



## تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم ( دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية )

إعداد

أ.د. أحمد صلاح عطية

أستاذ المحاسبة والمراجعة  
كلية التجارة - جامعة الزقازيق

سعدية علي الدسوقي علي

samia4443@yahoo.com

باحث ماجستير محاسبة  
كلية التجارة جامعة الزقازيق

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الخامس والأربعين - العدد الأول يناير 2023

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

## ملخص

يعد الاقتراض أحد أساليب التمويل في معظم الشركات وفقاً لعدد من المتغيرات ومنها حجم الشركة وطبيعة النشاط الذي تمارسه ، فضلاً عن إمكانية وفائها بالتزاماتها في المواعيد المحددة ، وبالتالي فإن زيادة حالات الاقتراض في الشركات تؤدي إلى زيادة الرافعة المالية وزيادة المخاطر المصاحبة لها ، إلا أنه يؤثر تأثيراً مباشراً على حقوق الملكية عن طريق ارتفاع عوائد الأسهم في الشركة، وهدفت هذه الدراسة إلى التعرف على ماهية الرافعة المالية ومختلف النظريات المفسرة لها وطبيعة عوائد الأسهم ، ولمعرفة ما إذا كان هناك تأثير للرافعة المالية على عوائد الأسهم تم التطبيق على عينة مكونة من 98 شركة (490 مشاهدة) من الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2015 إلى 2019 التي تنتمي إلى قطاعات غير مالية ، تم قياس الرافعة المالية بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول ، أما بالنسبة لعوائد الأسهم فيتم قياسه من خلال العائد الرأسمالي بالإضافة إلى عائد التوزيعات النقدية ، وتم الاعتماد على عدة متغيرات ضابطة منها التدفقات النقدية التشغيلية ، نسبة السيولة ، مضاعف القيمة الدفترية ، ربحية الشركة ، حجم الشركة ، وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد توصلت الباحثة إلى وجود تأثير موجب بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية ، وهذا يعنى اعتماد أغلبية الشركات على الاقتراض متوسط وطويل الأجل بمعدلات فائدة أقل من العوائد المتوقعة ، وحيث أن قيمة الشركة تزداد مع زيادة الرافعة المالية لأن فوائد القروض تخفض الضريبة ، وبالتالي تزداد الأرباح وتزداد قيمة الشركة وسعر سهمها بالسوق.

**الكلمات المفتاحية :** الرافعة المالية ، عوائد الأسهم ، البورصة المصرية.

## مقدمة ومشكلة الدراسة:

بدأ الاهتمام في الآونة الأخيرة في ظل المنافسة العالمية بالأخذ بمفاهيم عديدة أثرت على الشركات في جوانبها المحاسبية والإدارية والتمويلية ، فقد بدأت العديد من الشركات التي في سبيلها إلى التوسع والمنافسة للدخول في اتفاقيات التمويل سواء بالاقتراض أو التمويل خارج الميزانية ، كما أخذت الكثير من الشركات التي في سبيلها للتوسع والمنافسة ، بأساليب التصنيع الحديثة التي تعتمد على التكنولوجيا المتقدمة مما أثر على هيكل التكلفة ومن ثم الهيكل التشغيلي لهذه المنشآت ، وبالتالي أثر على الهياكل المالية والتشغيلية لتلك المنشآت وزيادة درجة المخاطرة التي تتعرض لها ، وقد ظهر أثر الخلل في الهياكل المالية والتشغيلية للعديد من الشركات خلال فترة الأزمة المالية التي ضربت معظم الأسواق المالية ومن ثم أسهم الشركات التي تتداول أسهمها في تلك الأسواق ، ويعد المزج بين الفكر التمويلي والفكر المحاسبي من القضايا التي تشغل فكر الكثير من الباحثين في بيئات مختلفة (Ahmed and Mohammed,2018).

لقد فرضت شدة المنافسة والتطور التكنولوجي السريع في عالم الأعمال تحديات كبيرة وتغيرات معقدة، مما يتطلب من الشركات التركيز على أهمية الإدراك السريع لهذه التحديات والتقدير الصحيح والواقعي لفرص التعامل معها ، فمسألة بقاء الشركة أصبحت صعبة ودرجة وتستعدى تضافر الجهود وتكاملها وتناسقها على مختلف المستويات الإدارية ، إذ تشكل الإدارة المالية أحد أهم الوظائف في شركات الأعمال، فمهمة توفير الأموال من أصعب المهام التي تواجهها خاصة في ظل ندرة هذه الأموال من جهة ، وتفاوت درجة تكلفتها من جهة أخرى، ووفقا لذلك فإن الشركة تتبنى هيكل مالي تبرز من خلاله كيفية تمويل موجوداتها سواء بالأموال الخاصة أو بواسطة القروض ، مع الأخذ بعين الاعتبار جملة من العناصر أهمها تأثير المديونية على ربحية الشركة ، ومستوى الدين ومدى تناسبه وإمكانياته (هميسى وبلغربي،2016).

وانطلاقا من هنا يبرز مفهوم الرافعة المالية كأحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركة لتحسين أرباحها ، والذي يمثل مدى اعتمادها على القروض في تمويل احتياجات المنشأة من الأموال. وتؤثر الرافعة المالية على تكلفة كل من عنصر حق الملكية وعنصر القروض، فارتفاع مستوى القروض (زيادة الرافعة) يؤدي إلى زيادة المصروفات الثابتة وزيادة احتمال عدم القدرة على سداد هذه المصروفات وما يترتب عليها من تكاليف مثل تكاليف الإفلاس ، وبوجود هذه التكاليف توجد

علاقة بين الرافعة والمخاطرة المتعلقة بحقوق الملكية والقروض لتصبح علاقة طردية ، ويعنى هذا زيادة العوائد المطلوبة على حقوق الملكية والديون (Ahmed and Mohammed,2018). وتشير الرافعة المالية إلى التوليفة الخاصة بالديون وأموال الملكية المستخدمة من قبل الشركة في تمويل أصولها ، وتعد قرارات هيكل رأسمال من القرارات المهمة التي تقوم بها إدارات الشركات حيث أن هذه القرارات تعد مركز القرارات المالية والمحاسبية الأخرى ، وتعتبر التكلفة المنخفضة لرأسمال من الأهداف الرئيسية التي يسعى لها أي مدير مالي بأي شركة مهما اختلف نشاطها ، وذلك لارتباطها بتعظيم الأرباح (الساعدي ، 2012).

أدت خسارة المستثمرين لأموالهم إلى حالة من عدم الاطمئنان في الاقتصاد العالمي خلال الفترة الأخيرة من القرن الماضي ، وتحديداً بعد الأزمات المالية والاقتصادية وإفلاس عدد كبير من البنوك ، كما أدى إلى انخفاض قيمة عدد من الشركات وانهيار شركات عالمية مثل شركة انرون (Enron) للطاقة وورلد كوم (Word com) للاتصالات نتيجة الفساد المالي والإداري من قبل القائمين على إدارتها وعدم الإفصاح الكامل في التقارير المالية عن المعلومات التي يحتاجها المستخدمين إلى تراجع ثقة المستثمرين في الإدارة القائمة بأعمال الشركة والبيانات المالية (Kenny .2005).

وقد أشارت الدراسات السابقة إلى العديد من الآليات التي يمكن استخدامها للحد من سوء الإدارة واستغلال موارد الشركة إلى أقصى حد بما لا يخدم هدفها الرئيسي . ويرى (Gill and Obradovich,2013) إلى أن الرافعة المالية هي من أهم الآليات التي تساعد الشركة على تحقيق هدفها الرئيسي وهو تعظيم ثروة الملاك والمساهمين.

