

هل يؤثر تحرير سعر الصرف على العلاقة بين الرفع المالي وعائد أصول وأسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية؟

د. ربيع فتوح محمد عيد

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة دمهور

rabie_eid@com.dmu.edu.eg

ملخص البحث

استهدف البحث دراسة واختبار أثر اتباع سياسة تحرير سعر الصرف على العلاقة بين الرفع المالي Financial Leverage (Lev) كمتغير مستقل (مقاساً بنسبة إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول) والعائد على الأصول Return On Assets (ROA) وعائد السهم العادي Earnings Per Share (EPS) كمتغيرين تابعين للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية، وذلك من خلال دراسة نظرية تحليلية وأخرى تطبيقية على عينة مكونة من 100 شركة غير مالية مسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2016 وحتى 2023 (741 مشاهدة). وقد خلصت الدراسة النظرية إلى أن العلاقة بين الرفع المالي والعائد على أصول وأسهم الشركات تأخذ شكل مقلوب حرف U، حيث تكون العلاقة إيجابية طالما معدلات الربحية تزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، ثم بعد تجاوز الحجم الأمثل للاقتراض تنقلب العلاقة وتصبح سلبية نتيجة تجاوز تكلفة الاقتراض معدلات ربحية الشركة.

هذا وقد أكدت نتائج الدراسة التطبيقية على معنوية وسلبية العلاقة بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول للشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، نتيجة تكبل معظم شركات العينة بمديونيات تفوق الحجم الأمثل لالتزاماتها، وعلى الرغم من استمرار سلبية العلاقة بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول في ظل أخذ أثر المتغير المعدل (تحرير سعر الصرف) في الاعتبار، إلا أن هذه العلاقة أصبحت غير معنوية نتيجة انخفاض القيمة النسبية للالتزامات بالنسبة لربحية الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. كما توصلت النتائج أيضاً إلى أن العلاقة بين الرفع المالي وعائد أسهم الشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية كانت سلبية، ولكنها غير معنوية. وأخيراً تفاوت تأثير المتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة) من حيث شكل العلاقة (إيجابية/سلبية) أو قوتها (معنوي/غير معنوي) على المتغيريين التابعين.

وأوصى الباحث بأهمية إجراء المزيد من البحوث حول أهمية تحديد العوامل التي تؤثر في العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات المصرية، وذلك للوصول إلى أفضل هيكل رأسمالي للشركات المصرية، وذلك لتحسن أداءها المالي ومن ثم قيمتها السوقية.

الكلمات المفتاحية: تحرير سعر الصرف، الرفع المالي، العائد على الأصول، عائد السهم العادي.

¹ تقديم البحث في 2024/6/26 وقبول نشره في 2024/8/3

Does Floating of the Exchange Rate Affect the Relationship between Financial Leverage and the Return on the Assets and Shares of Non-Financial Companies Listed on the Egyptian Stock Exchange?

Abstract

The research aimed to study and test the effect of floating the exchange rate policy on the relationship between financial leverage (Lev) as an independent variable (measured by the ratio of total liabilities ÷ total assets) and return on assets (ROA) and earnings per share (EPS) as dependent variables for non-financial companies registered on the Egyptian Stock Exchange. This is through a theoretical, analytical and applied study on a sample of 100 companies during the period from 2016 to 2023 (741 observations). The theoretical study concluded that the relationship between financial leverage and the return on corporate assets and shares takes the form of an inverted U, where the relationship is positive if the profitability rates exceed the cost of the borrowed funds, then after exceeding the optimal size of borrowing, the relationship reverses and becomes negative because of the cost of borrowing exceeding the profitability rates of Company.

The results of the applied study confirmed the significant and negative relationship between financial leverage and the rate of return on assets (ROA) for non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange, because of most of the sample companies being burdened with debts that exceed the optimal size of their liabilities, and despite the continued negative relationship between financial leverage and the rate of return on assets. Return on assets while taking the effect of the modifying variable (floating of the exchange rate) into account, but this relationship became insignificant because of the decline in the value of liabilities in relation to the profitability of non-financial companies registered on the Egyptian Stock Exchange. The results also found that the relationship between financial leverage and the earnings per share of non-financial companies registered on the Egyptian Stock Exchange was negative, but not significant.

Finally, the impact of the control variables (company size, company age, audit quality) varied in terms of the form of the relationship (positive/negative) or its strength (significant/insignificant) on the two dependent variables.

The researcher recommended the importance of conducting more research on the importance of identifying the factors that affect the relationship between financial leverage and the financial performance of Egyptian companies, to reach the best optimal of the capital structure of Egyptian companies, in order to improve their financial performance and thus their market value.

Keywords: financial leverage, financial performance, floating of exchange rate, return on assets, earnings per share, share price.

1- مقدمة البحث

تلجأ العديد من الشركات لاقتراض أموال من الغير للعديد من الأسباب أهمها؛ دعم أنشطتها التنفيذية في ظل سعر فائدة مستقر، تعزيز القدرة على المناورة المالية والخصومات الضريبية، المحافظة على هيكل رأس مالي أمثل، استخدام الديون في المشاريع قد يؤدي إلى أداء أفضل للأعمال. وعلى الجانب الآخر فإن اعتماد الشركات على أموال الغير (الاقتراض) قد يعرض الشركة لمخاطر كبيرة بسبب الفشل في سداد الديون مما قد يترتب عليه إلى نقل الملكية من المساهمين إلى حملة السندات أو الدائنين، ولذلك أصبح من المهم دراسة تأثير الديون على الأداء المالي للشركات لتمكين مختلف أصحاب المصلحة من فهم كيف تؤثر أموال الاقتراض على الأداء المالي للشركات (Arhinful & Radmehr, 2023).

ولعل أبرز القرارات التي تهتم بها الإدارة المالية للشركة هي القرارات المتعلقة باختيار الهيكل المالي المناسب الذي يحدد مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة في تمويل استثماراتها سواء كان ذلك عن طريق التمويل بالقروض والذي ينتج عنه ما يسمى بالرفع المالي أو عن طريق التمويل بحقوق الملكية، فكلما اعتمدت الشركة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها المالية ترتب على ذلك تحقيق مزايا مالية خاصة مع ثبات تكلفة الاستدانة والتي قد تكون أقل من تكلفة حقوق الملكية مما قد يجعل الاقتراض مصدر مستحسن للتمويل، مع الأخذ في الاعتبار أن استخدام التمويل بالمديونية يجب أن يرافقه كفاءة في استغلاله لتجنب مخاطر ارتفاع تكلفته عن العائد المتوقع من النشاط، بحيث يجب على الشركة الموازنة بين العائد والمخاطرة فكلما كان أثر الرفع المالي إيجابيا كلما ارتفعت المردودية المالية للشركة (إيناس & ساكر، 2023).

وفي مجال أهمية الرفع المالي أكدت دراستي (Chadha&Sharma,2015; Dewi et al., 2018) على أن نسبة الرفع المالي تمثل أداة لقياس مدى استخدام الشركة لأموال الغير في تمويل عملياتها، كما تعبر عن العلاقة بين الأموال المقرضة والمملوكة الشركة. وتتفق (Gwatidzo et al.,2016;Dewi et al.,2018) على أن نسبة الرفع المالي يرتبط بها مستوى مخاطر مرتفعة للشركة المقترضة. كما توضح دراسة (Gwatidzo et al.,2016) أنه في ظل ارتفاع نسبة الرفع المالي وكذلك ارتفاع درجة المخاطرة يكون لدى إدارة الشركات دوافع للتلاعب بالأرباح، حيث تمثل نسبة الرفع المالي أحد دوافع قيام الإدارة بارتكاب الغش بالقوائم المالية لوفاء بشروط المديونية. كما تؤكد إحدى الدراسات على أن المستثمرون في الأسهم يرون أن الرفع المالي له أثر إيجابي على أداء الشركات كلما كان الوضع المالي أو الربحي للشركة أفضل ومن ثم يكون المردود إيجابي لكلا الطرفين (الدائنين والمساهمين)، الأمر الذي يجعل تشكيل هيكل رأس مال مثالي للشركة أمراً هاماً. حيث إن العلاقة بين الرفع المالي والأداء للمالي للشركة يمكن تفسيرها

من خلال نظرية الوكالة فيما يتعلق بمعاملات عقود الديون وتأثيرها على العلاقة بين الإدارة والدائنين في معاملات عقود الديون (Harmono et al., 2023).

كم تؤكد دراسة (Akbar & Putri, 2024) على أن زيادة المديونية بهيكل رأس مال الشركة يمكن أن يؤدي إلى تقليل أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية، فالمستوى العالي من الرفع المالي يترتب عليه زيادة تكلفة الفوائد المدفوعة للمقرضين ومن ثم زيادة مخاطر الإفلاس حال عدم القدرة على سدادها، الأمر الذي يقلل من الطلب على أسهم الشركات ذات الرفع المالي المرتفع ومن ثم انخفاض أسعار الأسهم، على العكس من ذلك، فإن انخفاض مستوى الرفع المالي يخفض مع تكلفة الفوائد ومن ثم مخاطر الإفلاس، تؤدي هذه الحالة إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعار الأسهم، وبالتالي فإن تأثير الرفع المالي على أسعار الأسهم يمكن تفسيره من خلال نظرية الإشارة، والتي تقضي بأن الأخبار الجيدة عن الشركة للمساهمين تنعكس إيجاباً على أسعار الأسهم والعكس صحيح.

وفي سياق آخر، ترى دراسة (Jiang et al., 2024) أن تزايد المخاطر المصاحبة لعمليات التمويل عن طريق الاقتراض في الآونة الأخيرة واكبه زيادة انتشار الشركات ذات الرفع المالي الصفري zero-leverage (ZL) خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث لا تستخدم واحدة من كل خمس شركات مقيدة بالبورصة أية مديونية في الوقت الحاضر، وتعتبر ظاهرة الشركات ذات الرفع المالي الصفري لغزاً في أبحاث هيكل رأس المال لأنها غير متوافقة مع نظريات هيكل رأس المال القياسية، ووفقاً لنظرية المقايضة الثابتة لهيكل رأس المال، ينبغي للشركات أن تحافظ على نسبة الرفع المالي المثلى التي يتم عندها تعويض فوائد التوفير الضريبي من زيادة الديون عن طريق تكاليف الإفلاس. حيث تنتبأ نماذج المقايضة الديناميكية برافعة مالية مثالية أقل مقارنة بالنماذج الثابتة، ومع ذلك فقد فشلت تلك النماذج في التنبؤ بنسبة الشركات ذات الرفع المالي الصفري.

- وقد أدت التطورات الاقتصادية والسياسية منذ أوائل فترة الستينيات من القرن الماضي إلى فشل نظام النقد الدولي المبني على اتفاقية بريتون وودز¹، التي اعتمدت على نظام ثابت لأسعار صرف عملات دول الأعضاء أمام الدولار الأمريكي، من خلال قابلية تحويل العملات إلى ذهب دون حدوث تغيير للسعر، ونتيجة انهيار هذه الاتفاقية في ضبط التغيرات الكبيرة المستمرة في أسعار صرف العملات في الدول المشاركة فيها بدأ التفكير في تحرير العملة، حيث سعت اتفاقية سيمشونيان² التي أبرمت في ديسمبر عام 1971 إلى تعزيز هذه السياسة، الأمر الذي جعل السلطات المصرية من خلال البنك

¹ تمت هذه الاتفاقية في 1944/7/20 بما بين الدول الموقعة عليها لإنشاء صندوق النقد الدولي بهدف مساعدة الدول الأعضاء على الحفاظ على أسعار صرف ثابتة مبنية على معيار التبادل بالذهب، والذي كانت العملات فيه مربوطة بالدولار الأمريكي، الذي كان بدوره قابل للتحويل إلى ذهب بسعر 35 دولار/أوقية. (Lamoreaux & Shapiro, 2019).

² هي اتفاقية تمت بين مجموعة الدول العشرة الكبار في مؤسسة سيمشونيان بالعاصمة الأمريكية واشنطن، والتي أسفرت عن توقيع العشرة وتعهد الولايات المتحدة بربط الدولار بسعر الصرف 38 دولار/أوقية (بدلاً من 35 دولار/الأوقية؛ أي أن الدولار فقد 7,9% من قيمته).

المصري يعمل عدد 4 تخفيضات كبيرة للجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي خلال الحقبة الزمنية المنقضية والتي كانت بياناتها كما يلي:

جدول 1-1: يوضح نسبة الإنخفاض في قيمة الجنيه المصري خلال فترة الدراسة

م	التاريخ	السعر قبل التحرير	السعر بعد التحرير	نسبة الانخفاض في قيمة الجنيه
1	نوفمبر 2016	8.88	17.77	%100
2	مارس 2022	15.77	19.7	%25
3	أكتوبر 2022	19.7	24.7	%25.4
4	يناير 2023	24.7	32.0	%30

كما يتوقع خبراء في الاقتصاد حدوث جولة جديدة من تحرير العملة المحلية في مصر "في ضوء ارتفاع أسعار السلع الأولية والغذاء والانخفاض المحتمل في أعداد السياح"، وذلك بحسب ما ورد في تقرير لبنك الاستثمار "جي بي مورغان" (بدران، 2022)³.

وتتضمن حزمة تخفيف تداعيات التحديات الاقتصادية العالمية العديد من السياسات أهمها؛ تحرير سعر صرف الجنيه المصري أمام سلة العملات الأجنبية وكذلك رفع سعر الإقراض (بدران، 2022). الأمر الذي يتبعه ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة من قبل الشركات نتيجة رفع سعر الإقراض، كما أن انخفاض قيمة الجنية نتيجة سياسة التحرير يتبعه انخفاض القيمة الحقيقية للالتزامات الشركة الأجلة مقارنة بقيمتها النقدية عند أجل السداد إذا كانت مقومة بالعملة المصرية، أما إذا كانت الشركة مقترضة بالعملة الأجنبية فإنها تتحمل عبء أكبر عند أجل السداد. الأمر الذي يتبعه تأثر النتائج المالية للشركات المصرية سواء في صورة ارتفاع تكلفة الإقراض أو انخفاض قيمة الجنيه.

وانطلاقاً من أن المعلومات المحاسبية المنشورة بالقوائم المالية تركز في قياسها على افتراض محاسبي هام وهو "ثبات وحدة النقد" (أي ثابت القوة شرائية لوحدة النقد مع مرور الوقت)، فإن تحرير سعر الصرف يعد اختلال بهذا الافتراض، ومن ثم فإن المعلومات المحاسبية المنشورة بالقوائم المالية لم تعد متوافقة مع افتراض ثبات وحدة النقد نتيجة اختلاف العواقب الاقتصادية لتحرير سعر الصرف، فمكاسب أو خسائر تحرير سعر الصرف غير المعترف بها قد تساعد على اتخاذ قرارات من قبل المستخدمين المستقبليين، حيث قد تتحول مكاسب أو خسائر تحرير سعر الصرف إلى تدفقات نقدية مع مرور الوقت، ولهذا تعتبر ظاهرة تحرير سعر الصرف من الموضوعات التي تهم صناع السياسات ومتخذي القرارات لأنها تؤثر على القدرة المالية الحقيقية للمواطنين في أي بلد، ومن ثم قد تؤثر سلبياً أو إيجاباً على مستويات الاستهلاك والاستثمار، وعلى القوة الشرائية للعملة المحلية ومن ثم على النشاط الاقتصادي ككل (طه، 2021). ولهذا

³ بدران، وليد. (2022) "كيف يؤثر تخفيض قيمة الجنيه على حياة المصريين؟" BBC News - عربي

فإن البحث الحالي يصبو إلى اختبار أثر سياسة تحرير سعر صرف العملات الأجنبية أمام الجنيه المصري على العلاقة بين الرفع المالي للشركات المصرية وأدائها المالي كمبادرة سابقة في هذا المجال.

2- مشكلة البحث

نال موضوع العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات اهتمام العديد من الباحثين على المستوى العالمي (Akbar & Putri, 2024; Masyhuri, 2024; Tulcanaza– Prieto et al., 2024; Arhinful, & Radmehr, 2023; Towo, 2023; Moussa, & El Feidi, 2023; Al– Habashneh, 2023; Claassen et al., 2023; Yasmin & Hassan, 2022; Senan et al., 2021; Aloshaibat, 2021; Gathara et al., 2019; Dey et al., 2018; Nasser, 2016;; Mohamed, 2016; Enekwe et al., 2018; Rehman, 2013; Jermias, 2008)، وكذلك المستوى العربي والمحلي (المعايطه، 2018؛ ياسين، 2020؛ عبد المنعم، 2020؛ الشهري، 2020؛ بيطار & حمود، 2022؛ غريب وآخرون، 2022؛ إيناس & ساكر، 2023؛ الجابري & الكثيري، 2023)، إلا أن الوقوف على تأثير هذه العلاقة (أثر الرفع المالي على معدل العائد على الأصول، وعائد السهم العادي) بالمتغيرات الاقتصادية المستحدثة مثل سياسة تحرير سعر الصرف لم ينل اهتماماً سواء على المستوى العالمي أو المحلي، ولهذا يصبو البحث الحالي إلى الوقوف على أثر سياسة تحرير سعر صرف العملة الأجنبية على العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي (مقاساً: بمعدل العائد على الأصول، وعائد السهم العادي) للشركات المقيدة بالبورصة المصرية من خلال الإجابة على تساؤلات البحث التالية:

أ. هل يؤثر الرفع المالي على كل من؛ معدل العائد على الأصول، وعائد السهم العادي للشركات وهل يوجد دليل على هذا التأثير من البورصة المصرية؟

ب. هل يؤثر تحرير سعر الصرف على العلاقة بين الرفع المالي وكل من؛ معدل العائد على الأصول، وعائد السهم العادي وهل يوجد دليل على هذا التأثير من البورصة المصرية؟

3- هدف البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة واختبار تأثير سياسة تحرير سعر صرف العملة الأجنبية على العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي (مقاساً بالعائد على الأصول، وعائد السهم العادي) للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية، وذلك باستخدام عينة من الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية عن الفترة من يناير 2016 – 2023.

4 - أهمية البحث ودوافعه

يستمد البحث أهميته من خلال سعيه للوقوف على أثر أحد الظواهر الاقتصادية الكلية المعاصرة (تحرير سعر الصرف) على العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركة. ويأتي ذلك في ظل الاهتمام المتزايد بأهمية المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرارات العديد من مستخدمي القوائم المالية، سواء على المستوى العالمي، أو المستوى الإقليمي والوطني خاصة مع إصدار معايير المحاسبة المصرية المعدلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم (110) لسنة 2015، كما عدلت أحكام هذه المعايير بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 69 لسنة 2019 تبعه قرار رئيس الجهاز المركزي للمحاسبات رقم 732 لسنة 2020 باعتمادها كإطار مكمل للنظام المحاسبي الموحد، وبالتالي يأمل الباحثون أن يكون لنتائج هذا البحث مردوداً إيجابياً بشأن أهمية معلومات القوائم المالية بالنسبة للمستثمرين والمقرضين (حاملو الأسهم والسندات) في البورصة المصرية، ومن ثم فإن تناول هذا الموضوع يعتبر أمراً جديراً بالدراسة.

