



عمادة الدراسات العليا  
جامعة القدس

أثر الرفع المالي والتشغيلي على الأداء المالي "دراسة تطبيقية  
على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين"

رغد صبحي لطفي تلالوه

رسالة ماجستير

1443هـ \_ 2021 م

أثر الرفع المالي والتشغلي على الأداء المالي "دراسة تطبيقية  
على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين"

اعداد:

رغد صبحي لظفي تلالوه

بكالوريوس محاسبة - الجامعة العربية الامريكية \_ جنين- فلسطين

المشرف الدكتور: كامل أبو كويك

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والضرائب \_ كلية

الاعمال والاقتصاد. جامعة القدس- فلسطين

القدس - فلسطين

1443هـ \_ 2021 م



جامعة القدس

عمادة الدراسات العليا

ماجستير المحاسبة والضرائب

## إجازة الرسالة

أثر الرفع المالي والتشغيلي على الأداء المالي "دراسة تطبيقية  
على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين"

إسم الطالبة: رغد صبحي لطفي تلالوه

الرقم الجامعي: 21620032

المشرف: الدكتور: كامل أبو كويك

نوقشت هذه الرسالة وأجيزت بتاريخ 11 / 10 / 2021 من أعضاء لجنة المناقشة المُدرجة  
أسمائهم وتوافقهم:

التوقيع .....

1. رئيس لجنة المناقشة: د. كامل أبو كويك

التوقيع .....

2. ممتحناً خارجياً: د. سليم خفش

التوقيع .....

3. ممتحناً داخلياً: د. فراس بركات

القدس - فلسطين

1443/2021هـ

## الاهداء

الي من جرع الكأس فارغا ليسقيني قطرة حب ..... الي من كلت أنامله ليحصد الاشواك  
من دربي ويمهد لي طريق العلم .... الي من علمني أن الاعمال لا تتم الا بالصبر  
والإصرار .... والدي العزيز

إلى طريقي المستقيم... إلى من قالت لي " كن عالما.. إلى ينبوع الصبر والتفائل ...  
جزاك الله خيراً ... وأمد في عمرك بالصالحات ... فأنت بسمه الحياة ونورها ... أمي

## الحيبة

بكل الحب ... إلى رفيق الدرب ... إلى سند الحياة ... إلى من سار معي وشاركني  
الحلم ... خطوة بخطوة ... بذرناه معاً ... وحصدناه معاً ... وسنبقى معاً بإذن الله ...  
إلى زوجي الغالي ...

إلى القلوب الطاهرة ... إلى رياحين حياتي ... إليكم أحبتي أحضرت شيئاً من الثمر ...  
فأنتم سقائي بعد الله ... وأنتم المطر ... أخوتي ... أخواتي وعائلاتهم.

إلى شعلة العلم ... إلى أساتذتي الكبار ... إلى من قدموا جهوداً لا تقدر بثمن... إلى  
مشرفي العزيز الدكتور كامل أبو كويك ... وجميع أعضاء الهيئة التدريسية في كلية  
الإدارة والاعمال ... ماجستير المحاسبة ... في جامعة القدس

## الإقرار

أقر أنا مُعدة الرسالة بأنها قُدمت لجامعة القدس، لنيل درجة الماجستير، وأنها نتيجة أبحاثي الخاصة، باستثناء ما تم الإشارة له حيثما ورد، وأن هذه الدراسة، أو أي جزء منها، لم يُقدم لنيل درجة عليا لأي جامعة أو معهد آخر.

التوقيع:  .....

اسم الطالبة: رغد صبحي تالوه

التاريخ: 2021/10/11

## الشكر والتقدير

قال الله تعالى {قَالَ الَّذِي عِنْدَهُ عِلْمٌ مِّنَ الْكِتَابِ أَنَا آتِيكَ بِهِ قَبْلَ أَنْ يَرْتَدَّ إِلَيْكَ طَرْفُكَ فَلَمَّا رآه مُسْتَقِرًّا عِنْدَهُ قَالَ هَذَا مِن فَضْلِ رَبِّي لِيَبْلُوَنِي أَأَشْكُرُ أَمْ أَكْفُرُ وَمَن شَكَرَ فَإِنَّمَا يَشْكُرُ لِنَفْسِهِ وَمَن كَفَرَ فَإِنَّ رَبِّي غَنِيٌّ كَرِيمٌ}.

عادة ما تقف كلمات الشكر عاجزةً عند كتابتها ... لأنها ربما تشعرنا بعجزها وقصورها عن إيصال مشاعرنا الحقيقية تجاه من نهديه إياها ... والآن تقف كلماتي عاجزة وأنا أكتب هذه السطور لأهديها إلى منبع الأمل والعطاء عائلتي وزوجي وعائلته وكل ما سانديني وقدم لي الدعم لإنجاز هذا العمل.

وأقدم خالص امتناني وجزيل شكري إلى إدارة جامعة القدس التي منحتني هذه الفرصة، خاصةً بالذكر أستاذي ومشرفي الفاضل الدكتور/ كامل أبو كويك الذي تكرم مشكوراً بالموافقة على الإشراف على هذه الرسالة منذ أن كانت مجرد فكرة إلى حين اكتمالها، حيث زودني بنصائحه وعلمه الغزير.

كما أتقدم بخالص الشكر والعرفان للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الموقرة الذين قبلوا وتحملوا عناء قراءة ومناقشة هذه الرسالة، راجيةً من الله أن يديمهم منارةً للعلم والمتعلمين ... ولا يفوتني أن أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان والاحترام لجميع الأساتذة الأفاضل أعضاء الهيئة التدريسية في كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ولجميع الزملاء والزميلات من طلبة الدراسات العليا.

## المخلص

هدفت الدراسة للتعرف على أثر كل من الرفع المالي والرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، حيث قامت الباحثة بدراسة القطاع الصناعي والقطاع الخدماتي لجميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2010\_2019)، وبلغ عدد الشركات 22 شركة وتم اختيار 11 شركة كعينة للدراسة من هذه الشركات بأسلوب العينة الطبقية العشوائية البسيطة، واستخدم المنهج التحليلي الكمي القائم على أساس الرجوع الي بيانات السلاسل الزمنية المقطعية للشركات المشمولة في الدراسة ومن ثم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية لفحص الفرضيات التي شملت على انه لا يوجد أثر للرفع المالي والرفع التشغيلي على الأداء المالي المتمثل بالعائد على الأصول، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، حصة السهم الواحد .

وتوصلت الدراسة الي مجموعة من النتائج كان من أهمها (1) : يوجد أثر سلبي للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة، (2) : يوجد أثر إيجابي للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول، (3): يوجد أثر إيجابي للرفع التشغيلي على الأداء المالي من خلال القيمة الاقتصادية المضافة حيث أوصت الدراسة بمجموعة من التوصيات أهمها(1): تقليل الاعتماد على الديون في الهيكل المالي للشركة نظرا لأثرها السلبي على العائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة (2): ضرورة زيادة كفاءة استغلال الأصول الثابتة في توليد الإيرادات نظرا لأثرها الإيجابي على العائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة.

الكلمات المفتاحية: الرفع المالي، الرفع التشغيلي، العائد على الأصول، القيمة الاقتصادية المضافة، حصة السهم الواحد، القيمة السوقية، بورصة فلسطين.

**The effect of financial leverage and operating leverage on the financial performance "an applied study on industrial and service companies listed in Palestine exchange during 2010\_2019"**

**Prepared by: Raghad talalweh**

**Supervised by: DR. Kamel Abu -kuwiek**

**Abstract:**

The study aimed to find out the effect of the financial leverage and operating leverage on the financial performance (economic value added, return on assets, marketing value add, and earnings per share) of industrial and services companies listed in Palestine securities exchange during (2010\_2019) total society was (22) companies but the sample of the study included (11) companies ,industrial companies and service companies, to achieve the aim of the study, a quantitative analysis methodology was used based on cross-sectional time series (panel data) to test the hypotheses which were if there any statistical effect from financial leverage and operating leverage on financial performance represented by ROA,MVA,EPS, EVA .

The most important finding of the study where (1) There is a negative effect of the fluctuation of the financial leverage and on the financial performance on the economic value added and return on assets of industrial and services companies (the sample as whole) and on the economic value add of industrial companies. (2) There is a positive effect of the fluctuation of operating leverage on the economic value added of industrial companies. (3) There is a positive effect of the fluctuation of operating leverage on the return of assets of industrial and service companies (the sample as whole) and on industrial companies.

Based on these findings, The important recommendations are to: (1) reduce the debts of the finance of the company for its negative influence on the return on assets and additional economic value, (2): you should need to increase the efficiency of the exploitation of fixed assets generating revenues for its positive impact on return on assets and the additional economic value.

**Key words:** FL, OL, ROA, EVA, EPS, MVA, Palestinian exchange.

**الرفع المالي (FL) Financial leverage**: يعتبر الرفع المالي أحد المؤشرات التي تساهم في تقييم مدى كفاءة السياسة التمويلية التي تتبعها الإدارة في الشركات، حيث توضح قدرة الشركة في استخدام التزاماتها وديونها لشراء الأصول أي الاستعانة بأموال الغير للاقتراض. (زلوم،2016)

**الرفع التشغيلي (OL) operating leverage**: احلال التكاليف الثابتة محل المتغيرة في الشركة، أي ان تستغني الشركة عن عدد كبير من العمال مقابل احلال الات محلهم فهي بذلك تقلل من التكاليف المتغيرة مما يؤدي الى تخفيض التكاليف مما يساهم في تحقيق أكبر قدر ممكن من الارباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب. (سعيدة،2019)

**الأداء المالي**: هو مفهوم يعكس الاداء الذي تسعى الشركة الى تحقيقه والذي يعبر عن قدرتها على انجاز أهدافها المالية، وهو الركيزة الأساسية في دعم مختلف الأعمال التي تمارسها الشركة، ويعبر عن هذا الأداء ب مؤشرات مالية مثل الربحية والسيولة وغيرها من المؤشرات الاخرى (العربي،2016).

**العائد على الأصول (ROA) Return on assets**: يقيس مدى فعالية الإدارة في استخدام أصول الشركة، ومدى قدرتها على تحقيق عوائد للشركة من مختلف المصادر التمويلية. (Girbert & Wheelock,2017)

**حصة السهم الواحد (EPS) Earning per share**: هو التدفق الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة توظيف أمواله على شكل أسهم. (ملحم،2019)

**القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) economic value add**: انها أحد المقاييس انها أحد المقاييس التي تستخدم لقياس الانجاز المالي للشركة حيث يتم من خلال هذا المقياس اقتطاع تكلفة راس المال الممتلك والمقترض من الربح التشغيلي للشركة. (العربي،2016).

**القيمة السوقية المضافة (MVA) market value add**: هي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة تتحدد من خلال العرض والطلب في بورصة الأوراق المالية ويستخدم السعر السوقي للسهم بشكل مرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان (التميمي، 2019).

## الفصل الأول

### الإطار العام للدراسة

#### 1.1 المقدمة

في ضوء الازمات العالمية المتتالية واجهت الشركات المدرجة في بورصة فلسطين العديد من المشاكل التي تؤثر على ربحيتها واستمراريتها في السوق، ومن أهم هذه المشاكل ندرة الأموال، واتخاذ القرار التمويلي المناسب في تصميم الهيكل المالي للشركة الذي يلعب دوراً مهم في التأثير على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية للشركة وربحيتها وسيولتها، حيث يقع على عاتق الشركة مسؤولية تحديد مصدر التمويل المناسب ونسبة تمويل كل مصدر من المصادر، والتي تقسم الى قسمين التمويل بحقوق الملكية والتمويل بالقروض (أبو شمالة،2017).

ان اعتماد الشركة على التمويل بالقروض والذي يسمى "بالرفع المالي " من الممكن ان يحقق اثار إيجابية للشركة الا انه في المقابل يمكن ان يحقق اثار سلبية، ومن اهم الاثار الإيجابية للرفع المالي أحيانا الوفر الضريبي الذي تحققه للشركة نتيجة خصم تكلفة الفوائد من الدخل الخاضع للضريبة، وأيضاً في حال كانت تكلفة الديون الاقتراض اقل من العائد على الاستثمار مما يؤدي الي منافع على المساهمين. (أبو شمالة واخرون،2017).

الا انه في المقابل يمكن ان يؤثر الرفع المالي سلباً على الشركة وخصوصاً في حال لم تقم الشركة استغلالها بكفاءة مما يجعل تكلفة الاقتراض تفوق قيمة العائد على الاستثمار، وهذا ما يجعل الشركة غير قادرة على سداد التزاماتها، وقد يدفعها للاقتراض الطويل الاجل الذي من الممكن ان يؤثر بشكل كبير على الشركة والذي قد يؤدي الي فقدان الشركة قدرتها على الاستمرار. (عليوي،2019).

والجانب الاخر من الهيكل المالي هو "الرافعة التشغيلية" والذي قد يسبب أحيانا لمشاكل للشركة في حال لم تستطيع زيادة مبيعاتها للوصول الى نقطة التعادل، والذي يحدث نتيجة عدم كفاءتها في استخدام وتوظيف اصولها الثابتة في الحصول على المبيعات، مما يؤدي الى زيادة نسبة تكاليفها الثابتة الى تكاليفها الكلية (عبد الله، 2015).

و ارتفاع درجة الرفع التشغيلي قد يكون له اثار إيجابية ، ولكن في المقابل له اثار سلبية ، ومن اهم الاثار السلبية لارتفاع درجة الرفع التشغيلي خطر زيادة كمية الوحدات التي يجب علي الشركة والتي يؤدي زيادتها الى زيادة التكاليف التشغيلية الثابتة التي يجب ان تتحملها الشركة في سبيل الوصول الى نقطة التعادل ، وكلما ارتفعت نقطة التعادل نتيجة لارتفاع درجة الرفع التشغيلي كلما زادت التكاليف التشغيلية الثابتة التي تتكبدها الشركة في سبيل الوصول الى نقطة التعادل وان زيادة هذه التكاليف تعكس نفسها على الاداء المالي للشركة . (الفار، 2018) .

ومن أهم الاثار الإيجابية لارتفاع درجة الرفع التشغيلي تحسين الاداء المالي للشركة في حال كانت الشركة تعمل في سوق يسوده ازدهار اقتصادي حيث ان ارتفاع درجة الرفع التشغيلي يسمح لها بتعظيم الأرباح لان ارتفاع درجة الرفع التشغيلي يؤدي الى زيادة كبيرة في المبيعات وان هذه الزيادة تساهم في تقليل التكاليف التشغيلية مما يساهم في زيادة أرباح الشركة (الفار، 2018).

وفي فلسطين كانت الشركات تعتمد على استثمار الدين، حيث تشكل معظمها بعد اتفاقيات أو سلو حيث كانت هذه الشركات تعاني في الحصول على التمويل والمواد الخام حيث كانت تتطلب تلك العملية إجراءات طويلة وأحيانا معقدة لذا جاءت هذه الدراسة لتوضح واقع التمويل في ظل الظروف الاقتصادية الفلسطينية.

## 2.1 مشكلة الدراسة وأسئلتها:

ان الاقتصاد الفلسطيني ناشئ ويواجه مشاكل كثيرة نتيجة للمشاكل التي تواجه سوق راس المال من ارتفاع مستوى المنافسة وانخفاض السيولة الذي له الأثر الكبير على قدرة الشركة على التوصل الى المزيج التمويلي الأمثل الذي يتناسب مع قدرات الشركة وامكانياتها، الامر الذي يضع على عاتق الشركة مسؤولية اختيار المزيج الأمثل لهيكل راس المال بالشكل الذي يمنع الشركة من الوقوع في

مشاكل تجعلها غير قادرة على الاستمرارية في السوق وتحقيق الأرباح وعليه يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالأسئلة الرئيسية الآتية:

السؤال الرئيسي الأول: ما هو أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين؟  
ويتفرع منه الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول.
2. هل يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة.
3. هل يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة.
4. هل يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد.

السؤال الرئيس الثاني

ما أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين؟  
ويتفرع من الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل يوجد أثر للرافعة التشغيلية على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول.
2. هل يوجد أثر للرافعة التشغيلية على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة.
3. هل يوجد أثر للرافعة التشغيلية على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة.
4. هل يوجد أثر للرافعة التشغيلية على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد.

### 3.1 اهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة الى تحقيق الأهداف الرئيسية الآتية:

الهدف الرئيسي الاول:

بيان أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويتفرع من هذا الهدف الرئيس الأهداف الفرعية الآتية:

1. بيان أثر للرفع المالي على الاداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول.
2. بيان أثر للرفع المالي على الاداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة
3. بيان أثر للرفع المالي على الاداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة
4. بيان أثر للرفع المالي على العائد على الاداء المالي المقاس من خلال حصة السهم.

الهدف الرئيسي الثاني:

بيان أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويتفرع من هذا الهدف الرئيس الأهداف الفرعية الآتية:

1. بيان أثر للرفع التشغيلي على الاداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول.
2. بيان أثر للرفع التشغيلي على الاداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة
3. بيان أثر للرفع التشغيلي على الاداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة
4. بيان أثر للرفع التشغيلي على العائد على الاداء المالي المقاس من خلال حصة السهم.

#### 4.1 أهمية الدراسة:

1- تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية القطاع الصناعي والخدماتي في فلسطين، حيث يعتبر القطاع الصناعي والخدماتي من أهم القطاعات الداعمة للاقتصاد نتيجة لما يساهمه في الإنتاج المحلي الإجمالي، وعلى ذلك من المتوقع أن تقدم الدراسة معلومات مفيدة حول هيكل رأس المال وعلاقته بالأداء المالي للاستفادة منها بإعادة تركيب وهيكل رأس مال الشركات.

2- محاولتها القاء الضوء على الهيكل التمويلي للشركة، والعلاقة التي تربط بين الرفع المالي والتشغيلي والأداء المالي للشركة الذي يطلع عليه المستثمرين لاتخاذ قراراتهم بالاستثمار بالشركة.

3- تحديد المؤثرات على الأداء المالي من الرافعة المالية والتشغيلية وبذلك المساهمة في اتخاذ القرارات المناسبة التي تساعد زيادة الأداء من خلال العلاقة بين الرافعة والأداء.

### 5.1 حدود الدراسة:

الحدود المكانية: قطاع الصناعة، قطاع الخدمات

الحدود الزمنية: 2010\_2019

### 6.1 معيقات الدراسة:

1\_ ان طبيعة الدراسة كانت تتطلب اجراء تحليل زمني من خلال أسلوب الانحدار المتعدد ولكن بسبب محدودية المجتمع والعينة تم تغير منهج الدراسة.

2\_ ان طبيعة الدراسة كانت تتطلب الوصول الى مقر الشركات لتأكد من بعض المؤشرات المالية ولكن لصعوبة الاتصال والتواصل تم الاعتماد على البيانات المنشورة.

## الفصل الثاني

### الإطار النظري والدراسات السابقة

#### أولاً: الإطار النظري

#### 1.2 المحور الأول: الهيكل المالي

##### 1.1.2 مقدمة:

شهد العالم في الآونة الأخيرة مع انتشار الشبكة المعلوماتية تطورات كبيرة أدت إلى تطور الأسواق المالية وارتباطها وحرية انتقال رؤوس الأموال، الأمر الذي فتح أمام الشركات بدائل للتمويل لضمان استمراريته بالسوق، إلا أن زيادة البدائل المتاحة يزيد من قرار التمويل تعقيداً، ومن هنا جاءت أهمية الحديث عن الهيكل المالي الأنسب للشركة (عبد الله، 2017).

ويعتبر موضوع الهيكل المالي للشركة الذي يتكون من مصادر تمويل داخلية وخارجية من أهم المواضيع التي نالت اهتمام البحث العلمي في مجال الإدارة المالية، حيث يقع على عاتق الإدارة مهمة اختيار المصادر التمويلية التي تتناسب مع وضع الشركة بالشكل الذي يحقق العائد المطلوب بأقل خطر ممكن بغية الحصول على هيكل مالي مثالي، حيث تركز الشركة على عدة معايير في اختيارها لمصادر التمويل الداخلية والخارجية المختلفة أهمها التكلفة حيث تلجأ الشركات إلى مصادر التمويل الأقل تكلفة (قربوع، 2017)

حيث يعتبر المال وظيفة اجتماعية ذات أبعاد واسعة بجانب الوظائف الاقتصادية والمالية في الشركات، وقد اختلف علماء الاقتصاد على تعريف مصطلح التمويل، إلا أنهم قد اجمعوا على أن التمويل هو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بكيفية إدارة النقد لتمكين الشركة من تحقيق أهدافها ومواجهة التزاماتها بالوقت المطلوب وذلك بالاعتماد على مصادر مختلفة سواء كانت أموال ملكية، أو أموال مقترضة سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، ويشار إلى المصادر التي تمول الشركة ونسبة

مساهمة كل منها على انه الهيكل المالي للشركة و الذي يمثل في الجانب الدائن من المركز المالي للشركة الذي يعبر عن مكونات الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر مختلفة سواء كانت رأس المال أو الارباح المتراكمة أو قروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل ، التي بموجبها يتم الحصول على الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن في المركز المالي وعلى ذلك فان الهيكل المالي يتكون من تمويل طويل الاجل (أدوات الدين و أدوات الملكية ) وتمويل قصير الاجل من قروض و ذمم دائنة (الصيديق،2015) .

ان قرار هيكلية رأس المال قرار إداري مهم كونه يؤثر على عائد المساهمين والمخاطرة وهذا ما يؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبذلك يتعين على الشركة تخطيط هيكل رأس مالها عند إنشائها حيث يجب عليها جمع الأموال لتمويل أصولها واستثماراتها بالاعتماد على مصادر مختلفة (الزبيدي،2019).

وحتى تحصل الشركة على هيكل رأس مالي مثالي يجب عليها استخدام مزيج تمويلي يساهم في تقليل التكلفة وزيادة القيمة السوقية للسهم، ويتم قياس هذا المزيج التمويلي باستخدام نسبة الديون إلى حقوق الملكية الذي يعبر عنه بالرفع المالي للشركة (عليوي،2019).

## 2.1.2 مفهوم الهيكل المالي:

تعددت المفاهيم التي تعبر عن الهيكل المالي، فهناك من عبّر عنه "بمصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في قائمة المركز المالي الذي يمثل الأسلوب الذي يتم عن طريق تمويل أصول الشركة، ويتضمن الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، وهو يعكس السياسة المالية التي تتبعها الشركة في تحديد مزيج الأدوات المالية في تمويل الاحتياجات المالية" (رضوان،2017).

"وهو أيضا يعتبر تشكيلة المصادر التي حصلت منها الشركة على أموال بهدف تمويل استثماراتها وتشمل على كافة العناصر التي تتكون منها الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل" (الصيديق،2015).

ويعتبر أيضا بأنه "عبارة عن مجموعة القنوات التمويلية أما في شكل أموال قادمة الى الشركة من مصادر مختلفة سواء من مالكي الشركة أو من الغير في شكل قروض بكافة أنواعها" (سمية،2017).

اما (عليوي،2019) فقد عرف الهيكل المالي على "انه مكونات الأموال التي يتم بموجبها تمويل الأصول الشركة من خلال الاعتماد على مصدرين رئيسيين يتمثلان بالتمويل الممتلك من قبل أصحاب الشركة والتمويل المقترض سواء كان قصير الاجل او طويل الاجل .".

وعرفه (يعقوب،2017) "بأنه الطريقة التي يتم بها تمويل أصول الشركة، والتي من الممكن ان تؤثر في حجم الإيرادات المحققة وتوزيعات حملة الأسهم العادية .".

ولأغراض الدراسة يمكن تعريف الهيكل المالي على انه تركيبة المصادر التي يتم بموجبها تمويل استثمارات الشركة، والتي يمكن تقسيمها بصورة عامة الى أدوات ملكية والتي تتنوع من أسهم عادية وممتازة وأدوات دين كسندات وقروض القصيرة الاجل ومصادر قروض طويل الأجل.

### **3.1.2 مصادر الهيكل المالي:**

تعرف مصادر الهيكل المالي على انها مجموعة الوسائل والاساليب التي تتبعها الشركة في سبيل الحصول على الاموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والتشغيلية والتي يمكن تقسيمها على النحو الاتي:

#### **اولاً: أموال الملكية**

وهي الاموال التي يتم الحصول عليها من اصحاب المشروع، ونتيجة لهذه الاموال التي يتم ايداعها من قبل اصحاب المشروع يكون لهم حصة من الارباح في نهاية السنة، وتتمثل أموال المالكين بالأرباح المحتجزة والاسهم العادية والممتازة (عبد الله،2017).

ويمكننا تقسيم اموال الملكية الى ما يلي:

#### **القسم الاول: الاسهم العادية:**

وتعرف الاسهم العادية على انها مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية للتداول ولا يمكن تجزئتها، ولا تستحق الدفع في تاريخ معين، وحامل هذا السهم لا يملك أي تفضيلات عن غيره عند قيام الشركة بتوزيع الارباح او قيامها بالتصفية، وان زيادة سعر هذا السهم في السوق يعظم من قيمة الشركة في السوق وفي المقابل فان انخفاض سعر السهم يخفض من قيمة الشركة بالسوق(صدقي،2016).

وتتمثل القيمة الاسمية للسهم بالسعر المدون على قسمية السهم وهو ما يكون منصوص عليه بعقد تأسيس الشركة، اما القيمة الدفترية تتمثل بقيمة حقوق الملكية مخصصا منها الاسهم الممتازة مقسوما على عدد الاسهم العادية التي قامت الشركة بإصدارها، اما القيمة السوقية للسهم فتمثل بقيمة السهم في سوق راس المال وقد تكون اقل او أكثر من القيمة الاسمية والدفترية (الصيديق،2015).