يرى (نصيرات،2012) أن سوق رأس المال يمتاز بانخفاض السيولة وزيادة مستوى المنافسة، وبالتالي ارتفاع تكاليف التمويل فيه، بالإضافة إلى غياب الشفافية نتيجة مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق المالي، لذلك قد تفشل العديد من الشركات عند اتخاذ القرارات سواء في المجالات التمويلية أو التشغيلية . ويؤدي فشل الإدارة في المجالين إلى عدم قدرتها على تحقيق التوازن المناسب لهما لتمويل أنشطتها وسير أعمالها لعدم وجود تخطيط صحيح للهيكل الذي يتناسب مع قدرة الشركة وطاقاتها، لذلك يجب على إدارة الشركات أن تخطط جيداً لاختيار المزيج الأمثل لهيكل رأس المال لتفادي أي خسائر من الممكن أن تحصل مستقبلاً مثل فشل الإدارة في اتخاذ القرارات الاستثمارية والمحاسبية والمالية.

بناء على ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:  
ما مدى تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية؟

### هدف الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة، يتمثل الهدف الأساسي للبحث الحالي في دراسة تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

### أهمية الدراسة:

1- تعد العلاقة بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم من الظواهر المالية المهمة التي تتطلب اهتمام ودراسة المديرين الماليين في الشركات ، وتتبع هذه الأهمية من الدور الذي تلعبه أموال الاقتراض في تنمية الشركات ولا سيما إذا وظفت هذه الأموال في المجالات الاستثمارية بشكل سليم .

2- تساهم هذه الدراسة في بناء إطار علمي لاتخاذ القرارات المالية في مجالات تدبير واستخدام الأموال بشكل يعظم ربحية السهم الواحد للشركة، ويمثل هدفاً أساسياً للإدارة المالية المعاصرة ، إذ أن الرافعة المالية تمثل جانبا مهما في الهيكل المالي في كثير من الشركات التي تستخدم الرافعة المالية ، وأن البعض من هذه الشركات لا يعتمد على الآلية المناسبة والأساليب العلمية للاستفادة من عملية الرافعة ، وهذا يؤدي إلى أن مثل هذه الشركات تعمل على تجميل بياناتها (التلاعب بالنسب ) نتيجة لعدم استخدام الأساليب العلمية ، وعليه يجب دراسة تكلفة الرافعة المالية ( الفائدة) بالشكل الذي يجنبها الفشل في تحقيق ربحية ملائمة .

3- تستمد هذه الدراسة أهميتها كونها تبحث في موضوع يرتبط بشكل مباشر أو غير مباشر بالمنافع والمزايا التي يمكن أن توفرها الرافعة المالية من تقليل التكلفة والاستفادة من المزايا الضريبية وغيرها ، ومن ثم أثره على تخفيض المصاريف وزيادة الأرباح والسيولة لدى الشركات، و قلة عدد الدراسات السابقة التي تناولت تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم ، داخل البيئة المصرية.

## نطاق الدراسة:

1- أن العلاقة الاختبارية ستقتصر على دراسة تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

2- الدراسة اقتصر على عينة من الشركات المساهمة المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية بعد استبعاد قطاع البنوك وكذلك شركات التأمين والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية نظراً لخضوع هذه القطاعات لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة.

## الدراسات السابقة:

تم تقسيم الدراسات السابقة إلى:

أولاً: دراسات تناولت تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم بطريقة مباشرة

ثانياً: دراسات تناولت تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم بطريقة غير مباشرة

أولاً: دراسات تناولت تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم بطريقة مباشرة

اختبرت دراسة (Tsatsaronis and Yang,2012) عينة مكونة من 50 شركة يتم تداولها بنشاط عالمي وتقع في 11 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وهما ( أستراليا- النمسا- كندا- اليابان – ألمانيا – هولندا – إسبانيا – سويسرا – فرنسا – المملكة المتحدة – الولايات المتحدة الأمريكية) خلال الفترة (1990-2009)، تم استخدام ثلاث متغيرات مستقلة في هذه الدراسة وهما الرافعة المالية تم قياسها باستخدام إجمالي الأصول على القيمة السوقية لحقوق الملكية، و الربحية مقاسة من خلال صافي الدخل على حقوق الملكية ، و دورة الأعمال مقاسة بانحراف نمو الناتج المحلي الإجمالي عن اتجاه الزمن، تم استخدام مؤشر الأسهم الوطني لكل دولة وبشكل أكثر تحديداً ، استخدم S&P 500 (الولايات المتحدة) و FTSE 100 (المملكة المتحدة) و TSX (كندا) و CAC 40 (فرنسا) و DAX (ألمانيا) و Nikkei (اليابان) ، تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد، توصلت الدراسة إلى أن سوق الأسهم يكافئ الرافعة المالية بعوائد أعلى إلا أن الميزانية العمومية تكون مع ارتفاع تقلب أسعار الأسهم ،حيث أن معظم التقلبات المتزايدة في عوائد أسهم البنوك المرتبطة بالرافعة المالية العالية لا يتم تسعيرها في السوق ،وهذا يعني أن قواعد رأس المال لا تقلل فقط من الرافعة المالية بل تقلل من العائد المطلوب في سوق الأسهم وتقلل أيضاً من التقلبات غير المأجورة لحاملي أسهم البنوك، وأن بنك G-SIBs يتمتع بتكلفة أقل لرأس المال

مقارنة بالبنوك الأخرى ذات الخصائص المماثلة يدعم الدافع وراء متطلبات الرسوم الإضافية لرأس المال التي يقرها مجتمع السياسة الدولية ، وتواجه البنوك ذات الرافعة المالية الأعلى تكلفة أعلى للأسهم مما يشير إلى أن نسب رأس المال الأعلى ترتبط بتكاليف تمويل أقل ، وبالتالي وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم .

وتوصلت نتائج دراسة (Forichi, 2014) إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم بمعنى أن تمويل الديون في زيادة أصول الشركة خلال مرحلة النمو يقلل من مخاطر الأعمال للشركة والتي بدورها تغري المستثمرين للاستثمار في الشركة وبالتالي تعزيز فكرة زيادة الرافعة المالية على عوائد الأسهم ، وأيضا توجد علاقة سالبة بين عمر الشركة وأسعار الفائدة على عوائد الأسهم، ووجود علاقة موجبة قوية بين حجم الشركة وعوائد الأسهم ، وتوصى هذه الدراسة بإجراء المزيد من الأبحاث التجريبية لحل النتائج غير الحاسمة والمختلط للنقاش حول الرافعة المالية وعوائد الأسهم ، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 115 شركة في بورصة (JSE) في جنوب إفريقيا خلال الفترة (2001-2010) ، وتم قياس الرافعة المالية باستخدام إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وتم قياس عوائد الأسهم باستخدام المكسب الرأسمالي ، .

في حين اختلفت، نتائج دراسة (Koseoglu, 2014) وتوصلت إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم ، وذلك لأن نسب الديون المرتفعة للشركات الصغيرة تتماشى مع العوائد المرتفعة وأن العوائد الزائدة ومستويات الرافعة المالية للشركات ذات نسب الدين المتوسطة بعد السيطرة على عوامل الخطر تنطوي على جمع الأموال لمشاريع الاستثمار المستقبلية، وكذلك وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة وعوائد الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 470 شركة في بورصة الأوراق المالية التابعة للشركات في تركيا خلال الفترة (2006-2013)، وتم استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، .

استهدفت دراسة (Long et al., 2014) التباين المشروط وتأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم ، تم استخدام مؤشر بورصة شنغهاي المركب و مؤشر S&P500 وتوصلت نتائج الدراسة إلى أنه يوجد تأثير بين الرافعة المالية في كل من سوق شنغهاي وسوق شنغشن وعوائد الأسهم ويعنى أن الانخفاض الكبير في أسعار الأسهم سوف يرتبط بزيادة حادة في تقلبات السوق، وأيضا يوجد تأثير في أيام الأسبوع على سوق الأسهم الصينية إلى أن فرضية السوق لا تصمد حيث يمكن للتجار تحقيق عوائد زائدة من خلال معرفة يوم الأسبوع ومتى يتم التداول ، بالإضافة إلى أن الارتباط المشروط بين أسواق الأسهم الصينية والأمريكية منخفض ومتقلب وتظهر نتائج نموذج

GARCH اتجاهاً متزايداً في الارتباط المشروط بين السوقين الصيني والأمريكي في حين أن الاتجاه الهابط بين بورصة شنغهاي وبورصة شنتشن للأوراق المالية قد وجد أن الارتباطات المقدره من نموذج تبديل النظام المتغير بين بورصة شنغهاي أكبر من بورصة شنتشن الأمريكية ، وأن الأسواق الصينية أنظمة شديدة الثبات مما يقلل من الفوائد المحتملة التي يسببها التداول النشط ، وهذه النتائج لها آثار مهمة للمستثمرين الباحثين عن فرصة لتنويع المحافظ الاستثمارية .

