية) فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

٢- العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم

اختلفت الدراسات السابقة حول اتجاه العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم. فمن ناحية ، توصل عدد من الدراسات السابقة (الحمودنى والصبيحي ، ٢٠١٢ ، السايح ، ٢٠١٤ ، هميسي وبلغربي ، ٢٠١٦) إلى وجود علاقة ايجابية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم. وتوفر تلك النتائج دليلاً على أن زيادة الديون تؤدي الى ارتفاع عوائد الأسهم فى المنشآت . ويرجع ذلك نتيجة اعتماد المنشآت على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل من العوائد المتوقعة ، وهو الأثر الإيجابي للرفع المالي . ومن ناحية أخرى ، توصل عدد آخر من الدراسات السابقة الى وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم . وتوفر تلك النتائج دليلاً على أن زيادة الديون تؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم ، ويرجع ذلك نتيجة مبالغة الشركات فى استخدام الديون ، مما جعلها تتحمل تكاليف إضافية أدت الى انخفاض الأرباح وعوائد الأسهم ، وهو الأثر السلبي للرفع المالي (Barasa , 2012 , Acheampong et al , 2014 , Abdullah et al , 2015 , AL Salamat and Mustafa , 2016 , Andersson , 2016).

وبرغم النتائج السابقة ، توجد دراسة (Agustin et al , 2019) التى اختبرت العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ، واخفقت فى التوصل إلى علاقة معنوية بينهما. كما توجد دراسة (أحمد والحسن ، ٢٠١٨) اختبرت العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم وتوصلت إلى نتائج متباينة ومختلفة ، حيث أظهرت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين بعض مؤشرات الرفع المالي وعوائد الأسهم ، وعلاقة سلبية بين البعض الآخر من مؤشرات الرفع المالي وعوائد الأسهم. وبعد التناقض أو التضارب هو الآخر الصفة الغالبة التى تكتشف نتائج الدراسات الاختبارية التى تم إجراؤها بهدف التحقق من طبيعة العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم. وبذلك يمكن للباحثة فى ظل هذا الغياب للإجماع حول اتجاه العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ، صياغة الفرض الرئيسى الثانى للدراسة الحالية فى صورة فرض العدم ، وذلك على النحو التالى :

الفرض الرئيسى الثانى : لا توجد علاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

الفروض الفرعية المنبثقة من الفرض الرئيسى الثانى

- لا توجد علاقة بين الرفع المالي (مقاساً بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول) وعوائد الأسهم فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

- لا توجد علاقة بين الرفع المالي (مقاساً بنسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية) وعوائد الأسهم فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

وبعد توفير دعم اختبارى أسهم فى تطوير فروض الدراسة الحالية ، تقوم الباحثة فى الجزء التالى من الدراسة بتصميم وصياغة النماذج الملائمة لاختبار تلك الفروض.

ثالثاً : تصميم الدراسة

١- مجتمع وعينة الدراسة

- مجتمع الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية فى البنوك التى تنتمى إلى القطاع المصرفى المصرى فى الفترة بين عامى ٢٠١٣ و ٢٠١٨ ، وذلك بعد استبعاد الشركات غير المالية المساهمة

ببورصة الأوراق المالية المصرية ، نظرا لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات المالية (البنوك) ، الأمر الذي يخلق صعوبة بشأن القابلية للمقارنة نتيجة الاختلافات في الضوابط والقوانين المنظمة.

- عينة الدراسة :

تتمثل عينة الدراسة في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٨ ، حيث تنسم هذه الفترة بعدم الاستقرار الاقتصادي نتيجة الأزمات السياسية التي مرت بها الدولة المصرية في تلك الفترة. ويبلغ حجم العينة ١٤ بنك ، ولا تشمل العينة على البنوك غير المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية ، وذلك لصعوبة توفر البيانات المتعلقة بها.

وقد اعتمدت الباحثة في الحصول على كافة البيانات الخاصة بالبنوك عينة الدراسة ، واللازمة لإتمام الدراسة الحالية ، على مصدرين أساسيين ، هما : شركة مصر لنشر المعلومات ، وموقع البورصة المصرية بما يحتويه من تقارير مالية تعدها البنوك المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية.

٢- صياغة نماذج الدراسة

تعتمد الدراسة الحالية في اختبار فروضها على ثلاثة نماذج للانحدار الخطي المتعدد ، حيث يتم تشغيل النموذج الأول بهدف اختبار أثر الرفع المالي معبراً عنه (بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول ، ونسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية) على الأداء المالي معبراً عنه (بمعدل العائد على الأصول) ، يلي ذلك اختبار أثر الرفع المالي معبراً عنه (بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول ، ونسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية) على الأداء المالي معبراً عنه (بمعدل العائد على حقوق الملكية) من خلال النموذج الثاني، وأخيراً اختبار أثر الرفع المالي معبراً عنه (بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول ، ونسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية) على عوائد الأسهم من خلال النموذج الثالث ، وذلك على النحو التالي:

- النموذج الأول :

اختبار أثر الرفع المالي معبراً عنه (بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول ، ونسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية) على الأداء المالي معبراً عنه (بمعدل العائد على الأصول) في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية. ويبنى النموذج الأول على أن معدل العائد على الأصول (الأداء المالي) يعد دالة في كل من المتغيرات المستقلة (مقاييس الرفع المالي) ، والمتغير الضابط (حجم البنك) وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية :-

معدل العائد على الأصول = دالة (مقاييس الرفع المالي + حجم البنك)

وسوف تعتمد الباحثة في قياس الرفع المالي على مؤشرين هما : نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول ، نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية . وبذلك يمكن صياغة نموذج الدراسة الأول على النحو التالي :

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAR_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن :

β_0 : ثابت الانحدار.

$\beta_1 - \beta_2$: معاملات الانحدار لمتغيرات الرفع المالي .

β_3 : معامل الانحدار للمتغير الضابط .

ROA_{it} : معدل العائد على الأصول (متغير تابع)

DAR_{it} : نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول (متغير مستقل)

DER_{it} : نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية (متغير مستقل)

$SIZE_{it}$: حجم الشركة (متغير ضابط)

e_{it} : الخطأ العشوائي

- النموذج الثاني :

اختبار أثر الرفع المالي معبراً عنه (بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول ، ونسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية) على الأداء المالي معبراً عنه (بمعدل العائد على حقوق الملكية) في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية. ويبين النموذج الثاني على أن معدل العائد على حقوق الملكية (الأداء المالي) يعد دالة في كل من المتغيرات المستقلة (مقاييس الرفع المالي) ، والمتغير الضابط (حجم البنك) وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية :-

معدل العائد على حقوق الملكية = دالة (مقاييس الرفع المالي + حجم البنك)

وسوف تعتمد الباحثة في قياس الرفع المالي على مؤشرين هما : نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول ، نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية . وبذلك يمكن صياغة نموذج الدراسة الثاني على النحو التالي :

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAR_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن :

β_0 : ثابت الانحدار.

$\beta_1 - \beta_2$: معاملات الانحدار لمتغيرات الرفع المالي .

β_3 : معامل الانحدار للمتغير الضابط .

ROE_{it} : معدل العائد على حقوق الملكية (متغير تابع)

DAR_{it} : نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول (متغير مستقل)

DER_{it} : نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية (متغير مستقل)

$SIZE_{it}$: حجم الشركة (متغير ضابط)

e_{it} : الخطأ العشوائي

- النموذج الثالث :

اختبار أثر الرفع المالي معبراً عنه (بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الاصول ، ونسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية) على عوائد الأسهم في البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية. ويبين النموذج الثالث على أن عوائد الأسهم تعد دالة في كل من المتغيرات المستقلة (مقاييس الرفع المالي) ، والمتغير الضابط (حجم البنك) ، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية :-

عوائد الأسهم = دالة (مقاييس الرفع المالي + حجم البنك)

وسوف تعتمد الباحثة في قياس الرفع المالي على مؤشرين هما : نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول ، نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية . وبذلك يمكن صياغة نموذج الدراسة الثالث على النحو التالي :

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAR_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (3)$$

حيث أن :

β_0 : ثابت الانحدار.

$\beta_1 - \beta_2$: معاملات الانحدار لمتغيرات الرفع المالي .

β_3 : معامل الانحدار للمتغير الضابط .

R_{it} : عوائد الأسهم (متغير تابع)

DAR_{it} : نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول (متغير مستقل)

DER_{it} : نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية (متغير مستقل)

$SIZE_{it}$: حجم الشركة (متغير ضابط)

e_{it} : الخطأ العشوائي

٣- توصيف متغيرات الدراسة والتعريف الإجرائي لها
يوضح الجدول رقم (١) وصفاً لمتغيرات الدراسة الحالية والتعريف الاجرائي لها ، حيث يتم قياس الرفع المالي ، الأداء المالي ، والمتغير الضابط على النحو التالي :

الجدول رقم (١)
توصيف متغيرات الدراسة والتعريف الاجرائي لها

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
المتغير المستقل (الرفع المالي)		
تقيس هذه النسبة درجة مساهمة الدائنين في مجموع أصول البنك ، كما تعطي هذه النسبة مؤشراً للمدى الذي ذهبت إليه المنشأة في تمويل أصولها من أموال الغير ، ويتم حساب هذه النسبة كما يلي : إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول في نهاية الفترة .	DAR _{it}	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
تقيس هذه النسبة مدى اعتماد البنك على أموال الغير مقارنة بما يحصل عليه من الملاك ، أى أن هذه النسبة توضح مدى مساهمة الدائنين في تمويل أصول البنك بالمقارنة مع مساهمة الملاك ، ويتم حساب هذه النسبة كما يلي : إجمالي الديون ÷ حقوق الملكية	DER _{it}	نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
المتغير التابع (الأداء المالي)		
هو مقياس يوضح مدى نجاح البنك في تحقيق أرباح من خلال الاستثمار في أصول البنك وإدارة واستخدام الموارد المتاحة له بكفاءة ، ويتم حساب هذا المعدل كما يلي : صافي الربح ÷ متوسط إجمالي الأصول	ROA _{it}	معدل العائد على الأصول
هو مقياس يوضح كفاءة البنك في استغلال أموال الملاك ، وقدرته على تحقيق أرباح من هذه الأموال ، ويتم حساب هذا المعدل كما يلي : صافي الربح ÷ متوسط حقوق الملكية.	ROE _{it}	معدل العائد على حقوق الملكية
المتغير التابع (عوائد الأسهم)		
هي نصيب السهم من التوزيعات النقدية مضافا إليها الأرباح الرأسمالية التي يحصل عليها المستثمر من خلال الفروقات السعرية . أي العائد السنوي للسهم خلال السنة المالية. وقد تم الاعتماد على العوائد السنوية بدلا من العوائد الشهرية في الدراسة الحالية ،	R _{it}	عوائد الأسهم

للتغلب على مشكلة الموسمية المصاحبة للعوائد الشهرية . ويحسب متغير عائد السهم (R_{it}) من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{(P_{it} - P_{i(t-1)}) + D_{it}}{P_{i(t-1)}}$$

حيث أن :

R_{it} : العائد السنوي للبنك i في العام t

P_{it} : سعر سهم البنك i في العام t

$P_{i(t-1)}$: سعر سهم البنك i في العام $t-1$

D_{it} : مقدار التوزيعات النقدية للسهم الواحد للبنك i في العام t

t : نهاية العام

$t-1$: بداية العام

i : البنك

وسوف يتم تحديد سعر السهم للبنك بعد ٩٠ يوما من نهاية السنة المالية.