وتتميز الأسهم العادية بمجموعة من المزايا (سمية،2017):

- 1- تعبر عن التمويل المملوك لأصول الشركة، حيث تشكل الجزء الاساسي من حساب حقوق الملكية في بيان المركز المالي.
- 2- يتمتع حامل السهم العادي بالحق في التصويت على قرارات ادارة الشركة والرقابة على أنشطتها بناء على مساهمته براس مال الشركة.
- 3- تمنح حامل السهم العادي الحق في توزيع الارباح ولكن ليس بشكل ثابت كل سنة، وانما بناء على الارباح التي تحققها الشركة سنويا.
- 4- تعطي لحاملها الحق في شراء الإصدارات الجديدة من أسهم الشركة قبل الغير.

#### القسم الثاني: الأسهم الممتازة

تعرف الأسهم الممتازة بأنها وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدرها الشركة ويحق لحاملها ملكية الشركة بما يعادل قيمة الاسهم التي يمتلكها، ولهذا السهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. (مطر،2019).

وتلجأ الشركات الي اصدار الاسهم الممتازة حسب ما يلي (صدقي،2016):

- 1- في حالة عدم حصول الشركة على قروض من المؤسسات المالية نتيجة ارتفاع نسبة مديونتها او ارتفاع نسبة الفائدة في السوق.
- 2- في حال كانت تكلفة اصدار الاسهم الممتازة على الشركة اقل من تكلفة اصدار الاسهم العادية.

تتميز الاسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص تتمثل بالآتي (ابو شمالة، 2020):

- 1- الأولوية في الحصول على الأرباح: حيث يتمتع اصحاب الاسهم الممتازة الحق في الحصول على الأرباح قبل غيرهم من اصحاب الاسهم العادية.
- 2- امكانية تجميع الأرباح وتراكمها: يحق لأصحاب الاسهم الممتازة الحصول على الأرباح التي لم يتم توزيعها من سنوات سابقة، في حال كان هذا الشرط متوفرا عند اصدار السهم.
- 3- حق التحول الى أسهم عادية: أي قدرة السهم الممتاز الواحد الى التحول على عدد من الاسهم العادية، في حال كان هذا الشرط متوفرا عند اصدار السهم.

### القسم الثالث: الأرباح المحتجزة

يمكن تعريف الأرباح المحتجزة بأنها ذلك الجزء من صافي الدخل الذي لم يتم توزيعه على أصحاب الملكية، وتعيد الشركة استثماره ودورانه، وهي تمثل جزء من حقوق المساهمين الناتج من احتفاظ الشركة بأرباحها للاستخدام عوضا عن توزيعها على المساهمين في شكل أرباح، وهي بذلك تعتبر مصدر تمويل داخلي رئيس يجعل الأموال متاحة للاستثمار من قبل الشركة، ويعبر رصيد الأرباح المحتجزة الظاهر في الميزانية العمومية عن القوة الايرادية التاريخية للشركة ومدى قدرتها على جني الأرباح (سمية، 2018).

يمكن تلخيص اهمية الارباح المحتجزة في كونها تمكن المدراء من التمويل بسرعة اكبر وتنفيذ خطط الاستثمار، هذا الى جانب كونها مناسبة للشركات التي لديها قدرة اقل في الحصول على التمويل الخارجي لذلك تفضل هذه الشركات ان يكون لديها خزين نقدي متاح في الحالات التي يحصل فيها عجز في تدفقاتها النقدية ، هذا الى جانب الى كون الارباح المحتجزة احدي الطرق التي من الممكن للشركة من خلالها ان تخفف من ضغط الازدواج الضريبي ، بالإضافة الى ذلك فان استثمار الشركة للأرباح المحتجزة بحكمة يساهم في زيادة قيمة الشركة الامر الذي يؤدي الي زيادة سعر أسهمها . (عبد الله، 2018).

حيث تعتبر الأرباح المحتجزة أساس لتعظيم ثروة المساهمين من اجل ضمان خلق الشركة قيمة لمساهميها ينبغي عليها ان تستثمر رأس مالها المتاح فقط إذا كان العائد المتولد من تلك الاستثمارات

أكثر كلفة من راس مال الشركة، ويطبق نفس المبدأ على رأس مال المتولد داخليا عبر الأرباح المحتجزة، وهذا يعني ان الشركة ينبغي ان تقوم باستثمار أرباحها فقط إذا كان لديها القدرة على خلق قيمة من الفرص الاستثمارية سواء كان ذلك عن طريق بناء المحافظ الاستثمارية، او تطوير منتجاتها المالية (الغانمي،2016).

## ثانياً: اموال الاقتراض

### اولاً: تعريف اموال الاقتراض:

وهي الاموال التي يتم الحصول عليها من خلال الاقتراض من المؤسسات المالية المختلفة ومنها البنوك ومؤسسات الإقراض ومؤسسات أخرى بالإضافة الى اصدار أدوات الدين ومنها السندات. (الفار،2018).

### ثانياً: مصادر تمويل الاقتراض طويلة الاجل:

#### 1- القروض طويلة الاجل:

وهي الاموال التي تحصل عليها الشركة من مؤسسات الاقراض مقابل دفع دفعات محددة من هذه القروض مضافا اليها مبلغ من الفائدة كل فترة حسب الاتفاق، وعادة تتراوح مدتها من 3 الى 15 سنة وتعتبر هذه الفائدة هي تكلفة هذا التمويل (سمية،2017).

#### 2- أدوات الدين:

ومن أهمها السندات التي تحتل مكانة جيدة عالميا في التمويل وعلى ذلك سوف نأتي بشيء من التفصيل، تعرف السندات على انها اوراق مالية ذات قيمة اسمية تصدرها الشركات للاكتتاب، والتي تعتبر قروض طويلة الاجل تلتزم الشركة بالدفع الى حاملتها قيمة هذا السند على فترات محددة بالإضافة الى دفع فائدة في فترات محددة، حيث تتراوح فترة استحقاق السند بين القصيرة من سنة الى خمس سنوات والمتوسطة من خمسة الى عشر سنوات وطويلة الاجل التي تتعدى العشر سنوات (الصديق،2015).

تصدر السندات بقيمة اسمية وتاريخ استحقاق معين، وعندما يحين تاريخ الاستحقاق تقوم الجهة المصدرة للسند بتسديد قيمة السند الى حامله، وللسند قيمة اسمية وقيمة سوقية، وقد تختلف القيمة

السوقية عن القيمة الاسمية وذلك بتأثير عامل الزمن وسعر الفائدة والتعثر بالسوق مما يؤدي الي طرح السند بقيمة أقل أو أكثر من قيمته، ويظهر على السند اسم الجهة المصدرة ورقمه ونوعه والقيمة الاسمية ومدته وسعر الفائدة وقد يصدر باسم المشتري او لحامله، ويمكن ان يباع هذا السند الى أي مستثمر على عكس القروض (الصديق،2015).

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص تتمثل بالآتي (صدقي،2016):

- 1- تعتبر السندات التزام على الشركات للشركات المصدرة لها، حيث يجب على الشركة المصدرة تسديد قيمة السند بالإضافة الى الفوائد في تاريخ الاستحقاق، ويكون لها الامتياز في هذا الحق عن حمل الاسهم العادية والممتازة.
- 2- تعتبر اداة دين استثمارية ثابتة الدخل ضمن شروط محددة.
- 3- القابلية للتداول في السوق المالي مع احتمالية حصول حاملها على ارباح او خسائر رأسمالية.
- 4- تحقيق الميزة التنافسية حيث تتحمل الشركة نتيجة اصدارها مصاريف فوائد تخفض من قيمة الايرادات مما يقلل الضريبة التي يجب على الشركة دفعها.
- 5- لا يحق لحامل السند التصويت او المشاركة في القرارات الادارية.
- 6- تعتبر وسيلة من خلالها تقوم الشركة بتتويج مصادر استثمارها الامر الذي يمكن ان يساهم في تقليل تكلفة الاستثمار.
- 7- يمكن ان يشترط على الشركة ان تقدم ضمانات لحملة السندات عند اصدارها.
- 8- الاستفادة من الرفع المالي في حال كانت كلفة الاستثمار اقل من العائد المتوقع الحصول عليه.

#### 4.1.2 الهيكل المالي الأمثل:

يعبر عن الهيكل المالي الامثل بمصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة في سبيل تحقيق اهدافها بأعلى كفاءة وباقل تكلفة اقتصادية ، ولكي تصل الشركة الى الهيكل المالي الامثل يجب عليها ان توازن في اعتمادها على مصادر التمويل المقترضة بحيث تقتصر بالكم الذي تستفيد منه، ولكن في نفس الوقت لا توقع نفسها في خطر عدم القدرة على تسديد فوائد القروض الامر الذي يوقعها بخطر الإفلاس هذا الى جانب اعتمادها على اموال الملاك في هيكلها المالي ، فبتالي تعمل توازن بين الاقتراض واموال الملاك وذلك للحصول على الهيكل المالي الامثل (سمية،2017)

## أولاً: معايير الهيكل المالي الأمثل

تتمثل معايير الهيكل المالي الأمثل بمدى قدرة هذا الهيكل على الموازنة بين المخاطر المتعلقة بتسديد اعباء الاستدانة وبين العوائد والفوائد التي من الممكن ان تحصل عليها الشركة وما تحقق من انخفاض تكلفة رأس المال، ومن ناحية أخرى يجب ان لا تكون قيمة القروض كبيرة تقلل من قدرة الشركة على السداد مما يدفع الشركة الى الوقوع في خطر التعرض للإفلاس (الزبيدي، 2019).

## ثانياً: خصائص الهيكل المالي الأمثل:

حتى يكون الهيكل التمويلي هيكل أمثل يجب ان يتصف بمجموعة من الخصائص اهمها (عليوي، 2019):

- 1- القدرة على تدبير الاحتياجات التمويلية بأقل تكلفة وأدنى مخاطر وأيسر الشروط.
- 2- المساهمة في تحقيق التوازن بين مكونات هيكل التمويل الداخلي والخارجي.
- 3- المساهمة في تعظيم ربحية الشركة والعائد على الأموال المستثمرة.
- 4- المساهمة في تقليل المخاطر المالية وأثرها على مخاطر الأعمال في الشركات.
- 5- القدرة على الوفاء بالدين فيجب ألا يتجاوز اقتراض الشركة عن الحد الأدنى الذي يهدد من قدرتها على الوفاء بالتزامات هذه القروض وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية.

## 2.2 المحور الثاني: الرفع المالي

يشير مصطلح الرفع في الفيزياء إلى إمكانية رفع أو تحريك كتلة ثقيلة باستخدام الرفع، أما في مجال الادارة المالية يعنى استخدام التكاليف المالية للتأثير على العائد المتوقع ورفع الأرباح. (على الدين، 2019).

تعددت المفاهيم التي تعبر عن الرفع المالي يمكن اجمالها بما يلي:

عرفت دراسة (العلي،2018) الرفع المالي بأنه "درجة أو نسبة استخدام التمويل بالمدىونية لتمويل جزء من الأصول الشركة وهو أحد المؤشرات التي تساهم في تقييم مدى كفاءة السياسة التمويلية التي تتبعها الادارة في الشركات".

عرفت دراسة (عليوي،2019) الرفع المالي بأنه "درجة اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر التمويل الخارجية ذات الدخل الثابت سواء كانت قروض أو سندات أو أسهم ممتازة".

اما دراسة (الفار،2018) فقد عرفت الرفع المالي على انه "اللجوء إلى الدين كمصدر للتمويل إلى جانب حقوق المساهمين، فهو يعبر عن هيكل الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول".

ودراسة (علي،2018) فقد عرفت الرفع المالي على انه "اعتماد الشركة على الاقتراض من المؤسسات المصرفية والمالية في سد احتياجاتها المالية وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة أو المدفوعة".

اما دراسة (خالدي،2017) قد عرفت الرفع المالي على انه "مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير في عمليات الشركة من أجل تمويل احتياجاتها المالية وتحقيق دخل مرتفع لأصحاب الشركة ومساهميها".

ودراسة (نور الدين،2017) فقد عرفت الرفع المالي بأنه "استخدام التمويل المقترض القصير والطويل الاجل في الهيكل المالي الى جانب اموال الملاك والدائنين بالشكل الذي يساهم في تمويل اصول الشركة لتعظيم العائد على حق الملكية".

ولأغراض الدراسة يمكن تعريف الرفع المالي بمدى اعتماد الشركة على الديون في هيكلها المالي الى جانب اموال الملاك بالشكل الذي يساهم في تمويل اصول الشركة لتحقيق اهداف الشركة الاساسية التي تتمثل بالاستمرارية وتعظيم العائد على الحقوق الملكية.

## 1.2.2 الإطار المفاهيمي للرفع المالي

يتوقف اختيار الهيكل المالي للشركة على العائد والمخاطر التي تتعرض لها الشركة وقيمتها السوقية نتيجة اختيار الاسلوب التمويلي سواء كان هذا الاسلوب رفع مالي او رفع تشغيلي او رفع مشترك،

حيث ان الرفع المالي يرتبط بالهيكل التمويلي للشركة ، والذي يمكن تعريفه بدرجة اعتماد الشركة على الاقتراض من المؤسسات المالية لسد احتياجاتها المالية ، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة مدفوعة أما إذا كانت الشركة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فان التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين ، أي أنه نسبة الديون الى أجمالي الأصول ، و ينجم الرفع المالي نتيجة استخدام الأصول أو الأموال ذات الكلفة الثابتة من أجل المساهمة في تعظيم العوائد لحملة الأسهم العادية ، وان ارتفاع نسبة الرفع المالية يؤدي إلى ارتفاع مقابل كل من العائد والمخاطرة ، والعكس من ذلك فان الانخفاض نسبة الرفع المالي يؤدي إلى تراجع في كل من العائد والمخاطرة . (العلي،2018).

## 2.2.2 إيجابيات وسلبيات الرفع المالي

تتمثل ايجابيات الرفع المالي بما يلي (مرصلي،2017):

- 1- يساهم في تحسين العائد الذي من الممكن ان يحصل عليه حملة الأسهم العادية.
- 2- تحقيق ميزة تخفيض العبء الضريبي، لان الفوائد الثابتة التي تدفع على القروض تخصم من الدخل الخاضع للضريبة.
- 3- يرتبط الرفع المالي ارتباطاً كبيراً بهيكل تمويل الشركة من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل داخلية كانت أم خارجية.
- 4- يساهم في التنبؤ مدى تعرض الشركة للمخاطر المالية.

واضافت دراسة (علوي،2019) الى ذلك على انه تتمثل ايجابيات الرفع المالي ب:

- 1- يعكس درجة التغير في عائد السهم الواحد من أرباح التشغيل الناتجة عن التغير في نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب.
- 2- يسمح بزيادة العوائد المتوقعة للمستثمر بصورة أكبر مما كان متاحاً في حال كان الاستثمار ناجحاً، ولكن في المقابل فان الخسارة المتوقعة تكون أكبر في حال كان الاستثمار بلا فائدة.
- 3- تحسين الربحية عن طريق الاقتراض بكلفة ثابتة منخفضة نسبياً واستغلال الأمتل في تمويل العمليات الشركة لتحقيق عائد أفضل من تكلفة الاقتراض.

بالرغم من الفوائد التي يحققها الرفع المالي الا انه يسبب مجموعة من العيوب تتمثل بما يلي  
(صدقي،2016):

- 1- مواجهة الشركة لمخاطر مالية تتمثل بانخفاض العائد على حقوق المساهمين عندما تكون تكلفة الاقتراض أعلى من العائد على الاستثمار.
- 2- فرض قيود على الشركة حيث يؤدي الرفع المالي الى تدخل المقرضين في ادارة الشركة من أجل ضمان تحصيل أموالهم.
- 3- إلزام الشركة بتوفير السيولة اللازمة للسداد عند موعد الاستحقاق نتيجة حصولها على القروض.
- 4- المساهمة في تدمير سمعة الشركة في حالة تأخرت الشركة عن تسديد ما بذمتها من التزامات مالية، وهذا يقلل من فرص الحصول على قروض بالمستقبل.

### 3.2.2 نسب الرفع المالي:

تعد نسب الرفع المالي من أحد الادوات التي تستخدم في تقييم الهيكل المالي للشركة، وتقيس مدى اعتمادها على مصادر التمويل سواء كانت داخلية او خارجية، بالإضافة الى دورها في الحكم على مديونية الشركة ومن اهم هذه النسب (هميسي، بلعربي،2016):

#### 1-نسبة الرفع المالي:

تعتبر هذه النسبة مؤشراً لمدى توجه الشركة في تمويل موجوداتها من المصادر الخارجية، كلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك مؤشراً سلبياً على مدى امكانية الشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وكلما انخفضت كل ذلك مؤشراً ايجابياً على إمكانية الشركة في تمويل استثماراتها والوفاء بالتزاماتها.

وتحسب كما يلي: اجمالي الديون/ اجمالي الموجودات .....(مطر,2016)

#### 2-نسبة الديون طويلة الاجل الى مجموع الموجودات:

تشير هذه النسبة الى مدى اعتماد الشركة على الديون طويلة الاجل في تمويل موجوداتها

وتحسب كما يلي: نسبة الديون طويلة الاجل / اجمالي الموجودات .....(سمية,2017)

### 3- نسبة الديون طويلة الاجل الي حقوق الملكية:

تشير هذه النسبة الي مدى قدرة الشركة على تغطية الفوائد المترتبة على قروضها الطويلة الاجل من الخارج.

وتحسب كما يلي: نسبة الديون طويلة الاجل/ حقوق الملكية.....(ملحم,2019)

### 4- نسبة الديون الي الأموال الخاصة:

تشير هذه النسبة الي مدى قدرة أموال الشركة على تغطية الفوائد المترتبة على قروضها قصيرة الاجل وطويلة الاجل

وتحسب كما يلي: الديون الي حقوق الملكية.....(صدقي,2017)

كلما انخفضت هذه النسبة كان مؤشرا إيجابياً يدل على قدرة حقوق الملكية الممثلة برأس المال والاحتياطات والارباح المحتجزة في تغطية الديون.

### 5- نسبة عدد مرات تغطية الفائدة:

تستخدم هذه النسبة لمعرفة قدرة الشركة على دفع فوائد الديون، بمعنى انها تقيس عدد المرات التي يمكن فيها تغطية الفوائد من أرباح الشركة، وكلما زادت هذه النسبة دل ذلك على ثقة المقرضين بالشركة.

وتحسب كما يلي: الربح قبل الفوائد والضريبة (اجمالي الدخل) / مجموع الفوائد.....(عبد الله,2017)

## 4.2.2 مخاطر الرفع المالي:

تتمثل المخاطر المالية المترتبة على الرفع المالي بما يلي (الفار،2018):

- 1- تقلب وتذبذب قيمة أرباح الشركة نتيجة لاستخدامها مصادر تمويل ذات تكلفة ثابتة وعدم قدرتها على سداد الديون وفوائدها في تاريخ استحقاقها، فكلما زاد حجم اعتماد الشركة على الديون في هيكلها التمويلي زادت درجة المخاطرة.

2- مخاطر يتعرض لها حملة الاسهم العادية نتيجة اعتماد الشركة على القروض القصيرة الاجل في تمويلها، الامر الذي يجعل قيمة خصومها المتداولة تفوق قيمة اصولها المتداولة مما يجعل الشركة تواجه مخاطر في سداد قروضها في تاريخ استحقاقها.

### 3.2 المحور الثالث: الرفع التشغيلي

#### 1.3.2 مفهوم الرفع التشغيلي:

تعرف دراسة (سعيدة،2017) الرفع التشغيلي على "انه احلال التكاليف الثابتة محل المتغيرة في الشركة، أي ان تستغني الشركة عن عدد كبير من العمال مقابل احلال الات محلهم فهي بذلك تقلل من التكاليف المتغيرة مما يؤدي الى تخفيض التكاليف مما يساهم في تحقيق أكبر قدر ممكن من الارباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب وهو ما يعرف بالرفع التشغيلي، وتطبق هذه الخاصية على الشركات التي تعمل في الصناعات ذات الكثافة الرأسمالية مثل صناعة الاسمنت والحديد والكهرباء والبتروال والطيران".

اما (مطر،2017) فيعرف الرفع التشغيلي على "انه مفهوم ومقياس يعبر عن حدوث تغيرات نسبية بالأرباح التشغيلية " الارباح قبل الفوائد والضرائب " نتيجة التغير في المبيعات للوصول الى نقطة التعادل وتجاوزها، فيعبر عنه بمدى حساسية الربح التشغيلي للتغير نتيجة التغير بالمبيعات ، وتعتبر شركات الطيران من اهم الأمثلة على فكرة الرفع التشغيلي وذلك لما تتميز به تكاليف هذه الصناعة من ثبات إلى حد بعيد ، بحيث لا تزيد التكاليف المتغيرة فيها عن تكاليف طعام الراكب نفسه، وبسبب ذلك نجد أن أرباح التشغيل لدى الشركات ترتفع ارتفاعاً سريعاً بعد نقطة التعادل مع تزايد عدد الركاب (أي زيادة المبيعات ) ويحدث العكس تماما تحت مستوى التعادل".

ويعرفها (الشهراني،2020) بأنها "مدى حساسية الربح التشغيلي للتغير الحادث بالمبيعات، والتي تختلف من مستوى إنتاج إلى آخر، فتبدأ بقيم سالبة وصغيرة لتصبح غير محددة عند كمية التعادل، ثم تأخذ قيم موجبة تتناقص بتزايد مستوى الإنتاج ما بعد كمية التعادل".

ولأغراض الدراسة يمكن تعريف الرفع التشغيلي على انه المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي الذي تمارسه الشركة ، فكلما زاد استخدام التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة أدى الى انتقال نقطة التعادل الى اعلى مما يزيد من حاجة الشركة الى زيادة حجم

مبيعاتها لتغطية تكاليفها الثابتة وهذا ما يعبر عنه بمخاطرة الاعمال ، وتبقى نقطة التعادل على حالها إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة تساوي النقص في التكاليف المتغيرة الكلية للشركة ، وتزداد فعالية الرفع التشغيلي إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة أقل من التخفيض في التكاليف المتغيرة الكلية للشركة وهذا سوف يؤدي إلي تضخيم أرباح الشركة .

يرتبط الرفع التشغيلي بهيكل تكاليف الشركة، فكلما زادت نسبة التكاليف الثابتة في الهيكل المالي زاد الرفع التشغيلي والعكس صحيح، وان زيادة نسبة التكاليف الثابتة بهيكل الشركة ترتبط بشكل اساسي بالأرباح التشغيلية التي تتغير نتيجة التغير في ايرادات المبيعات، أي انه الرفع التشغيلي يعبر عن مدى التغير بالأرباح التشغيلية نتيجة للتغير بإيرادات المبيعات زيادة او نقصانا، وهي بذلك تشبه الرفع او الكتلة في الفيزياء لان استخدامها يؤدي إلى رفع جسم ثقيل بقوة صغيرة (سمية،2017).

### 2.3.2 استخدامات الرفع التشغيلي:

يمكن تلخيص استخدامات الرفع التشغيلي بما يلي(سمية،2017):

- 1- أحد الوسائل التي تستخدمها الشركة من اجل تعظيم صافي الربح قبل الضرائب والفوائد، من خلال زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب تقليل التكاليف المتغيرة الامر الذي يساهم في زيادة المبيعات للوصول الى نقطة التعادل التي تزداد نتيجة زيادة التكاليف الثابتة.
- 2- إن الرفع التشغيلي سيكون مفيداً إذا كانت الشركة تنتج وتبيع عدد وحدات أعلى من كمية التعادل، وفي المقابل يكون غير مفيداً إذا كانت تنتج وتبيع كميات اقل من كمية التعادل.

### 3.3.2 أهمية الرفع التشغيلي:

تتبع اهمية الرفع التشغيلي(الشهراني،2020):

- 1- يحدد مدى كفاءة الادارة المالية في استغلال التكاليف الثابتة بأعلى جودة ممكنة.
- 2- يعد أحد المؤشرات المالية الهامة التي تعطي دلالات رقمية عن مستوى المبيعات التي ينبغي أن تصل إليها الشركة وذلك لمقابلة تكاليفها التي ترتبت على الأنشطة التي تمارسها.
- 3- يعطي الرفع التشغيلي مؤشرات هامة تساهم في تحديد توجهات الشركة فيما يتعلق بزيادة كمية المبيعات للوصول الى نقطة التعادل.

4- يعد الرفع التشغيلي أداة مهمة في التنبؤ بالمخاطر المالية والتشغيلية التي من الممكن ان تؤثر سلباً على الأنشطة التشغيلية مما يساهم في علاج هذه المخاطر قبل حدوثها.

### 4.3.2 سلوك الرفع التشغيلي:

ان ارتفاع او انخفاض درجة الرفع التشغيلي يعتمد بشكل كبير على حجم المبيعات التي تبيعها الشركة، فكلما زاد حجم المبيعات التي تبيعها الشركة وتجاوزت نقطة التعادل تتراجع درجة الرفع التشغيلي لتصل الى نسبة 1 وهي اقل نسبة ممكن ان تصل لها درجة الرفع التشغيلي، وكلما قل حجم المبيعات ارتفعت درجة الرفع التشغيلي وهنا لا تصل الشركة الى نقطة التعادل وهنا يكون هناك خطر تعرض الشركة الى خسائر (مطر، 2017).

### 5.3.2 قياس درجات الرفع التشغيلي:

تختلف الشركات في مستوى استخدامها الرفع التشغيلي لذلك يمكن استخدام أكثر من الية لقياس درجتها وفقاً للعلاقات التالية:

$$1- \text{الرفع التشغيلي} = \frac{\text{التغير النسبي في الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{التغير النسبي في الوحدات المباعة والمنتجة.}} \quad (\text{سمية، 2017}).$$

$$2- \text{الرفع التشغيلي} = \frac{\text{التغير في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{التغير في المبيعات}} \quad (\text{سعيدة، 2017}).$$

### 6.3.2 مزايا الرفع التشغيلي:

تظهر مزايا الرفع التشغيلي بما يلي (سعيدة، 2017):

- 1- تقيس مدى التغير في الربح التشغيلي نتيجة التغير في قيمة المبيعات.
- 2- تساعد الإدارة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالمجال التشغيلي للوصول إلى مزيج التكاليف الأمثل.
- 3- تساهم في وضع سياسات لتسعير السلعة، حيث ان الشركة التي تتمتع بدرجة رفع تشغيلي مرتفعة وتواجه كساداً في مبيعاتها يجب عليها ان تخفّض السعر وتزيد من مبيعاتها الامر الذي يساهم في قلب خسائرها إلى أرباح في حال خسارتها أو زيادة أرباحها إذا كانت قليلة.