واختبرت دراسة (Andersson, 2016) تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم ، وكذلك بين هيكل رأس المال وعوائد الأسهم وذلك بالتطبيق على الشركات السويدية ، تم جمع البيانات من Data Stream وذلك بالتطبيق على عينة عشوائية قدرها 332 شركة في بورصة الأوراق المالية في السويد خلال الفترة ( 2006-2015) ، تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد ، تم قياس هيكل رأس المال من خلال نسبة الدين إلى حقوق الملكية أو نسبة الدين إلى إجمالي الأصول ، وتم قياس الرافعة المالية كبديل لنسبة الديون التي تناسبها الشركة المعنية لتمويل أصولها وتحسب من خلال إجمالي الديون / إجمالي الأصول ، ويتم قياس عوائد الأسهم من خلال المكاسب الرأسمالية وهو التغير في سعر السهم من فترة لأخرى بالإضافة إلى الأرباح الموزعة خلال فترة زمنية معينة ، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم وذلك لأن المستثمرين لا يتم تعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتحملونها عند الاستثمار مع الشركات ذات رافعة مالية عالية .

اختبرت دراسة (Chorro et al., 2018) تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم في البيئة الأمريكية ، تم استخدام عينة عشوائية مكونة من 436 سهم في بورصة الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1978-2011) ، تم استخدام مؤشر S&P 500 الذي يقيس أداء سوق الأسهم ، تم قياس الرافعة المالية باستخدام نموذج (GARCH) ، وتم قياس عوائد الأسهم باستخدام المكسب الرأسمالي ، توصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم .

لاحقاً، اختبرت دراسة (Rehman et al., 2020) تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم "دراسة حالة لقطاع النسيج في بورصة باكستان" ، تم استخدام عينة عشوائية مكونة من 50 شركة في بورصة الأوراق المالية في باكستان خلال الفترة ( 2013-2018) ، تم استخدام نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ونسبة تغطية الفائدة كوكيل للرافعة المالية ، توصلت نتائج الدراسة إلى



وجود تأثير سالب بين نسبة الديون و عوائد الأسهم ، ووجود تأثير موجب بين نسبة تغطية الفائدة و عوائد الأسهم ، بمعنى أن المستثمرين لا يتلقون رواتبهم بقدر ما يحصلون عليه من مخاطر عالية مع الشركات ذات الرافعة المالية العالية.

وأشارت دراسة (Olaniyan et al., 2020) تأثير الرافعة المالية على عوائد حقوق المساهمين، تم التطبيق على عينة مكونة من 18 شركة من أصل 33 شركة تأمين ، وشركات التأمين التي تدخل العينة هي تلك التي لديها رسملة سوقية عالية وأرباح إيجابية ويتم تداولها بنشاط في بورصة NSE من شركات التأمين المدرجة في نيجيريا خلال الفترة (2008-2017) ، يتم قياس عائد المساهمين باستخدام العائد على حقوق المساهمين باعتباره العائد قبل الفوائد والضرائب مقسوماً على إجمالي حقوق المساهمين، تم قياس الرافعة المالية من خلال نسبة الدين ، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية ، ونسبة تغطية الفائدة، تم استخدام عدة متغيرات ضابطة وهي حجم الشركة ، وعمر الشركة، معدل الضريبة، توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير موجب بين الرافعة المالية و عوائد حقوق المساهمين، لأن الرافعة المالية ذات أهمية حيوية لأي شركة تأمين تسعى للربح لأنها تساعد الشركات في تمويل المشاريع طويلة الأجل وكذلك تقليل الضرائب المستحقة عن طريق الشركة، يجب على الشركات النظر في التكاليف والمخاطر المرتبطة باستخدام الديون وكذلك آثارها على المساهمين الذين يتحملون وطأة الخسائر عندما ينخفض أداء الشركة، وتوصى هذه الدراسة أنه يجب على الشركات توخي الحذر بشأن مقدار الديون (المستوى الأمثل) التي تتحملها، لأن هذا قد يقوض العائد على حقوق المساهمين. لذلك، فإن إدارة شركات التأمين تحتاج إلى إعادة تقييم التكاليف والمخاطر المرتبطة بالرافعة المالية عند اتخاذ قرارات التمويل.

### ثانياً: دراسات تناولت تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم بطريقة غير مباشرة

وفي دراسة امبريقية، اختبرت دراسة (Ozturk and Yilmaz, 2015) العلاقة التجريبية بين علاوة مخاطر السوق ، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للأسهم ونسبة القيمة السوقية إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم ، وأيضاً توضح تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم ، وتعتمد هذه الدراسة على 138 شركة مدرجة في بورصة اسطنبول في البيئة التركبية خلال الفترة (2003-2013)، تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للأسهم عوائد الأسهم، وتوجد علاقة موجبة بين

القيمة السوقية إلى إجمالي الأصول وعوائد الأسهم ، وأيضا يوجد تأثير معنوي بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم.

استهدفت دراسة (Tang et al., 2016) اختبار العلاقة المصرفية بين الرافعة النسبية والرافعة المالية وعوائد الأسهم وذلك بالتطبيق في الشركات اليابانية، تم استخدام مؤشر (Topix) ، تم قياس الرافعة النسبية من خلال إجمالي الالتزامات يطرح منها معدل الفائدة مقسوما على إجمالي الأصول بالإضافة إلى القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية، تم قياس الرافعة المالية من خلال نموذج التعديل الجزئي الذي اقترحه (Flannery and Rangan, 2006)، توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أنه يوجد علاقة معنوية موجبة بين الرافعة النسبية للديون المصرفية وعوائد الأسهم ، ويمكن تفسير هذه العلاقة في أن المكونات النسبية تتنبأ بشكل سلبي بنمو الأصول المستقبلية التي تحتوى على معلومات جوهرية حول المخاطر المستقبلية، وتقلل العلاقة المصرفية من تكاليف الضائقة المالية للشركات ومع ذلك فإن العلاقات الوثيقة مع البنوك قد تسمح بتقييد استثمارات الشركات العميلة وسحب أرباحها من خلال مدفوعات الفائدة ولكن خلال أزمة التسعينيات كان لدى البنوك حافز على منح القروض الدائمة لشركات العملاء المتعثرة حيث أن العلاقة الوثيقة التيتم إنشاؤها من خلال الاقتراض المصرفي الذي يخفف من الضائقة المالية وردع المزيد من الانخفاض في أسعار أسهم الشركات المتعثرة، وأيضا يوجد علاقة موجبة بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم ، بمعنى أن زيادة الرافعة المالية تحتوي على معلومات حول احتمالية حدوث ضائقة مالية مستقبلية ويمكن أن يعكس قدرة الدين طويلة الأجل للشركة وأفاقها المستقبلية وأن العلاقة المصرفية قد تخفف من مخاطر التخلف عن السداد للشركات وتكاليف الضائقة المتعلقة بأعباء الديون الثقيلة، وتعتمد العديد من الشركات اليابانية بشكل كبير على الديون المصرفية وقد تؤدي العلاقات الوثيقة مع البنوك التي تم إنشاؤها من خلال الاقتراض المصرفي المرتفع إلى تقليل تكاليف الضائقة التي تتحملها الشركة، لذلك قد تؤثر الديون المصرفية على عوائد الأسهم ويمكن معالجته من خلال التحقيق في كيفية تأثير الرافعة النسبية للديون المصرفية على العوائد ، لأن الديون المصرفية هي جزء من إجمالي الرافعة المالية وأن الرافعة النسبية للديون المصرفية توفر قوة توضيحية كبيرة في المقطع العرضي للعوائد.