المتغير الضابط (حجم البنك)

يقاس هذا المتغير من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة

SIZE_{it}

حجم البنك

٤- مبررات إضافة المتغير الضابط (حجم البنك) إلى نماذج الدراسة

- يعتبر الحجم محدد رئيسي لأداء المنشآت، وقد اختلفت الآراء حول أثر حجم المنشأة على أدائها المالي، فمن ناحية توصلت نتائج العديد من الدراسات إلى وجود تأثير إيجابي للحجم على أداء المنشآت ، وأن هناك علاقة إيجابية بين الحجم والأداء(الحمدان والقطان، ٢٠١٣ Majumdar, 1997, Mathur and Kegnon,1998 , Soliman,2013, Xin,2014, Twairesh,2014, Afalabi et al ,2019, Shibutse et al,2019).
- حيث أن المنشآت كبيرة الحجم أفضل من المنشآت صغيرة الحجم في مواجهة الأزمات والمخاطر المالية والحد منها. كما أن لها مزايا الوفر الضريبي ، وتكون أكثر مرونة خلال فترات الانكماش الاقتصادي ، مما ينعكس ذلك على الأداء المالي بشكل إيجابي ويجعله أداء جيد. كما أن المنشآت كبيرة الحجم أكثر قدرة على استخدام وفورات الحجم ، ولديها القدرة على تشغيل أنشطتها بكفاءة وفاعلية كبيرة وتستطيع الدخول في استثمارات أكثر من المنشآت صغيرة الحجم. ومن ناحية أخرى فقد أظهرت دراسة (Benz,1981) أن الحجم من الممكن أن يكون له تأثير سلبي على الأداء المالي ، حيث أن نمو حجم المنشأة يمكن أن يؤدي إلى عدم القدرة على الحفاظ على الأداء الكفاء والجيد للمنشأة. لذلك استخدمت الدراسة الحالية متغير الحجم كمتغير ضابط في نموذج الدراسة لعزل تأثيره على الأداء المالي والتحكم فيه.
- تختلف المنشآت فيما بينها في بعض الخصائص ، ومن هذه الخصائص (الحجم). ومن المتوقع وجود علاقة إيجابية بين الحجم وعوائد الأسهم ، وذلك لأنه كلما كبر حجم المنشأة

كانت احتمالية ارتفاع أسعار الأسهم فيها أكبر ، ويرجع ذلك إلى أن المنشآت كبيرة الحجم تحقق مستويات ربحية مرتفعة ، وينعكس ذلك على أسعار الأسهم بالإيجاب ومن ثم عوائد الأسهم. كما أن الثقة في المنشآت كبيرة الحجم تلعب دورا كبيرا في زيادة تداول أسهمها ، والتي تنعكس على أسعار الأسهم (فوزى، ٢٠١٦، Absari,2012). وبالتالي فإن المنشآت كبيرة الحجم تعكس أسعار أعلى للسهم من المنشآت صغيرة الحجم. وقد توصلت دراسة (Acheampong et al ,2014) ، ودراسة (Abdullah et al ,2015) إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم المنشأة وعوائد الأسهم، كما أوضحت الدراستان أن المنشآت كبيرة الحجم لها القدرة على تحقيق عوائد أسهم أعلى من المنشآت صغيرة الحجم . لذلك استخدمت الدراسة الحالية متغير (الحجم) كمتغير ضابط في نموذج الدراسة لعزل تأثيره على عوائد الأسهم والتحكم فيه.

وبعد صياغة نماذج الدراسة ، وكذلك التعريف الإجرائي للمتغيرات ، تقوم الباحثة في الجزء التالي من الدراسة بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية ونتائج تحليل الانحدار.

رابعا : تحليل النتائج

لتحليل بيانات الدراسة إحصائياً ، اعتمدت الدراسة على البرنامج الإحصائي (Eviews) . وتعرض الباحثة في هذا الجزء من الدراسة الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بهدف إظهار خصائصها المميزة على مستوى عينة الدراسة، وكذلك الأساليب والاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة بهدف اختبار فروضها، ثم نتائج اختبار فروض الدراسة، وذلك من خلال ما يلي:

١ - إحصاءات وصفية :

يعرض جدول رقم (٢) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج الدراسة الثلاثة مصنفة إلى ثلاث مجموعات ، وهي : مجموعة المتغيرات التابعة التي تتمثل في الأداء المالي معبراً عنه (بمعدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية) ، وعوائد الأسهم . مجموعة المتغيرات المستقلة التي تتمثل في الرفع المالي معبراً عنه (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) . مجموعة المتغيرات الضابطة التي تتمثل في حجم البنك . وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى البنوك عينة الدراسة .

جدول رقم (٢)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Jarque-Bera test
Dependent Variable:						
ROA	84	0.0516	0.082	0	0.3164	(116.65)***
ROE	84	0.3161	0.356	0	1.7386	(351.28)***
R	84	0.1152	0.418	-1	1.4510	(19.995)***
Independent Variable:						
DAR	84	0.9154	1.085	0.0658	8.8553	(5894.5)***
DER	84	10.071	5.244	0.6989	20.574	(1.9477)
Control Variables:						
SIZE	84	10.515	0.279	9.6532	10.995	(2.2391)
Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.						

■ مجموعة المتغيرات التابعة

- فيما يتعلق بمؤشرى قياس الأداء المالى ، توضح الاحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٢) أن معدل العائد على الأصول (ROA) يتراوح نسبته على مستوى عينة الدراسة ما بين (صفر، ٠.٣١٦٤) ، وذلك بمتوسط يبلغ ٠.٠٥١٦ ، وانحراف معيارى يبلغ ٠.٠٨٢ تقريباً . وهو ما يشير إلى أن كل جنيه واحد من الأصول على مستوى عينة الدراسة يتحقق عليه عائد مقداره ٥.١٦ جنيه فى المتوسط خلال فترة الدراسة ، أى تقريباً عائد (٥.١٦%). كذلك تظهر الاحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٢) أن معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) يتراوح ما بين (صفر، ١.٧٣٨٦) بمدى أكبر بكثير من معدل العائد على الأصول، وذلك بمتوسط يبلغ ٠.٣١٦١ ، وانحراف معيارى يبلغ ٠.٣٥٦ تقريباً . وهو ما يشير إلى أن كل جنيه من حقوق الملكية على مستوى عينة الدراسة يحقق عائد مقداره ٠.٣٢ جنيه فى المتوسط خلال فترة الدراسة . وهو معدل عائد ضخم (٣٢%) تقريباً ، وقد يرجع هذا المعدل المرتفع إلى انخفاض نسبة حقوق الملكية فى هذه البنوك. وهو ما سوف نكتشفه عند النظر إلى مؤشر نسبة الديون إلى حقوق الملكية.
- فيما يخص متغير عوائد الأسهم (R) ، تظهر الاحصاءات الوصفية أنه لم يختلف كثيراً عن سابقة، حيث تراوح فيما بين (-١.٤٥١٠، ١) ، وأن متوسط عوائد الأسهم على مستوى بنوك العينة خلال فترة الدراسة بلغ ٠.١١٥٢ ، وذلك بانحراف معيارى بلغ ٠.٤١٨ تقريباً . وبالتالي يتضح أن مقدار عوائد الأسهم المحققة لكل سهم عادى فى عينة الدراسة هى ٠.١٢ جنيه فى المتوسط خلال فترة الدراسة ، أى تقريباً ١٢% .
- وتجدر الإشارة إلى أن الحد الأدنى والأقصى لهذه المقاييس المحاسبية للأداء المالى وعوائد الأسهم لعينة البنوك تقع فى مدى واسع ما بين بنوك حققت أداء إيجابى قوى وبنوك حققت أداء صفرى أو حتى سلبى فى هذه المقاييس، وهذا المدى الواسع أمراً طبيعياً يعكس مدى التباين الحادث بين أداء البنوك والذى قد يرجع إلى اختلاف الخبرات بين البنوك أو الظروف التى تواجه كل بنك أو غيرها من المتغيرات الإدارية والتنظيمية.
- ويؤكد هذه النتيجة اختبار التوزيع الطبيعى (Jarque-Bera) والذى جاءت قيمة P الاحتمالية له ذات دلالة إحصائية عند مستوى ١% لمقاييس الأداء المالى وعوائد الأسهم ، مما يُشير إلى رفض الفرض العدمى بأن هذه المقاييس تتبع التوزيع الطبيعى، وبالتالي قبول الفرض البديل بأن المقاييس المحاسبية للأداء المالى وعوائد الأسهم لا تتبع التوزيع الطبيعى، مما يُشير إلى أن كل المتغيرات قيمها تقع فى مدى واسع ولا تدور حول متوسطها. وهو ما انعكس فى كبر حجم الانحراف المعيارى عن المتوسط.