## 7.3.2 مخاطر الرفع التشغيلي:

تتمثل مخاطر الرفع التشغيلي بما يلي (مطر، 2017):

- 1- تساهم في زيادة نسبة التكاليف الثابتة الامر الذي يوقع الشركة في خطر عدم القدرة على زيادة مبيعاتها لتغطية هذه الزيادة في التكاليف الثابتة والوصول الى نقطة التعادل.
- 2- تساهم في زيادة نسبة التعادل فبتالي فان وجود أي كساد او اتخاذ أي قرار اداري خاطئ يساهم في زيادة خطر الشركة في عدم قدرتها للوصول الى نقطة التعادل.
- 3- تسبب خطر التقلب في الربح التشغيلي نتيجة للظروف الاقتصادية التي تواجهها الشركة، حيث ان إذا كانت الشركة تتمتع بدرجة الرفع التشغيلي مرتفعة وكانت في ظروف ازدهار اقتصادي فإنها هنا تحقق أرباحا أعلى من الشركة ذات درجة الرفع التشغيلي أقل، لكن لو سادت ظروف كساد اقتصادي فان أرباحها ستهبط هبوط حاد وبنسبة أعلى من نسبة هبوط الشركة الاخرى ذات درجة الرفع التشغيلي الاقل.
- 4- تعمل على زيادة احتمالية مواجهة الشركة لمخاطر التشغيل التي تسمى بمخاطر الأعمال، وهي المخاطر التي تنشأ من التقلبات في الطلب على المنتجات مما يؤدي إلى التقلب في كمية المبيعات وسعر البيع.
- 5- تساهم في احداث مخاطر ناجمة عن ارتفاع مصاريف التشغيل عن معدلاتها المتوقعة بالإضافة الى احداث مخاطر تشغيلية ناجمة عن طبيعة القطاع والطلب على المنتجات والتطور التكنولوجي ومستوى الأسعار والتكاليف، الامر الذي يؤثر على صافي الدخل وقيمة الشركة.

## 4.2 المحور الرابع: الأداء المالي

يعتبر موضوع الاداء أحد المفاهيم المهمة في الشركة وبالأخص الاداء المالي حيث تسعى الشركة الى تقييمه من اجل الوقوف على وضعية المالية الحقيقية وذلك باستخدام ادوات لتقييمه. (ملحم، 2019).

### 1.4.2 تعريف الاداء:

تعددت المفاهيم التي تعبر عن الأداء، فهناك من عرف الاداء على انه "نشاط تنموي مستمر يعكس قدرة الشركة على استغلال امكانياتها وفق اسس ومعايير معينة تضعها الشركة بناء على اهدافها

الطويلة الاجل، هذا بالإضافة الى انه يعكس قدرة الشركة على الاستمرار والبقاء بما يحقق التوازن والرضا بين الموظفين والمساهمين بما يساهم في تحقيق الاهداف التنظيمية للشركة ويضمن بقائها واستمرارها بنشاطها" (القدح، 2015).

بينما (العربي، 2016) عرف الاداء على انه مفهوم واسع يعبر عن أسلوب الشركة في استثمار مواردها المتاحة وفقا لمعايير معينة في ظل مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية التي تتفاعل معها الشركة في سعيها لتحقيق الكفاءة والفعالية، ولهذا الاداء عدة انواع أحدها الاداء المالي.

اما (طنينة، 2017) فقد عرف الاداء على انه مفهوم يعكس نتائج المخرجات التي يتم الحصول عليها من خلال معالجة المدخلات، ويعبر عن قدرة الشركة على توليد الايرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية من أجل مكافأة عوامل الإنتاج وفقا للنظرية الحديثة.

أما (الفار، 2018) فقد عرف الأداء بأنه " مفهوم يعكس مدى قدرة الشركة على تحقيق القدرة الارادية والقدرة الكسبية، حيث تعكس القدرة الارادية قدرة الشركة على توليد الايرادات سواء من نشاطات الجارية او رأسمالية، بينما القدرة الكسبية فإنها تعكس قدرة الشركة على تحقيق فائض من انشطتها ويعبر عن مدى تمتع وتحقيق الشركة لهامش الامان الذي يزيل عنها العسر المالي ظاهرة الافلاس ". ويمكن التعبير بأنه "تحقيق الاهداف ذات الطابع المالي في الشركة بالشكل الذي يمكنها من تحقيق هامش الامان لمواجهة المستقبل والتصدي للمخاطر والصعوبات المالية" (بشري، رمزي، 2019).

ولأغراض الدراسة يمكن تعريف الاداء المالي على انه أحد الأساليب التي من الممكن استخدامها من أجل تحديد نقاط القوة والضعف في اداء الشركة لتحديد مدى قدرتها على تحقيق الاهداف الموسوعة، وغالبا ما يتم من خلالها مقارنة الأداء الماضي بالأداء الحالي، او بأداء الشركات المماثلة.

## 2.4.2 أهمية الاداء المالي:

تتبع أهمية الأداء المالي في كونه (الفار، 2018):

- 1- يهدف الى تقييم أداء الشركات من نواحي مختلفة وبالاعتماد على طرق مختلفة من اجل تزويد الشركة بالبيانات اللازمة لاتخاذ القرارات المالية.
- 2- يعتبر أداة لقياس مدى نجاح الشركة من خلال تقييم ادائها من عدة نواحي وتحديد نقاط القوة والضعف.
- 3- يفتح الفرص امام الشركة في الاستثمار في أكثر من خيار استثماري.
- 4- يمنح الفرصة للشركة في تخفيض تكاليفها ورفع عوائدها من خلال اختيار الخيار الاستثماري الأفضل.
- 5- يساهم بشكل كبير في مراقبة السيولة واعداد موازنات التكاليف المختلفة. وتضيف دراسة (بشرى، 2019) انه تتبع أهمية الاداء المالي بما يلي:
  - 1- يَمَكِّن من متابعة ومعرفة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة بالشركة.
  - 2- يساعد على معرفة نشاط الشركة وطبيعتها.
  - 3- يساعد في القيام عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية الخاصة بالشركة لمعرفة مدى استمراريتها.
  - 4- يساعد على فهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع الشركة.
  - 5- يوفر قياسا لمدى نجاح الشركة فالنجاح مقياس مركب يجمع بين الفاعلية والكفاءة في تعزيز أداء الشركة لمواصلة البقاء والاستمرارية.
  - 6- يساعد على تحقيق الاهداف المحددة في الخطط، والعمل على ايجاد سليم للحوافز والمكافآت.

## 3.4.2 العوامل المؤثرة في الاداء المالي:

تتعدد العوامل المؤثرة بالأداء المالي، ويمكن تصنيفها بناء على مصادرها فهناك عوامل داخلية تتمكن الشركة وتمتلك الاستطاعة للسيطرة عليها، والعوامل الخارجية التي تضطر الشركة للتأقلم معها كونها تواجه صعوبات في التعامل معها (الصديق، 2015).

والتي يمكن توضيحها بما يلي:

### 1- العوامل الخارجية:

تمثل العوامل الخارجية بحصيلة القيود والمتغيرات التي تخرج عن سيطرة الشركة، وتكون خارج ادارتها، والتي تصنف لعوامل اقتصادية اجتماعية وثقافية سياسة وقانونية وتكنولوجية(الصديق،2015).

#### أ- العوامل الاقتصادية:

تترك العوامل الاقتصادية الاثر الكبير على الشركات وتحديد الصناعة منها ، ومن جانب اخر فان البيئة الاقتصادية تعتبر البيئة المصدرة لمواردها والبيئة المستقبلية لمنتجاتها، وتنعكس أثارها على اداء الشركة في وقت قصير، وتتشكل العلاقة بين العوامل الاقتصادية والاداء المالي من خلال الظروف الاقتصادية التي تحيط بالشركة والتي من الممكن ان تؤثر سلبا او ايجابا على اداء الشركة ومن اهم الامثلة على الظروف الاقتصادية ارتفاع الطلب الخارجي ، وتدهور الاسعار والازمات ،التي من الممكن ان تترك الاثر بشقيه السلبي والايجابي على الاداء المالي للشركة(سمية،2017) .

#### ب-العوامل الاجتماعية والثقافية:

تشمل العوامل الثقافية والاجتماعية مثلا حقيقيا حول القيم الفكرية والفنية والاخلاقية الموجودة في الحياة والمجتمع، بحيث يتوافر مثلها ضمن نطاق الشركة، وللعوامل الاجتماعية جانبان مهمان فهي قد تكون ايجابية لكونها توفر معلومات مفيدة للوظيفة التجارية من خلال ارسال منتج جديد واستهداف حصة من السوق، وقد يكون لها أثر سلبي بأن تكون تحديا امام تحسين اداء الشركة (سمية،2017).

#### ت-العوامل السياسة والقانونية:

وتتمثل هذه العوامل بالعلاقات مع العالم الخارجي والقوانين وطبيعة النظام السياسي للدولة، فأداء الشركة يتأثر بصورة كبيرة بالعلاقات الدولية ونوعيتها والسياسات الخارجية التي تتبعها الدولة، ولكنها في النهاية توفر هذه العوامل الفائدة الحقيقية للشركة من أجل تحسن أدائها وتطوره (الفار،2018).

## العوامل التكنولوجية:

وتشمل هذه العوامل ما تحدته التكنولوجيا من تطورات وتغيرات، مثل توفير طرق حديثة من أجل تقليل تكاليف انتاج السلع والخدمات، ويتجلى دور العوامل التكنولوجية في الاداء المالي عن طريق خلق فرص تنفيذ الشركة من أجل التحسين الاجمالي للأداء المالي للشركة (الفار،2018).

## 2-العوامل الداخلية:

التي تنشأ عن طريق التفاعل بين عناصر الداخلية المختلفة في الشركة، فهي تقع تحت سيطرة الشركة وتحكمها، والتي تشمل مجموعة من المتغيرات التي من الممكن ان تؤثر بصورة سلبية أو ايجابية على أداء الشركة، ويمكن تصنيف العوامل الداخلية الي ما يلي (الزبيدي،2019):

### أ- العنصر البشري:

يعتبر العنصر البشري من أكثر العناصر أهمية في اداء الشركة، حيث تسعى الشركة على جذب العناصر البشرية الكفوة التي تملك من المهارات ما يسمح لها بخلق التعاون بين افراد الشركة مما يسمح لها بالتطور ويعزز من تنافسيتها، ومن أجل ضمان أفضل النتائج التي تعكس على أفضل اداء مالي يجب على الشركة أن تلبى حاجات العنصر البشري وتدرك حاجياته وتعرفها وتسعى لتحقيقها (الزبيدي،2019).

### ب-الادارة:

تؤثر الادارة على كافة الانشطة في الشركة، فالمسؤولية الاولى تقع على عاتقها نظرا لما تقوم به من القيادة والتنسيق والتخطيط والتنظيم لكافة المهام الواقعة تحت تصرفها ومسؤوليتها الامر الذي يؤثر بشكل كبير على اداء الشركة. (ملحم،2019).

### ت-التنظيم:

بما يشمل تحديد المسؤوليات، ثم العمل على توزيعها داخل الشركة بناء على الموظفين من اصحاب الاختصاص، وتوزيعهم ضمن امكانياتها ومهاراتهم الخاصة، ويجب ان يتم ذلك بكامل الديناميكية والمرونة بالشكل الذي يتوافق مع المتغيرات والمستجدات الامر الذي يؤثر بشكل كبير على اداء الشركة (ابو شمالة،2020).

## ث- بيئة العمل:

وهي تمثل مجموع العناصر التي تحيط بالفرد أثناء اداء مهامه فضعف اداؤه وتؤثر على تحقيق اهدافه وذلك نتيجة لفقدان الانسجام والتكيف والنظام في العمل الامر الذي يؤثر في النهاية على الاداء العام ويضعفه (ابو شمالة،2020).

كما يمكن للهيكل المالي للشركات الذي يتشكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي التأثير على الأداء المالي وهذا ما ستبحثه هذه الدراسة.

### 5.4.2 تقييم الأداء المالي:

يمكن تعريف تقييم الاداء المالي على أنه "الأداة التي تستخدمها الشركة لقياس النتائج التي حققتها ومن ثم مقارنتها مع الاهداف المرسومة بهدف الوقوف على الانحرافات وتشخيص مسبباتها، ومن ثم اتخاذ الخطوات اللازمة لتجاوز تلك الانحرافات الكمية والنوعية بهدف تحسين الأداء وزيادة الإنتاجية" (القدح،2015).

ويمكن تعريفه على انه "الوسيلة التي يتم من خلالها قياس النتائج المحققة في ضوء المعايير المحددة مسبقا، وتعتبر عملية لاحقة لعملية اتخاذ القرارات تهدف الى فحص المركز المالي والاقتصادي للشركة، ويكون ذلك من خلال مقارنة الاداء الفعلي مع المستهدف بالاعتماد على معايير محددة مسبقا باستخدام مجموعة من المؤشرات ونسب مالية من اجل تحديد نواحي القوة والضعف في الاداء مع تحديد اسباب وذلك للتأكد من مدى مساهمة الاداء في ضمان بقاء واستمرار الشركة" (ملحم،2019).

### 6.4.2 أهمية تقييم الأداء المالي:

تكمّن أهمية تقييم الأداء المالي في (مغزاوي،2016):

1- الكشف عن مدى قدرة الشركة الايرادية والكسبية، حيث تعبر قدرة الشركة الايرادية على قدرتها على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، بينما قدرة الشركة الكسبية تعبر عن مدى قدرتها على تحقيق فائض من أنشطتها من أجل تحقيق أهدافها.

2- قياس مدى نجاح الشركة في سعيها لمواصلة نشاطها وتحقيق أهدافها في البقاء والاستمرار في السوق.

- 3- إيجاد نوع من المنافسة بين الأقسام والإدارات والمؤسسات المختلفة مما يدفع الشركة الى تحسين ادائها.
- 4- الكشف عن العناصر ذات الكفاءة وتحديد العناصر ذات الاحتياج من أجل النهوض بأدائها.
- 5- تحديد مستوى تحقيق الاهداف من خلال قياس ومقارنة النتائج مما يسمح بالحكم على فعالية الشركة في تحقيق اهدافها.
- 6- تحديد الاهمية النسبية للموارد من خلال المقارنة بين النتائج والموارد المستخدمة لتحقيق هذه الاهداف
- 7- يقدم اداة رئيسية لازمة للإجراء الرقابي في الشركة عن طريق تصحيح وتعديل الاستراتيجية والخطة وترشيد استخدام المواد المتاحة في سبيل تحقيق اهداف الشركة.
- 8- يسمح بالكشف عن نقاط القوة والضعف من خلال قياس حالة التقدم او التأخر في الشركة. وتضيف دراسة (بشرى، 2019) ان اهمية تقييم الاداء المالي تتمثل:

- 1- تحديد مستوى تحقيق الاهداف المطلوبة من خلال قياس ومقارنة النتائج مع الاهداف الموضوعية الامر الذي يساهم في الحكم على مدى فعالية الشركة.
- 2- تحديد الاهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة في تحقيق الاهداف المنشودة.
- 3- تقديم أداة رئيسية لازمة للإجراء الرقابي في الشركة والتي تظهر عن طريق تصحيح وتعديل الاستراتيجية والخطة وترشيد استخدام الموارد المتاحة.
- 4- السماح بالكشف عن نقاط القوة والضعف في اداء الشركة، حيث أن الاداء الجيد يصبح شرطاً أساسياً لتأمين بقاء الشركة في بيئة تنافسية تضمن بها البقاء في وضع الامان.

#### 7.4.2 تقييم الاداء المالي باستخدام المؤشرات المالية:

هناك العديد من الادوات التي تستخدم في عملية التقييم التي يتم من خلالها التأكد من أن الاداء الفعلي يتوافق مع المعايير المحددة من قبل الادارة، وذلك بهدف تحديد نقاط القوة والضعف في سبيل تحقيق الاهداف المحددة التي تم التخطيط لها من قبل الشركة، ومن اهم هذه المؤشرات والمقاييس التي يركز عليها تقييم الاداء المالي النسب المالية (اللايد، 2016):

## أولاً: تعريف النسب المالية:

وهي تلك النسب التي تعتمد في احتسابها على المعلومات المالية المحاسبية التي يتم حسابها بالاعتماد على التقارير السنوية ، مثل العائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية والقيمة الاقتصادية وغيرها ، ومن اهم ما يميز هذه المقاييس هو سهولة احتسابها و قابليتها للمقارنة، ولكن في المقابل فانه يؤخذ عليها مجموعة من السلبيات التي تتمثل انها تضع تقييم الاداء لأنها تاريخية بطبيعتها فهي تركز على التقرير عن الانشطة التي حدثت في الفترة الماضية ، هذا الى جانب انها لا تساعد الادارة على ادراك العوامل التي تؤثر على نجاح او فشل الشركات ، بالإضافة الى اختلاف احتساب بعض هذه المقاييس مما يؤثر سلباً على دلالتها (اللايد،2016).

وتعتبر النسب المالية أحد اهم الاساليب التي تستخدم في محاولة ايجاد العلاقة بين معلومتين خاصتين اما بقائمة المركز المالي للشركة، أو بقائمة الدخل، أو بهما معا، لذا فهي تزود الاطراف المعنية بعملية التحليل بفهم أفضل عن حقيقة وضع الشركة في حال اعتمدت على تحليل كل معلومة على جهة، حيث ان الهدف من استخدام النسب المالية هو تقييم أداء الشركة تقيماً موضوعياً لعدة جوانب مثل قوة قابليتها على تحقيق الارباح والعوائد من استثماراتها، وكذلك على مواجهة التزاماتها (بشرى، 2019).

## ثانياً: مزايا تقييم الاداء المالي بالاعتماد على النسب المالية:

يمكن تلخيص مزايا النسب المالية بالأمور الاتية(مغزاوي،2016):

- 1- تعتبر من اهم المؤشرات التي تستخدم من قبل المحللين بهدف تحديد الصورة الحقيقية لوضع الشركة المالي والتنبؤ بمدى قدرتها على الاستمرارية.
- 2- تستخدم في تحديد مدى قدرة الشركة على تسديد الديون من القروض والفوائد.
- 3- تساعد الشركة في ابداء الحكم على مدى كفاءة الإدارة.
- 4- يمكن من خلالها تحديد مكانة الشركة في القطاع أو الصناعة المنتمية إليها.
- 5- تساهم في تقييم جدوى الاستثمار في الشركة.

## ويضيف (الطراونة،2016) ان من اهم مزايا استخدام النسب المالية:

- 1- تعتبر واحدة من المؤشرات المستخدمة من قبل المحللين بهدف التنبؤ بمدى قدرة الشركة على الاستمرار.
- 2- سهولة حسابها.
- 3- تساهم في تحديد الصورة الحقيقية لوضع الشركة المالي.
- 4- بيان مدى قدرة الشركة على الاستمرار في القطاع او الصناعة المنتمية اليها.
- 5- تقييم جدوى الاستثمار في الشركة

## ثالثاً: محددات تقييم الاداء المالي بالاعتماد على النسب المالية:

على الرغم من المزايا التي تحققها النسب المالية الا انها تواجه مجموعة من المحددات كما يلي (الطراونة،2016):

- 1- صعوبة تفسير نتائج النسب المالية على الرغم من سهولة احتسابها، حيث يتوجب على الشركة لتفسيرها ان تقوم بالتعرف على العلاقة القائمة بين تأثيرات البيئة الخارجية من ناحية وهذه النسب المالية من ناحية أخرى.
- 2- تعرّض النسب المالية للتلاعب من قبل العاملين أو الإدارة في الشركة من خلال تضخيم الأصول والغش في تقييم المخزون.

## ويضيف (ملحم،2019) ان من اهم محددات النسب المالية:

- 1- تجنّب النسب المالية لقياس العوامل النوعية والتي تعتبر أكثر ملائمة لأغراض التقييم واكتفائها بالأرقام الكمية مثل تقييم مستوى خبرة العاملين وتقييم شخصية المدير العام.
- 2- عدم قبول النسب المالية للمقارنة ضمن فترة التضخم فنسبة المبيعات /الاصول لا تتحسن بفعل تحسن المبيعات بل نتيجة ارتفاع الاسعار.

## 8.4.2 النسب المالية المستخدمة وفق الدراسة لتقييم الاداء

### اولاً: العائد على الأصول (ROA)

هو مؤشر مالي يمكن للشركة من خلاله قياس مدى قدرة الدينار المستثمر في الأصول على توليد الأرباح التشغيلية الامر الذي يعكس كفاءة أنشطة الشركة التشغيلية والاستثمارية حيث يمكن أن يقدم فكرة عن أداء استثمار الشركة لأصولها أو موجوداتها. ويمكن تعريفه بأنه مؤشر يدل على مدى ربحية الشركة بالنسبة الي مجموع أصولها (بركات،2015).

حيث يتم قياس العائد على الأصول من خلال القانون الاتي: صافي الربح / اجمالي الأصول (سمية، 2017).

هذه النسبة تعبر عن مدى كفاءة الإدارة في استثمار الأموال التي تحصل عليها الشركة من مصادر التمويل الخارجية والداخلية فبتالي قياس ربحية الشركة بشكل عام، فتهدف هذه النسبة الى بيان العلاقة بين الأرباح التي تحققها الشركة وبين الأموال المستثمر فيها سواء كانت هذه الأموال مقترضة أو مملوكة بشكل دائم أو مؤقت، ويمكن اعتماد هذه النسبة للمقارنة بين كلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار لغرض اتخاذ قرارات تحديد مصادر الأموال للشركة، كما أنها تعكس كفاءة قراراتها التشغيلية حيث تعتبر من أفضل مؤشرات الكفاءة التشغيلية ومن أفضل ادوات المقابلة بين أداء المؤسسات المختلفة وذلك لأنها لا تعكس أثر الرفع المالي اذا ان بسط النسبة و مقامها لم يتأثرا بكيفية تمويل المؤسسة لموجوداتها. (بركات،2015).

### ثانياً: القيمة السوقية المضافة (MVA)

هي القيمة الشاملة التي تعبر عن مدى كفاءة وفعالية الادارة في جميع اعمالها التشغيلية والاستراتيجية، والتي تعكس قيمة اصولها التي تتساوى مع قيمة التزاماتها وحقوق الملكية (صدقي،2016). ومن العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للشركة:

الربح المتوقع للسهم: تتأثر القيمة السوقية للشركة بصافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة، حيث توجد علاقة طردية بين القيمة السوقية للشركة وصافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة، فكلما زاد صافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة زادت القيمة السوقية للشركة والعكس صحيح (صدقي،2016).

التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائد استثماره: تتأثر القيمة السوقية للشركة بزمن حصول المستثمر على حصته من الأرباح فكلما كان الوقت الذي ينتظره المستثمر للحصول على الأرباح أقل كلما زادت القيمة السوقية للشركة والعكس صحيح، بحيث تصل قيمة السهم أعلى قيمة عندما يكون زمن تحقيق الربح صفر، وعلى إدارة الشركة اتخاذ القرارات التي تعجل بتدفق صافي الربح وتوقيته (عبد الله، 2016).

السيولة: هناك علاقة طردية بين القيمة السوقية للشركة وسيولتها، فكلما زادت نسبة مؤشرات السيولة لدى الشركة كان هذا مؤشراً مهماً على مرونة الشركة وجودة وضعها المالي في المستقبل مما يجعلها أكثر قدرة على استغلال جميع الفرص الاستثمارية المربحة، الأمر الذي من شأنه أن يزيد القيمة السوقية للشركة والعكس صحيح (عبد الله، 2016).

الأرباح الموزعة: فكلما زادت نسبة الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على المساهمين كلما زادت قيمتها بالسوق (مرصلي، 2017).

توقعات المستثمرين بشأن مستقبل الشركة: حيث أن التوقعات المستقبلية الموجبة لدى المستثمرين عن وضع الشركة من أكثر الأمور التي تزيد القيمة السوقية لأسهمها والعكس صحيح (مرصلي، 2017).

مدى استخدام الشركة للقروض في هيكلها المالي: فمن الممكن أن تؤدي زيادة القروض إلى زيادة الأرباح في حال كان العائد يفوق تكلفة الاقتراض الأمر الذي يساهم في زيادة القيمة السوقية للشركة (ملحم، 2019).

القدرة على أداء الالتزامات: فكلما زادت قدرة الشركة على سداد التزاماتها وقروضها القصيرة الأجل كلما كان ذلك دافعاً لزيادة القيمة السوقية للشركة وكان ذلك دافعاً لدى المستثمرين على الإقبال على الاستثمار في الشركة (ملحم، 2019).

### ثالثاً: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

إنها أحد المقاييس التي تستخدم لقياس الانجاز المالي للشركة حيث يتم من خلال هذا المقياس اقتطاع تكلفة رأس المال الممتلك والمقترض من الربح التشغيلي للشركة. وبعبارة أخرى تعتبر مقياساً للأداء المالي للشركة يعتمد على الدخل المتبقي أو الثروة المتبقية، يمكن الإشارة إلى أن القيمة الاقتصادية للمنشأة هي الربح الاقتصادي وذلك لارتباطها بتحقيق الربح الحقيقي للشركة وقد تم تطوير هذا المقياس من قبل شركة ستيرين سيتورات وشركائه (العربي، 2016).