اختبرت دراسة (Djalil et al., 2017) تأثير فرص الاستثمار والرافعة المالية وحجم الشركة على التلاعب بالنشاط الحقيقي وتأثيره على عوائد الأسهم سواء بشكل متزامن أو جزئي ، اعتمدت

الدراسة على عينة مكونة من 174 شركة في بورصة الأوراق المالية في إندونيسيا خلال الفترة (2010-2014) ، تم قياس فرص الاستثمار باستخدام القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، وقياس الرافعة المالية باستخدام إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، وقياس حجم الشركة باستخدام لوغار يتم إجمالي الأصول ، وقياس التلاعب بالنشاط الحقيقي باستخدام التدفق النقدي التشغيلي ، وتم قياس عوائد الأسهم من خلال المكاسب الرأسمالية ، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن فرص الاستثمار ليس لها تأثير على التلاعب بالنشاط الحقيقي ، ووجود تأثير سلبي ومعنوي بين الرافعة المالية والتلاعب بالنشاط الحقيقي، وكذلك حجم الشركة لا يوجد له تأثير على التلاعب بالنشاط الحقيقي ، ووجود تأثير موجب بين فرص الاستثمار وعوائد الأسهم ، عدم وجود تأثير بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم ، عدم وجود تأثير بين حجم الشركة وعوائد الأسهم ، التلاعب بالنشاط الحقيقي لا يتوسط تأثيره على الرافعة المالية وحجم الشركة وفرص الاستثمار على عائد السهم.

تختبر دراسة (Aharon and Yagil, 2019) حول نظرية بنية رأس المال من خلال اختبار النظرية المباشرة بين الرافعة المالية وتباين عوائد الأسهم مع مراعاة الضرائب المفروضة على الشركات والضرائب الشخصية ، وباستخدام عينة من الشركات الصناعية الأمريكية قدرها 306 شركة التيتم تداولها في بورصة نيويورك خلال الفترة (2003-2007) ، ويتم قياس الرافعة المالية من خلال اثنين من المقاييس 1- الديون طويلة الأجل / القيمة السوقية للأسهم 2- الديون طويلة الأجل + حقوق الملكية / القيمة السوقية للأسهم ، ويتم قياس تقلبات العوائد بالانحراف المعياري ، وتمثل فرضية الدراسة في وجود تأثير سلبي بين الرافعة المالية وتقلبات عوائد الأسهم ، بمعنى أن زيادة التقلبات تؤدي إلى زيادة في العائد المتوقع على رأس المال مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم وبالتالي يؤدي هبوط أسعار الأسهم إلى زيادة في الرافعة المالية التي تؤدي إلى ارتفاع تقلب عوائد الأسهم ، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى ارتباط تباين عوائد الأسهم بشكل موجب بالرافعة المالية للشركة ، ووجود علاقة معنوية موجبة بين الرافعة المالية وتباين عوائد الأسهم في حالة الضرائب المفروضة على الشركات والضرائب الشخصية ، بمعنى أن زيادة معدل الضريبة على دخل الفائدة نسبة إلى المعدل الضريبي على دخل الأسهم في هذه الحالة يطالب حامل السندات بعوائد ضريبية أعلى نسبياً لترك هذه العائدات في حالة جيدة بنفس القدر على أساس ما بعد الضريبة ويؤدي ارتفاع تكلفة الفائدة الناجم عن ذلك إلى خفض الفائدة الضريبية من الديون المستحقة لحاملي الأسهم ونتيجة لذلك فإن علاوة مخاطر الأسهم من الرافعة المالية لا بد وأن تزيد

مع فرض الضريبة الشخصية على دخل الفائدة، وفيما يتعلق بالعلاقة بين مردود الأسهم والرفع المالي فإن استخدام مقاييس السوق الأخيرة يميل نحو إيجاد معامل أعلى لتحديد العلاقة النظرية بين الرافعة المالية وتباين عوائد الأسهم.

لاحقاً، أشارت دراسة (Zhang and Zhang, 2020) إلى اختبار العلاقة بين الرافعة المالية على الأصول خارج الميزانية وعوائد الأسهم المتوقعة، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية و عوائد الأسهم ، والسبب الرئيسي وراء ذلك هو استخدام الشركات للتمويل الداخلي عند وجود أصول تشغيل كبيرة خارج الميزانية العمومية بسبب التحفظ المحاسبي ، وبالتالي يمكن للشركات ذات التكلفة العالية للتمويل الخارجي للأسهم أن تتمتع برافعة مالية منخفضة، مما يخلق علاقة سلبية بين الرافعة المالية و عوائد الأسهم. وتوجد علاقة سالبة بين الرافعة المالية والأصول خارج الميزانية ، ويعنى أن تميل الشركات التي تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي إلى مستوى عالٍ من الركود المالي. وإن المستوى المرتفع للأصول المالية، نتيجة لأنشطة التمويل الداخلية يقلل بشكل كبير من نسبة الرافعة المالية. ويتم قياس الأصول خارج الميزانية من خلال مجموع فائض النقد والاستثمار السلبي، ويتم قياس الرافعة المالية من خلال إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، ويتم قياس عوائد الأسهم من خلال المكاسب الرأسمالية ، ويوجد عدة متغيرات ضابطة وهي حجم الشركة ، بيتا ، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ، العائد على الأصول (ربحية الشركة)، معدل النمو ، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 189 شركة في الشركات المقيدة في بورصة نيويورك خلال (1965-2001).

### موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة:

تهدف الدراسة الحالية إلى بيان تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية للفترة الممتدة ما بين (2015-2019) وتتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة التيتم تناولها كون هذه الدراسة تقيس عوائد الأسهم فيها بالعائد لفترة الاحتفاظ بخلاف الدراسات السابقة التيتم تم الاعتماد فيها على المكاسب الرأسمالية كمؤشر لقياس العوائد وأيضاً تقاس الرافعة المالية بإجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول بخلاف الدراسات السابقة التيتم قياس الرافعة المالية فيها بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وتعتبر هذه الدراسة امتداداً للدراسات السابقة.

## تطوير فرضية الدراسة:

توصلت نتائج دراسة (Cai and Zhang, 2006) إلى أن هناك علاقة سلبية بين التغير في الرافعة المالية وعوائد الأسهم ، مع أخذ مخاطرة عدم القدرة على السداد في الاعتبار ، فإن زيادة الرافعة تزيد من احتمال عدم القدرة على السداد وبالتالي تزيد من المخاطر المالية للشركة، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم في السوق المالي ، وذكرت الدراسة أن التغيرات في الرافعة المالية سواء كانت متجهة نحو الهيكل المالي الأمثل أو بعيدة عنه فإنها سوف تؤثر على أسعار الأسهم في سوق رأس المال ، وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن التغيرات في الرافعة المالية قصيرة الأجل لها علاقة سلبية قوية بعوائد الأسهم عندما تكون الشركة معرضة لمخاطر عدم القدرة على السداد ، بينما العلاقة ضعيفة بين الرافعة المالية طويلة الأجل وعوائد الأسهم.

وأشارت دراسة (Kyereboah,2007) إلى أن معظم المؤسسات الصغيرة تمول أعمالها باستخدام الديون طويلة الأجل مقارنة بالديون قصيرة الأجل، كما وجدت أن المؤسسات ذات الديون العالية استطاعت أن تحقق أداء أفضل من خلال الوصول إلى عدد أكبر من الزبائن لذا فهذه المؤسسات أكثر قدرة على التعامل مع أخلاقيات العمل ومساوئ الاختيار وتطوير الأداء للتعامل مع المخاطر.