وتتمثل أهمية البحث العملية في محاولة إيجاد دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على مدى تأثير العلاقة بين العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركة بسياسة تحرير سعر الصرف في ظل مجموعة من المتغيرات الرقابية، وذلك من خلال دراسة تطبيقية استخدمت بيانات فعلية منشورة بالقوائم المالية السنوية، وبالتالي تم التغلب على قصور نتائج بعض الدراسات الميدانية التي تعتمد على قوائم الاستقصاء كأداة لجمع البيانات. وعلى الرغم كثرة دوافع هذا البحث إلا أن أهمها مساهمة البحوث الأجنبية في هذا المجال، والتركيز على أحد أهم الموضوعات التي تهم العديد من أصحاب المصالح وبصفة خاصة المساهمين والمقرضين، واختبار فروض البحث وفقاً لمنهجية متطورة تشمل استخدام العديد من الأساليب الإحصائية، وبالتالي مساهمة أحدث الدراسات الأجنبية في مجال المحاسبة المالية

5- حدود البحث

يقصر البحث الحالي على دراسة واختبار أثر سياسة تحرير سعر صرف العملة الأجنبية على العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي (مقاساً: بمعدل العائد على الأصول، عائد السهم العادي) للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية، ولذلك لن يتم التعرض لمؤشرات الأداء المالي الأخرى مثل؛ نسب السيولة، نسب النشاط، باقي نسب الربحية، كما لم يتعرض البحث للعديد من العوامل التي تؤثر على الأداء المالي مثل خصائص مجلس الإدارة، حوكمة الشركة، طبيعة النشاط.... وأخيراً فإن قابلية تعميم نتائج البحث مشروطة بضوابط تحديد مجتمع وعينة الدراسة والمنهجية المستخدمة في اختبار العلاقة محل الدراسة.

6 - خطة البحث

للإجابة على تساؤلات مشكلة البحث، وتحقيقاً لأهدافه في ضوء حدوده، فسوف تستكمل خطة البحث على النحو التالي:

- 6-1 تحليل الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث واشتقاق فروض البحث.
- 6-2 الدراسة التطبيقية.
- 6-3 خلاصة البحث ومجالات البحث المقترحة.

6-1 تحليل الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث واشتقاق فروض البحث

6-1-1 مفهوم الرفع المالي

تم اشتقاق مفهوم الرفع المالي في كتابات الإدارة المالية من مفهوم الرفع في علوم الفيزياء والذي يشير إلى الرافعة وتعني إمكانية رفع أو تحريك كتلة ثقيلة باستخدام الرافعة، أما في مجال الإدارة المالية يعني استخدام التكاليف الثابتة سواء مالية أو تشغيلية لرفع (لزيادة) الأرباح، فهو بذلك يقيس متغير واحد بالنسبة لمتغيرات أخرى. وتُعرف الرافعة المالية بأنها مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير في أعمال الشركة. ويعرف الرفع المالي بأنه: تمويل أنشطة وأعمال الشركة بأموال مقترضة من الغير، ويمكن قياسها بنسبة هيكل رأس المال (إجمالي الديون/ حقوق الملكية)، ويعرف الرفع المالي بأنه استخدم الشركة لتكاليف التمويل الثابتة بغرض زيادة عائد حملة الأسهم العادية (الجابري، & الكثيري، 2023).

كما يمكن تعريف الرفع المالي على أنه أحد الخصائص التشغيلية للشركة، والتي تعبر عن مدى اعتمادها في تمويل أصولها على الأموال المقترضة من الغير، وتعتبر أحد مؤشرات التحقق من احتمال مخاطر الإفلاس ومدى الاستقلال المالي ومدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها (Yasmin & Hassan, 2022) أو هو مدى استخدام الشركة لمصدر أموال بتكلفة ثابتة لزيادة أو تقليل تأثير التغيرات في مستوى الربح/الخسارة التشغيلية للشركة قبل الفوائد والضرائب على الأرباح المتاحة للمساهمين (عائد السهم العادي/EPS)، وهذا يعني أن الشركة تستخدم الرفع المالي لتحقيق هدف يجعل عائد المساهمين أفضل، ومن ثم فإن الرافعة المالية هي استخدام مصادر التمويل ذات تكاليف ثابتة لزيادة أرباح المساهمين (Hanafi, 2016). أو هو استخدام الشركات لمصادر تمويل ذات تكلفة ثابتة ينتج عنها أثر إيجابي أعلى على الأرباح، ومن ثم فإن الرفع المالي يؤثر على حصة المساهمين في الأرباح (Lukiana et al., 2024).

كما يعرف الرفع المالي أيضاً بأنه نسبة مجموع القروض إلى مجموع الأصول، وعندما تقوم الشركة بالاقتراض واستثمار هذه الأموال في مشاريع مربحة تدر أرباحاً تغطي تكاليف الاقتراض وتوقعها لتحقيق

فوائض تتمثل في الفرق بين العائد وتكلفة الاقتراض الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق عائد أعلى للمساهمين يسمى بأثر الرفع المالي، بمعنى أن الحصول على أموال الآخرين وتوجيهها لتمويل أصول الشركة بكفاءة سيعود عليها بالربح الذي يغطي تكلفة التمويل ويزيد من أموال الملاك، والعكس صحيح، فإذا قامت الشركة بتمويل أصولها عن طريق حقوق الملكية فإن ذلك سيزيد من تكلفة إصدارها للأسهم، فضلاً عن انخفاض نسبة توزيعات الأرباح؛ نظراً لدخول مساهمين جدد (Abubakar, 2015). أو هو الجزء المقترض (سواء من المؤسسات المالية أو إصدار السندات) من رأس المال المستخدم في الشركة (Sifullah et al., 2024).

6-1-2 مؤشرات الرفع المالي

تعد مؤشرات الرفع المالي من أكثر أدوات الرقابة المالية أهمية لأنها تساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركات في تاريخ معين، من حيث درجة اعتماده على مصادر تمويل داخلية كانت أم خارجية، لذلك فإن المحللين يستخدمون مؤشرات الرفع المالي للحكم على أداء الشركة، ويمكن إيجاز أهم هذه النسب على النحو الآتي (Sholichah et al., 2021; Yasmin & Hassan, 2022; Arhinful, & Radmehr, 2023 Jannati, 2024)

أ. نسبة المديونية

وتعد هذه النسبة من أكثر المؤشرات استخداماً لقياس درجة استخدام مصادر التمويل الخارجية في الهيكل التمويلي للشركة، وتحديد مقدار الديون لكل جنيه من مجموع الأصول. وتعطي نسبة المديونية فكرة عن حجم المخاطر المحتملة التي تواجهها الشركة من حيث عبء ديونها، فمثلاً عندما تكون نسبة المديونية أكبر من 100% فإن ذلك يشير إلى أن مديونية الشركة أكبر من أصولها، ومن ثم فإن الشركة تواجه أعلى مستوى من المخاطرة، وكلما انخفضت هذه النسبة فإن الشركة تمتلك أصول تزيد عن قيمة مديونيتها، ويتم حساب هذه النسبة وفق الصيغة الآتية (Sholichah et al., 2021):

نسبة المديونية = إجمالي الالتزامات (الالتزامات قصيرة الأجل + الالتزامات طويلة الأجل) ÷ إجمالي الأصول

ب. نسبة الالتزامات / حقوق الملكية

وتقيس هذه النسبة مقدار الأموال التي تلتزم بها الشركة تجاه الدائنين، وعلاقة هذه الالتزامات بالأموال التي يقدمها الملاك، وكلما انخفضت هذه النسبة كلما دلت على زيادة درجة الأمان للدائنين ضد خطر الخسارة في الشركة في حالة تأخر الشركة عن السداد واللجوء إلى تصفية أصولها عند الإفلاس، أما إذا ارتفعت هذه النسبة فإن المخاطر التي يواجهها الدائنين تكون أكبر في حالة تأخر الشركة عن السداد واللجوء

إلى تصفية أصولها عند الإفلاس، ويتم احتسابها وفق الصيغة الآتية (Sholichah et al., 2021; Arhinful & Radmehr, 2023)

نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية = إجمالي الالتزامات (الالتزامات قصيرة الأجل + الالتزامات طويلة الأجل) ÷ حقوق الملكية

ج. نسبة الرافعة المالية

تعرف الرافعة المالية على أنها استخدام الأموال المقترضة (الديون) لتمويل شراء الأصول مع توقع أن الدخل أو الربح الرأسمالي من الأصل الجديد سوف يتجاوز تكلفة الاقتراض (Nwavor, 2023). ويتم قياس مستوى الرافعة المالية من خلال حساب مقدار درجة الرافعة المالية (DFL)⁴، والتي يتم حسابها بالنسبة المؤوية للتغير في عائد السهم العادي (عائد السهم EPS) بسبب التغير بنسبة واحد بالمائة في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب (EBIT)⁵ (Brigham & Joel, 2001).

وفي ذلك السياق اتفقت نتائج دراستي (Nusaika et al., 2023; Brigham & Joel, 2001) على التأثير المعنوي للرافعة المالية على الأداء المالي للشركة، حيث يعد القرار المالي الذي تتخذه الإدارة بشأن المستوى الأمثل لهيكل رأس المال لتعظيم ثروة المساهمين أمر بالغ الأهمية. حيث تسعى الإدارة الرشيد إلى تعظيم عائد المساهمين من خلال الاستقادة من الديون ذات التكاليف الثابتة المنخفضة مع الأخذ في الاعتبار المخاطر المصاحبة للتمويل بالاقتراض. ولأن تعظيم الثروة هو الهدف الرئيسي لقرارات تمويل الشركات على ربحية الشركات فيجب اتخاذ القرارات المالية الصحيحة، لأن محددات الربحية هي القوى التي تؤثر بشكل مباشر على أداء الشركة، الأمر الذي يجب أخذه في الاعتبار عن اتخاذ مثل هذه القرارات من خلال التركيز على دراسة وتحليل مجموعة من العوامل الداخلية والتي أهمها؛ الرافعة المالية، والسيولة، ونوعية الأصول المستثمر فيها، وحجم الشركة، عمر الشركة في التأثير على الربحية (Nusaika et al., 2023)

د. مضاعف الرفع المالي

ويسمى أيضاً بمضاعف حقوق الملكية ويقاس نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق الملكية، وهذه النسبة تقاس بعدد المرات التي تفوق بها إجمالي أصول الشركة حقوق ملكيتها، وتبين استخدام الشركة للتمويل الخارجي بعدد المرات، وكلما ازادت درجة مضاعف الرفع المالي كلما دلت على أن الشركة مرتفعة المخاطر لأنها تقوم بتمويل أصولها بالأموال الخارجية، وهذا يعتبر مؤشر سلبي لأنها قد تنعكس سلباً على العائد على حقوق المساهمين، وتقاس هذه النسبة وفق الصيغة الآتية (Luom & Spiller, 2002):

⁴ the degree of financial leverage

⁵ earnings before interest and taxes.

نسبة مضاعف الرفع المالي = إجمالي الأصول / إجمالي حقوق الملكية = ... مرة

6-1-3 الأداء المالي؛ المفهوم، الأهمية، أهم مؤشرات القياس

استخدمت كلمة الأداء بالأدب الفرنسي القديم منذ القرن الثالث عشر بمعنى "تنفيذ إجراء" وهو النتيجة المبنية على معيار مرجعي أو قياس، ويعرف الأداء بشكل عام بأنه تحقيق الغرض من نشاط معين أو مهنة معينة تقاس بالمعيار (Mardiana & Dianata, 2018)، ومن الناحية المالية يعرف الأداء أنه قدرة الشركة على إدارة مواردها والتحكم فيها (Fatihudin et. al, 2018). وقد اختلف الباحثون في تعريف الأداء المالي، إذ يركز البعض على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية، إذ ترى دراستي (Msua, 2016; Ganyam & Ivungu, 2019) بأن الأداء المالي هو مزيج من السلامة المالية للشركة وقدرتها ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية طويلة الأجل والتزامها بتقديم الخدمات في المستقبل المنظور.

وبشكل عام فإن الأداء المالي هو المدى الذي يتم تحقيق الأهداف المالية. وهو يستلزم عملية قياس النتائج النقدية لسياسات الشركة وعملياتها، ويشير الأداء المالي إلى قدرة الشركة على تحقيق أهدافها المالية، ويعتبر الأداء المالي للشركة ناتجاً لمجموعة متداخلة من الأنشطة التشغيلية والقرارات الإدارية (Al- Waeli et al., 2020).

ويركز البعض على نتائج عمليات الشركة من الناحية المالية في تعريف الأداء المالي. حيث أكدت دراسة كل من (Rai, 2019; Mwangi, 2016; Etengu & Amony, 2016) على أن الأداء المالي هو عملية قياس نتائج سياسات وعمليات الشركة من الناحية النقدية وتحديد نقاط القوة والضعف المالية للشركة من خلال إقامة علاقات بين بنود المركز المالي وقائمة الدخل، حيث تنعكس هذه النتائج في ربحية الشركة أو السيولة أو الرافعة المالية.

ويعرف (Wanjohi, et al., 2017) الأداء المالي بقدرة الشركة على توليد الإيرادات، ومن ثم يشير الأداء المالي إلى مدى استغلال الشركة لأصولها في تحقيق الإيرادات. وفي نفس السياق يرى (Mohammad & Bujang, 2019) بأن الأداء المالي للشركات يشير إلى الكيفية التي يتم توظيف الشركات لمواردها ورأس المال الفكري وهيكل رأس المال لتحقيق الإيرادات.

ووفقاً لدراسة (Harmono et al., 2023) يمكن تصنيف أداء الشركة إلى قسمين؛ الأداء المالي والأداء غير المالي، ويقصد بالأداء المالي الأداء الذي يمكن تحليله بناء على معلومات القوائم المالية للشركة بشكل أساسي، حيث يتم إعداد هذه المعلومات وفق مجموعة المعايير الصادرة من قبل مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) ولهذا يجب أن تعكس معايير المحاسبة المالية المستخدمة في إعداد معلومات القوائم المالية حقيقة أعمال الشركة بشكل عادل وموضوعي، كما يجب أن تتبع المعلومات المالية

المنتجة المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً وأن تمتثل للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) التي تعود بالنفع على مختلف الأطراف، سواء الداخلية أو الخارجية للشركة.

وأخيراً تؤكد دراسة قلدس وآخرون (2024) على أن الأداء المالي يعرف على أنه قدرة الشركة على تحقيق النتائج التي تتوافق مع الأهداف والإستراتيجيات المخططة من خلال الاستغلال الأمثل والفعال للموارد المتاحة، حيث يتم التركيز على ربحية الشركة كأحد محددات الإفصاح المحاسبي باعتبارها دليل على كفاءة الأداء المالي للشركات.

6-1-4 أهمية تقييم الأداء المالي

يتم تفسير نجاح شركة معينة من خلال معرفة نتائج أدائها خلال فترة زمنية معينة، وقد أصبح موضوع الأداء بشكل عام والأداء المالي بشكل خاص من أكثر الجوانب التي تناولها الباحثون، إذ يعد الأداء المالي من أكثر المؤشرات استخداماً في تقييم أداء الشركات (Al- Matari, 2014) ويمكن إيجاز أهمية الأداء المالي في المحاور التالية:

- يعكس الأداء المالي مدى قدرة الشركة على تحقيق أهدافها.
- يوفر الأداء المالي مجموعة من المعلومات التي تجعل الشركة قادرة على معرفة وضعها المالي، مما يُسهم في مساعدتها على اتخاذ القرارات المناسبة في المستقبل.
- يحدد الأداء المالي المركز الائتماني للشركات وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.
- يساعد الأداء المالي في تقييم كفاءة الجهاز الإداري للشركة ومدى فعاليته في تحقيق أهدافها.
- يُمكن يساعد من معرفة ومتابعة أنشطة وعمليات الشركة، فضلاً عن متابعة الظروف المالية والاقتصادية المحيطة بها.

6-1-5 مؤشرات قياس الأداء المالي

يتم قياس الأداء المالي من خلال مؤشرين رئيسيين هما عوائد المستثمر والعوائد المحاسبية. يعتمد المقياس الأول على وجهة نظر المساهمين بينما يعتمد المقياس الثاني على أرباح الشركة استجابةً للعديد من السياسات الإدارية، وبصفة عامة يتضمن الأداء المالي تقييم الأداء الصحي والمالي لأي كيان تجاري. وهي مؤشرات هامة للغاية لتقييم مدى قدرة الشركة على تحقيق أهدافها المالية والتشغيلية، ويتضمن تحليل الأداء المالي عدداً من المقاييس والنسب المالية التي توفر رؤية متعمقة لمختلف جوانب القدرة المالية للشركة، والتي من أهمها ما يلي: (Moridu, 2024; Nadyayani & Suarjaya, 2021; Al- Waeli, 2020; Ganyam & Ivungu, 2019).