■ مجموعة المتغيرات المستقلة

- فيما يتعلق بمؤشرى قياس الرفع المالى ، توضح الاحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٢) أن نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول (DAR) تتراوح ما بين (٠.٠٦٥٨) ، ٨.٨٥٥٣) بمتوسط يبلغ على مستوى بنوك العينة خلال فترة الدراسة ٠.٩١٥٤ أى ٩١.٥% تقريباً ، بانحراف معيارى يبلغ ١.٠٨٥ ، وتعكس هذه النسبة اعتماد البنوك بنسبة كبيرة جداً على الديون (الودائع بجميع أشكالها) فى تمويل أصولها واستثماراتها. كما تظهر الاحصاءات الوصفية أن نسبة إجمالى الديون إلى حقوق الملكية (DER) تتراوح ما بين (٠.٦٩٨٩) ، ٢٠.٥٧٤) بمتوسط يبلغ على مستوى بنوك العينة خلال فترة الدراسة ١٠.٠٧١ تقريباً، وانحراف معيارى بلغ ٥.٢٤٤ ، وتعكس تلك القيمة ميل البنوك إلى الاعتماد بدرجة كبيرة على الديون مقارنة بحقوق الملكية.

■ مجموعة المتغيرات الضابطة

- فيما يخص المتغير الضابط ، تظهر الاحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٢) أن حجم بنوك العينة (SIZE) (مقاساً باللوغاريتم الطبيعى لإجمالى أصول البنك) خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين (١٠.٩٩٥، ٩.٦٥٣٢) تقريباً باللوغاريتم الطبيعى) ، وذلك بمدى بسيط

جدا يبلغ ١.٣٤٢ تقريباً باللوغاريتم الطبيعي ، ومتوسط يبلغ ١٠.٥١٥ تقريباً ، وبانحراف معياري قدره ٠.٢٧٩ تقريباً ، وان عينة الدراسة متجانسة بشكل كبير من حيث الحجم . ويؤكد ذلك اختبار التوزيع الطبيعي والذي جاء غير معنوي مما يوضح أن حجم البنوك عينة الدراسة يتبع التوزيع الطبيعي، أي ان الحجم الفعلي لهذه البنوك يدور حول متوسط العينة.

٢- تحليل الارتباط

يوضح الجدول رقم (٣) تحليل الارتباط من الدرجة الصفرية بين متغيرات نموذج الدراسة، وذلك باستخدام الارتباطات ثنائية المتغير (bivariate correlations)، حيث أن هذه الارتباطات ثنائية المتغيرات تسمح بالتحقق الأولى من العلاقات المفترضة. كما تعد مصفوفة ارتباط بيرسون الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج الدراسة الحالية . وتبين مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى بنوك عينة الدراسة كما هو موضح بالجدول رقم (٣) العديد من النتائج التالية :-

- تظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى عينة الدراسة وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١%) بين المؤشرين المستخدمين في الدراسة الحالية لقياس الأداء المالي ، فكما هو موضح بالجدول رقم (٣) ، بلغ معامل الارتباط بين معدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية (٠.٢٨٤٥) . كما أظهرت نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى عينة الدراسة عدم وجود ارتباط معنوي بين متغير عوائد الأسهم والمتغيرين المستخدمين لقياس الأداء المالي ، حيث يعادل (٠.٠٠٤٦) بالنسبة لمعدل العائد على الأصول، (-٠.٠١٨٢) بالنسبة لمعدل العائد على حقوق الملكية..

- فيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين مقاييس الرفع المالي ومؤشرى الأداء المالي وعوائد الأسهم ، فقد أظهرت نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى عينة الدراسة عدم وجود ارتباط معنوي بين نسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول وعوائد الأسهم ، وكذلك أظهرت نتائج تحليل الارتباط عدم وجود ارتباط معنوي بين نسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول ومؤشرى قياس الأداء المالي (معدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية). كما أظهرت نتائج تحليل الارتباط وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١%) بين نسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول بلغ (-٠.٥٥٤٦) . كذلك أظهرت نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٣) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٠%) بين نسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على حقوق الملكية يعادل (٠.١٩٧٧) . بينما لم تظهر نتائج تحليل الارتباط وجود ارتباط معنوي بين نسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية وكل من نسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول وعوائد الأسهم .

- فيما يخص المتغير الضابط حجم البنك ، فقد أظهرت مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٣) وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١٠%) بين حجم البنك ومعدل العائد على الأصول بلغ (-٠.١٨٢٢) ، كذلك وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١%) بين حجم البنك نسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول بلغ (-٠.٣٩٦٢) ، وأيضاً وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١%) بين حجم البنك ومعدل العائد على حقوق الملكية ونسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية بلغ (٠.٢٩٣٢) ، (٠.٣٨٩٤) على التوالي ، بينما أظهرت مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٣) عدم وجود ارتباط معنوي بين حجم البنك وعوائد الأسهم .

- يشير (Gujarati,2003) إلى أن درجة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية تعد مقبولة وغير خطيرة اذا بلغ معامل الارتباط بين بعضها البعض (٠.٨) كحد أقصى . وبالتالي ان الازدواج الخطي (MultiColinearity) لا يمثل مشكلة في الدراسة الحالية ، حيث أن

معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة الحالية (مقاييس الرفع المالي ، والمتغير الضابط) أقل من (0.80) ، فقد بلغ أقصى معامل ارتباط بين المتغيرات التفسيرية في نماذج الدراسة (0.38) ، وذلك بين متغيري نسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية وحجم البنك .

جدول رقم (٣)
مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة

variables	ROA	ROE	R	DAR	DER	SIZE
ROA	1					
ROE	0.2845 (2.687)***	1				
R	0.0046 (0.041)	-0.0182 (-0.165)	1			
DAR	-0.0061 (-0.055)	-0.0399 (-0.361)	0.0161 (0.146)	1		
DER	-0.5546 (-6.036)***	0.1977 (1.827)*	0.1033 (0.940)	-0.0197 (-0.178)	1	
SIZE	-0.1822 (-1.678)*	0.2932 (2.776)***	0.1155 (1.053)	-0.3962 (-3.908)***	0.3894 (3.828)***	1

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

٣- تحليل الانحدار

- اختبار جذر الوحدة للسكون:

تقوم طريقة تقدير نموذج انحدار المربعات الصغرى العادية (OLS) على افتراض أن المتوسط والتباين (Variance) لجميع المتغيرات المستخدمة ثابتة على مر الزمن (أي ساكنة). لذلك فإن المتغيرات غير الساكنة (التي تحتوي على جذر الوحدة) عند دمجها في تقدير معادلة الانحدار باستخدام طريقة (OLS) سوف تعطي انحدار زائف، وبالتالي عندما تكون المتغيرات غير ساكنة فإن تقدير العلاقة طويلة الأجل بين تلك المتغيرات يجب أن تعتمد وتستند على أسلوب التكامل المشترك، لذلك أصبح اختبار جذر الوحدة شرطاً مسبقاً وأساسياً للتحليل القياسي للسلاسل الزمنية المختلفة. حيث تعتمد اختيار طريقة التقدير المناسبة على نتائج اختبارات السكون، فإذا كانت جميع المتغيرات ساكنة أي متكاملة من الدرجة I(0) فهذا يدعم استخدام طريقة Pooled OLS ، أو Fixed effects model ، أو Random effects model ، أما إذا كانت المتغيرات تحتوي على جذر الوحدة وأصبحت ساكنة عند أخذ الفرق الأول أي متكاملة من الدرجة I(1) فهذا يدعم استخدام التكامل المشترك (co-integration)، بينما إذا كانت المتغيرات مزيج من I(0) و I(1) فهو يتطلب استخدام Panel ARDL.

ويعتبر اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) المستخدم للتعرف على مدى سكون السلاسل الزمنية من أهم وأشهر الطرق التي تستخدم لاختبارات السكون، وكما هو مبين في دراسة (Fuller, 1976) أن اختبارات جذر الوحدة ليست بالضرورة قوية (Roubst) وأنه من الأفضل استخدام اختبارات عديدة ، لذلك سوف تستخدم الدراسة الحالية أربعة اختبارات مختلفة للتحقق من قوة النتائج ، وهما اختبار Levin, Lin & Chut ، واختبار Im, Pesaran and Shin ، واختبار ADF – Fisher ، وأخيراً اختبار PP – Fisher ، حيث تعتبر هذه الاختبارات الأكثر شيوعاً واستخداماً في الدراسات التطبيقية للكشف عن السكون، ويوضح الجدول (٤) التالي نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات نماذج الدراسة.

جدول رقم (٤)
اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات نماذج الدراسة

Panel Unit root test results

Variable	<i>Levin, Lin & Chut</i>			<i>Lm, Pesaran & Shin</i>		
	Intercept	Intercept & trend	None	Intercept	Intercept & trend	None
<i>ROA</i>	-9.4083 (0.000)***			-1.1869 (0.118)		
<i>ROE</i>	-5.6256 (0.000)***	-34.565 (0.000)***		0.2417 (0.596)	-2.1957 (0.014)***	
<i>R</i>	-6.2133 (0.000)***			-1.3786 (0.084)*		
<i>DAR</i>	-2.4752 (0.007)***			-1.6019 (0.055)*		
<i>DER</i>	-5.0045 (0.000)***	-21.631 (0.000)***		-0.3235 (0.373)	0.2732 (0.608)	
<i>SIZE</i>	0.7679 (0.779)	-18.699 (0.000)***		0.8864 (0.812)	-0.1476 (0.441)	

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

تابع جدول رقم (٤)
اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات نماذج الدراسة

Variable	<i>ADF - Fisher</i>			<i>PP - Fisher</i>		
	Intercept	Intercept & trend	None	Intercept	Intercept & trend	None
<i>ROA</i>	39.119 (0.079)*			48.406 (0.009)***		
<i>ROE</i>	25.704 (0.589)	36.235 (0.137)		36.546 (0.129)	50.848 (0.005)***	
<i>R</i>	40.530 (0.059)*			50.191 (0.006)***		
<i>DAR</i>	44.163 (0.027)**			49.476 (0.007)***		
<i>DER</i>	28.813 (0.422)	24.383 (0.661)		34.355 (0.189)	33.981 (0.202)	
<i>SIZE</i>	29.094 (0.408)	31.968 (0.276)		39.175 (0.078)*	45.122 (0.021)**	