وأوضحت دراسة (Abor,2005) إلى وجود علاقة موجبة وذات دلالة احصائية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الموجودات والعائد على حق الملكية، وان هناك علاقة سالبة بين الديون طويلة الأجل إلى الموجودات والعائد على حق الملكية، كما أظهرت وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين نسبة الدين إلى إجمالي الموجودات والعائد على حق الملكية

ولكن في دراسة (Rehman et al., 2012) كانت النتائج مختلفة حيث توصلت إلى أن هناك تأثير سلبي للديون قصيرة الأجل على الربحية ، أما الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون فليس لها أثر على الربحية وأوصت الدراسة بالنظر إلى حجم المبيعات قبل اتخاذ أي قرار بشأن الاقتراض من الديون قصيرة الأجل.

في حين توصلت دراسة (سامي وآخرون، 2018) إلى أن اللجوء إلى الديون طويلة الأجل في قطاعي الاستثمار والتأمين والقطاع الصناعي يزيد من العائد على الأصول على عكس قطاع الخدمات والتي تأثرت عوائد شركاتها سلباً لاعتمادها على التمويل بالديون طويلة الأجل وأوضحت النتائج أن رصيد الدائنين له أثر إيجابي على العائد على الأصول فقط في قطاع الصناعة بينما

القروض قصيرة الأجل كان لها أثر إيجابي على العائد على الأصول فقط لدى الشركات في القطاع الاستثمار والتأمين ، والذي يعد الاقتراض قصير الأجل أحد أهم أدواته الأساسية وتوصى هذه الدراسة بالاعتماد على التمويل بالقروض طويلة الأجل وينسب مناسبة لما لها من أثر إيجابية على الربحية .

ومما سبق يمكن صياغة فرضية الدراسة كما يلي: يوجد تأثير للرافعة المالية على عوائد الأسهم.

## الدراسة الاختبارية

### أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية والتي بلغ عددها (268 شركة) في نهاية عام 2019 وبعد استبعاد الشركات التي تعمل في قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية (66 شركة) ، يبلغ مجتمع الدراسة الحالية (202 شركة) ، وسوف تعتمد الباحثة على اختيار عينة ميسرة من تلك الشركات المسجلة ، ويبلغ عدد شركات العينة 115 شركة ، حيث تم استبعاد 17 شركة لعدم توافر معلومات في دليل الشركات على موقع البورصة ، كما وأن هناك قيم شاذة عن القيم الأخرى لبعض الشركات الت يتم استبعادها عند التحليل الإحصائي لتجنب تأثيرها على النتائج ، وبالتالي يوجد في العينة (98 شركة ) من الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية، وقد اعتمدت الباحثة على عدة معايير منها:

1- استبعاد قطاع البنوك والمؤسسات المالية ، لأن مثل تلك الشركات لها قواعدها ومعاييرها الخاصة بها والتي تختلف عن الشركات الأخرى.

2- استبعاد الشركات المتوقفة عملياتها ، وكذلك ذات الندرة في التعامل على أسهمها خلال الفترة من عام 2015 حتى عام 2019.

3- أن تكون هذه الشركات مقيدة ومتداولة الأسهم في البورصة المصرية.

### ثانياً: مصادر الحصول على بيانات الدراسة

اعتمدت الباحثة على الحصول على كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية على شركة مصر لنشر المعلومات ، وموقع investing للحصول على أسعار الأسهم في نهاية كل سنة مالية من 2015 إلى 2019 ، حيث تم الحصول على البيانات الخاصة بكافة شركات عينة الدراسة وهي القوائم المالية السنوية للشركة وأسعار الأسهم الخاصة بكل شركة.

### ثالثاً : النموذج العام للدراسة

سوف يتم استخدام نموذج الانحدار Regression Model لاختبار فروض الدراسة:

$$R_{i,t} = B_0 + B_1DFL_{i,t} + B_2CFO_{i,t} + B_3LR_{i,t} + B_4PBV_{i,t} + B_5ROA_{i,t} + B_6SIZE_{i,t} + \sigma_{i,t}$$

حيث أن:

$R_{i,t}$ : عوائد الأسهم للشركة  $i$  في الفترة  $t$

$B_0$ : ثابت الانحدار

$B_1$ : معامل انحدار المتغير المستقل

$B_2, B_3, B_4, B_5, B_6$ : معاملات انحدار المتغيرات الضابطة

$DFL_{i,t}$ : درجة الرافعة المالية للشركة  $i$  في الفترة  $t$

$CFO_{i,t}$ : التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة  $i$  في الفترة  $t$

$LR_{i,t}$ : نسبة السيولة للشركة  $i$  في الفترة  $t$

$PBV_{i,t}$ : مضاعف القيمة الدفترية للشركة  $i$  في الفترة  $t$

$ROA_{i,t}$ : ربحية الشركة للشركة  $i$  في الفترة  $t$

$SIZE_{i,t}$ : حجم الشركة للشركة  $i$  في الفترة  $t$

$\sigma_{i,t}$ : بند الخطأ للشركة  $i$  في الفترة  $t$

رابعاً : التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

#### 1- المتغير التابع عوائد الأسهم:

سيتم قياسه من خلال العائد الرأسمالي بالإضافة إلى عائد التوزيعات النقدية (Nahandi et al., 2012) ، ويتم حسابه من خلال العلاقة الآتية :

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

حيث إن:

$R_{i,t}$ : عائد السهم الواحد في الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$ .

$P_{i,t}$ : سعر السهم في الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$ .

$P_{i,t-1}$ : سعر السهم في الشركة  $i$  في بداية الفترة  $t$  والذي يمثل سعر السهم في نهاية السنة السابقة  $t-1$ .

$D_{i,t}$ : حصة سهم الشركة  $i$  من التوزيعات النقدية للسهم الواحد في الفترة  $t$  ويتم حسابها من خلال قسمة توزيعات الأرباح على عدد الأسهم.

## 2- المتغير المستقل الرافعة المالية:

معظم كتاب الإدارة المالية ، وكذلك معظم الدراسات تعتبر أن الرافعة المالية عبارة عن مجموع الديون على مجموع الأصول، وبالرغم من ذلك نجد أن هناك بعض الدراسات القليلة التي اعتبرت أن الرافعة المالية هي عبارة عن مجموع الالتزامات طويلة الأجل على مجموع الأصول مثل دراسة (Aivazian et al.,2005). كما وأن الرافعة المالية تبين مدى اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية وغيرها في سد احتياجاتها المالية ، مما ينعكس على الأرباح التي يحصل عليها الملاك ومن ثم ينعكس على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها جراء استخدام أموال الغير لتحقيق أكبر عائد ممكن للملاك والمساهمين ، لذا تعتبر من العوامل المهمة التي تؤثر على العوائد مثل دراسة (Adami et al.,2010).

وفي هذه الدراسة تم قياس الرافعة المالية على أساس مجموع الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل إلى مجموع الأصول ، وذلك تمثيلاً مع معظم الدراسات الحديثة والقديمة ، بالإضافة إلى أن تأثير الرافعة المالية ينشأ من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة (هنيدى، 2003) ومن المعروف أن الفوائد تكون على الديون قصيرة الأجل وعلى الديون طويلة الأجل ، أي أن كليهما يحمل تكاليف ثابتة وبالتالي فلهما تأثير الرافعة المالية .

وسيتم قياسه وفقاً للمعادلة التالية :

$$DFL = \frac{\text{إجمالي الالتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$



جدول (1) التعريفات الإجرائية للمتغيرات الضابطة

اسم المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي للمتغيرات الضابطة
التدفقات النقدية التشغيلية	CFO	إجمالي التدفقات النقدية التشغيلية/ إجمالي الأصول
نسبة السيولة	LR	إجمالي الأصول المتداولة / إجمالي الالتزامات المتداولة
مضاعف القيمة الدفترية	PBV	القيمة الدفترية للأسهم / القيمة السوقية للأسهم
ربحية الشركة	ROA	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب / إجمالي الأصول
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام

### خامساً : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يعرض جدول ( 2 ) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بهدف إظهار خصائصها المميزة على مستوى شركات عينة الدراسة، وتتضمن تلك الإحصاءات كل من المدى والمتوسط والانحراف المعياري والتكرار لقيم متغيرات الدراسة.