والتي يمكن التعبير عنها من خلال الصيغة الآتية:

صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب - التكلفة الكلية المعدلة لرأس المال المستثمر  
(العربي، 2016)

ان استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم اداء الشركة يحقق اهمية للشركة يمكن  
اجمالها بما يلي: (عفيف الفار، 2018)

1- تساهم في اظهار الربح الاقتصادي الحقيقي للشركة حيث توضح الربح الحقيقي لحملة الاسهم  
بعد طرح عوائد الشركة وايراداتها من تكلفة راس المال.

2- ينهي هذا المقياس التعارض والتناقضات التي يمكن ان تحصل للشركة بسبب استخدامها  
مؤشرات تقييم الاداء التقليدية مثل ربحية السهم العادي والعائد على حقوق الملكية والعائد على  
الاصول.

3- توجه ادارة الشركة الى الاداء الذي يمكن من خلاله زيادة العائد الذي سوف يحصل عليه  
حملة الاسهم.

4- تخفض مشكلة الوكالة من خلال دورها بتحفيز المدراء وتشجيعهم على القيام بأعمال الشركة  
على انهم ملاك لها.

5- تعتبر المقياس الحقيقي لتعظيم سعر السهم بالسوق نتيجة لارتباطها بشكل كبير بالقيمة  
السوقية للشركة

حيث من الممكن ان تكون القيمة الاقتصادية المضافة موجبة او سالبة او صفر (الحوارني، 2018):

- فتكون القيمة الاقتصادية المضافة موجبة عند زيادة صافي الربح التشغيلي المعدل بعد  
الضرائب عن تكلفة راس المال هذا يعني ان العائد أكبر من التكلفة، مما يعني ان الشركة قد  
ولدت عوائد استثمارية للمستثمرين أي انها حققت ثروة للملاك.
- وتكون القيمة الاقتصادية المضافة صفر عند تساوي صافي الربح التشغيلي المعدل بعد  
الضرائب مع تكلفة راس المال هذا يعني ان العائد يساوي التكلفة، مما يعني ان الشركة لم  
تولد عوائد استثمارية للمستثمرين أي انها لم تحقق ثروة للملاك..

• وفي المقابل تكون القيمة الاقتصادية المضافة سالبة عند نقصان صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب عن تكلفة رأس المال هذا يعني ان العائد أصغر من التكلفة، مما يعني ان الشركة لم تولّد عوائد استثمارية للمستثمرين أي انها قامت بتضييع ثروة المساهمين.

وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من أكثر المقاييس المالية قدرة على التعبير عن الربح الاقتصادي للشركة الذي يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال المملوك على عكس الربح المحاسبي الذي لا يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال المملوك وأكثرها ارتباطاً بتحقيق الثروة للملاك خلال الفترات المختلفة، تساعد الشركة على تقييم أدائها وأداء ادارتها، تمكن الشركة من معرفة كيفية حصولها على الثروة والارباح، تقدم صورة أفضل وحقيقة عن الشركة للمالكين والدائنين وجميع الاطراف المعنية الاخرى. ويمكن زيادة القيمة الاقتصادية المضافة من خلال زيادة مقدار العائد على الاصول، والسعي لتنفيذ مشاريع اضافية تمكن الشركة من تحقيق المزيد من العوائد التي تتجاوز تكلفة رأس المال (الهوراني، 2018).

وعلى الرغم من استخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم اداء الشركة الا انها تواجه مجموعة من الانتقادات يمكن اجمالها بما يلي (بشرى، رمزي، 2019):

- 1- تقيس الأداء المالي على المدى القصير أي انها تقوم بتقييم اداء الشركة لسنة مالية واحدة فقط فبتالي هي لا تأخذ بالحسبان القرارات المستقبلية للسنوات القادمة.
- 2- لا تساعد المدراء في تحديد الاسباب الرئيسية لعدم الكفاءة التشغيلية لأنها تُحسب بالاعتماد على البيانات المالية العدة في نهاية السنة المالية.
- 3- لا تساعد في تحديد نوع الاستثمار الذي ادى الى انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة في الشركة التي يوجد بها تنوع بأدوات الاستثمار.
- 4- تقتصر على تقييم الاداء المالي للشركة حيث لا تعكس الجوانب غير المالية للأداء على الرغم من دورها في تحقيق قيمة لحملة الاسهم.
- 5- رابعاً: حصة السهم الواحد (EPS)

هو التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة توظيف أمواله على شكل أسهم، ويتكون العائد على السهم من التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة وتقرر توزيعها على المساهمين، هذا الى جانب الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الفرق بين قيمة شراء

السهم وقيمة بيعه في تاريخ لاحق ويتم حسابه كالتالي صافي الربح على متوسط عدد الاسهم (تشير هذه النسبة الي ما يحققه السهم العادي من الارباح المحققة). وتعتبر هذه النسبة ضرورية للتنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها، ولمعدلات النمو المتوقع تحققها، القيمة المستقبلية للأسهم ووضع السياسات الخاصة بالأرباح حيث تحدد ادارة الشركة هدفها بتحديد عائد معين للسهم (صدقي،2016).

## 5.2 المحور الخامس:

### 1.5.2 العلاقة بين الهيكل المالي للشركة والرفع المالي:

هناك علاقة وطيدة بين الهيكل المالي للشركة الذي يعرف على انه تركيبة المصادر التي يتم بموجبها تمويل استثمارات الشركة والتي تتمثل بمصادر ملكية ومصادر الديون الطويلة الأجل والقصيرة الأجل، والتي تنتوع من أسهم عادية وممتازة وسندات والقروض القصيرة الاجل، والرفع المالي الذي يعبر عنه بمدى اعتماد الشركة على الديون في هيكلها المالي للشركة (عبد الله،2015).

فكلما زاد اعتماد الشركة على الديون في تمويل راس مالها زادت درجة الرفع المالي ، وان زيادة درجة الرفع المالي من الممكن ان تؤثر ايجابا على الشركة في حال نجحت في استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد على الاستثمار يزيد عن الفائدة المدفوعة عليها ، هذا الى جانب دورها في تحقيق الوفورات الضريبية التي تحصل عليها الشركة نتيجة للقروض التي تحصل عليها لان الفوائد الثابتة التي تدفع على القروض تخصم من الدخل الخاضع للضريبة ، مما يساهم في تضخيم العائد على الاستثمار ، الامر الذي يساهم في رفع الارباح مما يؤثر بشكل ايجابي على القيمة السوقية للشركة ، وفي المقابل فانه من الممكن ان يؤثر الرفع المالي سلباً على العائد في حال فشلت الشركة في استثمار الاموال المقترضة بمعدل عائد على الاستثمار اقل من الفائدة المدفوعة ، الامر الذي يزيد من احتمالية عدم قدرتها على سداد الالتزامات المالية المرتبطة بالتكاليف الثابتة للديون ، هذا الى جانب مساهمته في فرض قيود على الشركة حيث يؤدي الرفع المالي الى تدخل المقرضين في ادارة الشركة من أجل ضمان تحصيل أموالهم ، والزامها بتوفير السيولة اللازمة للسداد عند موعد الاستحقاق نتيجة حصولها على القروض (نور الدين،2017).

### 2.5.2 العلاقة بين درجة الرفع المالي والأداء المالي للشركة:

يؤثر الرفع المالي الذي يعبر عنه بأنه درجة اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروض أو سندات أو أسهم ممتازة، على الاداء المالي للشركة الذي يتم

من خلاله تشخيص الصحة المالية للشركة من اجل معرفة مدى قدرتها على انشاء قيمة لمواجهة المستقبل من خلال قدرتها على توليد الايرادات التي تساهم في تغطية المصاريف (عبد الله، 2015).

فمن الممكن ان يؤثر الرفع المالي بشكل ايجابي على الاداء المالي، حيث ان اعتماد الشركة على القروض من الممكن ان يساهم في تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار في حال كانت العوائد المترتبة من القروض تفوق تكلفة القروض، هذا بالإضافة الى انه يساهم في تحقيق الوفر الضريبي حيث ان الفوائد المدفوعة تخفّض من الدخل الخاضع للضريبة الامر الذي يساهم في تحسين الاداء المالي للشركة (قربوع، 2017).

وفي المقابل قد يؤثر ارتفاع درجة الرفع المالي على الاداء المالي للشركة بشكل سلبي وذلك بسبب ما يسببه من مخاطر المالية، والتي تتمثل بتقلب وتذبذب قيمة أرباح الشركة نتيجة لاستخدامها مصادر تمويل ذات تكلفة ثابتة وعدم قدرتها على سداد الديون وفوائدها في تاريخ استحقاقها، الامر الذي يزيد من درجة المخاطر التي يتعرض لها حملة الاسهم العادية في الحصول على حصتهم من الارباح في نهاية السنة المالية (الفار، 2018).

### 3.5.2 العلاقة بين درجة الرفع التشغيلي والاداء المالي للشركة:

تعبر درجة الرفع التشغيلي عن المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي الذي تمارسه الشركة، وان مدى استخدام التكاليف الثابتة في نشاط الشركة واستبدالها بالتكاليف المتغيرة من الممكن ان يؤثر بشكل سلبي او ايجابي على الاداء المالي (مطر، 2017).

فقد تؤثر درجة الرفع التشغيلي ايجابا على الاداء المالي للشركة، في حال كانت الشركة تعمل في سوق يسوده ازدهار اقتصادي، حيث ان ارتفاع درجة الرفع التشغيلي يسمح لها بتعظيم الأرباح، حيث يؤدي الى زيادة كبيرة في المبيعات الامر الذي يساهم في تقليل التكاليف التشغيلية مما يساهم في زيادة أرباح الشركة (الفار، 2018).

وفي المقابل قد تؤثر زيادة الرفع التشغيلي سلباً على الاداء المالي للشركة، في حال كانت الشركة تعمل في سوق يسوده الكساد اقتصادي، حيث ان وجود الكساد الاقتصادي يقلل من قدرة الشركة على زيادة المبيعات الامر الذي يساهم في عدم القدرة على تغطية الزيادة في التكاليف الثابتة، مما يوقع الشركة بخطر الافلاس (الشهراني، 2020).

## 6.2 المحور السادس:

### 1.6.2 واقع الاقتصاد الفلسطيني

وقعت فلسطين تحت الاحتلال الإسرائيلي لفترات طويلة جدا مما أدى الي تشويه كل القضايا الاستثمارية والسياسية والاقتصادية، وما زال الاقتصاد الفلسطيني يعاني من تبعيات الاحتلال من بعد اتفاقيات أوسلو عام 1994، الامر الذي أثر بشكل سلبي على الاقتصاد الفلسطيني بحيث أصبح أكثر هشاشة نتيجة لممارسات الاحتلال الإسرائيلي، حيث ان الظروف السياسية الصعبة والحروب والاحتلال من شأنه ان يؤثر بشكل سلبي على الاداء المالي للشركات، على عكس الظروف السياسية الامنة التي من شأنها ان تؤثر بشكل ايجابي على الاداء المالي للشركة (القضاة،2018).

لذلك فقد عانى الاقتصاد الفلسطيني من عدة انتكاسات نتيجة للتضييق الإسرائيلي وممارساته التي تحد من حرية الحركة والوصول الي الأسواق ، الامر الذي يؤدي الي تراجع الوضع الاقتصادي الذي يؤثر سلبا على الاقتصاد ومن هنا برزت الحاجة الي وجود سوق خاص للشركات حيث نشأ سوق فلسطين للأوراق المالية من قبل شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو ) حيث شهد العام الأول لبدء التداول في بورصة فلسطين 1997 إدراج 19 شركة شكلت النواة التي انطلقت منها البورصة في أعمالها ، فيما شهدت الأعوام اللاحقة إدراج المزيد من الشركات ليبلغ إجمالي عدد الشركات المدرجة مع نهاية عام 2016 حوالي 48 شركة مدرجة ،وخلال هذه الفترة الممتدة ما بين عامي 1997 - 2016 شهدت عمليات الإدراج في بورصة فلسطين محطات مهمة كانت أبرزها عام 2006 الذي شهد إدراج 6 شركات ، وعام 2011 الذي شهد إدراج 7 شركات هكذا حتى بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 48 شركة كما بتاريخ 2019/12/30 ، وكانت القيمة سوقية تتجاوز 3.627 مليون دولار موزعة على 5 قطاعات هي :البنوك والخدمات المالية ،التأمين ، الاستثمار ، الصناعة ، الخدمات ، في حين وصل عدد الشركات الأوراق المالية الأعضاء في البورصة الي 8 شركات (هيئة سوق رأس المال الفلسطيني ,2019). والجدول التالي يوضح الشركات ورأس المال للقطاع الصناعي وقطاع الخدمات.

جدول (1.2) الشركات الصناعية والخدماتية ورأس المال

الرقم	اسم الشركة	رأس مال الشركة	عدد الأسهم
1	بيرزيت للأدوية	20000000	19382449
2	مصانع الزيوت النباتية	4000000	4000000
3	القدس للمستحضرات الطبية	18000000	18000000
4	دواجن فلسطين	13440000	13440000
5	شركة دار الشفاء	10000000	8593868
6	سجاير القدس	10000000	10000000
7	شركة بيت جالا للأدوية	10000000	7000000
8	مطاحن القمح الذهبي	15000000	15000000
9	الوطنية لصناعة المنيوم فلسطين	8000000	8000000
10	العربية لصناعة الدهانات	1500000	1500000
11	الوطنية لصناعة الكرتون	5000000	5000000
12	فلسطين لصناعة اللدائن	700000	700000
13	مصنع الشرق للاكتوارد	750000	750000
14	الاتصالات الفلسطينية	131625000	131625000
15	موبايل الوطنية الفلسطينية	293000000	293000000
16	الفلسطينية للكهرباء	60000000	60000000
17	أبراج الوطنية	11000000	11000000
18	مصايف رام الله	4000000	4000000
19	المؤسسة العربية للفنادق	19677158	19677158
20	مركز نابلس الجراحي التخصصي	3177813	3177813
11	الفلسطينية للخدمات اللوجستية	13000000	13000000
22	بال عقار للعقارات	2514140	2514140

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المنشورة في هيئة سوق رأس المال الفلسطيني سنة 2019.

فمن المهم جدا المعرفة الجيدة عن الهيكل المالي من حيث مفهومه، ومصادره من اموال الملكية واموال الاقتراض، حيث يعتبر من اهم خصائص الهيكل المالي الامثل هو الهيكل الذي توازن به الشركة في مدى اعتمادها على الاقتراض للاستفادة من الوفورات الضريبية وبالقدر الذي تستطيع دفع الفوائد المترتبة على القروض، بجانب اعتمادها على اموال الملاك، بالشكل الذي يحقق اهدافها في الاستمرارية والبقاء في ظل المنافسة الشديدة التي تشهدها الشركات في الوقت الحالي. وتوصلنا على ان الرفع المالي هو مدى اعتماد الشركة على القروض في هيكلها المالي ، فكلما زاد اعتماد الشركة على القروض في هيكلها المالي زادت درجة المخاطر التي تتعرض لها في حال كانت قيمة العوائد التي حصلت عليها من القروض اقل من الفوائد المترتبة عليها , اما بالنسبة لرفع التشغيلي هو درجة اعتماد الشركة على التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي على حساب تقليل التكاليف المتغيرة، الامر الذي يتطلب زيادة نسبة التعادل لتغطية التكاليف الثابتة ، فبتالي من اهم ايجابيات الرفع التشغيلي ان يمكن من خلاله اتخاذ القرارات المتعلقة بالجانب التشغيلي ، الا انه في المقابل من اهم سلبياته خطر عدم قدرة الشركة على زيادة مبيعاتها لتغطية التكاليف الثابتة للوصول الى نقطة التعادل ، لذلك نلخص الاداء المالي بأنه أحد الأساليب التي من الممكن استخدامها في التحليل المالي من أجل تحديد نقاط القوة والضعف في اداء الشركة لتحديد مدى قدرتها على تحقيق الاهداف الموضوعية، ومن اهم الادوات التي تستخدم في هذا التقييم النسب المالية التي يتم من خلالها مقارنة الأداء الماضي بالأداء الحالي.

ثانيا: الدراسات السابقة

## 2.2 الدراسات باللغة العربية:

### 1- دراسة (الشهراني،2020) بعنوان: (أثر الرفع التشغيلي على الربحية في الشركات الصناعية)

هدفت هذه الدراسة الى دراسة اثر الرفع التشغيلي على الاداء المالي للشركة ، ولقد اجريت هذه الدراسة بالمملكة العربية السعودية ،وقد تم تطبيق هذه الدراسة على قطاع الاسمنت في المملكة العربية السعودية ، ولقد تمثل المتغير المستقل بالرفع التشغيلي بينما تمثل المتغير التابع بالأداء المالي للشركة ، واعتمد الباحث على المنهج الوصفي الاستدلالي الذي يقوم بجمع البيانات الكافية والدقيقة عن موضوع الدراسة للوصول الي المعرفة الواضحة، واستخدم القوائم المالية كأداة لجمع المعلومات ، حيث تكونت عينة الدراسة من 14 شركة من شركات الاسمنت المدرجة بالسوق المالي السعودي وذلك للتعرف على العلاقة بين الرفع التشغيلي وأدائها المالي ،ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة أنه يؤثر الرفع التشغيلي بشكل عكسي على الاداء المالي ، الا ان هناك ارتباط عكسي ضعيف بين الاداء المالي والرفع التشغيلي ، وبناءا على ذلك اوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات المساهمة السعودية في قطاع الاسمنت بدراسة وتقييم الهيكل التشغيلي باستمرار بهدف الوصول الى أفضل نسبة للرفع التشغيلي لما لها من اثر بشكل ايجابي على الاداء المالي .

### 2-دراسة (عليوي،2019) بعنوان: (أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي)

هدفت هذه الدراسة الى تحديد أثر الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات الى حقوق الملكية على الاداء المالي المقاس بالعائد على حقوق الملكية والعائد على الاصول في الشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي ، ولتحقيق اهداف الدراسة استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي للمتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع الاداء المالي حيث تم استخدام التحليل المالي للمتغيرات من خلال تحليل الانحدار للمؤشرات الإحصائية بالاعتماد على برنامج " spss " ، ولقد استخدمت التقارير المالية لهذه الشركات كأداة لجمع المعلومات ، وتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي بجميع قطاعاته المالي والصناعي والخدمي في الفترة الواقعة بين عامي (2013-2017)، والذين تم اختيار 49 شركة منهم

كعينة طبقية عشوائية للدراسة ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان هناك اثر للرفع المالي على الاداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية ، الا انه في المقابل لا يوجد هناك اثر للرفع المالي على الاداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية للشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي ، بالإضافة الى وجود فروقات في اثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة ، الا ان في المقابل لا يوجد فروقات في اثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة ، وبناءا على هذه النتائج توصي الدراسة بان تقوم الشركات الصناعية والخدمية بزيادة درجة الرفع المالي بهدف تحسين أدائها المالي سواء تحقيق عوائد على أصولها ولمساهميها وذلك من خلال اختيار درجة الرفع المالي الأنسب التي تخدم استثماراتها بشكل يجعلها تؤثر على أدائها المالي .

### 3-دراسة (زياد، كوكش،2019) بعنوان "دور الرفع المالي في تحديد عوائد ومخاطر الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"

هدفت هذه الدراسة الى تحديد اثر الرفع المالي على عوائد الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان ، هذا الى جانب تحديد اثر الرفع المالي على مخاطر هذه الشركات ، ولتحقيق اهداف الدراسة استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي للمتغير المستقل المتمثل بالرفع المالي ، والمتغير التابع المتمثل بعوائد ومخاطر الشركات ، حيث تم استخدام التحليل المالي للمتغيرات من خلال تحليل الانحدار للمؤشرات الإحصائية بالاعتماد على برنامج "spss" للبيانات المالية المدرجة في البورصة ، وتمثل مجتمع الدراسة بالشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والتي تم اخذ عينة عشوائية منها تمثلت ب 42 شركة صناعية وتم استبعاد 15 شركة لعدم توفر البيانات المالية لها لعدة سنوات من اجل تحقيق اهداف الدراسة ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة وجود اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على عوائد الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان ، الا انه في المقابل لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على مخاطر هذه الشركات ، وبناءا على هذه النتائج اوصت الدراسة بأن يجب ان تقوم إدارة الشركات بالبحث عن العوامل التي لها اثر على مخاطرها مثل الملاءة المالية ، هذا الى جانب ضرورة قيام الشركات الصناعية باستخدام الرفع المالي

بالطريقة المثلى لاقتناء أصول جديدة تساهم في توليد أرباح إضافية تساهم في تغطية الديون والفوائد المترتبة على الديون .

#### 4- دراسة (العلي،2018) بعنوان: (أثر الرفع المالي على السيولة والربحية 'دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية').

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرفع المالي على الربحية مقاسة بكل من معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وكذلك معرفة أثر الرفع المالي على السيولة مقاسة بكل من معدل التداول ومعدل التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية ، ولقد أجريت هذه الدراسة بدمشق ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من 2012-2016، وقد تم اختيار عينة عشوائية من هذه الشركات متمثلة ب (4) شركات ما بين خدمية وصناعية من أجل تحقيق أهداف الدراسة ، واعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي للمتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع الربحية والسيولة واستخدم التحليل المالي للقوائم المالية كأداة لجمع المعلومات ، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود اثر إيجابي للرفع المالي على الربحية مقاسة بكل من معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية ، وفي المقابل يوجد اثر سلبي للرفع المالي على السيولة مقاسة بكل من معدل التداول ومعدل التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية .

#### 5- دراسة (الحوارني،2018) بعنوان: (القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية كمعيار لتقييم الاداء المالي دراسة مقارنة)

هدفت هذه الدراسة الى تحديد مدى امكانية الاعتماد على المؤشرات المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة كمعيار لتقييم الاداء المالي للشركة الذي تم قياسه من خلال القيمة السوقية للاسهم، والذي كان في الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية ، ولتحقيق اهداف الدراسة اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي ، للمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية والمتغير التابع الاداء المالي ولقد استخدمت التقارير المالية للشركات كأداة لجمع المعلومات، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة فلسطين ، والذين تم اخذ عينة عشوائية منهم تمثلت ب 63شركة صناعية و 58 شركة خدمية لتحقيق

اهداف الدراسة ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان يمكن الاعتماد على المؤشرات المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة كمعيار لتقييم اداء الشركة حيث يمكن من خلالهم تفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم .

#### **6\_دراسة (عبد الله،2018) بعنوان: (أثر الرفع المالي على السيولة والربحية "دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية ")**

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على اثر الرفع المالي على السيولة التي تم قياسها من خلال الاعتماد على معدل التداول ومعدل التدفقات النقدية من الانشطة التشغيلية ، بالإضافة الى قياس اثر الرفع المالي على الربحية التي تم قياسها بالاعتماد على العائد على الاصول ومعدل العائد على حقوق الملكية ، هذا الى جانب دراسة اثر كفاءة الشركة في استثمار اموال المساهمين على الاداء المالي للشركة ، ولتحقيق اهداف الدراسة استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي للمتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع السيولة والربحية ، ولقد استخدمت التقارير المالية لهذه الشركات كأداة لجمع المعلومات ، و تكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة بين "2012- 2017" ، والذين تم اختيار عينة قصدية منهم متمثلة بأربع شركات ما بين خدمية وصناعية ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة وجود اثر للرفع المالي على السيولة والربحية حيث يؤثر الرفع المالي بشكل طردي على سيولة الشركات المقاسة من خلال الاعتماد على معدل التداول ومعدل التدفقات النقدية من الانشطة التشغيلية ، و على الربحية المقاسة بالاعتماد على العائد على الاصول ومعدل العائد على حقوق الملكية ، وان هناك اثر سلبي لعدم استثمار اموال المساهمين بكفاءة على الاداء المالي للشركة ، وعليه توصي الدراسة الشركات بزيادة الطاقة الإنتاجية وذلك لزيادة كمية الإنتاج ، والعمل على توزيع الأرباح نقدا في نهاية كل عام على المساهمين والعمل على إدارة تدفقاتها النقدية بشكل سليم .

#### **7\_دراسة (الفار،2018) بعنوان: (العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين)**

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على العوامل المؤثرة على الاداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين ، ولتحقيق اهداف الدراسة استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي ، للمتغير المستقل العوامل المؤثرة على الاداء المالي وهو المتغير التابع ولقد استخدمت التقارير المالية لهذه

الشركات كأداة لجمع المعلومات ، و تكون مجتمع الدراسة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من 2010 و 2016 والتي تمثلت ب 16 شركة ، والذين تم اخذ ثمانية شركات منهم كعينة للدراسة بطريقة قصدية ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان هناك اثر ايجابي لإنتاجية الشركة ونسبة توزيعات الارباح النقدية ومعدل نمو التدفقات النقدية التشغيلية على الاداء المالي للشركة ، وفي المقابل فان هناك اثر سلبي لحجم الشركة وعمر الشركة على ادائها المالي .

#### 8\_دراسة أبو شمالة وآخرون (2017) التي كانت بعنوان: أثر هيكل المديونية على الأداء المالي "بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"

هدفت إلى التعرف على أثر هيكل المديونية على الأداء المالي في بورصة فلسطين، وقد تكوّنت عينة الدراسة من (41) شركة فلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين باستثناء قطاع المصارف، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لملائمته لأغراض الدراسة، استخدمت الدراسة أساليب الإحصاء الوصفي<sup>8</sup> ونموذج القياس باستخدام الانحدار الخطي المتعدد. للمتغير المستقل هيكل المديونية والمتغير التابع الاداء المالي وقد توصلت الدراسة إلى أنّ اللجوء إلى الديون طويلة الأجل في قطاعي الاستثمار والتأمين والقطاع الصناعي يزيد من العائد على الأصول، على عكس قطاع الخدمات التي تأثرت عوائد شركاتها سلباً لاعتمادها على التمويل بالديون طويلة الأجل، وقد أوصت الدراسة بالاعتماد على التمويل بالقروض طويلة الأجل وينسب مناسبة؛ لما لها من أثر إيجابي على ربحيتها.