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

يتضح من نتائج الجدول رقم (٤) أن جميع متغيرات نموذج الدراسة التابعة والمستقلة والضابطة كانت ساكنة عند المستوى (Level)، أي أنهما متكاملين من الدرجة I(0). سواء عند وجود الجزء الثابت (Constant)، أو عند وجود الجزء الثابت والاتجاه الزمني (Constant & Trend). فبالنسبة لجميع المتغيرات نجد اتفاق اختبارين على الأقل على أن هذه المتغيرات ساكنة، وذلك باستثناء متغير نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والذي أظهر اختبار Levin, Lin & Chut فقط أن هذا المتغير ساكن. وبناءً على أن نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات

نماذج الدراسة في الجدول رقم (٤) قد أظهرت أن المتغيرات ساكنة ، فهذا يدعم استخدام طريقة *Pooled OLS* أو *Fixed effects model* أو *Random effects model*.
- أسلوب القياس المستخدم:

نظراً لصغر حجم عينة الدراسة والفترة الزمنية، بالإضافة إلى تشابه عينة الدراسة في الحجم والخصائص، فسوف يتم تقدير نماذج الدراسة الحالية باستخدام طريقة المربعات الصغرى المجمعة (*Pooled OLS*) والتي تفترض ثبات كل المعاملات بالنسبة للزمن والبنوك، أي لا تأخذ في الاعتبار الاختلاف بين البنوك أو اختلاف الزمن للبيانات المجمعة، كما في المعادلة التالية (Gujaratic, 2004):

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \dots + u_{it}$$

وقبل تقدير معاملات نماذج الدراسة ينبغي التأكد من جودة تلك النماذج المستخدمة في التحليل وخلوها من مشاكل القياس المختلفة وذلك للاطمئنان على النتائج المتحصلة، ويتم ذلك باستخدام الاختبارات التشخيصية المختلفة. وذلك وفقاً للاختبارات التالية في الجدول (٥) التالي:

جدول رقم (٥)

(Diagnostic and Stability tests used) الاختبارات التشخيصية

Diagnostic Tests	Tests used	Reg (1)	Reg (2)	Reg (3)
<i>Heteroskedasticity</i>	(1) Whites test	(63.706)***	(11.493)	(7.1442)
	(2) Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test	(86.530)***	(16.210)***	(1.3400)
	(3) Modified distribution free Wald test	(1.3e+6)***	(15180)***	(148.50)***
<i>Serial Correlation</i>	(4) Wooldridge test	(1.4090)	(1.4090)	(1.4090)
<i>Cross-sectional dependence</i>	(5) Pesaran CD test	(0.2499)	(-1.446)	(12.193)
<i>Normality</i>	(6) Jarque-Bera	(0.6044)	(0.5898)	(2.6057)
<i>Function Form</i>	(7) Ramsey RESET Test	(13.572)***	(0.2021)	(0.2136)
<i>Omit variables</i>	(8) Test for omission of variables	(21.910)***	(2.5512)**	(0.5641)
<i>Structural Breakpoint</i>	(9) Chow test for known breakpoint	(8.6776)***	(4.0614)***	(0.4396)
<i>Non-linearity</i>	(10) a. Auxiliary regression (squared terms)	(36.446)***	(2.6461)	(3.3191)
	(11) b. Auxiliary regression (log terms)	(34.127)***	(2.6448)	(2.4128)
<i>Multicollenarity</i>	(12) Variance Inflation Factors (VIF)	less than 10	less than 10	less than 10

وقد أشارت نتائج الاختبارات التشخيصية الموضحة في الجدول رقم (٥) السابق إلى خلو النماذج القياسية المقدر من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي (*Serial Correlation*)، وكذلك مشكلة الارتباط التسلسلي بين مشاهدات العينة (*Cross-Section Dependence*)، وأن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي (*Normality*). كذلك أظهر اختبار معامل التضخم (*VIF*) عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة، حيث جاءت قيمة معامل التضخم لكل المتغيرات المستقلة في نماذج الدراسة أقل من (١٠) .

وفي المقابل أظهرت اختبارات التأكد أن الثلاثة نماذج المستخدمة تعاني من مشكلة عدم ثبات التباينات (*Heteroscedasticity*)، مع وجود كسور في البيانات الطولية (*Breakpoint*) في النموذجين الأول والثاني. كما أن النموذج الأول يعاني من أنه غير موصف بشكل ملائم (صحة الشكل الدالي للنماذج) (*Functional Form*). ويرجع ذلك إلى أن متغير نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية غير خطي، وذلك طبقاً لاختبار عدم الخطية وتوصيف النموذج (*Model Specification*) ، والذي يتمثل في اختبار (*Auxiliary regression for non-linearity test*). حيث أظهر أن جميع المتغيرات المستقلة خطية بالنسبة لعلاقتها بمعدل العائد على الأصول، وذلك باستثناء متغير نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والذي أوضح الاختبار أنه غير خطي في علاقته بالمتغير التابع. وبناءً عليه سوف يتم تقدير نماذج الدراسة

باستخدام نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية في الشكل التربيعي في تأثيره على معدل العائد على الأصول ، وتأثيره على معدل العائد على حقوق الملكية.

كما سوف يتم تقدير نموذج المربعات الصغرى المجمع باستخدام أمر White standard errors، وذلك لأن هذا الأمر فعال في تنقيح النتائج القياسية (من خلال الانحراف المعياري) إذا كانت النماذج تعاني من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي أو عدم ثبات التباينات أو الاثنين معاً. وبالتالي تكون المقدرات الناتجة ذات كفاءة عالية ويمكن الاعتماد عليها بشكل كبير.

- إجراءات قوة إضافية (Robustness check):

إن الهدف من التحليل القياسي ليس فقط التعرف على أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم فقط . ولكن التحقق من أن هذا الأثر مستقر وقوى (Robust)، أي عدم اختلاف الأثر باختلاف الطريقة المستخدمة للتحليل ، أو عينة البنوك المستخدمة ، أو المؤشرات الوكيلية المستخدمة. وسوف تقوم الدراسة الحالية بعمل المزيد من إجراءات التحقق المختلفة، والتي تتمثل في: استخدام أكثر من منهجية (طريقة قياس) مختلفة، حيث بجانب استخدام طريقة (Pooled OLS with Robust standard errors)، سوف يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المرجحة (Weighted Least Squares) والقوية ضد مشكلة عدم ثبات التباينات (Heteroscedasticity)، وطريقة الانحدار الكمي (Quantile Regression) والقوية ضد مشكلة عدم التوزيع الطبيعي للبواقي (Normality)، وطريقة (Robust Least Square (MM-estimation)) والقوية ضد القيم المتطرفة.

- تقدير نماذج الدراسة

أ- تقدير العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي (معدل العائد على الأصول) :

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الرفع المالي على معدل العائد على الأصول (النموذج الأول)

Dependent variables: ROA

variables	Main Results		Robustness check	
	Reg (1)	Reg (2)	Reg (3)	Reg (4)
	Pooled OLS with robust standard errors	Weighted Least Squares	Quantile Regression	Robust Least Square (MM-estimation)
<i>DAR</i>	0.00758 [14.91]***	0.00758 [3.434]***	0.00411 [3.073]***	0.00302 [36.09]***
<i>DER</i>	-0.02291 [-6.816]***	-0.02291 [-7.519]***	-0.00149 [-1.902]*	-0.00111 [-6.415]***
<i>DER square</i>	0.00084 [6.126]***	0.00084 [6.491]***		
<i>SIZE</i>	0.04404 [14.83]***	0.04404 [9.135]***	0.01843 [2.394]**	0.02292 [6.499]***
<i>Constant</i>	-0.30812 [-11.36]***	-0.30812 [-6.605]***	-0.16101 [-1.990]*	-0.23883 [-6.493]***
Adjusted R ²	%55.4	%55.4	%2.4	%47.5
Fisher test (F-stats.)	(26.77)***	(26.77)***		
Quasi-LR stat.			(24.42)***	
Rn-squared stat.				(1418.7)***
Extremum Point	13.6369	13.6369		

Note: - ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

- Weights based on per-unit error variances.

يعرض الجدول رقم (٦) تقدير أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على معدل العائد على الأصول في عينة الدراسة كما توضحه الانحدارات الأربعة من Reg (1) إلى Reg (4). ويظهر الجدول رقم (٦) العديد من النتائج الهامة، والتي يمكن ايضاحها فيما يلي:

- في الانحدار رقم (١) ، والذي يمثل الانحدار الرئيسي لهذه العلاقة ، نجد تأثير إيجابي عند مستوى معنوية ١% للرفع المالي معبراً عنه (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) على معدل العائد على الأصول. حيث كان معامل التأثير (٠.٠٠٧٦) أى (٠.٧٦%) تقريباً ، وتُشير هذه النتيجة إلى كفاءة ادارة بنوك العينة في الاستغلال الأمثل للديون التي تحصل عليها من الودائع بجميع أنواعها، وتحقيق عائد يفوق تكلفة التمويل بالديون ، مما ينعكس ذلك على الأداء المالي بشكل جيد.
- يؤكد النتيجة السابقة المقياس الأخر للرفع المالي وهو (نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية) والذي يأخذ تأثيره على معدل العائد على الأصول شكل حرف U، أى أن تأثيره سلبي عند المستويات المنخفضة من نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، بينما يتحول تأثيره إلى إيجابي عند المستويات المرتفعة. وتُشير النقطة الطرفية المعروضة في أسفل الجدول رقم (٦) أن نقطة النهاية الصغرى تعادل (١٣.٦٤)، وهذا يعنى أن نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية الأقل من ١٣.٦٤ يكون تأثيرها سلبي على معدل العائد على الأصول، بينما يتحول إلى إيجابي عندما تتجاوز نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية في البنوك هذه النسبة. وهو ما يؤكد أيضاً على أن البنوك تستغل بشكل جيد الديون التي تحصل عليها في تحقيق معدلات عائد مرتفعة.
- بالنسبة للمتغير الضابط فنجد أن هناك علاقة ايجابية بين حجم البنك ومعدل العائد على الأصول ، وأن لحجم البنك تأثير إيجابي أيضاً على معدل العائد على الأصول عند مستوى ١% ، حيث بلغ معامل التأثير (٠.٠٤٤) ، وهو ما يُدعم نتائج المتغيرين السابقين مما يسمح لبنوك العينة بإمكانية زيادة حجمها (حجم أصولها) من خلال التمويل بالديون.