جدول (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الخطأ المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات
المتغير التابع:					
0.448	0.0481	1.272	0.517-	490	عوائد الأسهم
المتغير المستقل:					
0.217	0.4310	0.842	0.063	490	الرافعة المالية
المتغيرات الضابطة					
0.074	0.0842	0.282	0.003	490	التدفقات النقدية التشغيلية
2.736	2.4424	11.968	0.485	490	نسبة السيولة
2.474	2.5742	10.409	0.337	490	مضاعف القيمة الدفترية
0.068	0.0485	0.192	0.078-	490	ربحية الشركة
1.593	20.111	22.835	17.504	490	حجم الشركة

### يتضح من جدول (2) ما يلي:

- بالنظر إلى بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الداخلة في نموذج الدراسة ، نلاحظ من الدراسة أن عدد المشاهدات لمتغيرات الدراسة قد بلغ 490 مشاهدة (5\*98) خلال فترة الدراسة البالغة (5) سنوات ، وفيما يتعلق بالمتغير التابع عوائد الأسهم ، تشير الإحصاءات الوصفية إلى أن متوسط عوائد الأسهم قد بلغ (48%)

بخطأ معياري قدره (0.448)، وقد كان الحد الأقصى لمعدل العوائد يبلغ (1.272)، بينما الحد الأدنى لمعدل عوائد الأسهم يبلغ (-0.517)، مما يعنى أن هناك تباين واضح في العائد على السهم ، وهذا يعود إلى التباين في معدل الطلب على أنواع محددة من الأسهم ذات السيولة العالية ، وذلك لرغبة المستثمرين في السوق المالية بشراء الأسهم ذات السيولة العالية لسرعة إعادة بيعها عند الحاجة لسيولة ، ويعود إلى مدى الأرباح التي يتم تحقيقها من قبل الشركات من أجل تعظيم ثروة المساهمين والملاك.

■ فيما يتعلق بالمتغير المستقل الرافعة المالية ، تشير الإحصاءات الوصفية إلى وجود تشتت في قيم الرافعة المالية فيما بين شركات عينة الدراسة ، حيث بلغ الحد الأقصى (0.842) ، بينما بلغ الحد الأدنى (0.063) ، بخطأ معياري قدره (0.217) ، والذي يقل عن المتوسط الذى يبلغ (43%)، ويرجع السبب في ذلك إلى تفاوت القيود التي تحد من قدرة الشركة في الوصول لمصادر التمويل الخارجي ( الرافعة المالية ) كمشكلة الوكالة ، وعدم تماثل المعلومات، وبالتالي إذا احتاجت الشركة إلى أموال إضافية بهدف التوسع والنمو، فإن التوجه يكون أمام هذه الشركات للحصول على احتياجاتها النقدية هو زيادة حجم الاقتراض الخارجي، أو التوجه إلى السوق المالي لزيادة رأس المال المصدر أو الحصول على هذه الأموال من خلال مزيج يشمل أموال الملكية وأموال الاقتراض.

### سادساً : نتائج تحليل الارتباط

يوضح جدول رقم (3) علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة، حيث يتضح عدم وجود ارتباط بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة توفر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون الموضحة بالجدول إلى عدم وجود ارتباط بين نسبة التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم ، وأيضاً بين نسبة التدفقات النقدية التشغيلية والرافعة المالية ، كما تشير النتائج إلى عدم وجود ارتباط بين نسبة السيولة وعوائد الأسهم ، ويتبين كذلك وجود علاقة سالبة (دالة عند مستوى معنوية 0.01) بين نسبة السيولة والرافعة المالية، وعدم وجود ارتباط بين نسبة السيولة والتدفقات النقدية التشغيلية ، كذلك تشير نتائج تحليل الارتباط وجود علاقة سالبة (دالة عند مستوى 0.01) بين مضاعف القيمة الدفترية وعوائد الأسهم ، كذلك يتضح وجود علاقة موجبة (دالة عند مستوى 0.01) بين مضاعف القيمة الدفترية والرافعة المالية ، ووجود علاقة سالبة (دالة عند مستوى 0.01) بين مضاعف القيمة

الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية، وكذلك وجود علاقة سالبة (دالة عند مستوى 0.05) بين مضاعف القيمة الدفترية و نسبة السيولة ، وكذلك تظهر النتائج وجود علاقة موجبة (دالة عند مستوى 0.01) بين ربحية الشركة و عوائد الأسهم، كما توجد علاقة سالبة (دالة عند مستوى 0.01) بين ربحية الشركة و الرافعة المالية ، كما توجد علاقة موجبة (دالة عند مستوى 0.01) بين ربحية الشركة و التدفقات النقدية التشغيلية ، كذلك عدم وجود ارتباط بين ربحية الشركة و نسبة السيولة ، كذلك توجد علاقة سالبة (دالة عند مستوى 0.01) بين ربحية الشركة و مضاعف القيمة الدفترية ، وأخيراً، تشير نتائج تحليل الارتباط لبيرسون إلى عدم وجود ارتباط بين حجم الشركة و عوائد الأسهم، كذلك وجود علاقة موجبة (دالة عند مستوى 0.01) بين حجم الشركة و الرافعة المالية، وعدم وجود ارتباط بين حجم الشركة و التدفقات النقدية التشغيلية، كما توجد علاقة سالبة (دالة عند مستوى 0.01) بين حجم الشركة و نسبة السيولة، ووجود علاقة موجبة (دالة عند مستوى 0.10) مضاعف القيمة الدفترية ، كما توجد علاقة موجبة (دالة عند مستوى 0.01) بين حجم الشركة و ربحية الشركة.

### جدول (3)

مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة

المتغير	عوائد الأسهم	الرافعة المالية	التدفقات النقدية التشغيلية	نسبة السيولة	مضاعف القيمة الدفترية	ربحية الشركة	حجم الشركة
عوائد الأسهم	1						
الرافعة المالية	0.007	1					
التدفقات النقدية التشغيلية	0.039	0.060	1				
نسبة السيولة	-0.039	-0.461***	-0.022	1			
مضاعف القيمة الدفترية	-0.150***	0.288***	-0.128***	-0.092**	1		
ربحية الشركة	-0.180***	-0.168***	0.278***	0.017	-0.217***	1	
حجم الشركة	0.020	0.325***	-0.032	-0.349***	0.083*	-0.163***	1

## سابعاً : نتائج تحليل الانحدار

تم الاعتماد على نماذج (Panel Data) لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، والتي تتناسب مع طبيعة بيانات الدراسة لاحتوائها على مجموعة من الشركات في عدة سنوات مختلفة، بهدف الوصول إلى أهم المتغيرات المؤثرة في المتغير التابع. وذلك بإجراء العديد من الاختبارات باستخدام برنامج STATA على النحو التالي) :

### أ- مشكلة الازدواج الخطي Multicollinearity :

يقصد بالازدواج الخطي وجود ارتباط مؤثر ما بين المتغير المستقل بعضها البعض، وتم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدرّة في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم "VIF"، ولوحظ أن جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نموذج الانحدار لم تتجاوز 10، حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم في النماذج المقدرّة (1.35)، وهو ما يعنى عدم وقوع نموذج الدراسة المقدرّة في هذه المشكلة من مشاكل القياس.