#### 9\_دراسة الوادية (2016) بعنوان: العلاقة بين الرفع المالي وأسعار الأسهم "دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على العلاقة ما بين أسعار الأسهم، ونسبة الرفع المالي المستخدمة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، بالإضافة لمجموعة المتغيرات (حجم الشركة، نتيجة الأعمال، ربحية السهم، الأرباح/ الخسائر المرحلة، توزيعات الأرباح النقدية)، وقد اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي للمتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع اسعار الاسهم ، حيث تم دراسة وتحليل العوامل المؤثرة على حركة تلك الأسعار والوقوف على اتجاهاتها، وأنماط التغير فيها، ولتحقيق ذلك تم إجراء دراسة تطبيقية على الشركات العاملة في بورصة فلسطين لعينة مكونة من 80 شركة،

تمثل مجتمع الدراسة للفترة من (2009- 2014)، وتم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (spss) . وكان من أهم النتائج وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين أسعار الأسهم، ونسبة الرفع المالي في قطاعات: البنوك، والصناعة، والاستثمار، والخدمات، في حين أظهرت النتائج عدم وجود علاقة عند اختبار جميع القطاعات معاً، كما بينت النتائج بأن الرفع المالي يؤثر على ربحية السهم. وكان من أهم التوصيات التي أوصت بها الدراسة ضرورة العمل على زيادة وعي المساهمين بهياكل التمويل في الشركات، وضرورة الاهتمام بمتابعة نسبة الرفع المالي، والعمل نحو المحافظة على مستوى ربحية السهم وتعظيمها.

### 10\_دراسة بن سليم (2016) بعنوان: "أثر الرفع التشغيلي على أداء الشركات الصناعية

#### الليبية دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية الليبية خلال الفترة 2011\_ 2015"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار اثر الرفع التشغيلي على أداء الشركات الصناعية الليبية ، وقد اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وتمثل المتغير المستقل بالرافعة التشغيلية والمتغير التابع بأداء الشركة، ولتحقيق اهداف الدراسة تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة تضمنت 3 شركات صناعية شملت شركة النجمة لتكرير وتعبئة الزيوت والشركة العامة للخرجة والشركة الليبية للحديد والصلب خلال الفترة (2011-2015 )، وتم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (spss) على بيانات الشركة المدرجة في البورصة لتحقيق اهداف الدراسة ، و من أهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة وجود اثر ايجابي للرافعة التشغيلية مقاساً من خلال النمو في الاصول على اداء الشركة مقاساً بمعدل القوة الايرادية ، الا انه في المقابل لا يوجد اثر للرافعة التشغيلية مقاساً من خلال نسبة الديون الى حقوق الملكية على اداء الشركة ، وبناء على هذه النتائج اوصت الدراسة بضرورة قيام الشركة بدراسة الهيكل التشغيلي بشكل جيد لما له من اثر على الأداء المالي .

### 11\_دراسة (همسي، بالغربي، 2015) بعنوان: (أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ومخاطرها

#### "دراسة حالة عينية من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية 2005\_ 2015")

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على اثر الرفع المالي مقاساً بنسبة المديونية على العائد على السهم ، بالإضافة الى اثره على مخاطره النظامية والكلية في الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية ، ولتحقيق اهداف الدراسة اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي ، للمتغير المستقل الرفع المالي

والمتغير التابع عائد الاسهم واستخدمت التقارير المالية لهذه الشركات كأداة لجمع المعلومات ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة من 2005 الى 2015 ، الذين تم اخذ عينة عشوائية منهم تمثلت بثلاثين شركة من جميع القطاعات الرئيسية ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة وجود علاقة طردية قوية بين الرفع المالي الذي تم قياسه من خلال نسبة المديونية وربحية السهم ، هذا بالإضافة الى وجود علاقة طردية بين الرفع المالي ومخاطر السهم النظامية والكلية حيث ان التغير بالمخاطر النظامية والكلية يرجع الى التغير بالرفع المالي .

### 3.2 الدراسات باللغة الأجنبية:

#### 1-دراسة ( ALL،2020 ) بعنوان:

#### (The Impact of Leverage of Financial Performance on firm value)

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على تأثير الرفع المالي والرفع التشغيلي والرفع المالي المشترك على الاداء المالي للشركة ، وقد اجريت هذه الدراسة في باكستان ، ومن اجل تحقيق اهداف الدراسة اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي ، للمتغير المستقل الرفع المالي والرفع التشغيلي والمتغير التابع الاداء المالي واستخدمت التقارير السنوية كأداة لجمع المعلومات ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المنتمية الى قطاع الاغذية والاسمدة في باكستان ، والتي اخذت عينة عشوائية منها تكونت من عشرون شركة خلال الفترة من 2008 الى 2015 لتحقيق اهداف الدراسة ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة انه لا يوجد تأثير كبير للرفع المالي والرفع المالي المشترك على الاداء المالي للشركة المقاس من خلال العائد على الاصول ، وفي المقابل هناك اثر سلبي كبير للرافعة التشغيلية على الاداء المالي للشركة المقاس من خلال العائد على الأصول ومن أهم توصيات الدراسة تقليل الاعتماد على القروض في الشركات وزيادة كفاءة الموظفين في الشركة .

## 2-دراسة (Laghari،2019) بعنوان:

### (The impact of operating and financial leverages on firm value in Karachi stock exchange)

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على تأثير الرفع المالي والرفع التشغيلي على اداء الشركة من خلال المؤشرات المالية (العائد على الأصول , العائد على حقوق الملكية ) ، بالإضافة الى التعرف على العلاقة بين الرفع المالي والرفع التشغيلي كمتغير مستقل والمخاطر التي تواجهها الشركة كمتغير تابع وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في كراشي ، وقد اجريت هذه الدراسة بكراتشي ، ولتحقيق اهداف الدراسة اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي ، واعتمد الباحث على التقارير المالية لهذه الشركات كأداة لجمع المعلومات ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية والتي تم اخذ عينة عشوائية منها كأداة لجمع المعلومات ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان هناك تأثير كبير للرفع المالي والرفع التشغيلي على اداء الشركة ، وان هناك ارتباط كبير بين الرفع المالي والرفع التشغيلي والمخاطر التي تواجهها الشركة ومن أهم التوصيات التي اوصت الدراسة بها تقليل الاعتماد على الرفع المالي لما لها من مخاطر على الشركة .

## 3-دراسة (Abu-Bakr،2019) بعنوان: (Financial Leverage and Financial

### Performance of Quoted Firms in Nigeria)

هدفت هذه الدراسة الي تحديد تأثير الديون القصيرة الاجل ، والديون الطويلة الاجل ، واجمالي الديون الى حقوق الملكية على الاداء المالي للشركة ، وقد اجريت هذه الدراسة في نيجيريا ، ولتحقيق اهداف الدراسة استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي للمتغير المستقل الديون طويلة الاجل والديون قصيرة الاجل وللمتغير التابع الاداء المالي ، واعتمد الباحث على البيانات المالية كأداة لجمع المعلومات ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا ، الذين تم اخذ عينة عشوائية

منهم تمثلت ب 11 شركة خلال الفترة بين 2005 و 2016 كأداة لجمع المعلومات ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان الديون القصيرة الاجل و الديون الطويلة الاجل ليس لها تأثير كبير على الاداء المالي للشركة ، في حين ان نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية لها تأثير سلبي على الاداء المالي للشركة .

#### 4-دراسة (Dye et al،2018) بعنوان

#### **Effect of Corporate Financial Leverage on Financial Performance: a ) Study on Publicly Traded Manufacturing Companies in Bangladesh**

هدفت هذه الدراسة الى تحديد اثر الرفع المالي على العائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم ، وقد اجريت هذه الدراسة ببغلايش ، ولتحقيق اهداف الدراسة اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي ، للمتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع العائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم وتم استخدام البيانات المالية كأداة لجمع المعلومات ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة بنجلاديش ، والذين تم اخذ عينة عشوائية منهم تمثلت ب 48 شركة ،ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان هناك تأثير سلبي للرفع المالي على العائد على الاصول ، في حين ان هناك تأثير ايجابي للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية ، ولا يوجد هناك تأثير للرفع المالي على العائد على السهم .

#### 5-دراسة،(Masavi , 2017) بعنوان

#### **(Impact of capital structure on financial performance evidence of Securities listed on the Nairobi Stock Exchange – Kenya)**

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير زيادة نسبة الدين في هيكل رأس المال على الاداء المالي للشركة ، بالإضافة الى تحديد تأثير زيادة نسبة الدين الى حقوق الملكية على الأداء المالي للشركة ، وقد اجريت هذه الدراسة في كينيا ، ولتحقيق اهداف الدراسة اعتمد الباحث على المنهج الوصفي

التحليلي ، للمتغير المستقل نسبة الدين في هيكل رأس المال والمتغير التابع الاداء المالي وتم الاعتماد على البيانات المالية للشركة كأداة لجمع المعلومات ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية-كينيا، وتم اختيار الشركات الزراعية المدرجة الستة كعينة قصدية لجمع البيانات خلال الفترة من 2010 الى 2014 ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة أن الزيادة في نسبة الدين في هيكل راس مال الشركة سيؤدي إلى تحسين في الأداء المالي، هذا بالإضافة الى ان زيادة نسبة الديون الى حقوق الملكية سيؤدي إلى انخفاض كبير في ربح الشركة بعد الضرائب .

6-دراسة (Paul,2017) بعنوان:

**(The Impact of Leverage Financing on Financial Performance of Some Manufacturing Industries in Nigerian Stock Exchange)**

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على تأثير الرفع المالي على الاداء المالي للشركة المقاس بالعائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية ، وقد اجريت هذه الدراسة في نيجيريا ، ولتحقيق اهداف الدراسة اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي ، للمتغير المستقل الرفع المالي والمتغير التابع الاداء المالي واعتمد على البيانات المالية كأداة لجمع البيانات ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا ، وتم اخذ عينة قصدية من هذه شركات تمثلت ب 24 شركة صناعية من اجل جمع البيانات ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان هناك تأثير كبير للرفع المالي على الأداء المالي للشركة المقاس بالعائد على حقوق الملكية والعائد على الاصول .

7-دراسة (Muruge,2017) بعنوان: **(Impact of leverage on corporate profit ability)**

هدفت هذه الدراسة الى دراسة تأثير الرفع المالي والرفع التشغيلي على اداء القطاع المالي المقاس من خلال العائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية ، ولقد اجريت هذه الدراسة في سيريلانكا ،

ولتحقيق اهداف الدراسة اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي ،للمتغير المستقل الرفع المالي والرفع التشغيلي والمتغير التابع الاداء المالي واستخدم البيانات المالية كأداة لجمع البيانات ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع شركات البنوك والتأمين المدرجة في بورصة كولومبو خلال الفترة من ( 2008-2012 )، الذين تم اختيار منهم عينة عشوائية تمثلت ب 15 شركة من اجل جمع البيانات ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان هناك تأثير ايجابي للرفع المالي والرفع التشغيلي على اداء الشركة المقاس بالعائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية .

8-دراسة ( Innocent،2017 ) بعنوان:

### **(The Effect of Financial Leverage on Financial Performance)**

هدفت هذه الدراسة الى تحديد تأثير نسبة الدين ونسبة تغطية الفائدة ونسبة الرفع المالي على الاداء المالي للشركة المقاس من خلال العائد على الاصول ، ولقد اجريت هذه الدراسة في نيجيريا ، ومن اجل تحقيق اهداف الدراسة اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي ، واستخدم الباحث البيانات المالية كأداة لجمع البيانات ، للمتغير المستقل نسبة الدين وتغطية الفائدة والرفع المالي والمتغير التابع الاداء المالي وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة من (2001-2012) والذين تم اختيار منهم شركات الادوية كعينة قصدية لجمع البيانات ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان هناك تأثير سلبي لنسبة الدين على الاداء المالي المقاس بالعائد على الاصول ، وان هناك تأثير ايجابي لنسبة تغطية الفائدة على الاداء المالي المقاس بالعائد على الاصول ، بالإضافة الى ذلك توصلت الدراسة ان لا يوجد اثر مهم للرفع المالي على الاداء المالي للشركة .

## 9-دراسة (Abid & Mseddi ,2015) بعنوان:

### (The impact of operating and financial leverages and intrinsic business risk in firm value)

هدفت هذه الدراسة الى تحديد مدى تأثير درجة الرفع التشغيلي والرفع المالي والمخاطر المرتبطة بها على الاداء المالي للشركة ، وقد اجريت هذه الدراسة في امريكا ، ولتحقيق اهداف الدراسة اعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي ، للمتغير المستقل الرفع التشغيلي والمتغير التابع الاداء المالي واعتمد على البيانات المالية كأداة لجمع البيانات ، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة امريكا خلال الفترة من (2006-2014) ، الذين تم اخذ عينة عشوائية منهم تمثلت ب 403 شركة كأداة لجمع البيانات ، ومن اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان هناك تأثير سلبي لدرجة الرفع التشغيلي والرفع المالي على الاداء المالي للشركة ، وكلما زادت درجة الرفع التشغيلي والرفع المالي زادت المخاطر التي تواجهها الشركة .

## 4.2 محاور الدراسات السابقة:

### تمحورت الدراسات السابقة حول المحاور الرئيسية التالية:

#### المحور الاول: الهيكل المالي

تناولت مجموعة من الدراسات الهيكل المالي، ففي دراسة (Masavi, 2017) وضحت ان زيادة نسبة الدين في هيكل راس المال يؤدي الى تحسين الاداء المالي وان زيادة نسبة الدين الى حقوق الملكية يزيد من ربح الشركة، وازافت دراسة (ابو شمالة واخرون، 2017) ان اللجوء الى الديون طويلة الاجل يزيد من العائد على الاصول في قطاع الصناعة على العكس في قطاع الخدمات.

تناولت مجموعة من الدراسات الاداء المالي ، ففي دراسة (بشرى ، رمزي ، 2019) ودراسة (الحوارني ، 2018) بينت ان هناك اهمية كبيرة للمؤشرات المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الاداء المالي ، اما دراسة (مسمح ، 2018) فقد اوضحت ان هناك اثر ايجابي لهيكل الملكية على الاداء المالي للشركة ، هذا بالإضافة الى دراسة (الفار ، 2018) فقد اظهرت ان هناك اثر

ايجابي لإنتاجية الشركة ومعدل توزيعات الأرباح على الأداء المالي للشركة ، إلا أنه في المقابل يوجد أثر سلبي لحجم الشركة وعمرها على الأداء المالي للشركة ، وفي المقابل فإن دراسة (2017)، Innocent) توصلت إلى أن هناك أثر سلبي لنسبة الدين على الأداء المالي للشركة إلا أن هناك أثر ايجابي لنسبة تغطية الفائدة على الأداء المالي للشركة .

### المحور الثاني: الرفع المالي

تناولت مجموعة من الدراسات الرفع المالي ، ففي دراسة (العليوي،2019) و دراسة (Paul،2017) ( ودراسة (Evgeny،2017) أظهرت أن هناك أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية ، ودراسة (زياد، كوكش ، 2019) وضحت أن هناك أثر للرفع المالي على عوائد الشركة إلا أنه في المقابل لا يوجد أثر للرفع المالي على مخاطر الشركة ، وإضافت دراسة (العلي ، 2018) و دراسة (عبد الله ، 2018) أن هناك أثر ايجابي للرفع المالي على ربحية الشركة مقاسا بمعدل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية إلا أنه في المقابل يوجد أثر سلبي للرفع المالي على السيولة مقاسا بمعدل التداول ومعدل التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ، وأظهرت دراسة (عبد الكاظم ، الصباحي، 2018) و دراسة (الوادية،2016) ودراسة (بالغربي،2016) ( ودراسة (Laghari،2019) أن هناك علاقة موجبة بين الرفع المالي و ربحية السهم ومخاطره ، وإضافت دراسة (Dye et al،2018) أن هناك أثر سلبي للرفع المالي على العائد على الأصول ، وأثر ايجابي للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية، وأن لا يوجد أثر للرفع المالي على العائد على الأسهم .

### المحور الثالث: الرافعة التشغيلية

تناولت مجموعة من الدراسات الرافعة التشغيلية، ففي دراسة (الشهراني، 2020) ودراسة (ALL،2020) و دراسة (Laghari،2019) ( بينت أن هناك أثر سلبي للرفع التشغيلي على الأداء المالي ، أما دراسة (بن سليم ، 2016) ودراسة (Muruge،2017) ودراسة (Abid & Mseddi، 2015) فقد أوضحت أن هناك أثر ايجابي للرافعة التشغيلية مقاسا من خلال النمو في الأصول على أداء الشركة المقاس بمعدل القوة الأيرادية وعلى مخاطرها ، إلا أن لا يوجد أثر للرافعة التشغيلية المقاس بنسبة الديون إلى حقوق الملكية على أداء الشركة .

## 5.2 ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة:

من خلال العرض السابق لمحاور الدراسات السابقة ونتائجها تبين ان تتميز هذه الدراسة بانها تتناول موضوع أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي على الاداء المالي للشركات من حيث:

1- تتميز هذه الدراسة بانها تناولت قطاع الخدمات وقطاع الصناعة في قياس أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي على الاداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

2- تميزت هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة في تحديد أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي على الاداء المالي للشركات مقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة (الدخل المتبقي)، الا ان في المقابل الدراسات السابقة فقد اقتصررت في قياس الاداء المالي على مقاييس المؤشرات المالية التقليدية فقط.

3- تتميز الدراسة في دراسة واقع التمويل الذي يعتبر مشكلة اقتصادية في ظل البيئة الفلسطينية.

4- تطرقت هذه الدراسة الى اخذ سنوات من (2010\_2019) وهذه الفترة لم تدرس من قبل على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين حسب علم الباحثة.

## الفصل الثالث

### الإجراءات والمنهجية

#### 1.3 منهج الدراسة

بناء على خطة الدراسة وتحقيقاً لأهدافها تم الاعتماد على منهج التحليل الكمي القائم على أساس الرجوع إلى بيانات السلاسل الزمنية للشركات المشمولة في الدراسة ومن ثم تحليلها ووصف التغيرات والتطورات التي طرأت عليها، إضافة إلى ذلك تم استخدام المنهج التحليلي القائم على أساس التحليل الإحصائي للبيانات لاختبار الفرضيات من أجل الوصول إلى النتائج.

#### 2.3 مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الفلسطينية الصناعية و الخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين في الفترة (2010-2019)، حيث يعد القطاع الصناعي والخدماتي إحدى أهم القطاعات المدرجة في بورصة فلسطين وتشكل ما نسبته 47% من إجمالي الشركات التي يبلغ عددها 46 شركة موزعة على خمس قطاعات: الاستثمار و يبلغ عددها (10) شركات، البنوك و يبلغ عددها (7) شركات، التأمين و يبلغ عددها (7) شركات، بالإضافة لقطاع الشركات الصناعية الذي يبلغ عدد شركاته (13) شركة و (9) شركات في قطاع الخدمات، فبذلك يكون مجتمع الدراسة عبارة عن (22) شركة يمثل القطاع الصناعي فيه 60% والقطاع الخدماتي 40%.

#### 3.3 عينة الدراسة

تكونت عينة الدراسة من (11) شركة من الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة (2010-2019) بنسبة معاينة (50%) من إجمالي عدد الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين حتى نهاية العام 2019، والتي تم اختيارها بأسلوب العينة الطبقية العشوائية البسيطة بنسبة معاينة (50%)، انظر الجدول (1.3).

جدول (1.3) التوزيع النسبي لعينة الدراسة على القطاعات

عينة الدراسة الفعلية		مجتمع الدراسة		طبقات العينة
النسبة	عدد الشركات	النسبة	عدد الشركات	
36.4	4	40.91	9	القطاع الخدماتي
63.6	7	59.09	13	القطاع الصناعي
100	11	100	22	المجموع

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المنشورة في سوق فلسطين المالي.

من خلال جدول (1.3) يتضح التوزيع النسبي لعينة الدراسة على القطاعات المستهدفة (الصناعي والخدمي)، والجدول (2.3) يوضح الشركات الصناعية والخدمائية التي شملتها الدراسة.

جدول (2.3) الشركات التي شملتها الدراسة

رمز الشركة	اسم الشركة	طبيعة الشركة	رقم الشركة
ELECTROD	مصنع الشرق للألكترود	صناعة	1
JCC	سجائر القدس	صناعة	2
JPH	القدس للمستحضرات الطبية	صناعة	3
NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	صناعة	4
VOIC	مصانع الزيوت النباتية	صناعة	5
BJP	بيت جالا لصناعة الادوية	صناعة	6
GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	صناعة	7
AHC	المؤسسة العربية للفنادق	خدمات	8
WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	خدمات	9
PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	خدمات	10
RSR	مصايف رام الله	خدمات	11

### 4.3 متغيرات الدراسة قياسها وسلوكها

تتلخص متغيرات البحث بدراسة أثر الرفع المالي والتشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، عن طريق إجراء تحليل مالي إحصائي لتوضيح ذلك الأثر، ولا بد في البداية من دراسة سلوك متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة خلال فترة الدراسة، وذلك بدراسة تحليلية ووصفية على التوالي.

❖ **المتغيرات المستقلة:** تشتمل الدراسة على متغيرين مستقلين وهما: الرفع المالي والرفع التشغيلي،

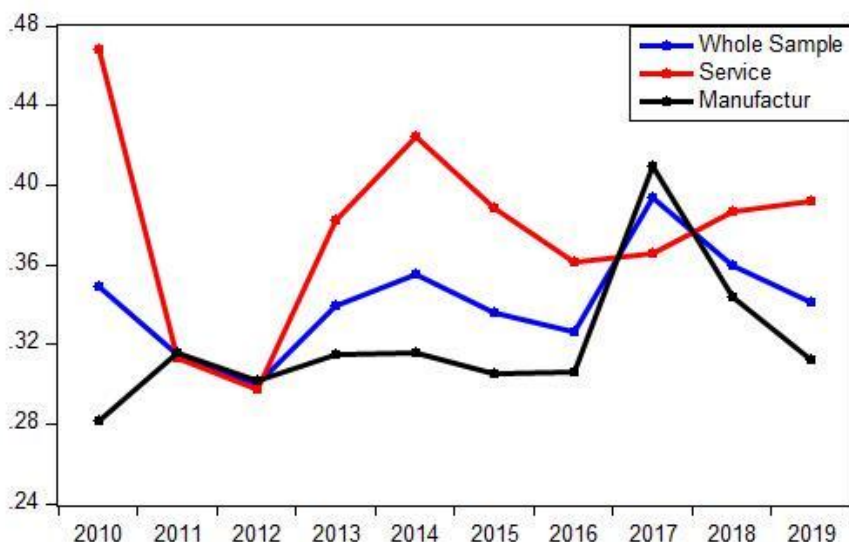
وسيتم دراسة سلوك كل منهما على التوالي:

**1- الرفع المالي:** تقيس هذه النسبة درجة اعتماد الشركة على اموال الغير في تمويل عملياتها بهدف زيادة أرباحها التشغيلية قبل الفوائد والضرائب (النجار، 2016)، وتم قياس هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الموجودات}} \quad \text{مطر (2016).}$$

والشكل (1.3) يوضح سلوك متغير الرفع المالي لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)، كذلك سلوك متغير الرفع المالي لعينة الدراسة تبعا لقطاع العمل (خدمي، صناعي).

الشكل (1.3) متوسط نسبة الرفع المالي خلال الفترة (2010-2019)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Stata 12

من خلال الشكل (1.3)، نلاحظ أن متوسط نسبة الرفع المالي لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة المقدر ب (10) سنوات ممتدة من (2010-2019) تتصف عموماً بعدم الاستقرار، حيث أظهرت النتائج في الشكل انخفاض مستمر في متوسط نسبة الرفع المالي لعينة الدراسة في الثلاث سنوات الأولى (2010-2012)، لتحقيق أدنى قيمة لمتوسط نسبة الرفع المالي خلال فترة الدراسة في عام 2012 والتي بلغت (0.30)، تلا ذلك ارتفاع في عامي 2013 و2014 لتصل نسبة الرفع المالي (0.35) في عام 2014، بينما انخفضت بشكل تدريجي في العامين التاليين (2015-2016) لتصل (0.33)، في حين حققت قيمة متوسط نسبة الرفع المالي في عام 2017 أعلى قيمة لها خلال فترة الدراسة والتي بلغت (0.39)، تلا هذا الارتفاع انخفاض تدريجي خلال الفترة (2018-2019).

أما فيما يتعلق بسلوك متغير نسبة الرفع المالي تبعاً للقطاع العمل، نلاحظ أن متوسط نسبة الرفع المالي لشركات القطاع الخدماتي كانت الأعلى خلال فترة الدراسة بشكل عام، بحيث تراوحت قيمة متوسط نسبة الرفع المالي لتلك الشركات بين (0.30 - 0.47)، بينما تراوحت قيمة متوسط نسبة الرفع المالي للشركات الصناعية المدروسة بين (0.28-0.41)، بحيث حققت الشركات الصناعية أعلى قيمة في عام 2017 لتتجاوز قيمة متوسط نسبة الرفع المالي للشركات الخدماتية.