وقد أكدت الانحدارات التالية (٢)، (٣)، (٤) هذه النتائج، مما يُشير إلى ثبات وقوة هذه النتائج في ظل اختلاف طرق التقدير. وأخيراً تشير الإحصاءات العامة (key regression statistics) إلى ارتفاع قيمة معامل التحديد المعدل R^2 في الأربعة انحدارات، حيث تفسر النماذج المستخدمة ما بين (٤٧.٥% ، ٥٥.٤%) من التغيرات التي تحدث في معدل العائد على الأصول (وذلك باستثناء الانحدار رقم (٣) والذي ينخفض فيه معامل التحديد إلى (٢.٤%) . كما يشير اختبار فيشر (Fisher) (F-Stat) إلى رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل بوجود دلالة إحصائية للأربعة انحدارات المستخدمة ككل عند مستوى معنوية 1%.

ب- تقدير العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي (معدل العائد على حقوق الملكية):

جدول رقم (٧)

نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الرفع المالي على معدل العائد على حقوق الملكية (النموذج الثاني)

Dependent variables: ROE

variables	Main Results		Robustness check	
	Reg (5)	Reg (6)	Reg (7)	Reg (8)
	Pooled OLS with robust standard errors	Weighted Least Squares	Quantile Regression	Robust Least Square (MM-estimation)
<i>DAR</i>	0.04157 [3.555]***	0.04891 [11.11]***	0.04772 [1.775]*	0.33099 [35.55]***
<i>DER</i>	-0.02026 [-3.589]***	-0.00543 [-1.211]	-0.02375 [-2.046]**	-0.03517 [-5.833]***
<i>DER square</i>	0.00061 [3.239]***	0.00029 [1.716]*	0.00092 [1.919]*	0.00123 [4.218]***
<i>SIZE</i>	0.38536 [9.415]***	0.31751 [15.34]***	0.32266 [3.823]***	0.37994 [9.689]***
<i>Constant</i>	-3.71781 [-9.363]***	-3.15036 [-15.11]***	-3.07776 [-3.560]***	-3.86497 [-9.523]***
<i>Adjusted R²</i>	%46.4	%46.4	%8.02	%60.4
<i>Fisher test (F-stats.)</i>	(18.93)***	(18.93)***	(18.93)***	
<i>Quasi-LR stat.</i>			(27.38)***	
<i>Rn-squared stat.</i>				(1322.6)***
<i>Extremum Point</i>	16.6066	9.36207	12.9076	14.2968

Note: - ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

- Weights based on per-unit error variances.

يعرض الجدول رقم (٧) تقدير أثر مؤشر الرفع المالي (نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، و نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على معدل العائد على حقوق الملكية في عينة الدراسة كما توضحه الانحدارات الأربعة من Reg (5) إلى Reg (8). ويتضح من نتائج ذلك الجدول العديد من النتائج الهامة والتي لم تختلف عن نتائج الجدول رقم (٦)، والتي يمكن ايضاحها كما يلي:

- نجد في الانحدار رقم (٥) والذي يمثل الانحدار الرئيسي لهذه العلاقة ، أن هناك تأثير إيجابي عند مستوى معنوية ١% للرفع المالي (نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) على معدل العائد على حقوق الملكية. حيث كان معامل التأثير (٠.٠٤١٦). وتؤكد هذه النتيجة أيضاً كفاءة بنوك العينة في الاستغلال الأمثل للديون مما يؤدي ذلك إلى تحقيق معدلات ربحية مرتفعة ، وينعكس ذلك على الأداء المالي بشكل ايجابي. كما نلاحظ أن معامل تأثير نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على معدل العائد على حقوق الملكية أكبر بكثير من معامل تأثير نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على معدل العائد على الأصول .
- بالمثل المؤشر الآخر للرفع المالي (نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية) والذي يأخذ تأثيره على معدل العائد على حقوق الملكية شكل حرف U، أي أن تأثيره سلبي عند المستويات المنخفضة من نسبة الديون إلى حقوق الملكية، بينما يتحول تأثيره إلى إيجابي عند المستويات المرتفعة. وتشير النقطة الطرفية المعروضة في أسفل الجدول أن نقطة النهاية الصغرى تعادل (١٦.٦)، وهو يتضمن أن نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية الأقل من ١٦.٦ يكون تأثيرها سلبي على معدل العائد على حقوق الملكية، بينما يتحول إلى إيجابي

عندما تتجاوز نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية في البنوك هذه النسبة. وهو ما يؤكد أيضاً على أن البنوك تستغل بشكل جيد الديون التي تحصل عليها في تحقيق معدلات عائد مرتفعة.

• بالنسبة للمتغير الضابط ، فنجد أن هناك علاقة ايجابية بين حجم البنك والأداء المالي (معدل العائد على حقوق الملكية) ، وأن لحجم البنك تأثير إيجابي على معدل العائد على الأصول عند مستوى ١%، حيث بلغ معامل التأثير (٠.٣٨٥) ، ، وهو ما يدعم نتائج المتغيرين السابقين مما يسمح لبنوك العينة بإمكانية زيادة حجمها (حجم أصولها) عن طريق التمويل بالديون.

وقد أكدت الانحدارات التالية (٦)، (٧)، (٨) هذه النتائج، مما يشير إلى ثبات وقوة هذه النتائج في ظل اختلاف طرق التقدير. وأخيراً تشير الإحصاءات العامة (key regression statistics) إلى ارتفاع قيمة معامل التحديد المعدل R^2 في الأربعة انحدارات، حيث تفسر النماذج المستخدمة ما بين (٤٦.٤% ، ٦٠.٤%) من التغيرات التي تحدث في معدل العائد على حقوق الملكية (وذلك باستثناء الانحدار رقم (٧) والذي ينخفض فيه معامل التحديد إلى (٨.٠٢). كما يشير اختبار فيشر (Fisher) (F-Stat) إلى رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل بوجود دلالة إحصائية للأربعة انحدارات المستخدمة ككل عند مستوى معنوية ١%.

ج - تقدير العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم:

جدول رقم (٨)

نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم (النموذج الثالث)

Dependent variables: R

variables	Main Results		Robustness check	
	Reg (9)	Reg (10)	Reg (11)	Reg (12)
	Pooled OLS with robust standard errors	Weighted Least Squares	Quantile Regression	Robust Least Square (M-estimation)
DAR	0.00939 [0.785]	0.00939 [0.311]	0.00527 [0.223]	0.01024 [0.313]
DER	0.00438 [0.758]	0.00438 [0.741]	2.92e-5 [0.003]	0.00202 [0.287]
SIZE	-0.02391 [-0.152]	-0.02391 [-0.180]	-0.01851 [-0.116]	-0.00776 [-0.054]
Constant	0.23983 [0.153]	0.23983 [0.174]	0.19705 [0.122]	0.08443 [0.057]
Adjusted R ²	%46.9	%46.9	%21.4	%64.7
Fisher test (F-stats.)	(9.172)***	(9.172)***		
Quasi-LR stat.			(44.21)***	
Rn-squared stat.				(91.33)***

Note: - ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

- Weights based on per-unit error variances.

يعرض الجدول رقم (٨) تقدير أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على عوائد الأسهم في عينة الدراسة كما توضحه الانحدارات الأربعة من Reg (9) إلى Reg (12). ويتضح من نتائج ذلك الجدول العديد من النتائج المثيرة للاهتمام والتي تختلف تماماً عن نتائج الجدولين السابقين، ويمكن ايضاحها كما يلي:

• يتضح من الانحدار رقم (٩) والذي يمثل الانحدار الرئيسي لهذه العلاقة عدم وجود تأثير للرفع المالي (نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على عوائد الأسهم. ويؤكد ذلك حجم البنك والذي جاء تأثيره غير معنوي أيضاً على عوائد الأسهم. مما يشير إلى أن زيادة (انخفاض) الرفع المالي ليس له علاقة بعوائد الأسهم، والتي قد تخضع لمحددات سوقية أخرى بخلاف الرفع المالي. وهذه النتيجة منطقية تتفق مع مصفوفة الارتباط حيث نجد عدم تجانس كبير بين ارتباط عوائد الأسهم بمتغيرات الأداء المالي، وهو ما أدى كما نرى إلى عدم تجانس النتائج.

وقد أكدت الانحدارات التالية (١٠)، (١١)، (١٢) هذه النتائج، مما يُشير إلى ثبات وقوة هذه النتائج في ظل اختلاف طرق التقدير. وأخيراً تشير الإحصاءات العامة (key regression statistics) إلى ارتفاع قيمة معامل التحديد المعدل R^2 في الأربعة انحدارات، حيث تفسر النماذج المستخدمة ما بين (٢١.٤% ، ٦٤.٧%) من التغيرات التي تحدث في عوائد الأسهم. وقد كان من الممكن رفض النموذج ككل إلا أن اختبار فيشر (Fisher) (F-Stat) أشار إلى رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل بوجود دلالة إحصائية للأربعة انحدارات المستخدمة ككل عند مستوى معنوية ١%.

٤- تفسير نتائج تحليل الانحدار

يمكن تفسير نتائج تحليل الانحدار وفقاً لنماذج الانحدار الثلاثة السابق تقديرها .

- نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، وبنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية (الفرض الرئيسي الأول) .
أ- نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، وبنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول

• اختبار أثر الرفع المالي مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول (الفرض الفرعي الأول).