أ. العائد على الأصول: (ROA)

هو أحد نسب الربحية التي تنظر إلى مدى قدرة الاستثمار في الأصول على تحقيق العائد المتوقع، حيث تقيس هذه النسبة صافي الدخل المحقق من الأصول المملوكة للشركة، ويعتبر معدل العائد على الأصول مؤشراً هاماً لتقييم مدى قبول المساهمين لقيمة العائد الذي ينشده من الاستثمار (Nadyayani & Suarjaya, 2021). ويعتمد الباحثون على معدل العائد على الأصول كمقياس لأداء الشركات محل دراستهم لأنه يعكس قدرة إجمالي الأصول المستثمرة على تحقيق أرباح بعد الضريبة (Harmono et al., 2023). كلما ارتفع العائد على الأصول، زادت قدرة الشركة على تحقيق الأرباح. وكلما ارتفعت الأرباح التي تحققها الشركة، كلما زاد رغبة المساهمين للاستثمار في أسهم الشركة. ويشير العائد على الأصول الإيجابي إلى أن الشركة قادرة على تحقيق أرباح، أما العائد على الأصول السلبي فيدل على أن الشركة غير قادرة على تحقيق أرباح أو تتعرض لخسائر. ويمكن حساب العائد على الأصول باستخدام الصيغة التالية (Yulianto et al., 2024; Moridu, 2024; Cahyani et al., 2024; Sholichah et al., 2021; Chohan, 2014):

$$\text{معدل العائد على الأصول} = (\text{صافي الربح بعد الضريبة} \div \text{إجمالي الأصول}) \times 100$$

ب. العائد على حقوق الملكية (ROE)

تقيس هذه النسبة قدرة الشركة على تحقيق الأرباح على أساس حقوق الملكية وتعد هذه النسبة أداة لقياس أداء الشركة حيث تعكس العائد الذي تحققه الشركة من كل جنيه يتم استثماره من قبل المساهمين (حملة الأسهم العادية)، وتستخدم هذه النسبة لمعرفة العائد من الأموال المستثمرة من ملاك الشركة، وبالتالي كلما ازدادت هذه النسبة دل ذلك على كفاءة الشركة في تعظيم عائد المساهمين (الملاك)، من خلال الاستخدام الكفء والفعال لأموالهم المستثمرة لتمويل الأصول التي تعود على الشركة بربحية أكثر، ويتم قياسها وفق الصيغة الآتية (Moridu, 2024; Nadyayani & Suarjaya, 2010; Sholichah et al., 2021):

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} \div \text{إجمالي حقوق الملكية}$$

ج. عائد السهم العادي (EPS)

وفقاً لدراسة (Lamichhane & Dhungel, 2024) يعتبر العائد على الأسهم هو الشغل الشاغل لمستثمري الشركات، لأن عائد السهم العادي هي نسبة تعبر عن مقدار الربح (العائد) الذي سيحصل عليه المستثمر أو المساهم لاحقاً، فإذا كان الربح الذي تحققه الشركة منخفضاً فإنه سوف تنخفض قدرتها على جذب مصادر تمويل ميسرة. لذلك يمكن الاستنتاج أن المساهمين يميلون إلى تفضيل الأسهم التي يتوقع لها

أن تحقق عائدات عالية على السهم لأنها أحد معايير نجاح الشركة، وبالتالي كلما ارتفعت هذه النسبة دلت على كفاءة الشركة في تعظيم عائد السهم الواحد لكل مستثمر، من خلال استخدام قيمة السهم بشكل كفاء وفعال في الاستثمارات المربحة. ووفق نظرية الإشارة فإن معلومات ربحية السهم تعتبر معلومات جيدة للمساهمين ومن ثم فلها مردود إيجابي على قيمة الشركة (Heliani et al., 2024). كما تؤثر ربحية السهم في قيمة الشركة من خلال أسعار أسهما، فكلما ارتفعت ربحية السهم زيادة الطلب على الأسهم، الأمر الذي يتبعه ارتفاع أسعار أسهمها ومن ثم زيادة قيمة الشركة السوقية (Akbar & Putri, 2024). ويمكن حساب عائد السهم العادي باستخدام الصيغة التالية (Sholichah et al., 2021; Yulianto et al., 2024):

عائد السهم العادي = صافي الربح بعد الضريبة ÷ عدد الأسهم العادية المتاحة للتداول

د. نسبة السعر/ الربحية

تستخدم هذه النسبة كمؤشر لأداء سعر سهم الشركة في سوق الأوراق المالية، كما تعتبر مقياس عام يمكن استخدامه لمعرفة ما إذا كان قيمة الأسهم مبالغ فيها أو بأقل من قيمتها، وبالتالي فإن للشركة ذات النسبة المرتفعة (سعر السهم/ ربح السهم) يتوقع لها نمواً أعلى في الأرباح في المستقبل. وينبغي عدم الاعتماد على هذه النسبة بمفردها بل يجب مقارنتها بنسب الشركات المناظرة من أجل قياس أداء الشركة بشكل أدق (Sholichah et al., 2021). ونظراً لتعدد مؤشرات الأداء المالي، فإنه يتم الاكتفاء بالوقوف على العلاقة بين الرفع المالي وكل من؛ معدل العائد على الأصول وعائد السهم العادي فقط من مؤشرات الأداء المالي للشركات. وأثر تحرير سعر صرف العملة الأجنبية (الدولار كعملة سائدة) على العلاقتين سالفتين الذكر.

6-1-6 تحليل ودراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركة من منظور محاسبي

نالت دراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركة اهتماماً كبيراً من قبل العديد من الباحثين عبر تاريخ الأدب المحاسبي سواء على المستوى العالمي (Masyhuri, 2024; Tulcanaza- Prieto et al., 2024; Arhinful, & Radmehr, 2023; Towo, 2023; Moussa, & El Feidi, 2023; Al- Habashneh, 2023; Basha et al., 2023; Senan et al., 2021; Ho et al., 2021; Dey et al., 2018; Nasser, 2016;; Mohamed, 2016; Enekwe et al., 2014; Rehman, 2013) أو على المستوى القومي (المعايطه، 2018؛ ياسين، 2020؛ عبد المنعم، 2020؛ الشهري، 2020؛ بيطار & حمود، 2022؛ غريب وآخرون، 2022؛ إيناس & ساكر، 2023؛ الجابري & الكثيري، 2023)، وذلك لأهمية تلك العلاقة للعديد من أصحاب المصالح بالشركة وبصفة خاصة الدائنين

والمساهمين. ونتيجة لكثرة عدد الدراسات في هذا المجال فإننا نرى عرض ملخص لأهم تلك الدراسات، كما هو مبين بالجدول التالي:

جدول 6-1: يوضح أهم الدراسات التي ركزت على أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركة وقيمة الشركة

م	السنة	الباحث/الباحثون	فترة الدراسة	عيئة الدراسة	بلد الدراسة	المتغير المستقل	المتغير التابع	أهم النتائج
1	2024	Jannati,	2017-2023	25 شركة مقيدة ببورصة جاكرتا	إندونيسيا	والرفع المالي، والربحية، سياسة توزيع الأرباح،	قيمة الشركة	الرافع المالي باستخدام نسبة الدين إلى حقوق الملكية لها تأثير سلبي وهام على قيمة الشركة.
2	2024	Akbar & Putri,	2018-2022	30 شركة مدرجة في بورصة جاكرتا	إندونيسيا	الرفع المالي والربحية والتضخم كمتغير معدل	قيمة الشركة وأسعار الأسهم	وجود أثر إيجابي معنوي للرفع المالي والربحية على أسعار الأسهم وأن التضخم لم يخفف من العلاقة السابقة.
3	2024	Sifullah et al.,	2013-2022	24 شركة أدوية مقيدة بالبورصة	بنجلاديش	محددات الرفع المالي	الأداء المالي (عائد السهم العادي EPS)	الرفع المالي له تأثير معنوي على الأداء المالي مقاساً بالعائد على السهم EPS
4	2024	Tulcanaza–Prieto et al.,	2017-2020	215 شركة غير مالية (860 مشاهدة سنوية)	كوريا	الرافعة المالية والحوكمة كمتغير معدل	الأداء المالي (قيمة الشركة)	وجود علاقة معنوية سلبية بين الرافعة المالية والقيمة العادلة للشركة، ويتضاءل التأثير السلبي للدين على القيمة العادلة نتيجة الحوكمة الفعالة.
5	2024	et al., Yulianto	2017–2019	21 شركة عقارية مقيدة	إندونيسيا	القيمة السوقية، الربحية، الرفع المالي، التضخم	الأداء المالي (أسعار الأسهم)	التضخم وسعر السوق والربحية والرافعة المالية تؤثر بشكل كبير على أسعار الأسهم
6	2024	Moridu,	2017–2021	14 شركة مشروبات وأغذية	إندونيسيا	الرفع المالي؛ نسبة الدين/الأصول، نسبة الدين/حقوق الملكية	العائد على الأصول (ROA)	نسبة الرفع المالي (DAR) ليس لها تأثير واسع النطاق على العائد على الأصول
7	2024	Olulu– Briggs,	2010–2022	20 شركة تأمين	نيجيريا	الرفع المالي، حجم الشركة، الربحية	قيمة الشركة	الرفع المالي (الدين طويل الأجل) وحجم الشركة أكثر العوامل إيجابية على قيمة الشركة
8	2024	Cahyani et al.,	2020-2022	30 بنك إسلامي مقيد ببورصة جاكرتا	إندونيسيا	السيولة والرافعة المالية، (حجم الشركة كمتغير معدل	الأداء المالي	الرافعة المالية ليس لها أي تأثير على الأداء المالي، ولا يوجد تأثير معنوي لحجم الشركة على هذه العلاقة
9	2024	Masyhuri,	2012–2017	148 شركة مسجلة	إندونيسيا	الرافعة المالية للشركة وصافي الربح	أداء الشركات الصغيرة والمتوسطة	الرافعة المالية لديها تأثيراً سلبياً معنوياً على أداء الشركة، في حين أن صافي الربح المتغير له تأثير إيجابي على الأداء
10	2023	Arhinful, & Radmehr,	2000–2021	257 شركة مقيدة بالبورصة	اليابان	الرفع المالي	الأداء المالي (ROA;) ROE)	التزامات خدمة الدين لها تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية على الأداء المالي.

م	السنة	الباحث/الباحثون	فترة الدراسة	عينة الدراسة	بلد الدراسة	المتغير المستقل	المتغير التابع	أهم النتائج
11	2023	Nusaika et al., 2015	2015-2020	20 شركة مسجلة في بورصة كولومبو	سريلانكا	الرفع المالي	قيمة الشركة (TOBIN'S Q)، ربحية الشركة (ROA)	هناك علاقة معنوية إيجابية بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول وعكسية وغير معنوية مع قيمة الشركة.
12	2023	Moussa, & El Feidi,	2016-2021	30 شركة مسجلة	تونس	الرفع المالي	الأداء المالي (ROA;) ROE	الرافعة المالية لها تأثير إيجابي على العائد على الأصول، ولكن لها تأثير سلبي على العائد على حقوق المساهمين
13	2023	Towo,	2011-2014	115 شركة مقيدة بالبورصة	تنزانيا	التأثير المعدل لاجتماعات مجلس الإدارة على العلاقة بين الرفع المالي و	الأداء المالي (ROA; ROE)	الرافعة المالية لها تأثير سلبي جوهري على الأداء المالي، اجتماعات مجلس الإدارة لها تأثير إيجابي معنوي على العلاقة السابقة.
14	2023	الجابري & الكثيري	2011-2020	شركات قطاع النقل المدرجة بالبورصة (4 شركات)	السعودية	الرفع المالي (إجمالي) الالتزامات/ إجمالي (الأصول)	الأداء المالي: مقاساً بالعائد على الأصول، وحقوق الملكية، والسهم	لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الرفع المالي والأداء المالي.
15	2023	Al-Habashneh,	2012-2022	13 بنكا تجارياً أردنياً مدرجة في بورصة عمان	الأردن	الرفع المالي والسيولة وحجم البنك	الأداء المالي للبنوك التجارية (العائد على حقوق الملكية)	وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على الأداء المالي للمصارف، تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للحجم على الأداء المالي، عدم وجود تأثير للسيولة على الأداء المالي.
16	2023	إيناس & ساكر	2013-2022	مؤسسة نفضال لإجراء الدراسة التطبيقية	الجزائر	الرفع المالي	المردودية المالية	الرفع المالي له تأثير سلبي معنوي على المرودية الاقتصادية والمرودية المالية لشركات العينة.
17	2022	غريب وآخرون	2014-2018	71 شركة مقيدة بالبورصة	مصر	أثر الرفع المالي	مؤشرات الأداء المالي للشركة	توجد علاقة معنوية طردية بين الرفع المالي وال (ROE)، ومعنوية سلبية مع (ROA). لا توجد علاقة مع العائد على المبيعات (ROS)، موجبة معنوية مع العائد على الاستثمار (ROI)
18	2022	Yasmin & Hassan	1998-2017	428 شركة مقيدة بالبورصة	باكستان	أثر الرفع المالي	مؤشرات الأداء المالي للشركة	ثبوت سلبية ومعنوية العلاقة بين نسب الرفع المالي والأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة ببورصة باكستان.
19	2022	بيطار & حمود	2011-2019	كافة البنوك المسجلة ببورصة دمشق خلال فترة الدراسة	سوريا	الرفع المالي القصير الأجل	الأداء المالي للمصارف (ROA المعدلة)	أثر الرفع المالي على الأداء المالي ليس خطي ويأخذ ثلاث أشكال؛ عندما تكون نسبة الرفع المالي أقل من 26.72% تكون العلاقة مع الأداء المالي إيجابية معنوية. تم معنوية إيجابية بدرجة أقل عندما تكون نسبة الرفع المالي ما بين 26.72% وأقل من 42.81% وأخيراً وأقل من 42.81% تكون نسبة الرفع المالي أكبر
20	2021	Senan et al.,	2007-2018	1,333 مشاهدة سنوية	الهند	الرفع المالي (إجمالي) الالتزامات / إجمالي الأصول ()	الربح بعد الضريبة، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على رأس المال المستخدم، Tobin-Q هي أهم متغيرات النجاح المالي التي تتأثر بالرفع	

م	السنة	الباحث/الباحثون	فترة الدراسة	عينة الدراسة	بلد الدراسة	المتغير المستقل	المتغير التابع	أهم النتائج
							المستخدم، Tobin- Q	المالي للشركات الهندية.
21	2020	عبد المنعم	2013-2018	14 بنك مسجل	مصر	الرفع المالي	الأداء المالي و عوائد الأسهم	الرفع المالي له تأثير إيجابي ومعنوي على الأداء المالي، وعدم وجود علاقة معنوية بين الرفع المالي وعوائد الأسهم
22	2020	Abubakar,	2005-2016	7 شركات نفط وغاز مدرجة في نيجيريا	نيجيريا	الرافعة المالية كنسبة الدين ق. الأجل، ونسبة الدين ط. الأجل	الأداء المالي المقاس بالعائد على حقوق الملكية (ROE)	نسبة الدين ق. وطويلة الأجل ليس لهما تأثير كبير على الأداء المالي، أما نسبة الدين إلى حقوق المساهمين لها تأثير سلبي كبير على الأداء المالي
23	2020	الشهري	2016	4 شركات قطاع الاتصال	السعودية	الرفع المالي	الأداء المالي	الرفع المالي يؤثر بشكل سلبي على الأداء المالي
24	2020	ياسين	2008-2018	35 شركة مقيدة بالبورصة	فلسطين	الرافعة المالية، رأسمال الشركة	مضاعف سعر السهم، عائد السهم، سعره	وجود علاقة إيجابية بين الرفع المالي ومضاعف سعر السهم، وعدم وجود علاقة ما بين الرفع المالي وأسعار الأسهم.
25	2018	المعاطيه	2000-2016	البنوك التجارية المسجلة ببورصة عمان	الأردن	الرفع المالي	الأداء المالي (العائد على الأصول، وعائد السهم العادي، والقيمة السوقية للسهم)	وجود أثر سلبي ومعنوي للرفع المالي على كل من؛ معدل العائد على الأصول (ROA)، عائد السهم العادي (EPS)، وجود أثر إيجابي ومعنوي للرفع المالي على القيمة السوقية للسهم.
26	2018	Dey et al.,	2001-2017	48 شركة مقيدة ببورصة دكا	بنجلاديش	الرافعة المالية (نسبة الدين إلى الأصول ونسبة الدين إلى حقوق الملكية)	الأداء المالي: ROA، EPS، ROE، و Tobin's Q	الرافعة المالية ترتبط سلباً مع؛ Tobin's Q، ROA، يرتبط إيجابياً مع العائد على حقوق المساهمين وليس لها تأثير على عائد السهم العادي
27	2018	شايب	2010-2016	12 شركة	الجزائر	الرفع المالي	الأداء المالي (معدل العائد على الأصول، معدل العائد على المبيعات، حقوقي الملكية.)	وجود علاقة ذات تأثير سلبي للرفع المالي على كل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على المبيعات، وتوجد علاقة ذات تأثير إيجابي للرفع المالي على كل من معدل دوران الأصول ونمو المبيعات، في حين لا توجد علاقة تأثير للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية.
28	2018	Ahmed et al.,	2005-2014	100 شركة مقيدة بالبورصة	باكستان	الرفع المالي	الأداء المالي	يعتبر الرفع المالي أحد العوامل المؤثرة على ربحية الشركة (الأداء المالي)
29	2017	أحمد وآخرون	2012-2014	دراسة حالة (القوائم المالية ل تيمادنين)	الجزائر	الرفع المالي	المخاطر المالية (الانحراف المعياري (ROA)	توجد علاقة طردية وذو دلالة إحصائية بين الرفع المالي والمخاطر المالية
30	2017	Rizkiah	2011-2015	90 شركة	إندونيسيا	مؤشرات الرفع المالي	الأداء المالي	مؤشرات الرفع المالي لها تأثير سلبي كبير على أداء الشركة
31	2016	Mohamed,	2011-2015	48 شركة غير مالية مدرجة ببورصة نيروبي	كينيا	الرفع المالي في ظل مجموعة من المتغيرات الرقابية	الأداء المالي للشركات	الرفع المالي له علاقة سلبية معنوية مع الأداء المالي، حجم الشركة له علاقة إيجابية وغير معنوية مع الأداء المالي، السيولة لها علاقة إيجابية معنوية مع الأداء

م	السنة	الباحث/الباحثون	فترة الدراسة	عينة الدراسة	بلد الدراسة	المتغير المستقل	المتغير التابع	أهم النتائج
32	2016	Nasser,	2005-2012	136 شركة صناعية مقيدة ببورصة اسطنبول	تركيا	هيكل رأس المال (إجمالي الديون/ حقوق الملكية)	الأداء المالي (العائد على الأصول، الملكية، السهم)	وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال على مؤشرات قياس الأداء المالي منفردة ومجمعة.
33	2015	Abubakar,	2006-2013	11 بنك مقيد بالبورصة	نيجيريا	الرفع المالي (نسبة الدين/ حقوق الملكية)	الأداء المالي (العائد على حقوق ملكية)	هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الدين إلى العائد على حقوق الملكية
34	2015	Vithessonthi & Tongurai	2007-2009	170013 شركة 496,430 مشاهدة	تايلاند	حجم الشركة كمتغير معدل للعلاقة بين الرفع المالي..	الأداء التشغيلي	الرفع المالي له تأثير إيجابي معنوي على الأداء التشغيلي للشركات صغيرة الحجم، بينما له تأثير سلبي معنوي على الشركات كبيرة الحجم.
35	2014	Perinpanathan,	2006-2012	بيانات شركة John Keells Holdings plc	سيريلانكا	الرفع المالي	الأداء المالي لشركة	وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي والأداء المالي لشركة
36	2014	Inam & Mir	2006-2007	12 شركة في مجال الطاقة	باكستان	الرفع المالي	الأداء المالي لشركة	الرفع المالي يؤثر إيجابيا على الأداء المالي
37	2014	Enekwe et al.,	2001-2012	3 شركات أدوية مقيدة بالبورصة النيجيرية	نيجيريا	الرفع المالي: مقاساً بنسبة الدين/ الأصول، نسبة الدين إلى حقوق الملكية..	الأداء المالي (العائد على الأصول (ROA)	نسبة الدين (DR) ونسبة الدين إلى حقوق الملكية (DER) لديهما علاقة سلبية مع العائد على الأصول (ROA) في حين أن نسبة تغطية الفائدة (ICR) إيجابية العلاقة مع العائد على الأصول (ROA)
38	2013	Rehman,	2006-2011	35 شركة غذائية مقيدة ببورصة كراتشي	باكستان	الرافعة المالية (نسبة الدين إلى حقوق الملكية)	الأداء المالي (العائد على الأصول، نمو المبيعات، عائد السهم العادي..)	وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والعائد على الأصول، نمو المبيعات. وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي وكل من؛ عائد السهم العادي وهامش صافي الربح والعائد على حقوق الملكية

ونخلص من قراءة وتحليل نتائج الدراسات السابق عرضها إلى وجود تباين بين نتائج الدراسات السابقة على شكل وقوة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي، فعلى سبيل المثال خلصت دراسة (Cahyani et al., 2024) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الرفع المالي والأداء المالي استناداً على تحليل بيانات 30 بنك إسلامي مقيد ببورصة جاكارتا (إندونيسيا)، ونرى عدم ثبوت هذه العلاقة يرجع إلى تحفظ المؤسسات الإسلامية في اللجوء إلى الاقتراض تحفظاً من عدم احترام قواعد الشريعة الإسلامية.