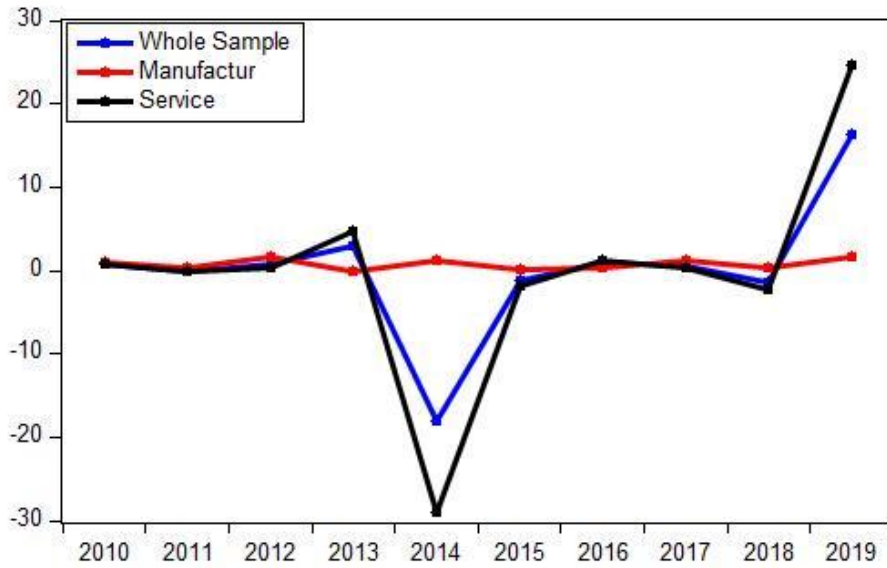
**2- الرفع التشغيلي:** تقيس نسبة الرفع التشغيلي التغير النسبي في صافي الربح قبل الضريبة نتيجة للتغير النسبي في حجم المبيعات، (عبد الله، 2016)، وتم قياس هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{الرفع التشغيلي} = \frac{\text{التغير النسبي في الأرباح قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{التغير في المبيعات}} \dots \text{سمية (2017)}$$

من خلال الشكل (2.3) والذي يوضح سلوك متغير نسبة الرفع التشغيلي لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)، نلاحظ أن متوسط نسبة الرفع التشغيلي لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة المقدر ب 10 سنوات ممتدة من (2010-2019) تتصف عموماً بعدم الاستقرار، حيث أظهرت النتائج في الشكل تذبذب في متوسط نسبة الرفع التشغيلي للشركات المدروسة في الأربع سنوات الأولى من الدراسة (2010-2013) لتتراوح بين (-0.05 - 3.00)، تلا ذلك انخفاض ملحوظ في نسبة الرفع التشغيلي

للشركات في عام 2014 لتصل حوالي (-18) بحيث حققت أدنى قيمة لنسبة الرفع التشغيلي خلال فترة الدراسة، ثم تذبذبت قيمة نسبة الرفع التشغيلي لهذه الشركات خلال الفترة (2015-2018) بين الارتفاع والانخفاض فتراوحت النسبة بين (-1.35 - 0.91)، متبوعا بارتفاع ملحوظ في عام 2019 لتحقيق أعلى قيمة للمتغير خلال فترة الدراسة والتي بلغت (16.26)، أما فيما يتعلق بنسبة الرفع التشغيلي للشركات الصناعية و بمقارنتها بنسبة الرفع التشغيلي للشركات الخدمائية، فنلاحظ أن سلوك نسبة الرفع التشغيلي للشركات الصناعية يتصف بالاستقرار بشكل عام، بحيث تراوحت قيمة متوسط نسبة الرفع التشغيلي لتلك الشركات (-0.01 - 1.65)، في حين يتصف سلوك متغير نسبة الرفع التشغيلي للشركات الخدمائية بعدم الاستقرار، فنلاحظ انخفاض في متوسط نسبة الرفع التشغيلي بشكل ملحوظ في عام 2014 لتصل (-28.93).

الشكل (3. 2) متوسط نسبة الرفع التشغيلي خلال الفترة (2010-2019)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Stata 12

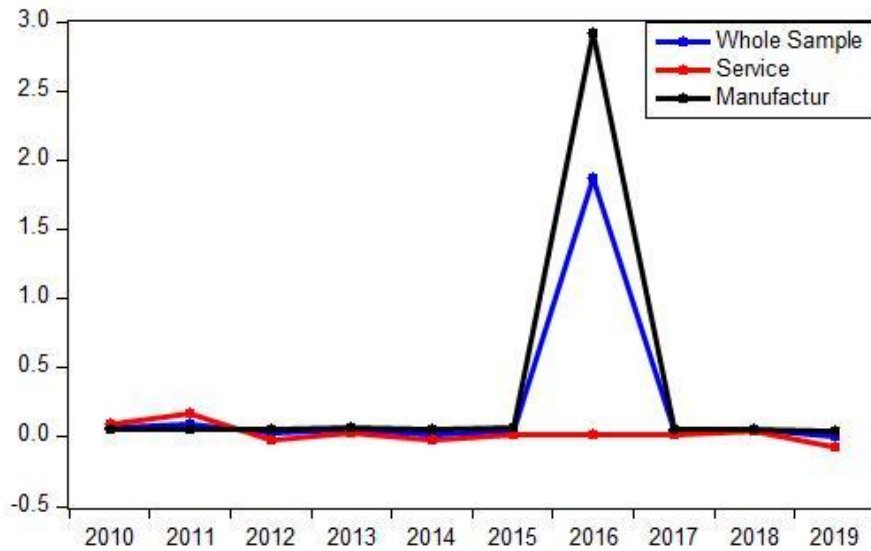
❖ **المتغيرات التابعة:** وهي مؤشرات الأداء المالي للشركة، ويعرف الأداء المالي على أنه الأداء الذي تسعى الشركة الى تحقيقه والذي يعبر عن قدرتها على انجاز أهدافها المالية (القدح، 2015)، وتم قياسه في هذه الدراسة من خلال أربعة مؤشرات من المتوقع أن تتأثر بالرفع التشغيلي والرفع المالي، والتي سوف يتم الحصول عليها من بورصة فلسطين، والمتمثلة ب:

**1- العائد على الأصول ROA:** يمثل العائد على الأصول أداة لقياس الأداء المالي للشركات، فهو يعبر عن مدى نجاح إدارة الشركة في الاستخدام الأمثل لأصولها من أجل توليد الأرباح ( Mule & Mukras, 2015)، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$\text{العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي الأصول}} \dots \text{سعيدة (2016)}.$$

والشكل (3.3) يوضح سلوك متغير العائد على الأصول لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)، كذلك سلوك متغير العائد على الأصول للشركات الصناعية والخدماتية كل على حدا.

الشكل (3.3) متوسط نسبة العائد على الأصول خلال الفترة (2010-2019)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Stata 12

من خلال الشكل (3.3) نلاحظ أن متوسط نسبة العائد على الأصول لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة المقدر بـ (10) سنوات ممتدة من (2010-2019) تتصف عموماً بعدم الاستقرار، حيث أظهرت النتائج في الشكل ارتفاعاً في متوسط نسبة العائد على الأصول للشركات المدروسة خلال عام 2011 عن متوسط نسبة العائد في عام 2010 بمقدار (0.02)، تلا ذلك تذبذب في القيمة بين الانخفاض والارتفاع في الأربع سنوات التالية (2013-2015)، بحيث تراوح متوسط نسبة العائد على الأصول للشركات المدروسة بين (0.02 - 0.05)، تلا ذلك ارتفاع ملحوظ في عام 2016 ليصل (1.86)،

أما فيما يتعلق بالثلث الأخير من فترة الدراسة، فنلاحظ تذبذب في نسبة العائد على الأصول لتصل الى أدنى مستوياتها في فترة الدراسة عام 2019 وتبلغ (0.003).

أما فيما يتعلق بسلوك العائد على الأصول في كلا القطاعين، فنلاحظ أن متوسط نسبة العائد على الأصول لشركات القطاع الصناعي بشكل عام، حيث تراوحت قيمة متوسط نسبة العائد على الأصول للشركات الخدمائية (-0.01 - 0.18)، بينما (2.92 - 0.046) للشركات الصناعية، ونلاحظ فروق ملحوظ وكبير في قيمة متوسط العائد على الأصول للشركات الصناعية عن الشركات الخدمائية في عام 2014.

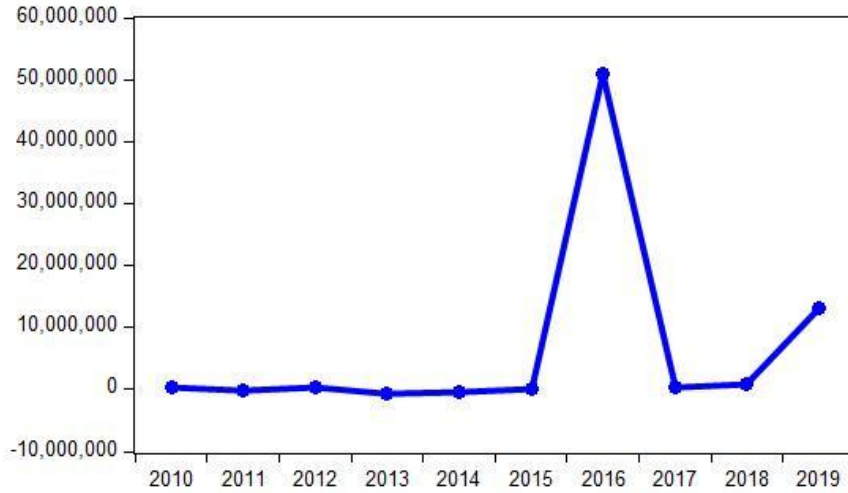
**2- القيمة الاقتصادية المضافة EVA:** تعتبر القيمة الاقتصادية من احد أهم المؤشرات المالية الحديثة لتقييم الأداء المالي للشركات، وعرف Stewart Stern 2016 القيمة الاقتصادية على أنها مقياس الإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، حيث أنها ثروة المساهمين على مدى الوقت، ويمكن حسابها من خلال العلاقة التالي:

القيمة الاقتصادية = الصافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب - تكلفة رأس المال الممتلك و المقترض  
مطر (2018).

من خلال الشكل (4.3)، نلاحظ أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة المقدرة ب (10) سنوات ممتدة من (2010-2019) تتصف بعدم الاستقرار، فنلاحظ من خلال الشكل أن قيمة متوسط القيمة الاقتصادية لعينة الدراسة في الاربع سنوات الأولى من فترة الدراسة (2010-2013) تذبذبت بين الارتفاع والانخفاض بنسب ضئيلة لتكون ذروة الانخفاض في عام 2013 وتحقق تقريبا (558284) دولار بالسالب مما يعني أن الشركات الخدمائية والصناعية المدروسة لا تولد قيمة من الاموال المستثمرة في الاعمال التجارية في هذا العام، تلا ذلك الانخفاض ارتفاع ملحوظ خلال خلال الفترة (2015-2016) بشكل تدريجي لتصل في عام 2016 لذروة الارتفاع في متوسط القيمة الاقتصادية للشركات المدروسة خلال فترة الدراسة وتحقق تقريبا (51) مليون دولار، تلا هذا الارتفاع انخفاض ملحوظ وكبير في عام 2017 بحوالي (20) مليون دولار عن متوسط القيمة

الاقتصادية في عام 2017، لتتربع بعد ذلك في عامي (2018-2019) وتصل حوالي (13) مليون دولار في نهاية الفترة.

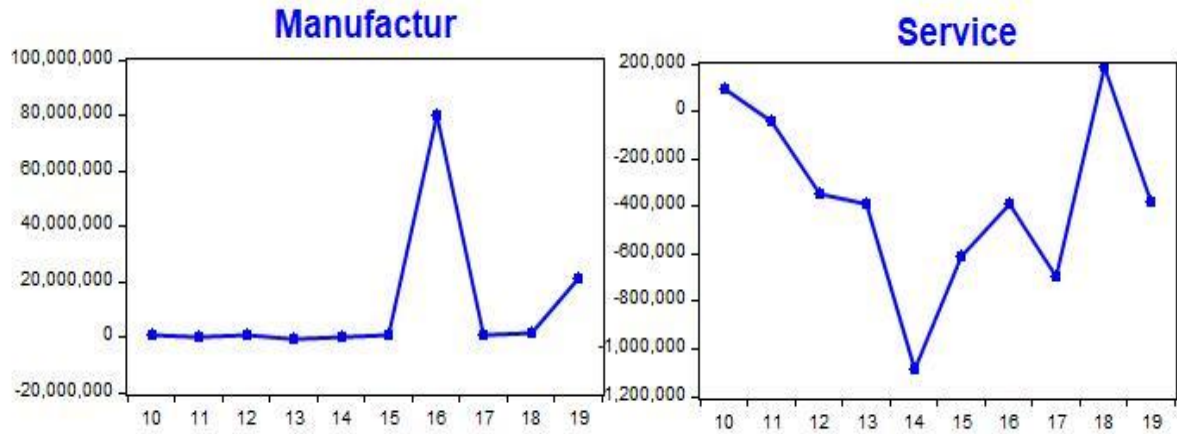
الشكل (3. 4) متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Stata 12

أما فيما يتعلق بسلوك متغير القيمة الاقتصادية للشركات تبعا للقطاعات المستهدفة، فنلاحظ من خلال الشكل (5.3) أن سلوك القيمة الاقتصادية في القطاع الصناعي يتسم بالعموم بعدم الاستقرار، فنلاحظ تذبذب في سلوك متوسط القيمة الاقتصادية للشركات الصناعية بين الارتفاع والانخفاض والذي تراوح قيمته خلال فترة الدراسة بين (654225) دولار في عام 2013 بالسالب و حوالي (80) مليون دولار بالموجب في عام 2016، أما فيما يخص القطاع الخدماتي، فنلاحظ أيضا عدم استقرار في سلوك متوسط القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الخدمائية، فحققت قيمة متوسط القيمة الاقتصادية للشركات الخدمائية المدروسة خلال (2011-2017) وكذلك في العام 2019 قيم سالبة والتي ترواحت قيمها بين (-1085577 - -344451)، مما يعني أن قدرة الشركات الصناعية على تحقيق قيمة من الأموال المستثمرة فيها أعلى من قدرة الشركات الخدمائية على تولد قيمة من الأموال المستثمرة في الأعمال التجارية لها.

الشكل (3. 5) متوسط القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة (2010-2019) لعينة الدراسة تبعا لنوع القطاع



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Stata 12

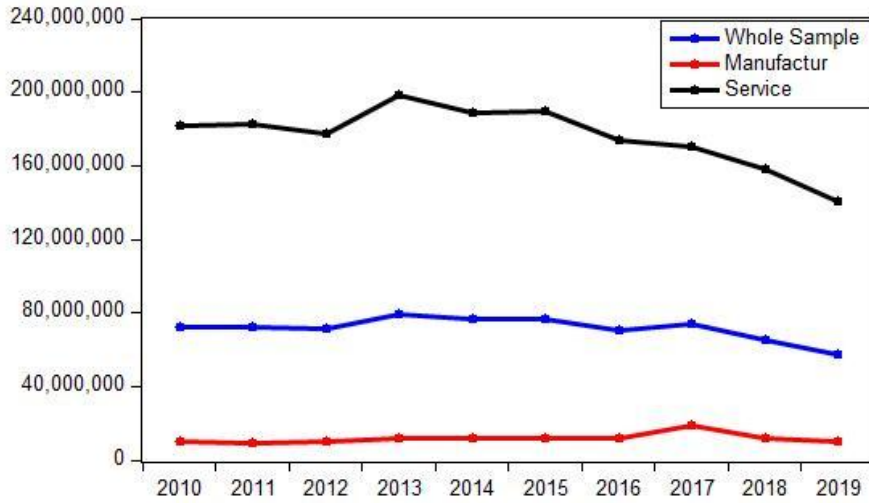
**3- القيمة السوقية المضافة MVA:** تمثل القيمة السوقية المضافة مقياسا تراكميا لعوائد رأس مال المستثمر، ويمكن حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية لحقوق المنشأة} - \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}$$

عبد الله (2018).

من خلال الشكل (6.3)، نلاحظ أن متوسط القيمة السوقية المضافة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة المقدر بـ (10) سنوات ممتدة من (2010-2019) تتصف بعدم الاستقرار، فنلاحظ تنذبذبية القيمة بين الارتفاع والانخفاض بنسب ضئيلة خلال فترة الدراسة لتتراوح تقريبا بين (64-79) مليون دولار، كما ونلاحظ أن متوسط القيمة السوقية للشركات الخدمائية أعلى منه للشركات الصناعية بشكل ملحوظ وبمقدار تراوح تقريبا بين (130 - 178) مليون دولار، إضافة إلى ذلك يتضح من خلال الشكل انخفاض في متوسط القيمة السوقية للشركات الخدمائية خلال الأربع سنوات الأخيرة من الفترة (2016-2019) لتصل إلى أدنى مستوياتها لتصل تقريبا (140) مليون دولار في عام 2019.

الشكل (6.3) متوسط القيمة السوقية المضافة لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)



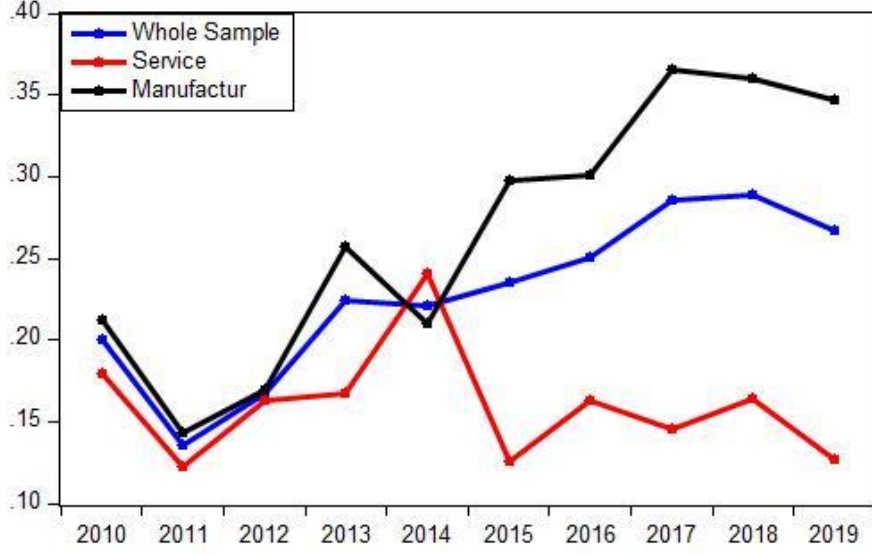
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Stata 12

**حصة السهم الواحد EPS:** تمثل حصة السهم الواحد ربحية السهم الأساسية، وبشكل عام هي حصة السهم الواحد من صافي أرباح الشركة من النشاط المستمر بعد الفوائد والضرائب، ويتم استخراج ربحية السهم عن طريق تقسيم صافي أرباح الشركة من النشاط المستمر بعد طرح جميع المصاريف بما فيها الفوائد والضرائب وحصة الأقلية من الأرباح وحصص الأسهم الممتازة من الأرباح على عدد الأسهم العادية المصدرة والمتداولة من قبل الشركة، والشكل (7.3) يوضح سلوك متغير حصة السهم الواحد لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)، كذلك سلوك المتغير تبعاً لقطاع عمل الشركات (خدمي، صناعي).

من خلال الشكل (7.3)، نلاحظ أن متوسط حصة السهم الواحد لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة المقدره ب (10) سنوات ممتدة من (2010-2019) تتصف عموماً بعدم الاستقرار، فنلاحظ ارتفاع في قيمة متوسط حصة السهم الواحد لعينة الدراسة خلال الفترة (2011-2013)، متبوعاً بانخفاض في عام 2014، لترتفع قيمة متوسط حصة السهم لعينة الدراسة بشكل تدريجي وبوتيرة متزايدة حتى نهاية عام 2018 بحيث تصل لذروة الارتفاع خلال فترة الدراسة والتي بلغت (0.29)، إضافة إلى ذلك نلاحظ أن

متوسط حصة السهم الواحد للشركات الصناعية أعلى منه للشركات الخدمائية ولاسيما في النصف الثاني من فترة الدراسة (2015-2019).

الشكل (7.3) متوسط حصة السهم الواحد لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Stata 12

### 5.3 فرضيات الدراسة

لدراسة أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الفلسطينية الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، شملت هذه الدراسة على فرضيتين رئيسيتين يتفرع في كل منهما أربع فرضيات فرعية وسيتم تحديدها على التوالي:

1. " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين "

ينبثق من هذه الفرضية أربع فرضيات فرعية، سيتم دراستها على التوالي، وتتص كل منها على:  
 أ- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول للشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين.

- ب- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.
- ت- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.
- ث- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

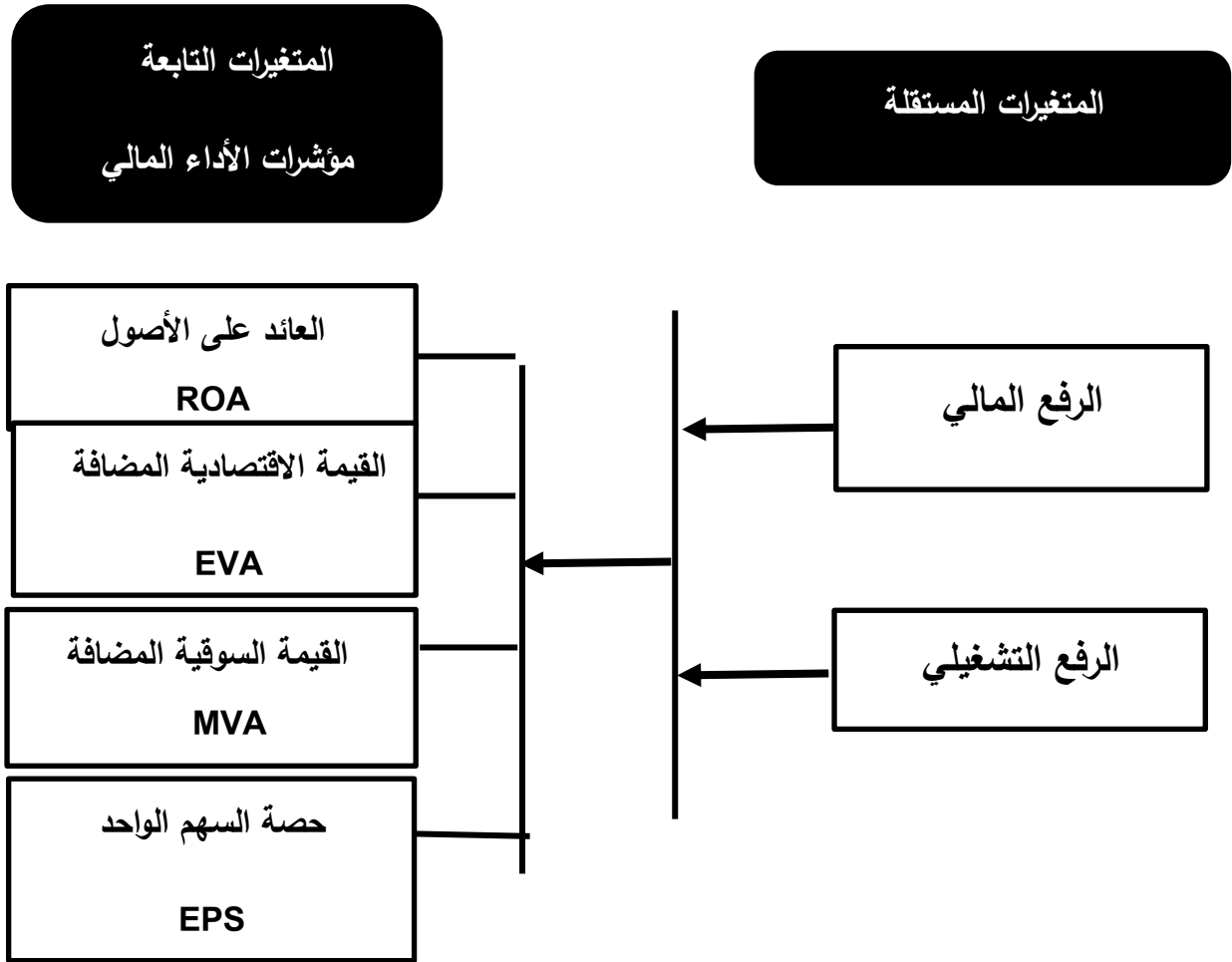
## 2. " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين "

- ينبثق من هذه الفرضية أربع فرضيات فرعية، سيتم دراستها على التوالي، وتتص كل منها على:
- أ- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.
- ب- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.
- ت- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.
- ث- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

### 6.3 نموذج الدراسة

الشكل (8.3) يوضح النموذج الخاص بالدراسة والمتعلق بدراسة أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي على الاداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

الشكل (8.3) نموذج الدراسة



المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد على فرضيات الدراسة

### 7.3 الأساليب الإحصائية وطرق جمع البيانات

تم جمع البيانات الخاصة بالدراسة من مصدرين على النحو التالي:

1- **المصادر الأولية:** وهي عبارة عن البيانات المالية الخاصة بالشركات عينة الدراسة، والتي تم الحصول عليها عن طريق بورصة فلسطين.

2- **المصادر الثانوية:** وهي تلك المصادر التي من شأنها إثراء الدراسة وتزويد الباحثة بكل ما هو جديد، فيما يتعلق بمتغيرات الدراسة، من خلال استعراض الأدبيات المنشورة حول تلك المواضيع، مثل: الكتب والدوريات العلمية المحكمة، الأبحاث، الدراسات، والمقالات العربية والأجنبية منها.

أما فيما يتعلق بالأساليب الإحصائية التي تم إتباعها في الإجابة عن فرضيات الدراسة، فسيتم في هذا البند تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (**Panel Data**)، النماذج الساكنة المستخدمة في تقديرها، كذلك الاختبارات الأساسية لإمكانية إجرائها، والاختبارات التي تحدد أي النماذج أكثر صلاحية للتعبير عن الدراسة.

تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بأنها تلك البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية (**Crosssectional data**) و السلاسل الزمنية (**Time Series**)، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من الأفراد أو الشركات عند فترة زمنية محددة، بينما السلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة كأن تكون شركة محددة أو قطاع محدد خلال فترة زمنية (**Gujarati et al., 2012**)، و بناء على ذلك تبرز أهمية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية كونها تحتوي على معلومات تتعامل مع ديناميكية الزمن (**T**) و على مفردات (**N**) للحصول على (**NT**) مشاهدة، فتتميز بيانات السلاسل الزمنية المقطعية عن البيانات المقطعية والبيانات الزمنية بأنها تأخذ بعين الاعتبار البيانات ذات البعد الزمني و كذلك البعد المقطعي، وهذا ما جعلها أكثر فعالية.