تظهر نتائج الانحدار للنموذج الأول والموضحة بالجدول رقم (٦) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (١) ، حيث توجد علاقة موجبة ودالة عند مستوى (١%) بين الرفع المالي مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول ، أي وجود تأثير إيجابي ومعنوي للرفع المالي مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول . وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : الحمدان و القضاء ، ٢٠١٣ ، العلي ، ٢٠١٨) ، بينما تأتي على النقيض مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : Aziidah , 2017, Krishna and Kumar , 2018, Shibutse et al , 2019) . ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرض الفرعي الأول للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرفع المالي مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول ، لذا لا يمكن قبوله .

• اختبار أثر الرفع المالي مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول (الفرض الفرعي الثاني).

تظهر نتائج الانحدار للنموذج الأول والموضحة بالجدول رقم (٦) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (١) ، حيث توجد علاقة موجبة ودالة عند مستوى (١%) بين الرفع المالي مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول ، أي وجود تأثير إيجابي ومعنوي للرفع المالي مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول . وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض

الدراسات السابقة (مثل : 2014, Gweyi and Javeed, 2013, Ur Rehman, 2018, Tabassam), بينما تأتي على النقيض مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل: 2017, Aziidah, 2012, Awunyo – Vitor and Badu). ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرض الفرعى الثانى للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرفع المالى مقاساً بنسبة اجمالى الديون إلى حقوق الملكية والأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على الأصول ، لذا لا يمكن قبوله .

ب – نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الرفع المالى مقاساً (بنسبة اجمالى الديون إلى اجمالى الأصول ، وبنسبة اجمالى الديون إلى حقوق الملكية) على الأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية .

• اختبار أثر الرفع المالى مقاساً بنسبة اجمالى الديون إلى اجمالى الاصول على الأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية (الفرض الفرعى الثالث).

تظهر نتائج الانحدار للنموذج الثانى والموضحة بالجدول رقم (٧) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (٢) ، حيث توجد علاقة موجبة ودالة عند مستوى (١%) بين الرفع المالى مقاساً بنسبة اجمالى الديون إلى اجمالى الأصول والأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية ، أى وجود تأثير ايجابى ومعنوى للرفع المالى مقاساً بنسبة اجمالى الديون إلى اجمالى الأصول على الأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية . وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : الحمدان والقضاه ، ٢٠١٣ ، العلى ، ٢٠١٨ ، Krishna and Kumar, 2018)، بينما تأتي على النقيض مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : Jose, 2017, Rajkumar, 2014). ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرض الفرعى الثالث للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرفع المالى مقاساً بنسبة اجمالى الديون إلى اجمالى الأصول والأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية ، لذا لا يمكن قبوله .

• اختبار أثر الرفع المالى مقاساً بنسبة اجمالى الديون إلى حقوق الملكية على الأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية (الفرض الفرعى الرابع).

تظهر نتائج الانحدار للنموذج الثانى والموضحة بالجدول رقم (٧) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (٢) ، حيث توجد علاقة موجبة ودالة عند مستوى (١%) بين الرفع المالى مقاساً بنسبة اجمالى الديون إلى حقوق الملكية والأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية ، أى وجود تأثير ايجابى ومعنوى للرفع المالى مقاساً بنسبة اجمالى الديون إلى حقوق الملكية على الأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية . وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : Gweyi, 2014)، بينما تأتي على النقيض مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : عبدالجليل ، ٢٠١٤ ، أحمد والحسن ، ٢٠١٨ ، Awunyo – Vitor and Badu, 2012, Ur Rehman, 2013, Rajkumar, 2014, Jose, 2017, Javeed and Tabassam, 2018). ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرض الفرعى الرابع للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرفع المالى مقاساً بنسبة اجمالى الديون إلى حقوق الملكية والأداء المالى مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية ، لذا لا يمكن قبوله .

بينت النتائج السابقة أن هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين الرفع المالى معبراً عنه (بنسبة اجمالى الديون إلى اجمالى الأصول ، وبنسبة اجمالى الديون إلى حقوق الملكية) والأداء المالى معبراً عنه (بمعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية) ، وأن الرفع المالى يؤثر تأثيراً ايجابياً على الأداء المالى ، ويرجع ذلك نتيجة نجاح ادارة البنك فى اتباع سياسات مالية سليمة تعمل على استخدام الديون (الودائع بجميع أشكالها) بكفاءة فى تمويل استثماراته ، وقيام البنك بالاقتراض بمعدل ثابت التكلفة لتمويل تلك الاستثمارات ، ونجاحه فى تحقيق عائد على الاستثمار يفوق تكلفة التمويل بالديون، مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات الربحية بالبنك وتحسن

أدائه . ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرض الرئيسي الأول للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرفع المالي والأداء المالي ، لذا لا يمكن قبوله .

- نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الرفع المالي مقاساً (بنسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول ، وبنسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية) على عوائد الأسهم (الفرض الرئيسي الثاني) .

• اختبار أثر الرفع المالي مقاساً بنسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الاصول على عوائد الاسهم (الفرض الفرعي الأول).

تظهر نتائج الانحدار للنموذج الثالث والموضحة بالجدول رقم (٨) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (٣) ، حيث لا توجد علاقة معنوية بين الرفع المالي مقاساً بنسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول وعوائد الأسهم ، أى عدم وجود تأثير معنوى للرفع المالي مقاساً بنسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول على عوائد الأسهم. وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : Agustín et al , 2019) ، بينما تأتي على النقيض مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : السايح ، ٢٠١٤ ، معاش ، ٢٠١٦ ، أحمد والحسن ، ٢٠١٨ ، AL (Salamat and Mustafa , 2016, Acheampong et al , 2014, Andersson, 2016) ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرض الفرعي الأول للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرفع المالي مقاساً بنسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول وعوائد الأسهم ، لذا يمكن قبوله .

• اختبار أثر الرفع المالي مقاساً بنسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية على عوائد الاسهم (الفرض الفرعي الثاني).

تظهر نتائج الانحدار للنموذج الثالث والموضحة بالجدول رقم (٨) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (٣) ، حيث لا توجد علاقة معنوية بين الرفع المالي مقاساً بنسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية وعوائد الأسهم ، أى عدم وجود تأثير معنوى للرفع المالي مقاساً بنسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية على عوائد الأسهم. وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : Agustín et al , 2019) ، بينما تأتي على النقيض مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (مثل : أحمد والحسن ، ٢٠١٨ ، Barasa,2012, Abdullah et al , 2015) . ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرض الفرعي الثاني للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرفع المالي مقاساً بنسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية وعوائد الأسهم ، لذا يمكن قبوله .

بينت النتائج السابقة عدم وجود علاقة معنوية بين الرفع المالي معبراً عنه (بنسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول ، وبنسبة اجمالي الديون إلى حقوق الملكية) وعوائد الأسهم ، وأن الرفع المالي ليس له تأثير على عوائد الأسهم . تعنى هذه النتيجة أن الرفع المالي لا يؤثر على قيمة عوائد الأسهم أو سعر السهم ، وقد يرجع ذلك نتيجة إلى قيام البنوك بتوزيع أسهم مجانية بدلاً من التوزيعات النقدية ، أو نتيجة لعدم اهتمام المستثمرين باعتماد البنك على الرفع المالي عند اتخاذهم القرار بشراء الأسهم ، وأن المستثمرون لا يستخدمون ارتفاع أو انخفاض الرفع المالي كمعيار فى تحديد قراراتهم بشأن شراء الأسهم . كما أن ارتفاع سعر السهم يعتمد على مدى إقبال المستثمرين على شراء الأسهم وزيادة تداول الأسهم ، وعدد من يشترون الأسهم فى الأجل الطويل والأجل القصير ، والعكس صحيح . وبالتالي فإن الرفع المالي ليس له علاقة فى تحديد قيمة عائد السهم أو سعره أو الزيادة فى عوائد الأسهم . ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرض الرئيسي الثانى للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ، لذا يمكن قبوله .

وبعد الانتهاء من تحليل النتائج واختبار فروض الدراسة ، تقوم الباحثة بتقديم خلاصة موجزة لهذه الدراسة ، واقتراح العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لدراسات وبحوث مستقبلية .

خامساً : خلاصة الدراسة والدراسات المستقبلية

١- خلاصة الدراسة

يعد القطاع المصرفي المصري أحد أهم القطاعات الاقتصادية المصرية ، وذلك لما يقوم به من دور هام وفعال في تجميع المدخرات وإعادة توجيهها إلى مختلف النشاطات الاقتصادية والأفراد ، كما يشكل هذا القطاع حلقة الوصل بين الاقتصاد المحلى والاقتصاديات الخارجية.

ويعتبر قرار التمويل من أهم قرارات الإدارة المالية فى البنوك ، وتعد العلاقة بين الرفع المالى والأداء المالى وعوائد الأسهم من الأمور المالية الهامة ، التى تتطلب اهتمام المديرين المالىين فى البنوك بها. وتتبع هذه الأهمية من الدور الفعال الذى تلعبه أموال الدين فى تنمية البنوك ، ولا سيما إذا ما وظفت هذه الأموال فى المجالات الاستثمارية بشكل مناسب وملائم ، لذا فهذه الدراسة تساهم فى بناء إطار علمى لاتخاذ القرارات المالية فى مجالات تدبير واستخدام الأموال بشكل يعظم من قيمة البنوك ويحسن اداءها ، وهذا يمثل هدفاً رئيسياً للإدارة المالية ، حيث أن الرفع المالى يمثل جانبا هاما فى الهيكل التمويلي فى العديد من البنوك.