واتفقت دراستي (Inam & Mir, 2014; Rehman, 2013) على إيجابية العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي، نتيجة تطبيق هذه الدراسات في بيئات ارتكزت على شركات لم تعتمد على أموال الاقتراض بشكل كبير.

كما أكدت دراسة بيطار & حمود (2022) على أن العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي تأخذ الشكل المقلوب لحرف U، حيث تكون العلاقة طردية بينهما طالما معدلات ربحية الشركة تزيد عن تكلفة الأموال المقترضة حتى وصول لنقطة هيكل المال المثلى، وهي النقطة التي يتساوى عندها معدلات الربحية مع تكلفة الأموال المقترضة، وبعد هذه النقطة تصبح العلاقة سلبية نتيجة اعتماد الشركات على أموال الغير بشكل كبير وبمعدلات تفوق معدلات العائد من الاستثمارات المستغل فيها أموال الاقتراض.

بينما أكدت نتائج بعض الدراسات الأخرى (Arhinful & Radmehr, 2023; Mohamed, 2016; Perinpanathan, 2014) على سلبية العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي. وهذا ما أكدت عليه نتائج دراسة (Arhinful & Radmehr, 2023) التي اعتمدت على بيانات 257 شركة يابانية وخلصت إلى أن التزامات خدمة الديون لها تأثير سلبي و ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي للشركات. وأن زيادة نسبة الرفع المالي عن الوضع الأمثل يضر بمصلحة أموال المساهمين، وفي هذا المجال أكدت نتائج أحد الدراسات على أن ارتفاع الرافعة المالية في هيكل رأس المال لشركات النفط والغاز المدرجة في بورصة نيجيريا يؤدي إلى تدهور ثروة المساهمين المقاسة بالعائد على حقوق المساهمين (Abubakar, 2022). ولتفادي التأثير السلبي للرفع المالي على الأداء المالي للشركات يجب على إدارة الشركات العمل على تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الخارجية والداخلية، مع السعي في استخدام القروض بكفاءة وفعالية.

ويعتبر حجم الشركة عامل مؤثر في العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركة، وهذا ما أكدته نتائج دراسة (Vithessonthi & Tongurai, 2015) التي أجريت على 170,013 شركة تايلاندية (496,430 مشاهدة) خلال الفترة من 2007-2009 وخلت إلى الرفع المالي له تأثير إيجابي معنوي على الأداء التشغيلي للشركات صغيرة الحجم، بينما له تأثير سلبي معنوي على الشركات كبيرة الحجم. على الجانب الأخر أكدت نتائج دراسة (Cahyani et al., 2024) على ضعف العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي، كما أن حجم الشركة لا يخفف من حدة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي، وذلك بالتطبيق على 114 شركة مقيدة ببورصة جاكرتا (إندونيسيا) خلال الفترة من 2020-2022.

6-1-7 أثر سياسة تحرير سعر الصرف على العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي

يعتبر موضوع تحرير سعر الصرف من القضايا الرئيسية والمشاكل المطروحة أمام المنظمات العالمية لما لها من أثار سلبية وإيجابية على اقتصاديات الدول (برسوم، 2018). هذا وقد واجه الجنيه المصري مؤخراً الكثير من الضغوط بسبب تداعيات أزمة كورونا ورفع أسعار الفائدة في أسواق الدول المتقدمة والاضطرابات السياسية المحيطة، لاتخاذ البنك المركزي المصري مجموعة من الإجراءات أهمها تحرير سعر الصرف لحماية الاحتياطي من النقد الأجنبي ضرورة ملحة (إبراهيم، 2023). حيث يعرف تحرير سعر الصرف أو تحرير العملة الأجنبية بتخلي الحوكمة أو البنك المركزي عن التحديد المباشر لسعر

صرف العملة المحلية أمام سلة العملات الأجنبية، من خلال عدم معادلتها مع عملات أخرى ليصير محرراً تماماً⁶.

وعلى الرغم من تأكيد دراسة وهدان (2017) على عدم وجود علاقة معنوية بين تحرير سعر الصرف وأسعار أسهم الشركات المقيدة في مؤشر (EGX100) للبورصة المصرية. إلا أن نتائج دراسة المغني (2021) أكدت على تحقيق المساهمين عوائد إيجابية جوهرية يومية ومجمعة نتيجة عدم كفاءة سوق رأس المال المصري. وأخيراً أكدت دراسة عبد الغني (2024) على أن تحرير سعر الصرف في مصر منذ عام 2016 تبعه آثار سلبية على الاقتصاد المصري متمثلة في ارتفاع معدلات التضخم مما أفقد الاقتصاد المصري بعض من قدرته التافسية. ولهذا نتوقع بعد انخفاض قيمة الجنية نتيجة سياسة التحرير فإن القيمة الحقيقية للالتزامات الشركة الأجلة ستكون أقل من قيمتها النقدية عند أجل السداد إذا كانت مقومة بالعملة المصرية، أما إذا كانت الشركة مقترضة بالعملة الأجنبية فإنها تتحمل عبء أكبر عند أجل السداد. وذلك نتيجة انخفاض قيمة العملة المصرية جراء قرار التحرير أمام سلة العملات الأجنبية بشكل عام والدولار الأمريكي بشكل خاص.

6-1-8 تحليل أثر المتغيرات الرقابية

من استقراء العديد من الدراسات المحاسبية ذات الصلة بمجال البحث مثل؛ (Khan & Siddiqui, 2023; Ibe & Pibowei, 2022; lukhanda Shibusse et al., 2019; Iqbal & Usman, 2018; Rizkiah, 2017; Vithessonthi & Tongurai, 2015; Amarjit & Neil, 2011) نجد أنها اعتمدت على العديد من المتغيرات الرقابية التي تؤثر على معدل العائد على الأصول ومعدل عائد السهم، وسوف يركز البحث الحالي على أهم تلك المتغيرات وهي حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة، وذلك كما يلي:

أ. **حجم الشركة**، تأسيساً على ما خلصت إليه دراسة (Vithessonthi & Tongurai, 2015) بأن لحجم الشركة تأثير معنوي على معدل العائد على الأصول في بورصة تايلاند. واتفق نتائج دراسة Ibe & Pibowei, (2022) مع نتيجة الدراسة السابقة بالتطبيق على الشركات النيجرية. كما تؤكد نتائج دراسات كل من؛ (lukhanda, 2022; Yasmin & Hassan, 2022; Olulu-Briggs, 2024) دراسات كل من؛ (Shibusse et al., 2019) على أن حجم الشركة كان له تأثير معنوي وإيجابي على الأداء المالي (مقاساً بمعدل العائد على الأصول) للشركات الباكستانية والكينية على التوالي، وعلى الجانب الآخر أكدت نتائج دراسة (Indriyati & Syaipudin, 2024) على عدم وجود علاقة معنوية بين حجم

⁶ تعويم العملة | اسباب | فوائد | مخاطر تعويم العملة | AvaTrade

الشركة والأداء المالي لشركات قطاع الأغذية والمشروبات المقيدة ببورصة اندونيسيا خلال الفترة 2017-2019. كما أكدت نتائج دراسة (Estiasih et al., (2024 أيضاً على عدم وجود أثر لحجم الشركة على الأداء المالي. ومن هنا يثار السؤال التالي: هل تؤثر حجم الشركات المدرجة في البورصة المصرية على معدل العائد على الأصول وعائد السهم؟

ب. عمر الشركة، حيث يمكن أن يؤثر عمر الشركة إيجاباً على الأداء المالي، حيث تزداد قدرة الشركة على الحصول على أموال مقترضة بزيادة عمرها واستقرارها، وبالتالي قدرتها على الإبقاء على المقترضين الحاليين وجذب آخرين محتملين مما يؤدي إلى زيادة أداء الشركة. وذلك توافقاً مع نتائج إحدى الدراسات التي أكدت على أن عمر الشركة له تأثير إيجابي مباشر كبير على الأداء المالي للشركات مقياساً بنسب الربحية المحاسبية (Wibowo & Honggowati, 2022). بينما أكدت نتائج دراسة (Le et al., (2023 على أن عمر الشركة له تأثير سلبي على الرافعة المالية. ومن هنا يثار السؤال التالي: هل يؤثر عمر الشركات المدرجة في البورصة المصرية على معدل العائد على الأصول وعائد السهم؟

ج. جودة المراجعة، تباين نتائج الدراسات المحاسبية (Igben & Jeroh, 2024; Abu Afifa et al., (2022 حول أثر جودة المراجعة على الأداء المالي للشركات محل المراجعة بشكل عام، وأثر جودة المراجعة على كل من؛ معدل العائد على الأصول وعائد السهم العادي بشكل خاص. فعلى الرغم من أن نتائج دراسة (Igben & Jeroh (2024 لم تجد أثر لألعاب المراجعة (كمقياس بديل لجودة المراجعة) على الأداء المالي (مقاسة بمعدل العائد على الأصول...)، وذلك بالتطبيق على عدد 10 شركات متعددة الجنسيات مقيدة ببورصة نيجيريا خلال الفترة من 2013-2022. إلا أن نتائج دراسة (Chen, (2022 خلصت إلى وجود علاقة إيجابية بين جودة المراجعة وعائد السهم العادي لبونوك المقيدة ببورصة أمريكا خلال الفترة 2008-2019. ومن هنا يثار السؤال التالي: هل تؤثر جودة مراجعة الشركات المدرجة في البورصة المصرية على معدل العائد على الأصول وعائد السهم العادي؟

6-1-9 اشتقاق فروض البحث

انطلاقاً من تباين نتائج الدراسات السابق عرضها حول تباين اتجاه وقوة العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكل من؛ معدل العائد على الأصول، عائد السهم العادي للشركات في البورصات المختلفة، يمكن صياغة فروض البحث في صورة فروض بديلة على النحو التالي:

H ₁	تؤثر نسبة الرفع المالي (Lev) بصورة معنوية على معدل العائد على الأصول (ROA) للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
H ₂	يختلف تأثير نسبة الرفع المالي (Lev) على معدل العائد على الأصول (ROA) باختلاف سياسة تحرير سعر الصرف للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
H ₃	تؤثر نسبة الرفع المالي (Lev) بصورة معنوية على عائد السهم العادي (EPS) للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
H ₄	يختلف تأثير نسبة الرفع المالي (Lev) على عائد السهم العادي (EPS) باختلاف سياسة تحرير سعر الصرف للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

6-2 الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث

تهدف الدراسة التطبيقية إلى تحديد مدى تأثير العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكل من؛ معدل العائد على الأصول، عائد السهم العادي للشركات المساهمة غير المالية المصرية بقرار تحرير سعر الصرف الأجنبي (الدولار) خلال ثمان سنوات (2016 - 2023).

6-2-1 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2016 وحتى 2023 والتي بلغ متوسطها خلال هذه الفترة حوالي 240 شركة⁷، بعد استبعاد الشركات المالية (البنوك والمؤسسات المالية) لما لها من قوانين وقواعد تشغيلية خاصة تحكم إدارة أنشطتها⁸. كما تم مراعاة العديد من القواعد في اختيار عينة البحث أهمها؛ توافر معلومات القوائم المالية للشركة خلال فترة الدراسة، استبعاد أي شركة تعرضت للشطب من إدارة البورصة خلال فترة الدراسة أو أي سنة تعذر إيجاد بياناتها، وبالتالي تكونت عينة الدراسة من 100 شركة⁹ بإجمالي عدد مشاهدات 741 مشاهدة لكل متغير من متغيرات الدراسة. وفيما يلي ملخص لعدد القطاعات والشركات الممثلة لكل قطاع بعينة البحث:

جدول 6-2: يوضح بالقطاعات الممثلة في عينة البحث

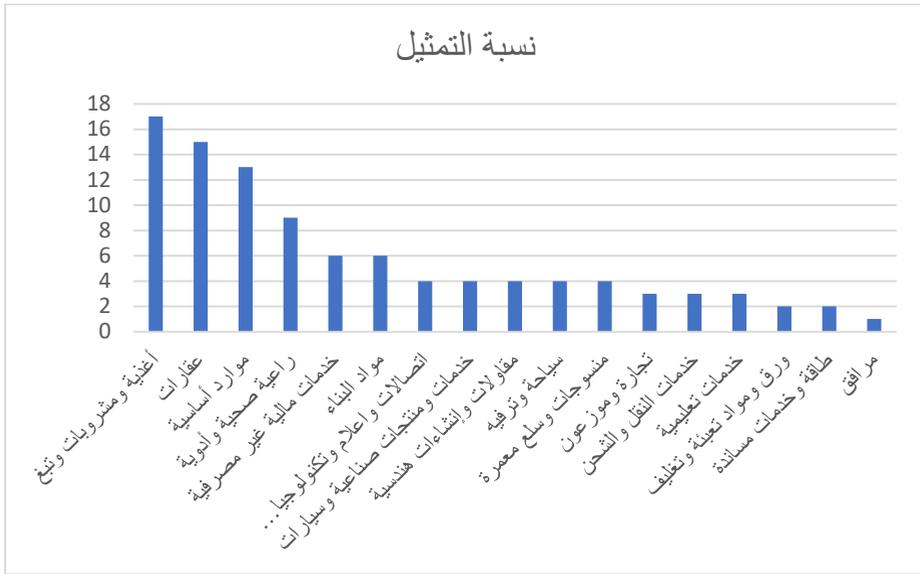
م	نوع القطاع	عدد الشركات	نسبة القطاع
1	أغذية ومشروبات وتبغ	17	17%
2	عقارات	15	15%
3	موارد أساسية	13	13%
4	زراعية صحية وأدوية	9	9%
5	خدمات مالية غير مصرفية	6	6%
6	مواد البناء	6	6%

⁷ <https://www.alarabiya.net/aswaq/financial-markets/2023>

⁸ المادة 87 من قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي رقم 194 لسنة 2020.

⁹ مرفق بيان بأسماء شركات العينة بجدول رقم (1) بملاحق البحث.

م	نوع القطاع	عدد الشركات	نسبة القطاع
7	اتصالات واعلام وتكنولوجيا المعلومات	4	4%
8	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	4	4%
9	مقاولات وإنشاءات هندسية	4	4%
10	سياحة وترفيه	4	4%
11	منسوجات وسلع معمرة	4	4%
12	تجارة وموزعون	3	3%
13	خدمات النقل والشحن	3	3%
14	خدمات تعليمية	3	3%
15	ورق و مواد تعبئة وتغليف	2	2%
16	طاقة وخدمات مساندة	2	2%
17	مرافق	1	1%
	إجمالي عدد الشركات	100	100%



شكل 1: يمثل نسبة تمثيل القطاعات في عينة البحث

2-2-6 توصيف وطريقة قياس متغيرات الدراسة

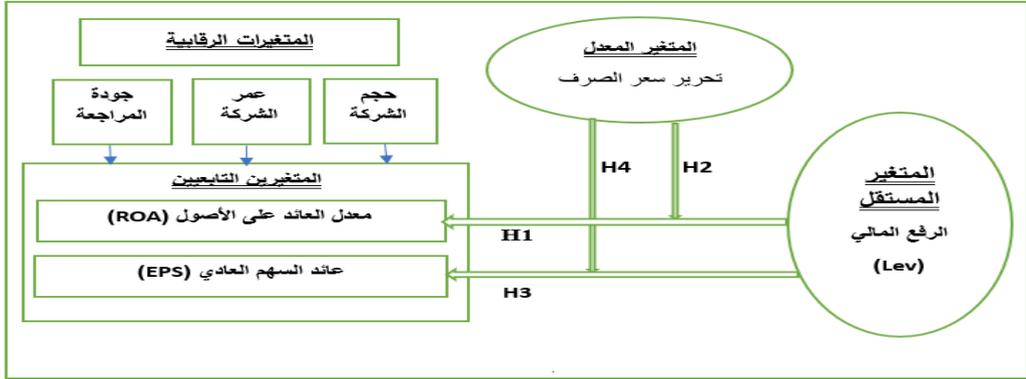
تم توصيف متغيرات الدراسة التطبيقية وقياسها كما بالجدول التالي:

جدول 6-3: يوضح توصيف وطريقة قياس متغيرات الدراسة

العلاقة المتوقعة	التوصيف وطريقة القياس	نوعه	الرمز	المتغير
	هي أحد مؤشرات قياس أداء الشركة (الربحية)، وتعبّر عن مقدار ما تجنيه الشركة نتيجة استثمار 1 جنيه في الأصول. وتقاس بالنسبة المئوية لصافي الدخل السنوي ÷ إجمالي الأصول. ROA = صافي الدخل بعد الضريبة ÷ إجمالي الأصول، قياساً على؛ (Harmono et al., 2023; Moridu, 2024; Yulianto et al., 2024)	تابع	ROA	1. معدل العائد على الأصول
	ويعني نصيب السهم من صافي الدخل السنوي للشركة. ويتم قياسه من خلال ناتج قسمة صافي الربح السنوي بعد الضريبة ÷ عدد الأسهم العادية، وذلك قياساً على: (Sifullah et al., 2024; Farooq et al., 2024)	تابع	EPS	2. عائد السهم العادي
+ أو -	تشير إلى مدى اعتماد الشركة على أموال الغير في تمويل مواردها وأنشطتها، وتعد مؤشراً للمخاطر التي قد تواجهها الشركة في حالة عدم الوفاء بالتزاماتها تجاه المقرضين. وتم قياسها بنسبة إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول وذلك قياساً على كل من: (Ibrahim & Kurfi, 2024; Khan & Siddiqui, 2023; Yasmin & Hassan, 2022)	مستقل	Lev.	3. نسبة الرفع المالي
+ أو -	ويعني ترك سعر صرف العملة الأجنبية الأساسية للدولة (مصر: الدولار) يتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب في السوق النقدية، أي جعل سعر صرفها مُحرر بشكل كامل، بحيث لا تتدخل الحكومة أو البنك المركزي في تحديده بشكل مباشر ¹⁰ . وتم قياسه بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) في العام الذي حدث فيه تحرير والقيمة (صفر) دون ذلك قياساً على (عبد الغني، 2024; Gorooei et al., 2025)	مُعدل	Floating	4. تحرير سعر الصرف
+ أو -	يشير إلى حجم عمليات الشركة، أو إجمالي حجم أصولها، وطاقتها وإمكانياتها لتوليد إيرادات النشاط. وتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، قياساً على (Cahyani et al., 2024; Yasmin & Hassan, 2022; Banafa, 2016)	رقابي	Size	5. حجم الشركة
+ أو -	يقاس باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ التأسيس حتى سنة القياس أو منذ ادراج الشركة بالبورصة حتى سنة القياس. وقد تم استخدام البديل الأول في هذا البحث قياساً على دراسة (Farooq et al., 2024; Lambey et al., 2021)	رقابي	Age	6. عمر الشركة
+ أو -	هي قدرة المراجع على اكتشاف الغش أو التحريفات أو الأخطاء والتقرير عنها، حيث تتوقف جودة المراجعة على العديد من المحددات مثل: حجم شركة المراجعة، مدى امتلاك شركة المراجعة للموارد البشرية والتكنولوجية، والخبرة، الأتعاب، والتخصص في الصناعة، ورأي المراجعة، وتعزز جودة المراجعة مدى اعتماد أصحاب المصلحة على معلومات القوائم المالية لاتخاذ قرارات رشيدة (Igben & Jeroh, 2024). وتم قياسها بحجم شركة المراجعة (متغير وهمي)، يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة محل المراجعة تتم مراجعتها بمراجع خارجي ينتمي لشركة مراجعة عالمية كبرى BIG 4 أو الجهاز المركزي المصري للمحاسبات، وتأخذ القيمة (صفر) إذا كانت الشركة محل المراجعة يتم مراجعتها قوائمها بمراجع خارجي غير ما سبق. وذلك توافقاً مع دراسة كل من: (Ocak, 2024; Onwubiko & Nwankwo, 2024; Al-Hiyari et al., 2022; Abidin & Triani, 2022)	رقابي	AuditQual	7. جودة المراجعة

¹⁰ تعريف قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي الصادر برقم 194 لسنة 2020، المقصود بـ "تعويم" العملة

ومما سبق يمكن تصور نموذج الدراسة كما بالشكل الآتي:



شكل 2: نموذج البحث من اعداد الباحث

6-2-3 أدوات التحليل الإحصائي

تم الاعتماد على الإحصاء الوصفي وتحليلات الارتباط والانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فروض البحث، وكذلك تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية النموذج باستخدام F-Test، كما تم استخدام اختبار T-Test لاختبار معنوية معاملات الانحدار وتحديد الفروق بين المتوسطات، وذلك عند مستوى معنوية 5%. حيث تم إجراء تحليلات السابقة باستخدام برنامج SPSS النسخة رقم (26).

Descriptive Statistics

أ. الإحصاء الوصفي

يعرض الجدول التالي كل من؛ اختبار التفلطح (Kurtosis test)، التباين؛ الانحراف المعياري؛ المتوسط؛ الأحد الأقصى والأدنى؛ لكل متغيرات الدراسة، وأخيراً حجم مشاهدات الدراسة المتمثلة في 741 مشاهدة (100 شركة مساهمة خلال 8 سنوات).

جدول 6-4: يوضح توصيف متغيرات البحث

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Kurtosis		
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic	Std. Error	
Lev	741	11.43	.01	11.43	.6026	.03113	.84728	.718	100.957	.179
ROA	741	1.72	.00	1.72	.0848	.00510	.13878	.019	56.956	.179
Eps	741	55.22	.00	55.22	2.8672	.23329	6.35038	40.327	19.140	.179
Floating	741	1.00	.00	1.00	.3374	.01738	.47314	.224	-1.529-	.179
FloatLev	741	11.43	.00	11.43	.2103	.02415	.65745	.432	226.488	.179
Size	741	4.83	7.08	11.91	9.1707	.02804	.76316	.582	.690	.179
Age	741	1.77	.30	2.07	1.5157	.00914	.24893	.062	2.306	.179
AuditQual	741	1.00	.00	1.00	.6199	.01753	.54942	.212	-1.045-	.179
Valid N (listwise)	741									

من الجدول السابق يتضح الآتي:

- حجم عينة البحث (N) هو 741 مشاهدة لكل متغيرات الدراسة.
- نسبة الرفع المالي (Lev) تم قياسها من خلال قسمة (إجمالي الالتزامات طويلة الأجل وقصيرة الأجل) ÷ (إجمالي الأصول). حيث بلغ الحد الأقصى 11.43 وهو يمثل إجمالي الالتزامات/ إجمالي أصول للشركة العربية للشحن والتفريغ في 2022/12/31، بينما بلغ الحد الأدنى 0.01 وهو يمثل لإجمالي التزامات/ إجمالي أصول شركة مجموعة جى. أم. سى. للإستثمارات الصناعيه والتجاريه المالية في 2016/12/31.
- الحد الأقصى لمعدل العائد على الأصول (ROA) بلغ 1.72 مرة بينما يبلغ الحد الأدنى 0.00 وذلك للشركات التي لم تحقق ربح أو خسارة خلال أحد سنوات الدراسة.
- الحد الأقصى لعائد السهم العادي (EPS) بلغ 55.22 جنيهه بينما يبلغ الحد الأدنى 0.00 وذلك للشركات التي لم تحقق ربح أو خسارة خلال أحد سنوات الدراسة.
- حجم الشركة (Size) تم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول. حيث بلغ الحد الأقصى 11.91 ممثلاً لحجم شركة المصرية للاتصالات¹¹ في 2022/12/31، بينما بلغ الحد الأدنى 7.08 وهو يعادل حجم شركة القاهرة للخدمات التعليمية¹² في 2019/12/31.
- عمر الشركة (Age) تم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي عدد السنوات التي انقضت منذ انشاء الشركة. حيث بلغ الحد الأقصى لعمر شركات عينة البحث 2.07 ممثلاً لعمر وادي كوم امبو لاستصلاح الأراضي¹³ في 2022/12/31، بينما بلغ الحد الأدنى 0.30 وهو يمثل عمر شركة المطورون العرب القابضة¹⁴ في 2015/12/31.
- جودة المراجعة (AuditQual) متغير وهمي يتراوح قيمته بين (1,0)، حيث تمثل القيمة 1 جودة الشركات التي أحد مراجعيها ينتمي لشركات المراجعة الكبار 4 Big أو الجهاز المركزي للمحاسبات وصفر دون ذلك.
- الانحراف المعياري لجميع متغيرات البحث في الحدود المقبولة احصائياً، وكذلك التباين لجميع المتغيرات مقبول احصائياً.
- الخطأ المعياري لجميع متغيرات البحث 0.179 والتالي لا توجد قيم شاذة في بيانات البحث.

¹¹ حيث بلغ إجمالي أصول شركة المصرية للاتصالات في 2022/12/31 مبلغ يقترب من 120 مليار جنيهه (119.893.950.000).

¹² حيث بلغ إجمالي أصول شركة القاهرة للخدمات التعليمية في 2019/12/31 مبلغ يقترب من 12 مليون جنيهه (11.900.956).

¹³ حيث بلغ عمر شركة وادي كومامبو لاستصلاح الأراضي في 2022/12/31 عدد 118 سنة.

¹⁴ حيث بلغ عمر شركة المطورون العرب في 2015/12/31 سنتان.

Correlations

ب. الارتباط بين متغيرات الدراسة

تعتبر مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة أحد الأدوات الإحصائية المدعمة لنتائج تحليل الانحدار: وقد اعتمد البحث على معامل ارتباط بيرسون¹⁵ Pearson للبيانات الرقمية لاكتشاف العلاقات المبدئية بين متغيرات الدراسة الأساسية والمعدلة والرقابية وقد ظهرت مخرجات هذا التحليل عند مستوى معنوية 5% (0.05)¹⁶، كما بالجدول التالي:

جدول 6-5: يوضح معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

		Lev	ROA	Eps	Floating	FloatLev	Size	Age
Lev	Pearson Correlation	1						
	Sig. (2-tailed)							
ROA	Pearson Correlation	-.088*	1					
	Sig. (2-tailed)	.017						
Eps	Pearson Correlation	-.047-	.231**	1				
	Sig. (2-tailed)	.198	.000					
Floating	Pearson Correlation	.015	.039	.034	1			
	Sig. (2-tailed)	.690	.289	.354				
FloatLev	Pearson Correlation	.626**	-.053-	-.023-	.449**	1		
	Sig. (2-tailed)	.000	.153	.540	.000			
Size	Pearson Correlation	-.132**	.000	.074*	.069	-.039-	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.997	.043	.061	.292		
Age	Pearson Correlation	-.011-	.083*	.083*	.041	.010	-.021-	1
	Sig. (2-tailed)	.772	.024	.025	.268	.779	.571	
AuditQual.	Pearson Correlation	-.121**	-.090*	.087*	-.018-	-.077*	.005	.110**
	Sig. (2-tailed)	.001	.014	.018	.626	.036	.895	.003
	N	741	741	741	741	741	741	741

يوضح الجدول السابق الكثير من المعلومات أهمها ما يلي:

- حجم المشاهدات (N) 741 مشاهدة لكل متغير.
- معامل الارتباط بين كل متغير من متغيرات الدراسة ونفسه = 1
- يوجد ارتباط سلبي بين نسبة الرفع المالي (Lev) ومعدل العائد على الأصول وعائد السهم العادي بينما يوجد ارتباط إيجابي مع تحرير سعر الصرف.

¹⁵ يستخدم معامل ارتباط بيرسون لتحديد قوة الارتباط الخطي بين مجموعتين من البيانات، فإذا كان هناك ارتباط (طردني) موجب قوي بين متغيرين، فإن المعامل يكون قريباً من الواحد (1). وإذا كان هناك ارتباط (طردني) موجب ضعيف بين المتغيرين، فإن قيمة المعامل يكون موجياً لكنه أقرب إلى الصفر (0).

¹⁶ أي نسبة الثقة في النتائج 95%، أو نسبة الخطاء في أن نحصل على نتيجة مختلفة هو خمس مرات من أصل المئة (0.05).

- وجود ارتباط ايجابي قدره (0.015) بين نسبة الرفع المالي (Lev) وتعويم سعر الصرف (Floating)، وهذا الارتباط غير معنوي لأن قيمة Sig. = 0.690 أكبر من 5%.
- يوجد تأثير إيجابي لتعويم سعر الصرف على المتغيرات الأساسية للبحث؛ المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) والمتغيرين التابعين (معدل العائد على الأصول، عائد السهم العادي).
- تباين العلاقة بين تحرير سعر الصرف والمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة).

ج. اختبار التداخل الخطي بين متغيرات الدراسة¹⁷ (Multicollinearity Test)

تم اجراء هذا الاختبار لاحتساب المؤشرين؛ معامل (Tolerance)¹⁸ ومعامل تضخم البيانات (VIF)¹⁹ لكل من؛ المتغير التابعين (معدل العائد على الأصول، عائد السهم العادي) والمتغير المستقل (نسبة الرفع المالي)، والمتغير المعدل (تحرير سعر الصرف) والمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة)، وذلك لقياس تأثير التداخل بينها. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول الآتي:

جدول 6-6_أ: يوضح نتائج اختبار التداخل الخطي مع معدل العائد على الأصول (Multicollinearity Test)

Model	Collinearity Statistics		
	Tolerance	VIF	
1	Lev	.968	1.034
	Float	.991	1.009
	Size	.966	1.035
	Age	.912	1.097
	AuditQual.	.964	1.038

a. Dependent Variable: ROA

جدول 6-6_ب: يوضح نتائج اختبار التداخل الخطي مع عائد السهم العادي (Multicollinearity Test)

Model	Collinearity Statistics		
	Tolerance	VIF	
1	Lev	.968	1.034
	Float	.991	1.009
	Size	.966	1.035
	Age	.912	1.097
	.AuditQual.	.964	1.038

a. Dependent Variable: Eps

¹⁷ يعتبر معامل (VIF) للمتغير مثالي إذا كان أقل من 3 ومقبول إذا كان أقل من 10، وهو مقلوب أو معكوس معامل التحمل.

¹⁸ تعتبر القيمة المقبولة لمعامل التحمل معامل التحمل Tolerance ما بين 0.1 ، 1.

¹⁹ Variance Inflation Factor

يتضح من قراءة الجداول السابقة أن قيمة (VIF) لكافة متغيرات الدراسة؛ نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل وتحرير سعر الصرف كمتغير معدل والمتغيرين التابعين وكذلك المتغيرات الرقابية لم تتجاوز (3)، وعلى ذلك فإن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة التداخل الخطي بين كافة المتغيرات، فالارتباط بين المتغيرات ليس له دلالة إحصائية ومنخفض جداً، وهذا يدل على قوة نماذج الدراسة في تفسير أثر المتغير المستقل على المتغيرين التابعين (عبد الحليم، 2018). وبالتالي يمكن القول بأنه لا توجد مشكلة ارتباط خطي بين متغيرات الدراسة.

6-2-3 نتائج اختبار فروض البحث

يوضح البحث في هذه الجزئية نتائج اختبار الفروض السابق صياغتها إحصائياً وذلك على النحو التالي:

أولاً- نتائج اختبار الفرض الأول

تم الاعتماد على نموذج الانحدار البسيط التالي لاختبار العلاقة الأساسية للبحث وهي العلاقة بين نسبة الرفع المالي (Lev) كمتغير مستقل ومعدل العائد على الأصول (ROA) كمتغير مستقل.

H ₁	تؤثر نسبة الرفع المالي (Lev) بصورة معنوية على معدل العائد على الأصول (ROA) للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
----------------	--

يمكن صياغة نموذجين انحدار لهذا الفرض كما يلي:

أ. نموذج الانحدار بسيط: حيث العلاقة بين المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) والمتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) وذلك كما يلي:

$$ROA_{(it)} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{(it)} + \epsilon_t$$

حيث إن:

جدول 6-7: يوضح تعريف متغيرات نموذج الانحدار للفرض الأول بدون المتغيرات الرقابية

الرمز	التفسير
ROA _(it)	معدل العائد على الأصول نهاية السنة it كمتغير تابع.
β_0	المقدار الثابت لمعادلة الانحدار.
β_1	معامل الانحدار والذي تحدد اتجاه العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.
Lev _(it)	نسبة الرفع المالي نهاية العام المالي كمتغير مستقل.
ϵ_t	الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار البسيط.

وبعد تشغيل بيانات نموذج الانحدار البسيط للفرض الأول ظهرت النتائج التالية:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.088 ^a	.008	.006	.13833

a. Predictors: (Constant), Lev

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.110	1	.110	5.763	.017 ^b
1 Residual	14.141	739	.019		
Total	14.252	740			

a. Dependent Variable: ROA

b. Predictors: (Constant), Lev

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.093	.006		14.990	.000
	Lev	-.014	.006	-.088	-2.401	.017

a. Dependent Variable: ROA

تبين من نتائج الانحدار البسيط الموضحة بالجدول أعلاه ما يلي:

- قيمة اختبار (F = 5.763) ومستوى المعنوية (القيمة الاحتمالية للنموذج (ANOVA (Sig.) = **0.017^b**) أقل من 5%، وبالتالي يمكن القول بأن النموذج محل البحث معنوي وصالح لاختبار العلاقة بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل ومعدل العائد على الأصول كمتغير تابع، ومن ثم يمكن تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) نتيجة تغير المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي)، وأن المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت 0.006%، أي أن التغير في معدل العائد على الأصول للشركات غير المالية المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية يعتمد بنسبة 0.006% على التغير في نسبة الرفع المالي وباقي التغيرات في معدل العائد على الأصول (متمم النسبة السابقة) ترجع لعوامل أخرى بخلاف نسبة الرفع المالي - وهذه العوامل غير موجوده بهذا النموذج - القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) بلغت 0.017. وهي أقل من 5%، وبالتالي فإن العلاقة معنوية بين نسبة الرفع المالي (كمتغير مستقل) والمتغير التابع (معدل العائد على الأصول)، كما أن شكل هذه العلاقة سلبي لأن معامل انحداره سالب (-0.014).

ب. نموذج الانحدار المتعدد: حيث العلاقة بين المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) والمتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) في ظل المتغيرات الرقابية للدراسة (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة) وذلك كما يلي:

$$ROA_{(it)} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{(it)} + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 AuditQual. + \epsilon_t$$

ومع ثبات متغيرات النموذج الأساسي للدراسة:

جدول 6-8: يوضح تعريف باقي متغيرات نموذج الانحدار للفرض الأول (المتغيرات الرقابية)

الرمز	التفسير
B ₂	معامل الانحدار والذي يحدد اتجاه العلاقة بين المتغير الرقابي الأول والمتغير التابع.
Size	حجم الشركة محل القياس (المتغير الرقابي الأول)
B ₃	معامل الانحدار والذي يحدد اتجاه العلاقة بين المتغير الرقابي الثاني والمتغير التابع
Age	عمر الشركة محل القياس (المتغير الرقابي الثاني)
B ₄	معامل الانحدار والذي يحدد اتجاه العلاقة بين المتغير الرقابي الثالث والمتغير التابع
AuditQual	جودة المراجعة للشركة محل القياس (المتغير الرقابي الثالث)
ϵ_t	الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار المتعدد.