وفي هذه الدراسة، تتمثل بيانات السلاسل المقطعية في دمج بيانات عينة مأخوذة من مجموعة من الشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وتمثل هذه الشركات البعد المقطعي للدراسة وعددها 11 شركة، عبر فترة زمنية تمتد من (2010-2019) وتمثل هذه السنوات المقطع الزمني للدراسة.

ولاختيار الأساليب الإحصائية المتعلقة بالسلاسل الزمنية المقطعية لتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، وباعتبار أن عدد الفترات الزمنية في الدراسة تقل عن عدد المقاطع، فإن الأسلوب الأمثل

لاختبار فرضيات الدراسة، استخدام النماذج الساكنة، والصيغة العامة لنموذج الانحدار الخطي لنماذج الساكنة هي:

$$Y_{it} = B_{0i} + B X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T)$$

حيث أن:

$Y_{it}$ : المتغير التابع في النموذج للشركة  $i$ ، خلال الزمن  $t$ .

$B_{0i}$ : ثابت الانحدار لكل شركة  $i$ ، بافتراض ثبات المقطع عبر الزمن.

$B$ : معامل المتغير المستقل.

$X_{it}$ : المتغير المستقل في الشركة  $i$  خلال الزمن  $t$ .

$\varepsilon_{it}$ : الخطأ العشوائي في الشركة  $i$  خلال الزمن  $t$ .

و من خلال النموذج نلاحظ وجود بعدين، البعد المقطعي ويمثل الشركات، والبعد الثاني وهو الزمن الذي تمت فيه دراسة الشركات، وعليه في كل فترة زمنية  $t$  يتم ملاحظة  $n$  من الشركات، و يكون بذلك يكون عدد المشاهدات الكلية في النموذج عبارة عن  $n*t$ .

وتنقسم النماذج الساكنة الى ثلاث أنواع هي: نموذج الأثار العشوائية ( Random Effect Model )، نموذج الأثار الثابتة (Fixed Effect Model) ونموذج الانحدار التجميعي ( Pooled Regression Model )، وسيتم توضيح كل منها على التوالي:

### أولاً: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، حيث يفترض هذا النموذج ثبات جميع معاملات النموذج ( $B_{i0}, B$ ) عبر الزمن، بافتراض أن تأثير الزمن ثابت، ويقوم هذا النموذج بتقدير معامل المتغير المستقل لكل شركات، وفي هذه الحالة يعامل النموذج بطريقة كلاسيكية حيث تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في تقدير معالمته، ويمكن كتابته بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = B_0 + B X_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث يفترض هذا النموذج أن القيمة المتوقعة للخطأ العشوائي تساوي صفر، ويكون تباين الخطأ العشوائي ثابت. ( $E(\varepsilon_{it}) = 0, \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2$ )

### ثانياً: نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model)

يهدف هذا النموذج إلى تحديد سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية (شركات) بشكل مستقل، من خلال جعل المقطع ( $B_0$ ) يتفاوت من شركة إلى أخرى، حيث يسمح هذا النموذج بوجود إختلاف بين الشركات من خلال تقدير المقطع لكل شركة، ويكون المقطع متغير بين الشركات وثابت عبر الزمن، مع بقاء معامل المتغير المستقل ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وبالتالي يمكن التعبير عن هذا النموذج بالصيغة الآتية:

$$Y_{it} = B_{0i} + B X_{it} + \varepsilon_{it}$$

ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة (FEM) في هذا النموذج، أن المقطع ( $B_0$ ) لكل شركة لا يتغير عبر الزمن، وإنما يتغير فقط عبر الشركات، كما ويفترض هذا النموذج أن القيمة المتوقعة للخطأ العشوائي تساوي صفر، ويكون تباين الخطأ العشوائي ثابت ( $E(\varepsilon_{it}) = 0, \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ ).

### ثالثاً: نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model)

في نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، يتم افتراض أن الخطأ العشوائي ( $\varepsilon_{it}$ ) يأخذ شكل التوزيع الطبيعي بوسط حسابي يساوي صفر، وتباين ثابت يساوي  $\sigma^2$ . ولكي يكون تقدير معاملات النموذج (FEM) صحيحة وغير متحيزة، يتم افتراض أن تباين حد الخطأ ثابت (متجانس) لجميع البيانات المقطعية (الشركات)، ولا يوجد أي ارتباط ذاتي عبر الزمن لكل مجموعة من البيانات المقطعية في فترة زمنية محددة، ويعتبر نموذج التأثيرات الثابتة العشوائية (REM) ملائماً في تقدير المعامل في حالة عدم إكمال الفروض المذكورة سابقاً، حيث يقوم هذا النموذج بمعاملة المقطع ( $B_{0i}$ ) كمتغير عشوائي يأخذ وزن يساوي ( $\mu$ )، والمعادلة التالية توضح ذلك:

$$B_{0i} = \mu + v_i$$

و بالتالي يمكن الحصول على نموذج التأثيرات العشوائية (REM) كما يلي:

$$Y_{it} = \mu + B X_{it} + v_i + \varepsilon_{it}$$

حيث يشير إلى الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية لكل شركة، بحيث يحتوي النموذج على الخطأ المركب والذي يتكون من  $v_i + \varepsilon_{it}$  ، بالتالي فإن الخطأ المركب يأخذ نفس خصائص الأخطاء العشوائية الأخرى، حيث تكون قيمة الوسط حسابي صفر، والتباين ثابت ويساوي  $\sigma_v^2 + \sigma_\varepsilon^2$ ، ولتقدير نموذج التأثيرات العشوائية (REM) يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized)

(Least Squares–GLS)، ويطلق عليه أحياناً نموذج مكونات الخطأ ( Error Components Model).

ولتحديد أي النماذج من النماذج الثلاثة الأكثر ملاءمة، يتم الاعتماد على اختبارين ، الاختبار الأول الخاص بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة (PRM & REM) من خلال اختبار مضاعف لاجرانج (Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test)، فإذا كانت قيمة الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى الدلالة (0.05) ، يتم التوقف عند هذه المرحلة ويعتبر النموذج التجميعي (PRM) هو الأكثر ملاءمة للبيانات، بينما إذا كانت قيمة الدلالة الإحصائية أقل من مستوى الدلالة (0.05)، فيتم بعد ذلك إجراء الاختبار الثاني المتمثل باختبار هوسمان (Hausman Test) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية ( FEM & REM)، فإذا كانت قيمة الدلالة الإحصائية أقل من مستوى الدلالة (0.05)، فيشير ذلك لملائمة نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) للبيانات، بينما إذا كانت قيمة الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، فيشير ذلك لملائمة نموذج التأثيرات العشوائية (REM) (Hausman, 1997).

### 8.3 اختبار التوزيع الطبيعي والقيم المتطرفة Normal Distribution & Test Outliers (Value)

تضمنت هذه الدراسة (4) نماذج لدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، بالإضافة الى (4) نماذج أخرى متعلقة بدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة المقدره ب (10) سنوات ممتدة من (2010-2019)، وذلك بالاعتماد على عدة متغيرات، تمثلت ب: الرفع المالي والرفع التشغيلي كمتغيرات مستقلة، والأداء المالي الممثل بأربعة متغيرات وهي القيمة الاقتصادية المضافة، العائد على الأصول، القيمة السوقية المضافة وحصة السهم الواحد.

يعتبر الشرط الأول من شروط صلاحية نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data models) خلو البيانات من القيم المتطرفة التي بدورها تؤثر بشدة على توزيع البيانات المدروسة (2017 Mehmetoglu & Jakobsen)، فتعاني البيانات من وجود قيم متطرفة إذا كانت القيمة المطلقة لمعامل التقعرح (Kurtosis) لها أكبر من (2)، أو القيمة المطلقة لمعامل الالتواء (Skewness) أكبر من (1.96) (George & Mallery, 2010)، وفي حال عدم تحقق هذا الشرط تتم معالجة البيانات من خلال استخدام اللوغاريتم الطبيعي، الجذر أو غيرها من الطرق.

و لتحديد فيما إذا كانت متغيرات الدراسة تحتوي على قيم متطرفة، تم حساب كل من معامل التفرطح و معامل الالتواء لتوزيع البيانات، ومن خلال النتائج الواردة في الجدول (3.3)، نلاحظ وجود قيم متطرفة في جميع متغيرات الدراسة، والذي أثر بشكل كبير على اعتدالية البيانات كما أظهرت نتائج اختبار شابيرو- ويلك (Shapiro-Wilk Test) المتعلق باختبار التوزيع الطبيعي والذي تنص فرضيته الصفرية على اعتدالية البيانات، حيث اظهرت النتائج أن جميع متغيرات الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي، إذ كانت قيم الدلالة الإحصائية لاختبار هذه للمتغيرات أقل من مستوى الدلالة ( $\alpha=0.05$ )، ومن أجل خفض تأثير البيانات بالقيم المتطرفة؛ تم استخدام تقنية تحويل البيانات الوينزوريز (Winsorizing) عند المئين 5% والمئين 95%، لميزة هذه التقنية في اختيار الأسلوب الأمثل لتحويل البيانات مع عدم فقدان أي منها (Rousseeuw & Leroy, 1987)، حيث تم تطبيق هذه التقنية على جميع متغيرات الدراسة.

جدول (3.3) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والقيم المتطرفة لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	التفرطح (Kurtosis)	الالتواء (Skewness)	قيمة الاختبار (Z-value)	الدلالة الإحصائية (Sig.)
الرفع المالي	2.84	0.31	3.05	0.00**
الرفع التشغيلي	55.69	-2.80	9.64	0.00**
العائد على الاصول	107.38	10.30	9.80	0.00**
القيمة الاقتصادية المضافة	67.67	7.04	9.76	0.00**
القيمة السوقية المضافة	9.40	2.87	8.92	0.00**
حصة السهم الواحد	93.64	9.61	7.25	0.00**

\*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5%.

### تحليل البيانات وعرض نتائج الدراسة

#### 1.4 صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي

بداية، و قبل البدء بعملية تحليل البيانات واختبار الفروض، لا بد من التأكد من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، من خلال تحقق مجموعة من الشروط الخاصة بعملية بناء نماذج البيانات الزمنية المقطعية المتمثلة: باختبار استقرار السلاسل الزمنية (Stationary Test) ، اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)، وأخيراً اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي (Heteroskedasticity Test) والتي سيتم تناولها في هذا الفصل على التوالي:

#### 1.1.4 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (Stationarity test)

قبل تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، لا بد من التأكد من استقرارية بيانات المتسلسلات الزمنية (عدم وجود جذر وحدة) التي تمثل متغيرات الدراسة بعدما تم معالجة القيم المتطرفة فيها، في حين أن الدراسة شملت على (10) مقاطع زمنية (سنوات)، أكد (Phillips al. et (2000) على إمكانية عدم دراسة استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، في حين تم دراسة استقرار بيانات المتسلسلات الزمنية قيد الدراسة باستخدام اختبار ليفين (Levin-Lin-Chu (LLC) لملاءمته للبيانات المقطعية المتوازنة (Balanced) ذات الحجم المتوسط كما هو حال في هذه الدراسة (Levin et al,2002) ، وتشير النتائج في الجدول (1.4) إلى استقرارية جميع متغيرات الدراسة (الرفع المالي، الرفع التشغيلي، العائد على الأصول، القيمة الاقتصادية المضافة، حصة السهم الواحد)، حيث كانت قيمة الدلالة الاحصائية لكل منها أقل من أو تساوي مستوى الدلالة ( $\alpha=0.05$ )، عدا متغير القيمة السوقية المضافة.

جدول ( 1. 4 ) نتائج اختبار Levin-Lin-Chu (LLC) لاستقرارية بيانات الدراسة

المتغيرات †	قيمة الاختبار (t-value)	الدلالة الإحصائية (Sig.)
الرفع المالي	-1.64	**0.05
الرفع التشغيلي	-1.81	**0.03
العائد على الاصول	-5.19	**0.00
القيمة الاقتصادية المضافة	-2.15	**0.01
القيمة السوقية المضافة	1.91	0.97
حصة السهم الواحد	-2.94	**0.00

ملاحظات: \*، \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10%، 5% على التوالي، †: تم دراسة الاستقرارية للمتغيرات بعد معالجتها من وجود القيم المتطرفة.

#### 2.1.4 اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج إذا كانت المشاهدات المتجاورة مترابطة، مما سيؤثر على صحة النموذج، إذ سيكون أثر المتغير المستقل على المتغير التابع غير حقيقي نتيجة ذلك الارتباط، وللتحقق من ذلك تم استخدام اختبار ولد-ريدج (Wooldridge Test) لدراسة الارتباط الذاتي في نماذج الدراسة، حيث أظهرت النتائج في جدول (2.4) أن جميع النماذج المتعلقة بدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات الخدمائية والصناعية تعاني من وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات، بحيث كانت قيمة الدلالة الإحصائية أقل من مستوى الدلالة (0.05) لكل منها، وسيتم التغلب على هذه المشكلة في النماذج المذكورة بالاعتماد على (Hoechle (2007)، بينما لم تعاني الأربعة نماذج الأخرى المتعلقة بدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين، بحيث كانت قيمة الدلالة الإحصائية أقل من مستوى الدلالة (0.05) لكل منها.

جدول (2.4) اختبار الارتباط الذاتي في نماذج الدراسة

المتغيرات المستقلة †				المتغيرات التابعة †
الرفع التشغيلي		الرفع المالي		
الدلالة الإحصائية (Sig.)	قيمة الاختبار (F)	الدلالة الإحصائية (Sig.)	قيمة الاختبار (F)	
0.12	2.91	**0.00	30.97	العائد على الأصول
0.12	2.91	**0.00	30.97	القيمة الاقتصادية المضافة
0.12	2.91	**0.00	30.97	القيمة السوقية المضافة
0.12	2.91	**0.00	30.97	حصة السهم الواحد

ملاحظات: \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5%؛ † تم دراسة الاستقرارية

للمتغيرات بعد معالجتها من وجود القيم المتطرفة.

#### 3.1.4 اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي (Heteroskedasticity Test)

يعتبر ثبات تباين الأخطاء العشوائية أحد الافتراضات الهامة للانحدار الخطي (Homoskedasticity)، وللتحقق من ذلك الفرض تم استخدام اختبار بروش-بيجين (Breusch-Pagan / Cook-Weisberg)، حيث أظهرت النتائج أن جميع النماذج المتعلقة بدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات والمقاس من خلال العائد على الأصول، القيمة الاقتصادية المضافة وحصة السهم الواحد جميعها تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، في حين أن النموذج المتعلق بدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة فقط من يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي عند اختبار أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي، بحيث كانت قيمة الدلالة الإحصائية أقل من مستوى الدلالة (0.05) لكل منها كما هو موضح في الجدول (3.4)، و سيتم التغلب على هذه المشكلة في النماذج المذكورة باستخدام خاصية Rogers (1993) Robust Stander Error.

جدول (3.4) اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي في نماذج الدراسة

المتغيرات المستقلة †				المتغيرات التابعة †
الرفع التشغيلي		الرفع المالي		
الدلالة الإحصائية (Sig.)	قيمة الاختبار ( $\chi^2$ )	الدلالة الإحصائية (Sig.)	قيمة الاختبار ( $\chi^2$ )	
0.24	1.36	**0.02	5.17	العائد على الأصول
0.44	0.59	**0.00	8.57	القيمة الاقتصادية المضافة
*0.059	3.56	0.61	0.26	القيمة السوقية المضافة
0.16	1.96	**0.00	24.00	حصة السهم الواحد

ملاحظات: \* \* و \* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% و 10% على التوالي؛ † تم اختبار المتغيرات بعد معالجتها من وجود القيم المتطرفة.

#### 2.4 اختبار فرضيات الدراسة

تشمل هذه الدراسة على فرضيتين رئيسيتين تتناول أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي والرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، وسيتم دراستهما ودراسة الفرضيات الفرعية المنبثقة من كل منهما على التوالي.

##### 1.2.4 اختبار فرضية الدراسة الرئيسية الأولى

تنص فرضية الدراسة الرئيسية الأولى على " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين "

وينبثق من هذه الفرضية أربع فرضيات فرعية، وللإجابة عنها، تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM) و ذلك بالاعتماد على نتيجة اختبار مضاعف لاجرنج (LM) واختبار هوسمان، حيث أكدت نتائج اختبار مضاعف لاجرنج في الجداول (4.4 - 7.4) أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب بالمقارنة بنموذج الانحدار التجميعي، إذ كانت قيمة الدلالة الإحصائية لجميع النماذج الأربعة المتعلقة بدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات أقل من مستوى الدلالة المعنوية ( $\alpha=0.05$ )، في حين أن نتائج اختبار هوسمان أكدت أن نموذج التأثيرات العشوائية الأنسب لاختبار فرضيات الدراسة بالمقارنة بنموذج التأثيرات الثابتة، إذ كانت قيمة الدلالة الإحصائية لجميع النماذج أكبر من مستوى

الدلالة المعنوية ( $\alpha=0.05$ )، وبناء على ذلك تم اعتماد نموذج التأثيرات العشوائية لاختبار فرضيات الدراسة التي سيتم تناولها على التوالي.

#### 1.1.2.4 أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول للشركات

##### الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

تنص الفرضية الفرعية الأولى على " لا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين " .

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الأولى تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، بحيث تشير النتائج الواردة في جدول (4.4) الى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال العائد على الأصول، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.027) وهي أقل من مستوى الدلالة ( $\alpha=0.05$ )، بالتالي نرفض الفرضية الفرعية الأولى، فزيادة نسبة الرفع المالي بمقدار 1% عبر الزمن و بين الشركات يؤدي الى انخفاض في النسبة المئوية للعائد على الاصول بمقدار 9.98%، ويتضح من النتائج أن الرفع المالي القدرة على تفسير 28.11% من التباين في نسبة العائد على الأصول للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول (4.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الاصول

الدلالة الإحصائية Sig.	دالة الاختبار z-statistic	المعاملات B	المتغير المستقل
**0.001	3.25	0.0799	ثابت الانحدار
**0.027	-2.21	-0.0998	الرفع المالي
(154.03, Sig=0.00 <0.05)			اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية )
(0.67, Sig=0.411 >0.05)			اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية )
(4.89, Sig=0.027 <0.05)			اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية )
0.2811			معامل التحديد ( $R^2$ )

المتغير التابع: العائد على الأصول، \*، \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10% و 5% على التوالي.

#### 2.1.2.4 أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة

##### للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

تنص الفرضية الفرعية الثانية على " لا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من القيمة الاقتصادية المضافة على الأصول للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين ."

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الثانية تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، بحيث تشير النتائج الواردة في جدول (5.4) الى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.019) وهي أقل من مستوى الدلالة ( $\alpha=0.05$ )، بالتالي نرفض الفرضية الفرعية الثانية، فزيادة نسبة الرفع المالي بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي الى انخفاض في القيمة الاقتصادية المضافة بمقدار (2303028) دولار، ويتضح من النتائج أن للرفع المالي القدرة على تفسير 39.39% من التباين في القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول (5.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة

الدلالة الإحصائية Sig.	دالة الاختبار z-statistic	المعاملات B	المتغير المستقل
**0.019	2.56	1030479	ثابت الانحدار
**0.011	-2.35	-2303028	الرفع المالي
(40.67، Sig=0.00 <0.05)			اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)
(1.33، Sig=0.250 >0.05)			اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)
(5.55، Sig=0.019 <0.05)			اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)
0.3939			معامل التحديد ( $R^2$ )

المتغير التابع: القيمة الاقتصادية المضافة؛ \*، \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10% و5% على التوالي.

### 3.1.2.4 أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية للشركات

#### الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

تنص الفرضية الفرعية الثالثة على " لا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين " .

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الثالثة تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، بحيث تشير النتائج الواردة في جدول (6.4) الى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.443) وهي أكبر من مستوى الدلالة ( $\alpha=0.05$ )، بالتالي نقبل الفرضية الفرعية الثالثة، مما يعني أن الرفع المالي لا يؤثر على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول (6.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار z-statistic	الدلالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	7.86e+7	1.14	0.255
الرفع المالي	-2.62e+7	-0.77	0.443
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(486.52، Sig=0.00<0.05)	
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(0.00، Sig=0.996>0.05)	
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(0.59، Sig=0.443<0.05)	
معامل التحديد ( $R^2$ )		0.0003	

المتغير التابع: القيمة السوقية المضافة؛ \*، \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10% و 5% على التوالي.

#### 4.1.2.4 أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

تنص الفرضية الفرعية الرابعة على " لا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين " .

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الرابعة تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، بحيث تشير النتائج الواردة في جدول (7.4) الى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال حصة السهم الواحد، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.963) وهي أكبر من مستوى الدلالة ( $\alpha=0.05$ )، بالتالي تقبل الفرضية الفرعية الرابعة، مما يعني أن الرفع المالي لا يؤثر على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول (7.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال حصة السهم الواحد

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار z-statistic	الدلالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	0.2199	2.44	**0.015
الرفع المالي	-0.0064	-0.05	0.963
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(316.40، Sig=0.00<0.05)	
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(2.09، Sig=0.148 >0.05)	
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(0.00، Sig=0.963<0.05)	
معامل التحديد ( $R^2$ )		0.1609	

المتغير التابع: حصة السهم الواحد؛ \*، \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10% و5% على التوالي.

#### 2.2.4 اختبار فرضية الدراسة الرئيسية الثانية

تنص فرضية الدراسة الرئيسية الثانية على " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين"

وينبثق من هذه الفرضية أربع فرضيات فرعية، وللإجابة عنها، تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM) وذلك بالاعتماد على نتيجة اختبار مضاعف لاجرنج (LM) واختبار هوسمان، حيث أكدت نتائج اختبار مضاعف لاجرنج في الجداول (8.4 – 11.4) أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب بالمقارنة بنموذج الانحدار التجميعي، إذ كانت قيمة الدلالة الإحصائية لجميع النماذج الأربعة المتعلقة بدراسة أثر التشغيلي على الأداء المالي للشركات أقل من مستوى الدلالة المعنوية ( $\alpha=0.05$ )، في حين أن نتائج اختبار هوسمان أكدت أن نموذج التأثيرات العشوائية الأنسب لاختبار فرضيات الدراسة بالمقارنة بنموذج التأثيرات الثابتة، إذ كانت قيمة الدلالة الإحصائية لجميع النماذج أكبر من مستوى الدلالة المعنوية ( $\alpha=0.05$ )، وبناء على ذلك تم اعتماد نموذج التأثيرات العشوائية لاختبار فرضيات الدراسة التي سيتم تناولها على التوالي.

#### 1.2.2.4 أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول للشركات

##### الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

تنص الفرضية الفرعية الأولى على " لا يوجد أثر للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين".

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الأولى تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، بحيث تشير النتائج الواردة في جدول (8.4) الى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال العائد على الأصول، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.090) وهي أقل من مستوى الدلالة ( $\alpha=0.10$ )، بالتالي نرفض الفرضية الفرعية الأولى، فزيادة نسبة الرفع التشغيلي بمقدار 1% عبر الزمن و بين الشركات يؤدي الى انخفاض في نسبة العائد على الاصول بمقدار 0.40%، ويتضح من النتائج أن للرفع التشغيلي القدرة على تفسير 16.51% من التباين في العائد على الأصول للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول (8.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار z-statistic	الدالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	0.0442	2.87	*0.090
الرفع التشغيلي	0.0040	1.66	**0.004
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(192.59، Sig=0.00 <0.05)	
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(1.51، Sig=0.220 >0.05)	
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(2.77، Sig=0.090 <0.10)	
معامل التحديد (R <sup>2</sup> )		0.1651	

المتغير التابع: العائد على الأصول، \*، \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10% و 5% على التوالي.

#### 2.2.2.4 أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة

##### للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

تنص الفرضية الفرعية الثانية على " لا يوجد أثر للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين ".

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الثانية تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، بحيث تشير النتائج الواردة في جدول (9.4) الى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.009) وهي أقل من مستوى الدلالة ( $\alpha=0.05$ )، بالتالي نرفض الفرضية الفرعية الثانية، فزيادة نسبة الرفع التشغيلي بمقدار 1% عبر الزمن وبين الشركات يؤدي الى انخفاض في القيمة الاقتصادية المضافة تقريبا بمقدار (174581) دولار، ويتضح من النتائج أن للرفع التشغيلي القدرة على تفسير 13.9% من التباين في القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول 5 نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار z-statistic	الدالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	164788.2	0.52	**0.009
الرفع التشغيلي	174580.9	2.61	0.603
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(92.36، Sig=0.00 <0.05)	
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(0.01، Sig=0.928 >0.05)	
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(6.79، Sig=0.009 <0.05)	
معامل التحديد (R <sup>2</sup> )		0.1390	

المتغير التابع: القيمة الاقتصادية المضافة؛ \*، \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10% و 5% على التوالي.

#### 3.2.2.4 أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة

للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

تنص الفرضية الفرعية الثالثة على " لا يوجد أثر للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين ".

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الثالثة تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، بحيث تشير النتائج الواردة في جدول (10.4) الى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.257) وهي أكبر من مستوى الدلالة ( $\alpha=0.05$ )، بالتالي نقبل الفرضية الفرعية الثالثة، مما يعني أن الرفع التشغيلي لا يؤثر على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين (انظر الجدول 10.4).