وتتبع أهمية الدراسة الحالية من الأهمية العلمية لموضوع الدراسة ، وذلك من خلال المساهمة النظرية والعملية التى تسعى الدراسة الحالية الى تحقيقها من خلال تحديد أثر الرفع المالى على الأداء المالى وعوائد الأسهم فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

وباستخدام عينة مكونة من ١٤ بنك مسجل فى بورصة الأوراق المالية المصرية فى الفترة بين عامي ٢٠١٣ – ٢٠١٨ ، اختبرت الدراسة الحالية أثر الرفع المالى مقاسا (بنسبة اجمالى الديون الى اجمالى الأصول ، نسبة اجمالى الديون الى حقوق الملكية) على الأداء المالى مقاسا (بمعدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية) ، وعوائد الأسهم. وبعد ضبط أثر حجم البنك على الأداء المالى وعوائد الأسهم ، توصلت الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العامة ، طريقة المربعات الصغرى المرجحة ، طريقة الانحدار الكمى ، وطريقة الانحدار القوى إلى النتائج التالية :

- هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين الرفع المالى معبراً عنه (بنسبة اجمالى الديون الى اجمالى الأصول ، ونسبة اجمالى الديون الى حقوق الملكية) والأداء المالى معبراً عنه (بمعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية). وأن الرفع المالى يؤثر تأثيراً ايجابياً على الأداء المالى فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية .
- عدم وجود علاقة معنوية بين الرفع المالى معبراً عنه (بنسبة اجمالى الديون الى اجمالى الأصول ، ونسبة اجمالى الديون الى حقوق الملكية) وعوائد الأسهم . وأن الرفع المالى ليس له تأثير معنوى على عوائد الأسهم فى البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية .
- يكون تأثير الرفع المالى على الأداء المالى ايجابياً ، اذا نجحت ادارة البنك فى استثمار الأموال المقترضة (الودائع) بكفاءة ، وحققت عائد على الاستثمار يفوق تكلفة التمويل بالدين فى استثماراتها ، أى يزيد عن الفوائد المدفوعة مقابل الحصول على هذه الأموال.
- اعتماد البنك على الرفع المالى من خلال الودائع بجميع أشكالها كمصدر أساسى فى تمويل موارده المالية وأصوله ، وارتفاع معدلات الديون بدرجة كبيرة مقارنةً بحقوق الملكية.
- يودى استخدام البنك لموارده وأصوله بكفاءة إلى تحقيق معدلات أرباح مرضية ، مما ينعكس ذلك على الأداء المالى بشكل ايجابى.

وفى المجل ، ترى الباحثة أن الدراسة الحالية تقدم دليلا عمليا على أن اختلاف الظروف البيئية يمكن أن يؤثر بشكل أو بآخر على ما يتم التوصل إليه من نتائج ، وهو ما يمكن التذليل عليه من خلال مقارنة نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة التى أجريت فى العديد من البيئات الأخرى ، والتى تم استعراض بعضها منها فى إطار الدراسة الحالية.

كما توصى الدراسة الحالية البنوك المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية باستخدام كافة الأساليب والوسائل التي من شأنها تعزيز الودائع لديها وبكافة أنواعها ، حيث تعد المصدر الرئيسي في تمويل أنشطتها ومواردها المالية . كما يجب أن تعمل البنوك على زيادة رأسمالها وأن تتوسع في أحجامها من خلال تنويع أشكال الخدمات المالية والمصرفية بها وتطويرها وأيضاً تنويع استثماراتها ، لكي يكون هناك نوعاً من التناغم بين أحجام البنوك ورأسمالها .

٢- الدراسات المستقبلية

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة الحالية من نتائج ، تقترح الباحثة عدداً من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية ، يتمثل أهمها فيما يلي :-

- ١- دراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية.
- ٢- دراسة أثر الرفع التشغيلي على عوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.
- ٣- دراسة أثر الرفع المالي على قيمة الشركات المساهمة المصرية .
- ٤- دراسة أثر الرفع المالي على مستويات السيولة في الشركات المساهمة المصرية.
- ٥- أحد حدود هذه الدراسة هو استبعاد الشركات غير المالية من عينة الدراسة ، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات المالية والبنوك ، لذا يمكن دراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية التي لا تنتمي إلى القطاع المالي المصري.

سادساً : المراجع

• المراجع العربية

- ١- إبراهيم على يونس ، ٢٠١٠ ، "تحليل الرفع المالي والتشغيلي وأثره في تقييم الأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية للعينة من شركات قطاع الصناعات البتروكيمياوية السعودية" ، *المجلة المصرية للدراسات التجارية* ، العدد الثاني ، ص ص ٤١ - ٨٣ .
- ٢- أبو العز ، محمد السعيد ، ٢٠١٣ ، *تحليل القوائم المالية لأغراض الانتماء والاستثمار* ، المؤلف ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق .
- ٣- أحمد ، محمد أبكر وعمر السر الحسن ، ٢٠١٨ ، " قياس أثر مؤشرات الرفع المالي في عوائد الأسهم السوقية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية : دراسة تطبيقية" ، *مجلة قهلاي زنت العلمية* ، الجامعة اللبنانية الفرنسية ، العراق ، العدد الأول ، ص ص ٤٦٩ - ٤٨٧ .
- ٤- الحمدان ، ناصر محمد وعلى القضاة ، ٢٠١٣ ، "أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية : دراسة تحليلية" ، *مجلة المنارة للبحوث والدراسات* ، جامعة آل البيت عمادة البحث العلمي ، الأردن ، المجلد ١٩ ، العدد ٤ ، ص ص : ١٥٩ - ١٨٦ .
- ٥- الحمدوني ، الياس خضير وفائز هليل سريح الصبيحي ، ٢٠١٢ ، "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم : دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة" ، *مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية* ، العائد الثامن ، المجلد الرابع ، ص ص : ١٤٧ - ١٦٩ .
- ٦- الخطيب ، محمد محمود ، ٢٠٠٩ ، *الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات* ، دار الحامد ، عمان ، الأردن.
- ٧- الزبيدي ، حمزه ، ٢٠٠٤ ، *الإدارة المالية المتقدمة* ، الطبعة الأولى ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- ٨- السايح ، فريدة ، ٢٠١٤ ، محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم : دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٢ ، *رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية* ، جامعة ورقلة.
- ٩- الشيخ ، فهمي مصطفى ، ٢٠٠٨ ، *التحليل المالي* ، الطبعة الأولى ، رام الله ، بدون ناشر.
- ١٠- الطراونة، مدحت ابراهيم ، ٢٠٠٤ ، أثر الرفع المالي في ربحية شركات المساهمة ، *مجلة البحوث الاقتصادية* ، العدد الأول ، الأردن ، ص ص ٦٠-٨٢ .
- ١١- الطربان ، محمد عبدالله والصادق محمد بلقاسم ، ٢٠١٩ ، "أثر الرفع المالي على أداء المصارف التجارية الليبية : دراسة تطبيقية على مصرف الوحدة" ، *مجلة آفاق اقتصادية* ، المجلد ٥ ، العدد العاشر ، ص ص : ٨٣ - ١١٤ .
- ١٢- العاملي ، محمد ، ٢٠١٠ ، *الإدارة المالية المتقدمة* ، الطبعة الأولى ، دار إثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- ١٣- العلى ، أحمد ، ٢٠١٨ ، "أثر الرفع المالي على السيولة والربحية : دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية" ، *مجلة جامعة البعث* ، العدد الأول ، المجلد ٤٠ ، ص ص : ١٧٣ - ٢٠٥ .
- ١٤- النجار ، جميل حسن ، ٢٠١٣ ، "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين : دراسة اختبارية" ، *مجلة جامعة الأزهر بغزة* ، سلسلة العلوم الإنسانية ، المجلد ١٥ ، العدد الأول ، ص ص : ٢٨١ - ٣١٨ .
- ١٥- النعيمي ، عدنان وأرشد التميمي ، ٢٠٠٩ ، *الإدارة المالية المتقدمة* ، الطبعة الأولى ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.

- ١٦- بقوق ، زهرة وأسماء بن خدة ، ٢٠١٩ ، أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للمؤسسة : دراسة حالة مؤسسة سونلغاز – عين تمو شنت ، *رسالة ماجستير في العلوم المالية والمحاسبية* ، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير ، المركز الجامعي بلحاج بو شعيب – عين تمو شنت.
- ١٧- حداد ، فايز سليم ، ٢٠١٤ ، *الإدارة المالية* ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- ١٨- ساسي ، الياس ويوسف قريشي ، ٢٠١١ ، *التسيير المالي والإدارة المالية* ، الطبعة الثانية ، دار وائل للنشر ، الأردن.
- ١٩- شلاش ، سليمان وآخرون ، ٢٠٠٨ ، "العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال : حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من (١٩٩٧ – ٢٠٠١)" ، *مجلة المنارة* ، المجلد ١٤ ، العدد الأول ، ص : ٤٥ – ٨١ .
- ٢٠- عبدالجليل ، توفيق ، ٢٠١٤ ، "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية" ، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال* ، الجامعة الأردنية ، العدد الثالث ، ص ص : ٣٩٠ – ٤٠٣ .
- ٢١- عبد المنعم ، ريم محمد محمود ، ٢٠٠٧ ، أثر الخصخصة على الأداء المالي والتشغيلي لشركات قطاع الأعمال المصرية : دراسة تحليلية تطبيقية ، *رسالة ماجستير* ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق .
- ٢٢- عليوى ، نشأت حكمت ، ٢٠١٩ ، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي ، *رسالة ماجستير* ، قسم المحاسبة ، كلية الأعمال ، جامعة الشرق الأوسط.
- ٢٣- فوزى ، محمد سمير ، ٢٠١٦ ، العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم للشركات المساهمة المصرية : دراسة امبريقية ، رسالة ماجستير ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق .
- ٢٤- كراجة عبدالحليم وربابعة على والسكران ياسر ومطر موسى ويوسف توفيق عبدالرحيم ، ٢٠٠٦ ، *الإدارة والتحليل المالي (أسس ، مفاهيم ، تطبيقات)* ، الطبعة الثانية ، دار صفاء للنشر ، عمان ، الأردن.
- ٢٥- مطر ، محمد ، ٢٠١٠ ، *الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والانتماني* ، الطبعة الثانية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- ٢٦- مطر ، محمد ، ٢٠١٦ ، *التحليل المالي والانتماني الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية* ، الطبعة الرابعة ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- ٢٧- معاش ، هاجر ، ٢٠١٦ ، محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم : حالة بورصة قطر خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥ ، *رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية* ، قسم العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة قاصدى مرباح ورقلة ، الجزائر .
- ٢٨- هميسي ، سارة وريم بلغربي ، ٢٠١٦ ، أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها : دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي ٢٠٠٥ – ٢٠١٥ ، *رسالة ماجستير في العلوم المالية* ، قسم علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة ٨ ماي ١٩٤٥ ، قالمه.
- ٢٩- هندی ، منير ابراهيم ، ٢٠٠٤ ، *الفكر الحديث في الاستثمار* ، الطبعة الثانية ، منشأه المعارف للنشر ، الاسكندرية .
- ٣٠- هندی ، منير ابراهيم ، ٢٠٠٥ ، *الفكر الحديث في هيكل التمويل* ، الطبعة الثانية ، منشأه المعارف للنشر ، الاسكندرية .