وبعد تشغيل بيانات نموذج الانحدار المتعدد للفرض الأول ظهرت النتائج التالية:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.216 ^a	.047	.040	.13597

a. Predictors: (Constant), Lev, AuditQual., Size, Age

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.663	5	.133	7.177	.000 ^b
Residual	13.588	735	.018		
Total	14.252	740			

a. Dependent Variable: ROA

b. Predictors: (Constant), Lev, AuditQual., Size, Age

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.042	.070		.607	.544
1 Lev	-.017	.006	-.101	-2.758	.006
Size	-.005	.007	-.025	-.694	.488
Age	.030	.021	.055	1.448	.148
.AuditQual	-.030	.011	-.099	-2.500	.006

a. Dependent Variable: ROA

تبين من نتائج الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول أعلاه ما يلي:

- القيمة الاحتمالية للنموذج ANOVA (Sig.) بلغت 0.000^b عند المستوى المعنوي المقبول 5%، وبالتالي يمكن القول بأن النموذج معنوي وصالح لاختبار العلاقة بين معدل العائد على الأصول كمتغير تابع ونسبة الرفع المالي كمتغير مستقل، ومن ثم يمكن تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) نتيجة تغير المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) والمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، طبيعة جودة المراجعة)، كما أن المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت

0.040، وبالتالي فإن معدل العائد لأصول الشركات غير المالية المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية تتغير بنسبة 4% نتيجة تغير نسبة الرفع المالي وحجم الشركة وعمر الشركة وجودة المراجعة الذي تنتمي له الشركة، أما باقي التغير يرجع إلى النسبة المتبقية (1- 0.040) نتيجة عوامل أخرى غير موجودة بهذا النموذج.

- الزيادة في القوة التفسيرية للعلاقة بين متغيري الدراسة (المستقل والتابع) نتيجة إدراج المتغيرات الرقابية يبلغ 0.036 (0.040- 0.006)

- القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) بلغت **0.006**. وهي أقل من 5%، وبالتالي فإن العلاقة معنوية بين نسبة الرفع المالي (كمتغير مستقل) والمتغير التابع (معدل العائد على الأصول)، كما أن شكل هذه العلاقة سلبي لأن معامل انحداره سالباً (-0.017). وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Chohan, 2014) من سلبية العلاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الأصول وذلك بالتطبيق بيانات 50 شركة مقيدة ببورصة باكستان خلال الفترة من 2006-2011. و كذلك نتائج دراسة (Jannati, 2024) والتي أكدت على معنوية وسلبية العلاقة بين الرفع المالي وقيمة الشركة (مقاساً بمعدلات الربحية)، وذلك بالتطبيق على بيانات 25 شركة مقيدة ببورصة إندونيسيا خلال الفترة 2017-2023.

- القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير الرقابي الأول (حجم الشركة) بلغت **0.488** وهي أكبر من 5%، وبالتالي فإن العلاقة بين المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) والمتغير الرقابي الأول غير معنوية، وسلبية لأن معامل الانحدار بينهما بالنموذج = -0.005. وتتفق هذه النتيجة مع ما أكدت دراسة (Cahyani et al., 2024) من أن حجم الشركة لا يخفف من حدة العلاقة بين لا يخفف من الرفع المالي والأداء المالي.

- القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير الرقابي الثاني (عمر الشركة) بلغت **0.148** وهي أكبر من 5%، وبالتالي فإن العلاقة بين المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) والمتغير الرقابي الثاني غير معنوية، وإيجابية لأن معامل الانحدار بينهما بالنموذج = 0.030.

- القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير الرقابي الثالث (جودة المراجعة) بلغت **0.006** وهي أقل من 5%، وبالتالي فإن العلاقة بين المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) والمتغير الرقابي الثالث معنوية، وسلبية لأن معامل الانحدار بينهما بالنموذج = -0.030.

ويتضح من تحليل نتائج اختبار الفرض الأول (أ، ب) وجود علاقة سلبية معنوية (ذو دلالة إحصائية) بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل ومعدل العائد على الأصول كمتغير تابع للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية.

ومن ثم يمكن قبول الفرض البديل الأول H_1 : تؤثر نسبة الرفع المالي (Lev) بصورة معنوية على معدل العائد على الأصول (ROA) للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وتتفق نتائج هذا الفرض مع ما توصلت إليه دراسة (TowO, 2023) التي هدفت إلى الوقوف على أثر نسبة الرفع المالي على الأداء المالي لعدد 115 شركة مسجلة ببورصة تنزانيا خلال الفترة من 2011-2014، وقد خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها أن الرافعة المالية ترتبط بشكل سلبي وبشكل كبير الأداء المالي. وعلى المستوى الوطني مع نتائج دراسة غريب وآخرون (2022) والتي خلصت لوجود علاقة سلبية معنوية بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول وذلك بالتطبيق على 71 شركة مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة 2014-2018. كما تتفق نتائج هذا الفرض أيضا مع ما توصلت إليه دراسة (Dey et al., 2018) بأن العلاقة بين الرفع المالي العائد على أصول عدد 48 شركة مقيدة ببورصة بنجلاديش سلبي وذو دلالة إحصائية (معنوي) خلال الفترة من 2001-2017.

ثانياً- نتائج اختبار الفرض الثاني

تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة الأساسية للبحث وهي العلاقة بين المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) والمتغير التابع (معدل العائد على الأصول) في ظل المتغيرات الرقابية للدراسة (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة) نتيجة حدوث تحرير لسعر صرف العملة الاجنبية كمتغير معدل للعلاقة الأساسية للبحث وذلك كما يلي:

H_2	يختلف تأثير نسبة الرفع المالي (Lev) على معدل العائد على الأصول (ROA) باختلاف سياسة تحرير سعر الصرف للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
-------	--

$$ROA_{(it)} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{(it)} + \beta_2 Float + \beta_3 Float * Lev_{(it)} + \beta_4 Size + \beta_5 Age + \beta_6 AuditQual. + \epsilon_t$$

ومع ثبات متغيرات النموذج الأساسي للدراسة:

جدول 6-9: يوضح تعريف متغيرات نموذج الانحدار للفرض الثاني

الرمز	التفسير
B_2	معامل الانحدار والذي يحدد اتجاه العلاقة بين المتغير المُعَدَّل والمتغير التابع.
Float	تحرير سعر الصرف (كمُتغير معدل للعلاقة بين المتغير المستقل Lev والتابع ROA).
B_3	مقدار التغير بالزيادة (موجبة) أو بالانخفاض (سالبة) في قدرة نسبة الرفع المالي على تفسير التغير في معدل العائد على الأصول نتيجة حدوث تحرير سعر الصرف من عدمه بالعلاقة الأساسية للبحث.
$Float * Lev_{(it)}$	الأثر التفاعلي بين نسبة الرفع المالي كمُتغير مستقل وتعويم سعر الصرف كمُتغير مُعَدَّل للعلاقة بين نسبة الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية.

وبعد تشغيل بيانات نموذج الانحدار المتعدد للفرض الثاني ظهرت النتائج التالية:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.220 ^a	.049	.039	.13601

a. Predictors: (Constant), Lev, Float, AuditQual., Size, Age, FloatLev

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.692	7	.099	5.345	.000 ^b
Residual	13.559	733	.018		
Total	14.252	740			

a. Dependent Variable: ROA

b. Predictors: (Constant), Lev, Float, AuditQual., Size, Age, FloatLev

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.042	.070		.603	.546
Lev	-.014	.008	-.084	-1.658	.098
Float	.016	.013	.054	1.229	.219
1 Lev*Float	-.006	.012	-.029	-.519	.604
Size	-.005	.007	-.028	-.766	.444
Age	.029	.021	.052	1.387	.166
.AuditQual	-.030	.011	-.098	-2.667	.007

a. Dependent Variable: ROA

تبيين من نتائج الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول أعلاه ما يلي:

- القيمة الاحتمالية للنموذج ANOVA (Sig.) بلغت 0.000^b عند المستوى المعنوي المقبول 5%، وبالتالي يمكن القول بأن النموذج معنوي وصالح لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) والمتغير التابع (معدل العائد على الأصول) في ظل تحرير سعر صرف العملة الاجنبية كمتغير معدل للعلاقة الأساسية، ومن ثم يمكن تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) نتيجة تغير المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) والمتغير المعدل (تعويم سعر الصرف) والمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة)، كما أن المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت 0.039، وبالتالي فإن معدل العائد لأصول الشركات غير المالية المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية يعتمد بنسبة 0.039 على نسبة الرفع المالي وتعويم سعر الصرف وحجم الشركة وعمر الشركة جودة المراجعة الذي تنتمي له الشركة والنسبة المتبقية (1 - 0.039) ترجع لعوامل أخرى غير موجودة بهذا النموذج.

- القيمة الثابتة للنموذج تعادل $B_0 = 0.042$.

- القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) بلغت **0.098**. وهي أكبر من 5%، وبالتالي فإن العلاقة الأساسية أصبحت غير معنوية بين نسبة الرفع المالي (كمتغير مستقل) والمتغير التابع (معدل العائد على الأصول)، وذلك في ظل وجود المتغير المعدل للعلاقة (تعويم سعر الصرف). إلا إن شكل هذه العلاقة مازال سلبي لأن معامل انحداره سالباً (-0.14). وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (Banafa 2015) والتي أكدت على أن الرفع المالي له تأثير سلبي وغير معنوي معدل العائد على أصول الشركات (ROA) غير المالية المدرجة في بورصة كينيا.
- المتغير المعدل (تحرير سعر الصرف) بشكل منفرد كان له تأثير إيجابي لأن قيمة $\beta_2 = 0.016$ ، كما أن هذا التأثير غير معنوي على معدل العائد لأصول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لأن القيمة الاحتمالية لمتغير التحرير (Sig) = 0.219، أكبر من المستوى المعنوي المقبول 5%.
- أما فيما يتعلق بالمتغير الخاص بالتفاعل بين متغيري نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل، وتحرير سعر الصرف كمتغير معدل، فقد كان له تأثير سلبي غير معنوي على العلاقة بين نسبة الرفع المالي ومعدل العائد على أصول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، حيث كان معامل انحدار هذا المتغير $\beta_3 = -0.006$ ، وكانت القيمة الاحتمالية للمتغير التفاعلي (Sig) = 0.604. أي أكبر من 5%. ومن ثم لا يؤثر متغير تحرير سعر الصرف عندما يتفاعل مع متغير نسبة الرفع المالي على معدل العائد على أصول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير الرقابي الأول (حجم الشركة) بلغت **0.444** وهي أكبر من 5%، وبالتالي فإن العلاقة بين المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) والمتغير الرقابي الأول غير معنوية، وسلبية لأن معامل الانحدار بينهما بالنموذج = -0.005.
- القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير الرقابي الثاني (عمر الشركة) بلغت **0.166** وهي أكبر من 5%، وبالتالي فإن العلاقة بين المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) والمتغير الرقابي الثاني غير معنوية، وإيجابية لأن معامل الانحدار بينهما بالنموذج = 0.029.
- القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير الرقابي الثالث (جودة المراجعة) بلغت **0.007** وهي أقل من 5%، وبالتالي فإن العلاقة بين المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) والمتغير الرقابي الثالث معنوية، وسلبية لأن معامل الانحدار بينهما بالنموذج = -0.030.
- ويتضح من تحليل نتائج اختبار الفرض الثاني اختلاف العلاقة بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل ومعدل العائد على الأصول كمتغير تابع للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية نتيجة تحرير سعر الصرف خلال فترة الدراسة، حيث أصبحت العلاقة غير معنوية وسلبية.

ومن ثم يمكن قبول الفرض البديل الثاني H₂: اختلفت نسبة تأثير معدل الرفع المالي (Lev) على معدل العائد على الأصول ROA نتيجة سياسة تحرير سعر الصرف للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، حيث أصبح غير معنوي. ونتيجة عدم وجود دراسات سابقة في هذا الموضوع فإننا نفسر اختلاف تأثير الرفع المالي على أداء الشركات المصرية من معنوي إلى غير معنوي نتيجة انخفاض القيمة الحقيقية للالتزامات الشركات المصرية في تاريخ السداد نتيجة تحرير سعر الصرف (خاصة وأن التزامات كل شركات العينة مقومة بالجنيه المصري الذي انخفضت قيمته نتيجة تحرير سعر صرف الجنيه المصري)

ثالثاً- نتائج اختبار الفرض الثالث

لاختبار العلاقة الأساسية للفرض الثالث حيث العلاقة بين المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) وعائد السهم العادي كمتغير تابع (EPS) في ظل المتغيرات الرقابية للدراسة (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة) وذلك كما يلي:

تؤثر نسبة الرفع المالي (Lev) بصورة معنوية على عائد السهم العادي (EPS) للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.	H ₃
---	----------------

حيث تم صياغة نموذج الانحدار المتعدد لهذا الفرض كما يلي:

$$EPS_{(it)} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{(it)} + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 AuditQual. + \epsilon_t$$

ومع ثبات متغيرات النموذج الأساسي للدراسة:

جدول 6-10: يوضح تعريف متغيرات نموذج الانحدار للفرض الثالث

الرمز	التفسير
EPS _(it)	عائد السهم العادي نهاية السنة it كمتغير تابع.
β ₀	المقدار الثابت لمعادلة الانحدار.
β ₁	معامل الانحدار والذي يحدد اتجاه العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.
Lev _(it)	نسبة الرفع المالي نهاية العام المالي كمتغير مستقل.
B ₂	معامل الانحدار والذي يحدد اتجاه العلاقة بين المتغير الرقابي الأول والمتغير التابع.
Size	حجم الشركة محل القياس (المتغير الرقابي الأول)
B ₃	معامل الانحدار والذي يحدد اتجاه العلاقة بين المتغير الرقابي الثاني والمتغير التابع
Age	عمر الشركة محل القياس (المتغير الرقابي الثاني)
B ₄	معامل الانحدار والذي يحدد اتجاه العلاقة بين المتغير الرقابي الثالث والمتغير التابع
AuditQual.	جودة مراجعة الشركة محل المراجعة (المتغير الرقابي الثالث)
ε _t	الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار المتعدد.

وبعد تشغيل بيانات نموذج الانحدار المتعدد للفرض الثالث ظهرت النتائج التالية:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.229 ^a	.052	.046	6.20327

a. Predictors: (Constant), Lev, AuditQual., Size, Age

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1559.063	5	311.813	8.103	.000 ^b
Residual	28283.191	735	38.481		
Total	29842.253	740			

a. Dependent Variable: Eps

b. Predictors: (Constant), Lev, AuditQual., Size, Age

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-7.116	3.171		-2.244	.025
1 Lev	-.199	.274	-.027	-.727	.467
Size	.440	.303	.053	1.452	.147
Age	.611	.958	.024	.638	.523
.AuditQual	1.211	.516	.093	2.539	.010

a. Dependent Variable: Eps

تبين من نتائج الانحدار المتعدد الموضحة بالجداول أعلاه ما يلي:

- القيمة الاحتمالية للنموذج (ANOVA (Sig.) بلغت 0.000^b عند المستوى المعنوي المقبول 5%، وبالتالي يمكن القول بأن النموذج معنوي وصالح لاختبار العلاقة بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل وعائد السهم العادي كمتغير تابع، ومن ثم يمكن تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (عائد السهم العادي) نتيجة تغير المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) والمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة)، كما أن المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت 0.046، وبالتالي فإن ربحية سهم العادي للشركات غير المالية المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية تتغير بنسبة 0.046 نتيجة تغير نسبة الرفع المالي وحجم الشركة وعمر الشركة وجودة المراجعة الذي تنتمي له الشركة، أما باقي التغير يرجع إلى النسبة المتبقية (1-0.046) نتيجة عوامل أخرى.

- القيمة الاحتمالية P. Value للمتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) بلغت 0.467 وهي أكبر من 5%، وبالتالي فإن العلاقة غير معنوية بين نسبة الرفع المالي (كمتغير مستقل) والمتغير التابع (عائد السهم العادي)، كما أن شكل هذه العلاقة سلبى لأن معامل انحداره سالباً $B_1 = -0.199$

- شكل العلاقة بين عائد السهم العادي وجميع المتغيرات الرقابية إيجابي، لكنها معنوية مع جودة المراجعة فقط وغير معنوية مع حجم وعمر الشركة.

ويتضح من تحليل نتائج اختبار الفرض الثالث وجود علاقة سلبية غير معنوية بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل وعائد السهم العادي كمتغير تابع للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية. ومن ثم يمكن رفض الفرض الثالث H₃: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية (معنوي) للرفع المالي على عائد السهم العادي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وتتفق نتائج هذا الفرض مع ما توصلت إليه دراسة (Dey et al., 2018) بأن العلاقة بين الرفع المالي وعائد السهم العادي لعدد 48 شركة مقيدة ببورصة بنجلاديش غير معنوية خلال الفترة من 2001-2017. وكذلك نتائج دراسة (Rehman, 2013) التي هدفت إلى الوقوف على أثر نسبة الرفع المالي على الأداء المالي لعدد 35 شركة مسجلة ببورصة باكستان خلال الفترة من 2006-2011، وقد خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها أن الرافعة المالية ترتبط بشكل سلبي مع عائد السهم العادي. وعلى الرغم من اتفاق نتيجة هذا الفرض على سلبية العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي مع نتائج دراسة (Sifullah et al., 2024) إلا أن الدراسة الثانية أكدت على معنوية هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على 24 شركة أدوية مقيدة ببورصة بنجلاديش خلال الفترة من 2013-2022.

رابعاً- نتائج اختبار الفرض الرابع

تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة الأساسية لهذا الفرض وهي العلاقة بين المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) والمتغير التابع (عائد السهم العادي) في ظل تحرير سعر صرف العملة الأجنبية كمتغير معدل للعلاقة الأساسية للبحث وذلك كما يلي:

H ₄	يختلف تأثير نسبة الرفع المالي (Lev) على عائد السهم العادي (EPS) باختلاف سياسة تحرير سعر الصرف للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
----------------	---

$$EPS_{(it)} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{(it)} + \beta_2 Float + \beta_3 Float * Lev_{(it)} + \beta_4 Size + \beta_5 Age + \beta_6 AuditQual. + \epsilon_t$$

ومع ثبات متغيرات النموذج الأساسي للدراسة:

جدول 6-11: يوضح تعريف متغيرات نموذج الانحدار للفرض الرابع

الرمز	التفسير
B ₂	معامل الانحدار والذي يحدد اتجاه العلاقة بين المتغير المُعَدَّل والمتغير التابع.
Float	تحرير سعر الصرف (كمتغير معدل للعلاقة بين المتغير المستقل Lev والتابع EPS).
B ₃	مقدار التغير بالزيادة (موجبة) أو بالانخفاض (سالبة) في قدرة نسبة الرفع المالي على تفسير التغير في عائد السهم العادي نتيجة حدوث تحرير سعر الصرف من عدمه بالعلاقة الأساسية للبحث.
Float * Lev _(it)	الأثر التفاعلي بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل وتحرير سعر الصرف كمتغير مُعَدَّل للعلاقة بين نسبة الرفع المالي عائد السهم العادي للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية.