### ب- مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation:

تعتبر من أخطر أهم المشاكل التي تواجه الباحث في تقدير نماذج الانحدار والتي لو وقع فيها النموذج لا نستطيع الاعتماد علي نتائجه وهي تنشأ عن طريق وجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الانحدار، وقد قامت الباحثة باستخدام اختبار (Wooldridge) للكشف عن مدى وقوع النموذج في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء أم لا، وبحسابه توصلت الباحثة من هذا الاختبار إلي أنه يوجد مشكلة ارتباط تسلسلي بين الأخطاء في متغيرات الدراسة في النموذج حيث كانت قيمة (P-Value=0.0077) ، وهي بذلك أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي فإن هذا النموذج يعاني من هذه المشكلة، ولحل هذه المشكلة قامت الباحثة بتطبيق أسلوب (Robust Standard Error)، والذي يصحح الأخطاء المعيارية من أثر مشكلتي عدم ثبات التباينات والارتباط الذاتي.

جدول (4)

اختبار White test لاختبار مشكلة عدم ثبات التباينات

autocorrelation	Wooldridge test	
	p-value	F Test
Yes	0.0077	7.40

### ج- مشكلة اختلاف التباينات Heteroscedasticity:

للتحقق من صحة فرض ثبات التباينات، قامت الباحثة باستخدام اختبار Cook-Weisberg، White، وبحسابهما تبين تحقق هذا الشرط في نموذج الدراسة، حيث كانت قيمة  $PValue = 0.8458$ ، أي أكبر من 5% ويبين جدول رقم (5) اختبار White test لاختبار مشكلة عدم ثبات التباينات .

جدول (5)  
اختبار White test لاختبار مشكلة عدم ثبات التباينات

Heteroscedasticity	White test	
	p-value	White test
No	0.8458	19.63

#### د- مشكلة اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality.

قامت الباحثة بالتحقق من فرض مهم من فروض تطبيق طريقة المربعات الصغرى المستخدمة في التقدير ألا وهو أن تتبع الأخطاء العشوائية لنماذج الانحدار المقدر التوزيع الطبيعي، وللتحقق من هذا الفرض تم استخدام اختبار Shapiro-wilk، واختبار Skewness/Kurtosis، ولوحظ أن الفرض غير متحقق وأن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت قيمة ( $p\text{-value} < 0.5$ ) في نموذج الدراسة، وبالتالي فقدت طريقة المربعات الصغرى أهم شرط من شروط استخدامها، ويبين جدول رقم (6) نتائج اختبار Shapiro-wilk.

جدول (6)  
اختبار Shapiro-wilk، لاختبار مشكلة التوزيع الطبيعي

Normality	TestShapiro	
	pvalue	Shapiro
No	0.000	10.615

#### ثامناً: نتائج اختبار فرضية الدراسة

يعرض الجدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول معنوية الانحدار الخطى المتعدد وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) حيث كانت قيمة اختبار (F) مساوية لـ (1.44) ودلالته (1%) وهو أقل من مستوى الدلالة المطلوب في العلوم الاجتماعية (5%). كذلك أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (7) أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) تعادل (0.28) وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة في معادلة الانحدار تفسر (28%) تقريباً من التباين في المتغير التابع. وكذلك تشير نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF) أن جميع متغيرات النموذج تقع في الحدود الطبيعية، حيث كانت أكبر قيمة لهذا المعامل (1.35) مما يعنى أن البيانات لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطى بين المتغيرات.

وفيما يتعلق بنتائج اختبار فرضية الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد وجود تأثير معنوي موجب بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم (عند مستوى معنوية 5%) حيث بلغ معامل

التحديد (28%) وهذا في حالة عدم إضافة عنصر الزمن ، ولكن في حالة إضافة الزمن ظلت النتائج كما هي مما يدل على ثبات النتائج ولكن معامل التحديد زاد من (0.28) إلى (0.47) ، ومعامل التحديد المعدل من (0.085) إلى (0.325) . ويتضح أن تلك النتيجة تتفق مع فرضية الدراسة الحالية وجود تأثير بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم.

جدول رقم (7) : نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter)

معامل التضخم	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)	الخطأ المعياري (Std.Error)	معاملات الانحدار ( $\beta$ )	
	<b>*0.084</b>	<b>1.730-</b>	<b>1.198</b>	<b>2.073-</b>	ثابت الانحدار (Constant)
<b>1.35</b>	<b>**0.041</b>	<b>2.045</b>	<b>0.217</b>	<b>0.445</b>	الرافعة المالية (DFL)
<b>1.14</b>	<b>0.581</b>	<b>0.551-</b>	<b>0.336</b>	<b>0.185-</b>	التدفقات النقدية التشغيلية (CFO)
<b>1.14</b>	<b>0.370</b>	<b>0.896-</b>	<b>0.012</b>	<b>0.011-</b>	نسبة السيولة (LR)
<b>1.05</b>	<b>***0.0000</b>	<b>5.181-</b>	<b>0.018</b>	<b>0.095 -</b>	مضاعف القيمة الدفترية (PBV)
<b>1.14</b>	<b>***0.0003</b>	<b>3.655</b>	<b>0.523</b>	<b>1.913</b>	ربحية الشركة (ROA)
<b>1.12</b>	<b>*0.082</b>	<b>1.741</b>	<b>0.060</b>	<b>0.105</b>	حجم الشركة (SIZE)
		<b>0.28</b>			معامل التحديد R2
		<b>0.085</b>			معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup> Adjusted
		<b>1.446</b>			قيمة (F) المحسوبة
		<b>***0.006</b>			دلالة اختبار (F)
		<b>نعم</b>			Robust Standard Error
		<b>490</b>			عدد المشاهدات N

### تفسير النتائج و خلاصة الدراسة

تشير نتائج الدراسة إلى وجود تأثير معنوي بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم بعد القيام باختبار F لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع ( $R_{i,t}$ ) والمتغير المستقل (DFL) يتبين أن هذا النموذج كما في الجدول رقم (7) يصلح لتمثيل هذه العلاقة بين المتغيرين عند مستوى معنوية 1% أي بدرجة ثقة 99% وهذا يدل على صلاحية النموذج بتمثيل العلاقة المذكورة، حيث بلغت قيمة معامل التحديد  $R^2$ (0.28) أي بنسبة 28% من التغيرات الحاصلة في عائد السهم الواحد وهي نسبة مقبولة إحصائياً أما النسبة المتبقية 72% فتعود لعوامل أخرى. لذلك نستنتج أن العلاقة بين المتغير التابع والمستقل هي علاقة طردية قوية، أي أن الزيادة في نسبة الرافعة المالية تؤدي للزيادة في عائد السهم .

ومما سبق يتضح للباحثة صحة الفرضية القائلة أنه يوجد تأثير بين الرافعة المالية و عوائد الأسهم ، ويمكن القول أنه يوجد تأثير معنوي موجب بين الرافعة المالية و عوائد الأسهم على عكس معظم الدراسات التجريبية الأخرى. وتتفق نتائج تحليل هذه الفرضية مع نتائج بعض الدراسات السابقة والتي أشارت لوجود تأثير معنوي موجب بين المتغيرين مثل دراسة (Tsatsaronis and Yang, 2012 ; Aharon and Yagil, 2019)

وتفسر هذه العلاقة الطردية بالتأثير الموجب للرافعة المالية على عوائد الأسهم ، وذلك لاعتماد أغلبية الشركات المكونة لعينة الدراسة خلال الفترة 2015-2019 على الاقتراض متوسط وطويل الأجل بمعدلات فائدة أقل من العوائد المتوقعة ، وحيث أن قيمة الشركة تزداد مع زيادة الرافعة المالية، لأن فوائد القروض تخفض الضريبة ، وبالتالي تزداد الأرباح وتزداد قيمة الشركة وسعر سهمها بالسوق ، على عكس البعض الآخر التي بالغت في استعمال الديون ، مما جعلها تتحمل تكاليف إضافية أدت إلى انخفاض العوائد ، وهو التأثير السلبي للرافعة المالية، ويتوقف أثر الرافعة المالية بدرجة كبيرة على قدرة المؤسسة على تحقيق الدخل ومعدل العائد على الموجودات وتكلفة الاقتراض ، فإذا كانت قدرة الشركة على تحقيق الدخل جيدة وكان معدل العائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض فإن الرافعة المالية يحسن ويزيد من العائد على السهم ، والعكس صحيح ، وبالتالي فإن على الشركة أن توازن في قرار التمويل بالدين في ضوء عاملين متعارضين " زيادة العائد وزيادة المخاطرة بالوقت نفسه ، حيث أنه كلما زادت درجة الرافعة المالية فإن العائد على السهم يزداد والمخاطرة تزداد أيضا وبالتالي توجد علاقة موجبة بين الرافعة المالية و عوائد الأسهم . وعليه يمكن القول أن الرافعة المالية سلاح ذو حدين ، فالمبالغة في استخدام الديون تؤدي إلى الزيادة في المخاطر وانخفاض ربحية السهم ، أما الاستثمار بمعدلات فائدة أكبر من معدلات الاقتراض فإنه يرفع من ربحية السهم.