• المراجع الاجنبية

1. Abdul, A., and I. T. Adelabu , 2015, Impact of Financial Leverage on Firm Performance: Evaluation of Total Nigeria Plc. *International Journal of Science Commerce and Humanities*, Vol. 3, No. 6, PP:91-119.
2. Abdullah, M., K. Parvez., T. Karim and R.B. Tooheen, 2015, The Impact of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the dhaka stock exchange: Evidence from selected stocks in the Manufacturing Sectors, *International Journal of Economics, Finance, and Management Sciences*, Vol.3, No.1, PP:10-15.
3. Absari, D. U. A, 2012, Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan dan Risiko Sistematis Terhadap Return Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di BEI), *Magister thesis*, Universitas Brawijaya.
4. Abubakar, A, 2015, Relationship Between Financial Leverage and Financial Performance of Deposit Money Banks in Nigeria, *International Journal of Economic, Commerce and Management*, Vol.111, Issue.10, PP: 759-778.
5. Abubaker, A., M.M. Maishanu., M.Y. Abubaker and H.M. Aliero, 2018, Financial Leverage and Financial Performance of Quoted Conglomerates Firms in Nigeria”, *Sokoto of Management Studies*, Vol.14, Issue 1, PP: 85-100.
6. Acheampong, P., E. Agalega and A.K.Shibu, 2014, The effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on The Ghana Stoke Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sectors”, *International Journal of Financial Research*, Vol.5, No.1, PP: 125-150.
7. Afolabi, A., J. Olabisi, S.O. Kajola and T.O. Asaolu., 2019, Does Leverage Affect the Financial Performance of Nigerian Firms?, *Journal of Economics and Management*, Vol.37, No.3, PP: 5-22.
8. Agiakloglou, C., and P. Newbold , (1992). Empirical Evidence on Dickey-Fuller-Type Tests. *Journal of Time Series Analysis*, Vol. 13, No. 6, PP: 471-483.
9. Agustin, M., M. Dzulkirom and A. Darmawan, 2019, Analysis of the Effect of Firm size, Financial Leverage, Profitability, Diversification on Market Risk and Stock Return, *The International Journal of Accounting and Business Society*, Vol.27, No.3, PP: 28-57.
10. Ahmed, F., I. Awais and M. Kashif, 2018, Financial Leverage and Firms’ Performance: Empirical Evidence from KSE-100 Index, *Etikonomi Journal Ekonomi*, Vol 17, No 1, PP:45-56.
11. Al Salamat, W.A and H.H. Mustafa, 2016, The Impact of Capital Structure on Stock Return: Empirical Evidence from Amman Stock

- Exchange, *International Journal of Business and Social Science*, Vol.7, No.9, PP: 183-196.
12. Andersson, M., 2016, The Effect of the Leverage on Stock Returns, *Bachelors thesis*, Lund University, School of Economics and Management.
 13. Awunyo-vitor, D and J. Badu, 2012, Capital Structure and Performance of Listed Banks in Ghana, *Global Journal of Human Social Science*, Vol.12, No.5, PP:56-62.
 14. Aziidah, N, 2017, The Effect of Financial Leverage on the Financial Performance of Kenyan Energy and Petroleum Firms Listed on the NSE, *A Project Report Submitted to the Chandaria School of Business in Partial Fulfillment of the Requirement for the Degree in Masters of Business Administration (MBA)* , United states international university.
 15. Banz, R, 1981, The Relationship Between Return and the Market Value for Common Stocks, *Journal of Financial Economics*, Vol.9, Issue.1, PP:3-18.
 16. Barasa, J.W, 2012, Effect of Leverage on Stock Returns: Evidence From Nairobi Securities Exchange, *A Research Proposal in Partial Fulfillment of the Requirements for Conferment of the Degree of the Master of Business Administration* , University of Nairobi.
 17. Bhatti, A.M., K. Majeed., I. Rehwan and W.A. Khan, 2010, Affect of Leverage on Risk and Stock Returns: Evidence From Pakistan Companies, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 58, PP: 32-49.
 18. Brealey, R.A ., S.C .Myers and F. Allen , 2003, *Principals of Corporate Finance*, USA, 7th Ed.
 19. Bringham, E. F and J. F Houston, 2009, *Fundamentals of Financial Management (Dasar-dasar Manajamenen Keuangan)*, Edisi 10, Jakarta: Salemba Empat.
 20. Fuller, W. A., 1976, *Introduction to Time Series Analysis*. John Wiley and Sons, New York.
 21. Gatsi, J. G., S. G. Gadzo and R. K. Akoto, 2013, Degree of Financial and Operating Leverage and Profitability of Insurance Firms in Ghana. *Canadian International Business and Management*, Vol. 7, No 2, PP:57-65. <http://doi.org/10.3968/j.ibm.1923842820130702.1060>
 22. Gibson, C., 2008, *Financial Reporting Analysis: Using Financial Accounting Information*, 11th Ed., South-western Cengage Learning.
 23. Gujarati, D. N., 2003, *Basic Econometrics*, 4th Edition, New York: McGraw Hill.
 24. Gujarati, D. 2012, *Econometrics by Example*, Macmillan.
 25. Gweyi, M.O and J. Karanja, 2014, Effect of Financial Leverage on Financial Performance of Deposit Talking Savings and Credits co-

- operative in Kenya, *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol.4, No.2, PP: 176-184.
26. Hasan, B., A. Ahsan, A. Rahaman and N. Alam , 2014, Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, Vol .9, No .5, PP:184–194.
 27. Javeed, L and R. Tabassam, 2018, Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence from Listed Textile Industry of Pakistan, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol.8, No. 4, ISSN 2162-3082, PP: 457-470.
 28. Jose, J, 2017, A study on the Impact of Leverage on Financial Performance of Selected Cement Companies in India, *Journal of Research in Business Management*, Vol.8, Issue.5 PP: 40-56.
 29. Kenn-Ndubuisi, J.I and C.J. Nueke, 2019, Financial Leverage and Firm Financial Performance in Nigeria: A Panel Date Analysis Approach, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol.19, Issue.4, PP: 12-19.
 30. Knekwe, C.I., C.I. Agu and E. k. Nnagbogu, 2014, the Effect of Financial Leverage on Financial Performance: Evidence of Quoted Pharmaceutical Companies on Nigeria, *Journal of Economic and Finance*, Vol. 5, Issue .3, PP: 17 -25.
 31. Krishna, K. H and T.V. P. Kumar, 2018, Financial Leverage and Firm Performance: an Empirical Study of Select Public Sector Undertakings Listed at BSE India, *International Journal of Business and Management Invention*, Vol.7, Issue.12, PP: 30-34.
 32. Maddala, G. S, 1993, *The Econometrics of Panel Data*, Edward Elgar Publishing.
 33. MacDonald, G. A., 1998, Critical Values for Unit Root and Cointegration Test Statistics-the Use of Response Surface Equations, *Applied Economics Letters*, Vol. 5, No .12, PP: 741-744.
 34. Majumdar, s.k, 1997, The Impact of Size and Age on Firm Level Performance: Some Evidence From Indian Industry, *Review of Industrial Organization*, Vol.12, PP: 169-189.
 35. Mathur, S.S and A. Kegnon, 1998, creating value: Shaping tomorrow's business, *Butterworth Heinemann: Oxford*.
 36. Muradoglu, G and S. Sivaprased, 2008, An Empirical Test on Leverage and Stock Returns, *Executive Compensation, Risk and Performance View project*, Cass Business School, London, PP: 1-29.
 37. Muritala, T. A, 2012, An Empirical Analysis of Capital Structure on Firm's Performance in Nigeria, *International Journal of Advances in Management and Economics*, Vol.1, ISSN: 2278-3369, PP:116-124.

- 38.Njeri, M. M. K and A. W. Kagiri ,2013, Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Banking Institutions Listed in Nairobi Securities Exchange, *International Journal of Science and Research*, Vol .4, No 2,PP: 25-42.
- 39.Pachori, s and N.K. Totala, 2012, Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur (M.P) India, *International Conference on Humanities, Geography and Economics* , Singapore April ,PP: 23-26.
- 40.Pajkumar, R, 2014, Impact of Financial Leverage on Financial Performance Special Reference to John Keels Holdings PLC Sri lanka,*Scientific Research Journal (SCIRJ)*, Volume II, Issue II,PP:15-20.
- 41.Saeed, M.M., A.A. Gull and M.Y. Rasheed, 2013, Impact of Capital Structure on Banking Performance: A Case Study of Pakistan, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* , Vol.4, No.10,PP:393-403.
- 42.Shibutse, R., E. Kalunda and G. Achoki, 2019, Effect of Leverage and Firm Size on Financial Performance of Deposit Taking Savings and Credit Cooperatives in Kenya, *International Journal of Research in Business and Social Science*, Vol.8, No.5. ISSN: 2147-4478, PP: 182-193.
- 43.Soliman,M.M,2013,Capital Structure and Firms Financial Performance :An Empirical Study of the Listed Companies in Eygpt, *International Research Journal of Applied Finance* ,ISSN 2229-1587,PP:1-50.
- 44.Twairesh,A.E.M,2014,The Impact of Capital Structure on Firms Performance Evidence from Saudi Arabia, *Journal of Applied Finance and Banking* , Vol.4,No.2,PP:183-193.
- 45.Xin,W.Z,2014,Impact of Ownership Structure and Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Firms , *International Business Research* , Vol.7,No.2,PP:64-72.
- 46.Urehman, S. S. F, 2013 , Relationship Between Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence of Listed Sugar Companies of Pakistan, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol.13, Issue 8, PP: 32-40.
- 47.Velnampy, T and J. Nires, 2012, The Relationship Between Capital Structure and Profitability, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol.12, No.13, PP: 67-73.