وبعد تشغيل بيانات نموذج الانحدار المتعدد للفرض الرابع ظهرت النتائج التالية:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.231 ^a	.054	.045	6.20742

a. Predictors: (Constant), Lev, Float, AuditQual., Size, Age, FloatLev

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1598.292	7	228.327	5.926	.000 ^b
Residual	28243.962	733	38.532		
Total	29842.253	740			

a. Dependent Variable: Eps

b. Predictors: (Constant), Lev, Float, AuditQual., Size, Age, FloatLev

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-7.089	3.181		-2.228	.026
Lev	-.130	.378	-.017	-.345	.730
Float	.563	.585	.042	.961	.337
1 FloatLev	-.154	.539	-.016	-.285	.775
Size	.420	.304	.050	1.380	.168
Age	.563	.960	.022	.587	.557
.AuditQual	1.323	.517	.094	2.561	.010

a. Dependent Variable: Eps

تبين من نتائج الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول أعلاه ما يلي:

- القيمة الاحتمالية للنموذج ANOVA (Sig.) بلغت 0.000^b عند المستوى المعنوي المقبول 5%، وبالتالي يمكن القول بأن النموذج معنوي وصالح لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) والمتغير التابع (عائد السهم العادي) في ظل تحرير سعر صرف العملة الاجنبية كمتغير معدل، ومن ثم يمكن تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (عائد السهم العادي) نتيجة تغير المتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) والمتغير المعدل (تعويم سعر الصرف) والمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة)، كما أن المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت 0.045، وبالتالي فإن عائد السهم العادي غير المالية المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية يعتمد بنسبة 0.045 على نسبة الرفع المالي وتحرير سعر الصرف وحجم الشركة وعمر الشركة وجودة المراجعة، أما النسبة المتبقية (1- 0.045) ترجع لعوامل أخرى.

- القيمة الاحتمالية **P. Value** للمتغير المستقل (نسبة الرفع المالي) بلغت 0.730. وهي أكبر من 5%، وبالتالي فإن العلاقة الأساسية غير معنوية بين نسبة الرفع المالي (كمتغير مستقل) والمتغير التابع (عائد السهم العادي العادي)، وذلك في ظل وجود المتغير المعدل للعلاقة (تعويم سعر الصرف). إلا إن شكل هذه العلاقة مازال سلبي لأن معامل انحداره سالباً $B_1 = -0.130$.

- المتغير المعدل (تحرير سعر الصرف) بشكل منفرد كان له تأثير إيجابي لأن قيمة $\beta_2 = 0.563$ ، كما أن هذا التأثير غير معنوي على عائد السهم العادي العادي، وذلك لأن القيمة الاحتمالية لمتغير التحرير $(Sig) = 0.337$. وهي أكبر من المستوى المعنوي المقبول احصائياً للاختبار (5%).

- أما فيما يتعلق بالمتغير الخاص بالتفاعل بين متغيري نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل، وتعويم سعر الصرف كمتغير معدل، فقد كان له تأثير سلبي غير معنوي على العلاقة بين نسبة الرفع المالي وعائد السهم العادي، حيث كان معامل انحدار هذا المتغير $\beta_3 = -0.154$ ، وكانت القيمة الاحتمالية للمتغير التفاعلي $(Sig) = 0.775$. أي أكبر من 5% المقبولة احصائياً. ومن ثم لا يؤثر متغير تحرير سعر الصرف عندما يتفاعل مع متغير نسبة الرفع المالي على عائد السهم العادي العادي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

- شكل العلاقة بين عائد السهم العادي وجميع المتغيرات الرقابية إيجابي، لكنها معنوية مع جودة المراجعة وغير معنوية مع حجم وعمر الشركة.

ويتضح من تحليل نتائج اختبار الفرض الرابع عدم اختلاف تأثير نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل على عائد السهم كمتغير تابع للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية نتيجة تحرير سعر الصرف خلال فترة الدراسة.

ومن ثم يمكن رفض الفرض الرابع. يختلف تأثير نسبة الرفع المالي (Lev) على عائد السهم العادي (EPS) باختلاف سياسة تحرير سعر الصرف للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وتتفق نتائج هذا الفرض مع ما توصلت إليه دراسة (Rehman, 2013) التي هدفت إلى الوقوف على أثر نسبة الرفع المالي على الأداء المالي لعدد 35 شركة مسجلة ببورصة باكستان خلال الفترة من 2006-2011، وقد خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها أن الرافعة المالية ترتبط بشكل سلبي غير معنوي مع عائد السهم العادي.

6-2-4 ملخص نتائج فروض البحث

من النتائج السابقة يمكن تلخيص أهم النتائج في الجدول التالي:

جدول 6-12: يوضح ملخص نتائج فروض البحث

النتيجة	صيغة الفرض	م.
قبول	تؤثر نسبة الرفع المالي (Lev) بصورة معنوية على معدل العائد على الأصول (ROA) للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.	H ₁
قبول	يختلف تأثير نسبة الرفع المالي (Lev) على معدل العائد على الأصول (ROA) باختلاف سياسة تحرير سعر الصرف للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.	H ₂
رفض	تؤثر نسبة الرفع المالي (Lev) بصورة معنوية على عائد السهم العادي (EPS) للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.	H ₃
رفض	يختلف تأثير نسبة الرفع المالي (Lev) على عائد السهم العادي (EPS) باختلاف سياسة تحرير سعر الصرف للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.	H ₄

ومن نتائج الاختبارات السابقة يمكن الإجابة على سؤالي البحث:

أ. هل يؤثر الرفع المالي على كل من؛ معدل العائد على الأصول، وعائد السهم العادي للشركات وهل يوجد دليل على هذا التأثير من البورصة المصرية؟

والإجابة هي: على الرغم من تأكيد نتائج الدراسة النظرية على وجود تأثير متباين القوة والاتجاه ببيئات الممارسة المختلفة حول العالم وكذلك في بيئة الممارسة المصرية بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول وعائد السهم العادي. إلا أن نتائج الدراسة التطبيقية ببيئة الممارسة المصرية أكدت على وجود تأثير معنوي للرفع المالي على معدل العائد على الأصول فقط.

2. هل يؤثر تحرير سعر الصرف على العلاقة بين الرفع المالي وكل من؛ معدل العائد على الأصول، وعائد السهم العادي وهل يوجد دليل على هذا التأثير من البورصة المصرية؟

والإجابة هي: نعم أكدت نتائج التحليل الإحصائي لبيانات الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية على تحول معنوية العلاقة بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول إلى غير معنوي في ظل تحرير سعر الصرف. بينما لم تتأثر العلاقة بين الرفع المالي وعائد السهم العادي بتحرير سعر الصرف.

3-6 النتائج والتوصيات والمقترحات البحثية المستقبلية

3-6-1 نتائج البحث

خلص البحث في شقة النظري إلى العديد من النتائج أهمها ما يلي:

- وجود اتفاقاً عاماً فيما بين معظم الدراسات المحاسبية على أهمية دراسة العلاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي للشركات بشكل عام ومعدل العائد على الأصول وعائد السهم العادي بشكل خاص، وذلك استناداً على دلائل تطبيقية لثبوت العلاقة الجوهرية (المعنوية) بين الرفع المالي والأداء المالي في العديد من بيئات الممارسة حول العالم.

- أكدت عدد من الدراسات على إيجابية العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي طالما حجم الاقتراض لم يتجاوز الحجم الأمثل للاقتراض، وقد عضدت نتائج دراستي (Inam & Mir, 2014; Rehman,

- (2013) التي تمت على الشركات المسجلة في بورصة باكستان تلك النتيجة، حيث تعتمد معظم الشركات الباكستانية على أموال الملكية بشكل أكبر من الاقتراض.
- كما أكدت عدد من الدراسات على أن العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي تأخذ الشكل المقلوب لحرف U، حيث تكون العلاقة طردية بينهما طالما معدلات ربحية الشركة تزيد عن تكلفة الأموال المقترضة حتى وصول لنقطة هيكل المال المثلى، وهي النقطة التي يتساوى عندها معدلات الربحية مع تكلفة الأموال المقترضة، وبعد هذه النقطة تصبح العلاقة سلبية نتيجة اعتماد الشركات على الأموال المقترضة بشكل كبير وبمعدلات تفوق معدلات العائد من الاستثمارات المستغل فيها الأموال المقترضة.
- معظم الدراسات السابق عرض نتائجها أكدت على سلبية العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي. وهذا ما أكدت عليه نتائج دراسة (Arhinful, & Radmehr, (2023) التي اعتمدت على بيانات 257 شركة يابانية وخلصت إلى أن التزامات خدمة الديون لها تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية على الأداء المالي للشركات.
- زيادة نسبة الرفع المالي عن الوضع الأمثل يضر بمصلحة أموال المساهمين، وفي هذا المجال أكدت نتائج أحد الدراسات على أن ارتفاع الرافعة المالية في هيكل رأس المال لشركات النفط والغاز المدرجة في بورصة نيجيريا يؤدي إلى تدهور ثروة المساهمين المقاسة بالعائد على حقوق المساهمين (Abubakar, 2022). ومن ثم لتفادي التأثير السلبي للرفع المالي على الأداء المالي للشركات يجب على إدارة الشركات العمل على تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الخارجية والداخلية، مع السعي في استخدام أموال القروض بكفاءة وفعالية.
- أكدت نتائج الدراسة التطبيقية على معنوية وسلبية العلاقة بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول (ROA) للشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، نتيجة تكبل معظم شركات العينة بمديونيات تفوق الحجم الأمثل لالتزاماتها، وعلى الرغم من استمرار سلبية العلاقة بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول في ظل أخذ أثر المتغير المعدل (تحرير سعر الصرف) في الاعتبار، إلا أن هذه العلاقة أصبحت غير معنوية نتيجة انخفاض القيمة النسبية للأموال المقترضة بعد تحرير سعر الصرف (ارتفاع) ومن ثم انخفاض قيمة العملة المصرية. كما توصلت النتائج أيضاً عدم وجود علاقة معنوية بين الرفع المالي وكل من عائد السهم العادي للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية. وأخيراً تفاوت تأثير المتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، جودة المراجعة) من حيث شكل العلاقة (إيجابية/سلبية) أو قوتها (معنوي/غير معنوي) على الأداء المالي للشركات المصرية المسجلة بالبورصة.

6-3-2 توصيات البحث

تأسيساً على ما خلص إليه البحث من نتائج، يقترح الباحث التوصيات التالية:

- أهمية اجراء المزيد من البحوث حول أهمية تحديد العوامل التي تؤثر في العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات، وذلك لترشيد قرارات كافة المستخدمين بشكل عام وحملة الأسهم والدائنين بشكل خاص، وكذلك أهمية التركيز على العوامل التي تحسن من قيمة الشركات المصرية بما يفعل دور سوق رأس المال في نمو الاقتصاد الوطني.
- ضرورة قيام إدارة الشركات بتقييم هيكلها التمويلي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة للرفع المالي والتي تحقق أكبر أثر إيجابي على الأداء المالي، والتأكيد على أهمية مواءمة الشركات لمصادر التمويل مع طرق توظيف الأموال وذلك لتحقيق أفضل ربحية ولتجنب مخاطر السيولة.
- ضرورة إجراء دراسة مستقلة على كل قطاع اقتصادي، نظرا لاختلاف السمات المالية بين القطاعات الاقتصادية، لتحديد أكثر القطاعات استخداما للرفع المالي وتأثيره على الأداء المالي لهذه القطاعات.
- تقوم إدارة الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الوطنية للأوراق المالية بتوظيف الحد الأدنى من مستوى الدين أو استخدام مستوى الدين الأمثل والتركيز على تنمية شركاتها لضمان تمتعها بوفورات الحجم المرتبطة بالشركات الكبيرة، وكذلك لجذب الإدارة الجيدة. وبالتالي تحسين أدائها المالي.
- يجب على إدارة الشركات التأكد من أن القرارات المالية التي تتخذها تتوافق مع أهداف تعظيم ثروة المساهمين والتي تشمل هدف تعظيم ربح الشركة، يجب أن يكون مبلغ تمويل الديون في المزيج المالي للشركة عند المستوى الأمثل لضمان ذلك الاستغلال الأمثل لأصول الشركة. ويجب على الإدارة أيضاً مراقبة الفوائد المفروضة على الديون لتمويل لتجنب تصفية الشركة.
- ضرورة اهتمام مقررات المحاسبة المالية والمراجعة في الجامعات المصرية بدراسة المستجدات في بيئة الأعمال المعاصرة وانعكاساتها المحاسبية والمهنية.
- عقد مؤتمرات علمية لأقسام المحاسبة في الجامعات الحكومية للوقوف على تلك المستجدات وتقديم توصيات للتعامل مع تلك المستجدات إلى الجهات المنظمة لمهنة المحاسبة والمراجعة.
- إجراء مزيد من البحوث بشأن أهمية الإفصاح عن أثر الظواهر الاقتصادية الكلية على أداء الشركات والعوامل المؤثرة فيه، خاصة التضخم وتحرير سعر الصرف.

6-3-3 المجالات المقترحة للبحوث المستقبلية

- في ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج وتوصيات وكذلك حدوده، يقترح الباحث عدد من المجالات البحثية المستقبلية ذات صلة بموضوع البحث الحالي، أهمها ما يلي:
- أثر تقاؤلية المدير التنفيذي على العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي: دراسة تطبيقية
 - أثر الالتزام الحوكمي على العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي: دراسة تطبيقية
 - أثر الرفع المالي على المخاطر المالية للشركات الصناعية في ظل التضخم: دراسة تطبيقية
 - أثر تحرير سعر الصرف على الاعتراف بالمكاسب والخسائر غير المحققة بالقوائم المالية -دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
 - أثر تحرير سعر الصرف على المقدرة التقييمية للمعلومات المحاسبية: دراسة تطبيقية
 - أثر التضخم على المقدرة التقييمية للمعلومات المحاسبية: دراسة تطبيقية.
 - أثر التضخم على العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات المصرية: دراسة تطبيقية على الشركات المالية غير المصرفية المقيدة بالبورصة المصرية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

إبراهيم، أحمد عيد. (2023). "الأثار المتوقعة لرفع سعر الفائدة وتحرير سعر الجنيه على الاقتصاد المصري في ضوء التحديات المعاصرة". *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، 4(1)، 215-252.

أحمد، صديقي & فريقي سعاد & صبرو خدوجة. (2017). "تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة". جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر.

الجابري، خالد محمد & الكثيري، إبراهيم علي. (2023). "أثر الرفع المالي في الأداء المالي في شركات قطاع النقل المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) دراسة تطبيقية". *مجلة جامعة فزان الإنسانية*، 2(1)، ص. 37-57.

الشهري، أسماء محمد عبد الله. (2020). "العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية (قطاع الاتصالات)". *المجلة الالكترونية الشاملة متعددة التخصصات*، 23(4)، ص 1-29.

المعايطه، زين احمد عبد المحسن. (2018). "تأثير الرفع المالي على الاداء المالي في البنوك التجارية الأردنية". قسم التمويل والمصارف -كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية. الأردن.

المغني، هناء عبد العزيز عبد اللطيف. (2021). "أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية". *المجلة العربية للإدارة*، 41(1)، ص. 127-144.

إيناس، تريعة & ساكر، دعاء. (2023). "أثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسات الاقتصادية دراسة ميدانية بمؤسسة نفضال - تبسة". رسالة ماجستير - قسم علوم المالية والمحاسبة -جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي تبسة. الجزائر.

برسوم، مريم وليم. (2018). "أثر تحرير سعر الصرف على الميزان التجاري: دراسة تطبيقية على مصر عن الفترة 2001-2017". *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، جامعة عين شمس -كلية التجارة، ع(3)، ص. 183-204.

بيطار، منى & حمود، نشوه. (2022). "أثر الرفع المالي القصير الأجل في الأداء المالي للمصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية - دراسة قياسية باستخدام نموذج العتبة". *مجلة جامعة حماة- قسم الاقتصاد*، 15(5)، ص. 64-79.

- شايب، فاطمة الزهراء. (2018). "قياس أثر الرفع المالي على الاداء المالي دراسة حالة عينة من شركات الاسمنت الجزائرية 2010-2016". رسالة ماجستير-كلية العلوم الاقتصادية والتجارية -جامعة قاصدي مرباح ورفلة-الجزائر.
- طه، رانيا الشيخ. (2021). "التضخم: أسبابه، آثاره، سبل معالجته" صندوق النقد العربي.
- عبد الحليم، أحمد حامد محمود. (2018). "قياس أثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة: أدلة عملية من الشركات المدرجة في المؤشر المصري للمسؤولية ESG". *مجلة البحوث المحاسبية*، 5(2)، ص. 394-464.
- عبد الغني، سناء محمد. (2024). "أثر تحرير سعر الصرف في مصر في عام 2016 على معدل التضخم في الأجل القصير". *المجلة العربية للإدارة*، 45(1). تحت النشر.
- عبد المنعم، ريم محمد محمود عبد المنعم. (2020). "أثر الرفع المالي على الأداء المالي وعوائد الأسهم، دراسة اختبارية على البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية". *الفكر المحاسبي*، 24(3)، ص. 879-928.
- غريب، مها محمد السيد؛ سعد السيد الشنري؛ ألفت على مندور. (2022). "أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للشركة". *مجلة البحوث التجارية*، 44(3)، ص. 15-40.
- قلدس، ريمون ميلاد فؤاد ومحمد جمال السيد محمد سالم ومها عبد الحميد عبد الحميد عبد الرحمن (2024)، " دور المراجع تجاه الإفصاح عن التغيرات المناخية وانعكاساتها على تحسين جودة المحتوى الإخباري للتقارير المالية: دراسة ميدانية" مؤتمر مستجدات بيئة الأعمال في ظل تكنولوجيا المعلومات والتغيرات المناخية- كلية التجارة - جامعة بنها. ص. 44-106.
- وهدان، محمد لظفي. (2017). "أثر تحرير سعر الصرف على أسعار الأسهم بالتطبيق على البورصة المصرية". *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، 47(4)، ص. 395-418.
- ياسين، بنان رائد جميل. (2020). "الرافعة المالية وأثرها على مضاعف سعر السهم في الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" (Doctoral dissertation), جامعة النجاح الوطنية- كلية الدراسات العليا، فلسطين.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abu Afifa, M. M., Saleh, I., & Taqatqah, F. (2023). "Mediating influence of earnings management in the nexus between audit quality and company value: new proof from Jordanian market". **Accounting Research Journal**, 36(2/3), 148-165.
- Abubakar, A. (2015). "Relationship between financial leverage and financial performance of deposit money banks in Nigeria". **International Journal of Economics, Commerce and Management**, 3(10), 759- 778.
- Abubakar, A. (2020). LEVERAGE, F. FINANCIAL LEVERAGE AND FINANCIAL PERFORMANCE OF OIL AND GAS COMPANIES IN NIGERIA". **Open Journals of Management Science (OJMS)** 1(1), 28-44.
- Afolabi, A., Olabisi, J., Kajola, S. O., & Asaolu, T. O. (2019). Does leverage affect the financial performance of Nigerian firms?". **Journal of Economics and Management**, 37(3), 5- 22.
- Ahmed, F., Awais, I., & Kashif, M. (2018). "Financial leverage and firms' performance: Empirical evidence from KSE-100 Index". **Etikonomi**, 17(1), 45- 56.
- Akbar, M. U. A., & Putri, A. (2024). "The Influence of Leverage, Profitability, and Firm Value on Share Price: The Moderating Role of Inflation". **Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam**, 10(2), 1363-1372.
- Akhter, W., & Hassan, A. (2024). Does corporate social responsibility mediate the relationship between corporate governance and firm performance? Empirical evidence from BRICS countries. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 31(1), 566- 578.