#### تم تلخيص نتائج الدراسة على النحو التالي:

- 1- وجود تأثير موجب بين الرافعة المالية و عوائد الأسهم ، وهذا يعنى اعتماد الشركات على الاقتراض متوسط وطويل الأجل بمعدلات فائدة أقل من العوائد المتوقعة ، وحيث أن قيمة الشركة تزداد مع زيادة الرافعة المالية لأن فوائد القروض تخفض الضريبة ، وبالتالي تزداد الأرباح وتزداد قيمة الشركة وسعر سهمها بالسوق.
- 2- الرافعة المالية سلاح ذو حدين ، فإذا كان العائد المحقق يفوق تكلفة الدين ، فإن الرافعة المالية تكون موجبة، أما إذا كانت تكلفة الدين تشكل الجزء الأكبر في الهيكل المالي هنا ترتفع درجة المخاطر وهذا ما ينجم عنه تكلفة دين أعلى من العائد المحقق، وهذا هو التأثير السلبي للرافعة المالية.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية

- الساعدي ، علاء (2012). هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة فيه: دراسة تطبيقية للشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية. *مجلة الاقتصاد الخليجي* عدد (23)، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة البصرة.
- سامي، نصر، وآخرون (2018). أثر هيكل المديونية على الأداء المالي بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. *مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية*، (2) 8.
- نصيرات، نسبية (2012). أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة ، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير غير منشورة ، الأردن .
- هميسي ، سارة وبلغربي، مريم (2016). أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها . *كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير* ، دبي.
- هندي ، صالح (2003). الفكر الحديث في التمويل . ط3 ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية.

### ثانياً : المراجع الإنجليزية

- Abor, J.(2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6 (5) : 438-445.
- Adami, R., Gough, O., Muradoglu, G., & Sivaprasad, S. (2010). The leverage effect on stock returns. *Social Science Research Network*, Available at <http://ssrn.com/abstract, 1690183>.
- Aharon, D. Y., &Yagil, Y. (2019). The impact of financial leverage on the variance of stock returns. *International Journal of Financial Studies*, 7(1), 14.
- Ahmed, M. A., & Mohammed, O. A. H. (2018). Measuring the impact of leverage indicators on market returns of listed companies An Empirical Study. *QalaaiZanist Journal*, 3(1), 469-487.



- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of corporate finance*, 11(1-2), 277-291.
- Andersson, M. (2016). The effects of leverage on stock returns. University School of Economics and Management. <http://lup.lub.lu.se/studentpapers/record/8889602/file/8890633>.
- Cai, J., & Zhang, Z. (2006). Capital structure dynamics and stock returns. Available at SSRN 685462.
- Chorro, C., Guegan, D., Ielpo, F., & Lalaharison, H. (2018). Testing for leverage effects in the returns of US equities. *Journal of Empirical Finance*, 48, 290-306.
- Djalil, M. A., Saputra, M., and Munandar, A. (2017). Influence of Investment Opportunity Set, Financial Leverage and Firm Size on Real Activity Manipulation and Its Implication on Stock Return. Journal of Resources Development and Management Syiah Kuala University Banda Aceh, *An International Peer-reviewed Journal*, 29.
- Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of financial economics*, 79(3), 469-506.
- Forichi, C. (2014). Leverage and stock returns in emerging markets: the case of South Africa (Doctoral dissertation) PhD Thesis. *Journal of Accounting and Finance*, 67(1), 40-110. [www.core.ac.uk](http://www.core.ac.uk).
- Gill, A., & Obradovich, J. (2013). The impact of corporate governance and financial leverage on the value of American firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 91. [www.digitalcommons.liberty.edu](http://www.digitalcommons.liberty.edu).
- Kenny, G. (2005). *Strategic planning and performance management: develop and measure winning strategy*. Routledge. Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford
- Koseoglu, B. (2014). Cross-sectional variation in stock returns due to leverage in exchange Istanbul. *International Business Research*, 7(1), 34-41.

- Kyereboah - Coleman, A. (2007). The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions. *The Journal of Risk Finance*. 8: 56-71.
- Long, L., Tsui, A. K., & Zhang, Z. (2014). Conditional heteroscedasticity with leverage effect in stock returns: **Evidence from the Chinese stock market**. *Economic Modelling*, 37, 89-102.
- Nahandi, Y., Zeynali, M., & Maleki, A. (2012). Survey the influence of stock liquidity on the stock return of corporations listed at the Tehran stock exchange, *journal of basic and applied scientific research Islamic azad university*, 2(5), 4956-4960.
- Olaniyan, T. O., Oyinloye, L., & Agbadua, B. O. (2020). Effect of financial leverage on shareholder's returns in a dynamic business environment. *Journal Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 2(4), 40-49.
- Ozturk, H., & Yilmaz, A. A. (2015). Leverage and stock returns: Evidence from Istanbul stock exchange. *Accounting and Finance Research*, 4(4), 140.
- Rehman, H., Amir, M., Anwar, M. M., & Malik, B. (2020). Impact of Leverage on Stock Return (A case study of textile sector of Pakistan Stock Exchange). *International Journal of Business and Management Sciences*, 1(4). Available online at [http:// www.ijbms.org](http://www.ijbms.org)
- Rehman, W., Fatima, G., & Ahmad, M. (2012). Impact of debt structure on profitability in textile industry of Pakistan. Waliur Rehman, Goher Fatima, Dr. Mehboob Ahmad, Impact Of Debt Structure On Profitability In Textile Industry Of Pakistan. *International Journal of Economic Review*, 84(12), 78-92.
- Teng, M., Si, J., & Hachiya, T. (2016). Banking relationship, relative leverage and stock returns in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 86-101.
- Zhang, J., & Zhang, X. J. (2020). Off-Balance-Sheet Assets, Financial Leverage, and Expected Stock Returns. Available at SSRN 3095078.

## **Abstract**

Borrowing is one of the financing methods in most companies according to a number of variables, including the size of the company and the nature of the activity it practices, as well as the possibility of fulfilling its obligations on the specified dates, Thus, the increase in the cases of borrowing in companies leads to an increase in financial leverage and an increase in the risks associated with it, but it has a direct impact on property rights through the increase in stock returns in the company. This study aimed to identify the nature of financial leverage and the various theories that explain it and the nature of stock returns, and to find out whether there is an effect of financial leverage on stock returns was applied to a sample of 98 companies (490views) of the companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2015 to 2019 that belong to non-financial sectors. The financial leverage was measured by the ratio of total obligations to total assets. As for stock returns, it is measured through the capital return in addition to the dividend yield, and it was approved On several controlling variables, including operating cash flows, liquidity ratio, book value multiplier, company profitability, company size, and using the Multiple regression analysis The researcher concluded that there is a positive effect between financial leverage and stock returns in Egyptian joint stock companies, and this means that the majority of companies depend on medium and long-term borrowing at interest rates that are lower than the expected returns, and since the value of the company increases with the increase in financial leverage because the interests of loans reduce tax Thus, profits increase, the company's value and its share price increase in the market.

**Keywords:** Financial leverage, stock returns, Egyptian Stock Exchange.