- Al- Habashneh, A. G. (2023). "IMPACT OF LEVERAGE, LIQUIDITY, AND BANK SIZE ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF JORDANIAN COMMERCIAL BANKS IN 2012- 2022". **Journal of Southwest Jiaotong University**, 58(3).
- Al- Matari, E. M. A. (2014). **Corporate governance and performance of non- financial public listed firms in Oman** (Doctoral dissertation, Universiti Utara Malaysia).
- Al- Waeli, A. J., Hanoon, R. N., Ageeb, H. A., & Idan, H. Z. (2020). Impact of accounting information system on financial performance with the moderating role of internal control in Iraqi industrial companies: An analytical study. **Jour of Adv Research in Dynamical & Control Systems**, 12(8), 246- 261.
- Al-Hiyari, A., Kolsi, M. C., & Muqattash, R. (2022). Big N auditors and the quality of earnings: Evidence from Middle Eastern and North African countries. *Journal of General Management*, 47(4), 195-212.
- Aloshaibat, S. D. (2021). Effect of financial leverage on the financial performance of Jordanian public shareholding companies: Applied study on the financial sector of Jordan for the period of 2015- 2019. **International Journal of Economics and Financial Issues**, 11(2), 47.
- Amarjit, G., & Neil, M. (2011). "Factors that influence financial leverage of Canadian firms". **Journal of Applied Finance and Banking**, 1(2), 19- 37.
- Arhinful, R., & Radmehr, M. (2023). "The impact of financial leverage on the financial performance of the firms listed on the Tokyo stock exchange". **SAGE Open**, 13(4), 21582440231204099.
- Banafá, A. S. A. (2015). "The impact of leverage on financial performance of listed nonfinancial firm in Kenya. **International Journal of Finance and Accounting**, 7(4), 1-20.

- Banafa, A. S. A. (2016). **The effect of leverage, liquidity, and firm size on financial Performance of listed non- financial firms in Kenya** (Doctoral dissertation, COHRED, Business administration, JKUAT).
- Basha, S. A., Bennisr, H., & Goaid, M. (2023). "Financial literacy, financial development, and leverage of small firms". **International Review of Financial Analysis**, 86, 102510.
- Boshnak, H. A. (2023). Ownership concentration, managerial ownership, and firm performance in Saudi listed firms. **International Journal of Disclosure and Governance**, 1– 14.
- Brigham, E. F., & Joel, F. (2001). Houston. "**Fundamentals of financial management**". South- Western College Pub.
- Cahyani, F. I., Santoso, S. B., Hariyanto, E., & Setyadi, E. J. (2024). "The effect of liquidity and leverage on financial performance with company size as a moderating variable: A study on companies listed in Jakarta Islamic Index 30". **Journal of Islamic Economics Lariba**, 10(1), 23– 44.
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). "Determinants of capital structure: an empirical evaluation from India". **Journal of Advances in Management Research**, 12(1), 3– 14.
- Chakraborty, P. (2024). Bank ownership and firm performance. **Economica**, 91 (361), 238– 267.
- Chen, B. (2022). "Do investors value audit quality of complex estimates?". **Advances in accounting**, 57, 100595.
- Chohan, W. (2014). "Impact of Leverage on Financial Performance of the Organization". **Available at SSRN 2471545**.
- Claassen, B., Dam, L., & Heijnen, P. (2023). "Corporate financing policies, financial leverage, and stock returns". **The North American Journal of Economics and Finance**, 68, 101992.

- Crnkovic, B. (2024, January). STATE OWNERSHIP AND FIRM PERFORMANCE—EVIDENCE FROM LARGE CROATIAN ENTERPRISES. In Economic and Social Development (Book of Proceedings), **106th International Scientific Conference on Economic and Social** (p. 96).
- Das, S. K., Alam, S., Islam, M. J., Bobby, F., & Begum, R. (2023). Does ownership pattern affect firm performance? Empirical evidence from an emerging market. **International Journal of Disclosure and Governance**, 1–15.
- Dasilas, A. (2024). The nonlinear relationship between employee stock ownership plans and firm performance: Evidence from China. **Journal of Business Research**, 173, 114470.
- Dewi, A. S., Anwa, S., Zusmawati, Z., Alfian, A., & Septiano, R. (2018). “An Analysis of Effect of Free Cash Flow and Profitability on Leverage Companies with Investment Opportunity Set As Variable Moderating on Trade, Services & Investment Sectors Listed on BEI”. **Prosiding CELSciTech**, 3, 48–60.
- Dey, R. K., Hossain, S. Z., & Rahman, R. A. (2018). "Effect of corporate financial leverage on financial performance: A study on publicly traded manufacturing companies in Bangladesh". **Asian social science**, 14(12), 124.
- Enekwe, C. I., Agu, C. I., & Eziedo, K. N. (2014). "The effect of financial leverage on financial performance: Evidence of quoted pharmaceutical companies in Nigeria". **IOSR Journal of Economics and Finance**, 5(3), 17–25.
- Estiasih, S. P., Suhardiyah, M., Suharyanto, S., Putra, A. C., & Widhayani, P. S. (2024). The Effects of Leverage, Firm Size, and Market Value on Financial Performance in Food and Beverage Manufacturing Firms. **Jurnal Aplikasi Manajemen**, 22(2), 414–425.

- Farooq, U., Hayat, U., Azam, M., & Haroon, U. (2024). "The Influence of Moderate Leverage Impact of Liquidity Ratios on the Financial Performance of the Sugar Sector in Pakistan". ***Journal of Excellence in Management Sciences***, 3(1), 45–58.
- Fatihudin, D. (2018). "How measuring financial performance". ***International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET)***, 9(6), 553– 557.
- Ganyam, A.I. and Ivungu, J.A. (2019) "Effect of Accounting Information System on Financial Performance of Firms: A Review of Literature Effect of Accounting Information System on Financial Performance of Firms": **A Review of Literature. IOSR Journal of Business and Management (IOSR–JBM)** 21 (5) 39–49.
- Gathara, Z. M., Kilika, J. M., & Maingi, J. N. (2019). Effect of leverage on financial performance of selected companies listed in the Nairobi Securities Exchange, Kenya. ***Int. J. Innovative Finance and Economics Res***, 7(1), 10– 33.
- Gorooei, A., Dastoori, M., & Moradpour, S. (2025). "Experimental Study of the Effect of Exchange Rate Volatility Spillover on Capital Market index: A Case Study of Selected Oil– Exporting OPEC Member Countries". ***International Journal of Finance & Managerial Accounting***, 10(36), 1– 10.
- Gwatidzo, T., Ntuli, M., & Mlilo, M. (2016). "Capital structure determinants in South Africa: A quantile regression approach". ***Journal of Economic and Financial Sciences***, 9(1), 275– 290.
- Hanafî, M. M. (2016). **Financial Management – Second Edition**. Yogyakarta: BPFE.

- Harmono, H., Haryanto, S., Chandrarin, G., & Assih, P. (2023). "Financial Performance and Ownership Structure: Influence on Firm Value Through Leverage". In *Macroeconomic Risk and Growth in the Southeast Asian Countries: Insight from SEA* (pp. 63– 85). Emerald Publishing Limited.
- Heliani, H., Herdina, V., & Gumelar, T. M. (2024). "Analysis of factors affecting company value with EPS as a moderation variable". *Journal of Contemporary Accounting*, 6(1), 53–67
- Ho, L., Bai, M., Lu, Y., & Qin, Y. (2021). "The effect of corporate sustainability performance on leverage adjustments". *The British Accounting Review*, 53(5), 100989.
- Ibe, U. G., & Pibowei, W. E. (2022). "The Effect of Financial Leverage on Corporate Financial Performance of Dangote Cement PLC (2010– 2021)". **Available at SSRN 3874639**.
- Ibrahim, A. A., & Kurfi, A. K. (2024). "Moderating Role of Corporate Governance on the Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: A Conceptual Review". *FUOYE Journal of Public Administration and Management*, 2(1).
- Igben, E. F., & Jeroh, E. (2024). "Audit quality and the financial performance of multinational companies in Nigeria". *Asian Journal of Management and Commerce*; 5(1): 440–446
- Inam, A., & Mir, G. M. (2014). The impact of financial leverage on firm performance in fuel and energy sector, Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 6(37), 339–347.
- Indriyati, P. M., & Syaipudin, U. (2024). "The Effect of Investment Opportunity Set, Firm Age, Liquidity, And Financial Leverage on Profit Quality in LQ45 Companies In 2018–2022". *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(2), 49–66.

- Iqbal, U., & Usman, M. (2018). Impact of financial leverage on firm performance: Textile composite companies of Pakistan. **SEISENSE Journal of Management**, 1(2), 70– 78.
- Jannati, A. (2024, July). THE EFFECT OF DIVIDEND POLICY, FINANCIAL LEVERAGE, AND PROFITABILITY ON FIRM VALUE ON THE PEFINDO25 INDEX. In *Faculty of Economics and Business International Conference (FEBIC)* (pp. 943–953).
- Jermias, J. (2008). “The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance”. **The British Accounting Review**, 40(1), 71– 86.
- Jiang, W., Kang, J., & Kim, H. S. (2024). “Is the zero– leverage policy value– enhancing?”. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 93, 176– 189.
- Khan, B. F., & Siddiqui, D. A. (2023). "The Effect of Financial Leverage, Supply Chain Finance and Liquidity on Firm Performance in Pakistan: A Comparative Analysis of Cement, Textile, Pharmaceutical and Sugar Sectors". Supply Chain Finance and Liquidity on Firm Performance in Pakistan: **A Comparative Analysis of Cement, Textile, Pharmaceutical and Sugar Sectors** (April 28, 2023).
- Lamichhane, P., & Dhungel, B. D. (2024). "Impact of Firm's Fundamentals on Return of Stocks in Nepal". **Journal of Mathematics Instruction, Social Research and Opinion**, 3(1), 13– 22.
- Lamoreaux, N. R., & Shapiro, I. (Eds.). (2019). "**The bretton woods agreements**". Yale University Press.
- Le, T. A. T., Dang, N. T. T., Nguyen, V. D., & Nguyen, V. T. (2023). "Factors Affecting the Financial Leverage of Vietnam Businesses". In **Optimal Transport Statistics for Economics and Related Topics** (pp. 667– 675). Cham: Springer Nature Switzerland.

- lukhanda Shibutse, R., Kalunda, E., & Achoki, G. (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** (2147– 4478), 8(5), 182– 193.
- Lukiana, N., Jariah, A., & Indriani, S. (2024, January). "Increase Prosperity Shareholder with Leverage Analysis and Asset Effectiveness Companies in the IDX 30 Index. In Conference on SDGs Transformation through the Creative Economy": **Encouraging Innovation and Sustainability** (TCEEIS 2023) (pp. 193– 198). Atlantis Press.
- Luoma, G. A., & Spiller Jr, E. A. (2002). "Financial accounting return on investment and financial leverage". **Journal of accounting education**, 20(2), 131– 138.
- Mardiana, M., & Purnamasari, P. E. (2018). "The effect of risk management on financial performance with good corporate governance as a moderation variable". **Management and economics journal (mec- j)**, 2(3), 257– 268.
- Masyhuri, M. (2024). "Effect of Leverage and Net Profit to the Firm Performance in Indonesia's Small Medium Enterprises (SMEs) Listed Firms". **International Journal of Multidisciplinary Approach Research and Science**, 2(01), 50– 60.
- Mohamed, I. (2016). "**Effect of Financial Leverage on Financial Performance of Non- Financial Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange**". (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- Moridu, I. (2024). "The Effect of Financial Leverage on Profitability in the Food and Beverage Industry (2017– 2021)". **Accounting Studies and Tax Journal** (COUNT), 1(1), 117– 130.

- Moussa, M. A. B., & El Feidi, A. (2023). "The Impact of Leverage on Financial Performance of Tunisian Quoted Firms". **International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)**, 11(4), 101– 116.
- Msua, M. L. (2016). **Relationship between corporate social responsibility and financial performance of the firm: a case study of Safaricom Ltd.** A research project submitted to Chadaria School of Business for award of MBA, United States International University.
- Nadyayani, D. A. D., & Suarjaya, A. A. G. (2021). "The effect of profitability on stock return". **American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)**, 5(1), 695– 703.
- Nassar, S. (2016). "The impact of capital structure on Financial Performance of the firms: Evidence from Borsa Istanbul". **Journal of Business & Financial Affairs**, 5(2). 1– 4.
- Nguyen, P. T. L., Huynh, N. T., & Huynh, T. T. C. (2024). Foreign investment and the firm performance in emerging securities market: evidence from Vietnam. *Journal of Economics and Development*. this journal is available on Emerald Insight at: <https://www.emerald.com/insight/1859-0020.htm>
- Nusaika, M. F., Sajeetha, A. M. F., & Safana, M. N. F. N. "THE EFFECT OF DEGREE OF FINANCIAL LEVERAGE ON FIRM PROFITABILITY: SPECIAL REFERENCE TO STANDARD AND POOR'S SRILANKA (S&P SL) COMPANIES, **International Research Journal of Modernization in Engineering Technology and Science**. 5(2) , 1857– 1872.
- Nwafor, I. S. (2023). Effect of Financial Leverage on Corporate Performance of Pharmaceutical Industries in Nigeria. *Social Scientia: Journal of Social Sciences and Humanities*, 8(4).16-30.

- Ocak, M. (2024). "Does audit firm governance matter to audit quality? Evidence from Turkey". *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 22(3), 453-479.
- Olulu-Briggs, O. V. (2024). "Financial Leverage, Firm Size and Profitability of Quoted Insurance Companies in Nigeria". *World Economics and Finance Bulletin*, 31, 117-125.
- Onwubiko, C. O., & Nwankwo, H. A. (2024). "Effect of Audit Quality on Financial Performance of Quoted Conglomerates in Nigeria". *International Journal of Research and Innovation in Social Science (IJRISS)*, Volume VIII Issue VII, 316-336.
- Perinpanathan, R. (2014). "Impact of financial leverage on financial performance special reference to John Keels Holdings PLC Sri Lanka". *Scientific Research Journal (SCIRJ)*, 2(2). 15- 20.
- Rehman, S. S. F. U. (2013). "Relationship between financial leverage and financial performance: Empirical evidence of listed sugar companies of Pakistan". *Global Journal of management and Business Research finance*, 13(8), 33- 40.
- Rizkiah, S. K. (2017, March). "The Effect of Financial Leverage on Performance of Sharia Compliant Companies Listed in Jakarta Stock Exchange". **In Aceh Development International Conference.**
- Senan, N. A. M., Ahmad, A., Anagreh, S., Tabash, M. I., & Al- Homaidi, E. A. (2021). "An empirical analysis of financial leverage and financial performance: Empirical evidence from Indian listed firms". *Investment Management and Financial Innovations*, 18(2), 321- 334.
- Sholichah, F., Asfiah, N., Ambarwati, T., Widagdo, B., Ulfa, M., & Jihadi, M. (2021). "The effects of profitability and solvability on stock prices: Empirical evidence from Indonesia". *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 885- 894.

- Sifullah, H. M., Shelly, P. A., Uddin, M. N., Tabassum, T., & Uddin, M. A. (2024). "Does Financial Leverage Impact the Financial Performance of Pharmaceutical Companies in Bangladesh?". *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, 12(2), 37-63.
- Towo, N. N. (2023). "Financial Leverage and Financial Performance of Savings and Credit Co- operative Societies in Tanzania". *International Journal of Rural Management*, 19(2), 214- 233.
- Tulcanaza- Prieto, A. B., Lee, Y., & Anzules- Falcones, W. (2024). "The Moderating Role of Corporate Governance in the Relationship between Leverage and Firm Value: Evidence from the Korean Market". *Risks*, 12(1), 1- 19.
- Vieira, E. S., Neves, M. E., & Nogueira, J. (2024). The Role of Ownership and Gender on Firms' Performance: Evidence from Portugal. *mrev management revue*, 34(4), 394- 414.
- Vithessonthi, C., & Tongurai, J. (2015). "The effect of firm size on the leverage- performance relationship during the financial crisis of 2007- 2009". *Journal of multinational financial management*, 29, 1- 29.
- Wibowo, Y. K., & Honggowati, S. (2022). "The Influence of Firm Age on Profitability Performance of Indonesian Manufacturing Companies with The Age Level of Directors as Moderating Variable". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 22(2), 303- 319.
- Yasmin, A., & Hassan, A. (2022). Impact of Financial Leverage on Financial Performance. *Journal of Economics and Finance 2021*, 2(1), 22- 40.
- Yulianto, M. R., Mekarsari, D. W., Widodo, H., Nurasik, N., & Prasajo, B. H. (2024). "The Influence of Inflation, Market Value, Profitability, and Leverage on the Stock Prices of Publicly Listed Property and Real Estate Companies on the Indonesia Stock Exchange During the Period 2017- 2019. *Academia Open*, 9(2).

-
- Zahid, R. A., Khan, M. K., Anwar, W., & Maqsood, U. S. (2022). “The role of audit quality in the ESG–corporate financial performance nexus: Empirical evidence from Western European companies”. *Borsa Istanbul Review*, 22, S200–S212.
- Zamri, N., Rahman, R. A., & Isa, N. S. M. (2013). “The impact of leverage on real earnings management”. *Procedia Economics and Finance*, 7, 86 – 95.