جدول (10.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار z-statistic	الدالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	7.06e+7	1.20	0.232
الرفع التشغيلي	-1588305	-1.13	0.257
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(471.47، Sig=0.00 <0.05)	
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(2.31، Sig=0.129 >0.05)	
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(1.28، Sig=0.257 <0.05)	
معامل التحديد (R <sup>2</sup> )		0.2035	

المتغير التابع: القيمة السوقية المضافة؛ \*، \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10% و 5% على التوالي.

#### 4.2.2.4 أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم للشركات

##### الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

تنص الفرضية الفرعية الرابعة على " لا يوجد أثر للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين ".

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الرابعة تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، بحيث تشير النتائج الواردة في جدول (11.4) الى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال حصة السهم الواحد، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.545) وهي أكبر من مستوى الدلالة ( $\alpha=0.05$ )، بالتالي نقبل الفرضية الفرعية الرابعة، مما يعني أن الرفع التشغيلي لا يؤثر على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول (11.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال حصة السهم الواحد

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار z-statistic	الدالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	0.2152	2.36	**0.019
الرفع التشغيلي	0.0050	0.61	0.545
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(347.60، Sig=0.00<0.05)	
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(1.97، Sig=0.160 >0.05)	
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		(0.37، Sig=0.545 <0.05)	
معامل التحديد (R <sup>2</sup> )		0.1857	

المتغير التابع: حصة السهم؛ \*، \*\* تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10% و 5% على التوالي.

#### 4.4 ملخص النتائج ومقارنتها مع الدراسات السابقة

تتلخص الدراسة بمجموعة من النتائج وهي:

أولاً: أظهرت نتائج الدراسة بأن هناك آثار مختلفة للرفع المالي على الأداء المالي حسب المتغيرات والتي تمثلت بالتالي:

1. أظهرت النتائج ان الرفع المالي للشركات الفلسطينية الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين يؤثر بشكل سلبي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول وهذا يتوافق مع دراسة (Dye et al, 2018) التي توصلت على أن هناك أثر سلبي للرفع المالي على الأداء المالي للشركة المقاس من خلال العائد على الأصول، بينما يتعارض مع دراسة (العلي, 2018) الذي توصل في دراسته على أن هناك أثر إيجابي للرفع المالي على العائد على الأصول.
2. تبين من خلال النتائج في أن هناك أثر سلبي للرفع المالي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة.

3. أظهرت الدراسة بأنه لا يؤثر الرفع المالي للشركات الفلسطينية الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة وهذا يتعارض مع دراسة (مسمح، 2018) التي توصلت على أن هناك أثر إيجابي للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة.

4. أظهرت الدراسة بأنه لا يوجد أثر للرفع المالي للشركات الفلسطينية الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد، وهذا يتفق مع دراسة (Dye et al, 2018) والتي توصلت على أنه لا يوجد أثر للرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال حصة السهم الواحد وفي المقابل هذا يتعارض مع دراسة (همسي، بالغربي، 2015) ودراسة (الوادية، 2016) ودراسة (عبد الكاظم الصبيحي، 2018) اللذين توصلوا على أنه يوجد أثر إيجابي للأداء المالي على الرفع المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد.

**ثانياً:** أظهرت نتائج الدراسة بأن هناك آثار مختلفة للرفع التشغيلي على الأداء المالي حسب المتغيرات والتي تمثلت بالتالي:

1. بينت نتائج الدراسة بأن هناك أثر إيجابي للرفع التشغيلي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول، وهذا يتفق مع دراسة (الشهراني، 2020)، ودراسة (بن سليم، 2016)، ودراسة (Laghari, 2019) والذين توصلوا في دراستهم على وجود أثر إيجابي للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول وفي المقابل هذا يتعارض مع دراسة (على، 2018)، ودراسة Abid, (Mseddi & 2015) والذين توصلوا على أن هناك أثر سلبي للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول.

2. أظهرت الدراسة بأن هناك أثر إيجابي للرفع التشغيلي للشركات الفلسطينية الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة وهذا ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة حيث تعتبر من أوائل الدراسات التي درست أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة.

3. تبين من خلال النتائج أنه لا يوجد أثر للرفع التشغيلي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة وهذا يتعارض مع

دراسة (Mseddi & Abid, 2015) التي نصت على وجود أثر سلبي للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة.

4. أظهرت الدراسة بعدم وجود أثر للرفع التشغيلي للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين المقاس من خلال حصة السهم الواحد وهذا يتعارض مع دراسة (Abu,2016) (bakar) والتي نصت على وجود أثر إيجابي للرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد.

## الفصل الخامس

### الاستنتاجات والتوصيات

نسلط في هذا الفصل الضوء على أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة من خلال اختبار الفرضيات، واستنادا على هذه الاستنتاجات سوف تقدم أهم التوصيات.

#### 1.5 استنتاجات الدراسة:

1\_ نستنتج ان هناك علاقة سلبية بين الرفع المالي المتمثل بدرجة اعتماد الشركة على القروض في هيكلها المالي والأداء المالي للشركة المقاس من خلال العائد على الأصول حيث أن اعتماد الشركة الكبير على الديون في هيكلها المالي من شأنه ان يشكل خطر على الشركة في سداد ديونها الامر الذي يؤثر بشكل سلبي على قدرتها على استثمار أصولها بالشكل الذي يساهم ف تحقيق الأرباح.

2\_ نستنتج وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي والأداء المالي للشركة المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة، حيث ان اعتماد الشركة على القروض في هيكلها المالي من شأنه ان يشكل خطر في عدم كفاية العائد الذي يأتي من الأنشطة الاقتصادية للشركة في تغطية تكاليفها وسداد ديونها مما يؤثر بشكل سلبي على العائد الذي يمكن ان يحصل عليه مالكين الشركة.

3\_ نستنتج عدم وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي للشركة المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة، حيث ان اعتماد الشركة على القروض لا يؤثر على مدى كفاءة الإدارة في أداء وظائفها.

4\_ نستنتج وجود أثر إيجابي للرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركة المقاس من خلال العائد على الأصول، حيث أن تقليل التكاليف الثابتة التي تعتمد عليها الشركة في أداء اعمالها من شأنه ان يدل على كفاءة الشركة في استغلال أصولها في توليد الإيرادات.

5\_ نستنتج وجود أثر إيجابي للرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركة المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة، حيث أن تقليل اعتماد الشركة على الأصول الثابتة من شأنه ان يقلل التكاليف

التشغيلية التي تساهم في الحصول على الإيرادات التشغيلية مما يزيد من حصة الملاك في الحصول على الأرباح.

## 2.5 التوصيات:

بناء على ما توصلت اليه الدراسة من النتائج توصي الدراسة بما يلي:

- 1\_ توصي الدراسة الشركات بعدم الاعتماد على القروض بشكل كبير في هيكلها المالي نظرا للأثر السلبي للقروض على الأداء المالي للشركات المتمثل بالعائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة.
- 2\_ توصي الدراسة الشركات بتقليل الاعتماد على التكاليف الثابتة والاهتمام بزيادة كفاءة وخبرات الموظفين في استخدام هذه الأصول نظرا لأثرها الإيجابي على الأداء المالي للشركات المتمثل بالعائد على الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة.
- 3\_ توصي الدراسة بضرورة الموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال المقترضة والعائد على الأصول التي تمول عن طريق تلك القروض.

## المراجع:

### 1-المراجع العربية

1. أبو شمالة، عبد الله (2017): أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات الصناعية، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية /الأردن.
2. إسحاق، هيثم (2015): الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة، رسالة دكتوراه جامعة السودان /السودان.
3. بركات، اسراء (2018): دور الرفع التشغيلي في تقييم الأداء المالي، الجامعة العربية /الجزائر.
4. بشرى، عزوز (2018): دور الرفع المالي في تقييم الأداء المالي، الجامعة العربية /الجزائر.
5. جعارات، خالد (2019): أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات الصناعية، رسالة ماجستير جامعة الشرق الأوسط /الأردن.
6. الحمدوني، الياس (2015): العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، رسالة ماجستير جامعة الموصل /الأردن.
7. الحوراني، محمد (2018): الرافعة التشغيلية وأثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خضر، سكرة، الجزائر
8. خالد، فراح (2016): أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للقطاع الصناعي، رسالة ماجستير جامعة الازهر/غزة.
9. رضوان، أحمد (2017): تنمية الأداء المالي والإداري دار المشرق الثقافي ودار أسامة للنشر والتوزيع، عمان.
10. رمزي، فراس (2019): مساهمة المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي، جامعة محمد بوضياف /المسيلة.
11. الزبيدي، حسين (2019): دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية رسالة ماجستير جامعة الاسراء الخاصة، الأردن.
12. سقف الحيط، نهيل (2018): القيمة السوقية المضافة لتقييم الأداء المالي للشركات، الجامعة الاهلية /البحرين.

13. سمية، بن عيسى (2016): دور القيمة الاقتصادية المضافة في تحسين مؤشرات الأداء المالي، رسالة ماجستير جامعة أحمد دراية/ الجزائر.
14. سمية، مسعودي (2017): أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات الصناعية، رسالة ماجستير جامعة ام البواقي /الجزائر .
15. الشهراني، أحمد (2020): أثر الرفع التشغيلي على الربحية للشركات الصناعية، رسالة ماجستير الجامعة العربية /السعودية.
16. الصبيحي، فائز (2018): العلاقة بين الرفع التشغيلي وعوائد الأسهم، رسالة ماجستير جامعة الازهر /غزة.
17. صدقي، رسول (2016): العوامل المؤثرة على الأداء المالي من وجهة نظر المحللين الاحصائيين، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
18. الصديق، هاشم (2015): أثر الرفاعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الأصول، رسالة ماجستير، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية غزة.
19. طنينية، يوسف (2017): خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للشركات الصناعية، رسالة ماجستير جامعة القاهرة/مصر .
20. عبد المجيد، حميدة (2019): قياس أثر الرفاعة المالية على الأداء المالي للشركات، رسالة ماجستير جامعة الازهر/القاهرة.
21. العربي، أسعد حميد (2019): الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان \_الاردن.
22. على الدين، سلمى (2019): أثر الرفع على العائد والمخاطر الكلية للشركات الصناعية جامعة الدلتا /مصر .
23. العلي، أحمد (2018): أثر الرفع المالي على السيولة والربحية، مجلة جامعة البعث /دمشق.
24. عليوي، نشأت (2019): أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير جامعة الشرق الأوسط /عمان.
25. الفار، سماح (2018): العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير جامعة الازهر /غزة.

26. القدح، محمد (2016): الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع عمان\_الأردن.
27. قدومي، نائر (2019): دور الرفع التشغيلي في تحديد عوائد الأسهم ومخاطرها للشركات الصناعية، الجامعة الأردنية /الأردن.
28. قريوع، سماح (2019): محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل، الجامعة الأردنية /الأردن.
29. القضاة، عبد الله (2019): العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية، رسالة ماجستير الجامعة الأردنية /الأردن.
30. قلادوي، نظيرة (2017): محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية، رسالة ماجستير جامعة العربي /الجزائر.
31. كوكش، طارق (2019): دور الرفع المالي في تحديد عوائد ومخاطر الشركات الصناعية، رسالة ماجستير جامعة العلوم التطبيقية /الأردن.
32. اللايذ، جهاد (2016): نموذج مقترح لتقييم الأداء المالي في الأردن رسالة ماجستير الجامعة الأردنية.
33. مرصلي، ماجي (2016): الهيكل المالي الأمثل للشركات، جامعة الظاهر / بسعيدة.
34. مسعود، عبد الله (2019): قياس أثر الرفاعة التشغيلية على الأداء المالي للشركات، رسالة ماجستير جامعة الازهر / القاهرة.
35. مسمح، باسل (2018): أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، جامعة الازهر /غزة.
36. مطر، على (2017): مدى أهمية الرفع المالي لتقييم الأداء المالي للشركات الصناعية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان.
37. مغزاوي، كراجه (2018): أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة /جامعة البلقاء التطبيقية \_عمان.
38. ملحم، على (2016): القيمة السوقية المضافة لتقييم الأداء المالي، الجامعة الاردنية /الأردن.

39. النجار، جميل (2015): مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، جامعة الازهر /غزة.
40. نور الدين، تيسير (2016): مؤشرات تقييم الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، جامعة الازهر/غزة.
41. هميسي، بالغري (2016): مدى أهمية المؤشرات المالية المشتقة من القوائم المالية، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، جامعة الزرقاء الخاصة، مجلد 15، عدد 1، الأردن.
42. وادي، رامي (2016): القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء المالي، الجامعة الاردنية /الأردن.
43. يعقوب، عبد الله (2015): المؤشرات المالية وطرق تقييم الأداء المالي، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.

1. Abu-Bakr, (2019): financial leverage and financial performance of quoted firms in Nigeria
2. ALL, Mohammed. (2020): impact of leverage of financial performance of firm value.
3. Dya et al, (2018): effect of corporate financial leverage on financial performance.
4. Evgeni, (2017): the impact of financial and operating on firm performance in Palestine stock exchange
5. George, D., & Mallery, M. (2010). SPSS for Windows Step by Step: A Simple Guide and Reference, 17.0 update (10a ed.) Boston: Pearson.
6. Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2010). Essentials of econometrics.
7. Innocent, (2017): the effect of financial leverage on financial performance .
8. Kennedy, P. (1985). A guide to econometrics (2nd ed.). UK: MIT Press Cambridge, Massachusetts .
9. Laghari, ALL, (2019): the impact of operating and financial leverages on financial leverages on firm value in Karachi stock exchange.
10. Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. Journal of econometrics, 108(1), 1-24.
11. Masavi, (2017): impact of capital structure on financial performance evidence of securities listed on the Nairobi stock exchange Kenya.

12. Mehmetoglu, M. & Jakobsen, T. G., 2017. Applied Statistics Using Stata: A Guide for the Social Sciences. 1st ed. London: SAGE Publications Ltd.
13. Oppong, G. K., & Pattanayak, J. K. (2019). Does investing in intellectual capital improve productivity? Panel evidence from commercial banks in India. *Borsa Istanbul Review*, 19(3), 219–227.
14. Paul, (2017): the impact of leverage financing on financial performance of some manufacturing industries industries in nigerian stock exchange in Nigerian stock exchange,j.technol.manage.innov.vol.9,3.
15. Rogers, W. (1993). Regression standard errors in clustered samples. *Stata technical bulletin*, 13, 19–23.
16. Rousseeuw, P. J. & Leroy, A. M., 1987. Robust Regression and Outlier Detection. 1st ed. New York: Wiley.

3\_المراجع الالكترونية

\_\_هيئة سوق رأس المال الفلسطيني [www.palestin](http://www.palestin.com) .com exchange

## الملاحق

ملحق (1-أ) قيم المؤشرات المالية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)

الفترة الزمنية	اسم الشركة	رمز الشركة	قطاع العمل	الرفع المالي	الرفع التشغيلي	العائد على الأصول	القيمة السوقية المضافة	حصة السهم الواحد	القيمة الاقتصادية المضافة
2010	بيت جالا لصناعة الادوية	BJP	صناعة	0.1882	0.5138	0.0551	123654	0.0320	2200000
2010	دار الشفاء لصناعة الادوية	GSC	صناعة	0.3135	0.4091	0.0643	123650	0.1800	-994225
2010	مصانع الزيوت النباتية	VOIC	صناعة	0.1256	2.0808	0.1655	13000000	0.5000	1700000
2010	مصنع الشرق للألكتروود	ELECTRODE	صناعة	0.0649	2.1167	0.0291	375000	0.1382	102237
2010	سجائر القدس	JCC	صناعة	0.6394	-0.0713	0.0265	18000000	0.1510	-1200000
2010	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	صناعة	0.1405	1.0265	0.0707	25000000	0.4080	1100000
2010	الوطنية لصناعة الألمنيوم	NAPCO	صناعة	0.4978	-0.0891	0.0030	11000000	0.0765	-309032
2010	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	خدمات	0.2900	0.8776	0.1566	690000000	0.6560	38162
2010	مصايف رام الله	RSR	خدمات	0.1000	0.6305	0.0578	9000000	0.0510	338256
2010	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	WASSEL	خدمات	0.4499	-0.4292	0.0008	5600000	0.0080	-82712
2010	المؤسسة العربية للفنادق	AHC	خدمات	1.0331	2.4539	0.1807	23000000	0.0033	78175
2011	بيت جالا لصناعة الادوية	BJP	صناعة	0.2180	-0.9912	0.0414	1200000	0.0134	1800000

1200000	0.2400	1200000	0.0673	1.0619	0.4542	صناعة	GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	2011
-56482	0.4700	17000000	0.1498	0.6441	0.0674	صناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	2011
5993	0.0139	1500000	0.0354	-0.0202	0.1172	صناعة	ELECTRODE	مصنع الشرق للألكتروود	2011
-3300000	0.0465	13000000	0.0098	0.0772	0.5895	صناعة	JCC	سجائر القدس	2011
14165	0.2030	24000000	0.0391	-2.4356	0.2167	صناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2011
-359178	0.0150	6600000	0.0053	0.1451	0.5467	صناعة	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	2011
37072	0.6890	700000000	0.1579	0.8934	0.2542	خدمات	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	2011
4216	0.0056	8400000	0.0013	0.9751	0.3348	خدمات	RSR	مصايف رام الله	2011
ملحق (1-ب) قيم المؤشرات المالية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)									
القيمة الاقتصادية المضافة	حصة السهم الواحد	القيمة السوقية المضافة	العائد على الأصول	الرفع التشغيلي	الرفع المالي	قطاع العمل	رمز الشركة	اسم الشركة	الفترة الزمنية
-2000000	-0.2810	5500000	-0.1726	-3.4997	0.6043	خدمات	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	2011
1800000	0.0740	18000000	0.7158	2.6294	0.0601	خدمات	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	2011
2400000	0.0160	1200000	0.0558	0.5378	0.2053	صناعة	BJP	بيت جالا لصناعة الادوية	2012
824274	0.2400	1200000	0.0572	0.0788	0.3953	صناعة	GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	2012
368103	0.6700	20000000	0.1846	0.1843	0.0585	صناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	2012
2254	0.0300	1500000	0.0286	1.2465	0.0769	صناعة	ELECTRODE	مصنع الشرق للألكتروود	2012
1100000	0.1710	10000000	0.0387	0.3674	0.5250	صناعة	JCC	سجائر القدس	2012

-458250	0.0350	34000000	0.0040	0.0702	0.3103	صناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2012
-318873	0.0230	5400000	0.0081	-0.5199	0.5396	صناعة	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	2012
29757	0.6240	680000000	0.1332	0.9931	0.2562	خدمات	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	2012
36230	0.0140	9000000	0.0034	-0.0576	0.3324	خدمات	RSR	مصايف رام الله	2012
-446688	0.0560	5500000	-0.0300	3.3241	0.5762	خدمات	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	2012
-997102	-0.0400	15000000	-0.1809	1.9210	0.0233	خدمات	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	2012
455710	0.0970	123052	0.0525	0.3175	0.2172	صناعة	BJP	بيت جالا لصناعة الادوية	2013
760059	0.2000	1200000	0.0387	1.0270	0.4488	صناعة	GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	2013
-6600000	1.2090	26000000	0.2611	1.0074	0.0609	صناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	2013
-9370	0.0470	1500000	0.0277	-0.1714	0.0638	صناعة	ELECTRODE	مصنع الشرق للألكترود	2013
-1200000	0.0610	11000000	0.0135	-0.1232	0.5578	صناعة	JCC	سجائر القدس	2013
2100000	0.1320	36000000	0.0417	0.4120	0.3129	صناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2013
-85976	0.0500	4800000	0.0345	30.5797	0.5444	صناعة	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	2013
30935	0.6980	760000000	0.1378	2.1340	0.2455	خدمات	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	2013
39069	0.0150	12000000	0.0034	-0.7550	0.2483	خدمات	RSR	مصايف رام الله	2013

ملحق (1-ج) قيم المؤشرات المالية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)

الفترة الزمنية	اسم الشركة	رمز الشركة	قطاع العمل	الرفع المالي	الرفع التشغيلي	العائد على الأصول	القيمة السوقية المضافة	حصة السهم الواحد	القيمة الاقتصادية
----------------	------------	------------	------------	--------------	----------------	-------------------	------------------------	------------------	-------------------

المضافة									
68452	0.0030	5500000	0.0072	0.2202	0.6420	خدمات	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	2013
-1700000	-0.0450	17000000	-0.0272	-1.6292	0.3924	خدمات	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	2013
846090	0.1670	32154	0.0821	0.5742	0.1966	صناعة	BJP	بيت جالا لصناعة الادوية	2014
-362732	0.1700	2100000	0.0204	-0.3124	0.4498	صناعة	GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	2014
2900000	1.2210	13000000	0.2252	0.0016	0.0667	صناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	2014
-1970	0.0650	4100000	0.0277	0.1109	0.0638	صناعة	ELECTRODE	مصنع الشرق للألكترود	2014
-3200000	-0.2530	8400000	-0.0668	0.1092	0.5591	صناعة	JCC	سجائر القدس	2014
245919	0.0860	53000000	0.0271	0.4188	0.3451	صناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2014
278243	0.0161	5200000	0.0356	-203.4350	0.5314	صناعة	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	2014
18771	0.6460	710000000	0.1133	0.5501	0.3042	خدمات	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	2014
-136905	-0.0320	6300000	-0.0082	0.8703	0.2613	خدمات	RSR	مصايف رام الله	2014
-3600000	0.3790	21000000	-0.1943	0.5102	0.7155	خدمات	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	2014
-624175	-0.0320	18000000	-0.0200	2.7159	0.4155	خدمات	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	2014
1400000	0.3190	230214	0.1358	0.7776	0.2504	صناعة	BJP	بيت جالا لصناعة الادوية	2015
-91983	0.2200	236501	0.0309	-16.5967	0.4586	صناعة	GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	2015
3000000	1.3410	38000000	0.2113	-0.0700	0.0657	صناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	2015
-2858	0.0470	1500000	0.0273	0.1702	0.0734	صناعة	ELECTRODE	مصنع الشرق للألكترود	2015
-443207	0.0130	7700000	0.0005	-0.0453	0.4281	صناعة	JCC	سجائر القدس	2015

951841	0.1360	31000000	0.0435	0.5492	0.2927	صناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2015
-799888	0.0105	5600000	0.0031	1.6923	0.5671	صناعة	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	2015
22402	0.6310	720000000	0.1113	0.7148	0.2724	خدمات	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	2015
-133387	-0.0340	13000000	-0.0085	1.7590	0.2054	خدمات	RSR	مصايف رام الله	2015
ملحق (1-د) قيم المؤشرات المالية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)									
القيمة الاقتصادية المضافة	حصة السهم الواحد	القيمة السوقية المضافة	العائد على الأصول	الرفع التشغيلي	الرفع المالي	قطاع العمل	رمز الشركة	اسم الشركة	الفترة الزمنية
-637230	-0.0500	13000000	-0.0201	-2.8420	0.6483	خدمات	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	2015
-1700000	-0.0460	14000000	-0.0301	1.1706	0.4293	خدمات	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	2015
1900000	0.2750	120365	0.1280	-2.6858	0.2520	صناعة	BJP	بيت جالا لصناعة الادوية	2016
-1100000	0.1700	123054	0.0073	0.2526	0.5018	صناعة	GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	2016
560000000	1.4020	39000000	20.2189	0.9648	0.0581	صناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	2016
12204	0.0840	1600000	0.0283	0.1548	0.1002	صناعة	ELECTRODE	مصنع الشرق للألكتروود	2016
-1500000	-0.0450	7000000	-0.0094	0.0003	0.4426	صناعة	JCC	سجائر القدس	2016
1600000	0.1760	32000000	0.0576	1.6984	0.2399	صناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2016
-225252	0.0465	5100000	0.0140	8.3929	0.5468	صناعة	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	2016
19943	0.6080	660000000	0.0784	-6.6230	0.4569	خدمات	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	2016

411579	0.1040	12000000	0.0286	6.9482	0.1435	خدمات	RSR	مصايف رام الله	2016
106982	0.0090	9400000	0.0108	0.8991	0.3894	خدمات	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	2016
-2100000	-0.0680	14000000	-0.0460	-0.0002	0.4559	خدمات	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	2016
594327	0.2350	120365	0.0974	0.5610	0.7334	صناعة	BJP	بيت جالا لصناعة الادوية	2017
-1500000	0.1200	120354	0.0015	-1.6935	0.4653	صناعة	GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	2017
3900000	1.7100	39000000	0.1480	0.5543	0.3349	صناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	2017
-29758	0.0450	2000000	0.0202	0.1349	0.0947	صناعة	ELECTRODE	مصنع الشرق للألكترود	2017
-186949	0.0400	9000000	0.0089	-0.0030	0.4858	صناعة	JCC	سجائر القدس	2017
4300000	0.3410	77000000	0.1000	2.4655	0.1986	صناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2017
1440	0.0670	4300000	0.0191	0.0796	0.5523	صناعة	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	2017
13659	0.5360	660000000	0.0762	2.5139	0.3889	خدمات	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	2017
-700490	0.1200	11000000	0.0329	0.9206	0.1353	خدمات	RSR	مصايف رام الله	2017
-10137	0.0026	637000	0.0028	1.6489	0.4525	خدمات	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	2017
ملحق (1-هـ) قيم المؤشرات المالية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019)									
الفترة الزمنية	اسم الشركة	رمز الشركة	قطاع العمل	الرفع المالي	الرفع التشغيلي	العائد على الأصول	القيمة السوقية المضافة	حصة السهم الواحد	القيمة الاقتصادية المضافة
2017	المؤسسة العربية للفنادق	AHC	خدمات	0.4867	-0.0014	-0.0543	9600000	-0.0770	-2100000

-318455	0.1100	123654	0.0498	-13.2767	0.2488	صناعة	BJP	بيت جالا لصناعة الادوية	2018
1600000	0.3100	120365	0.0528	-1.3536	0.4408	صناعة	GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	2018
3400000	1.5960	5200000	0.1286	0.0781	0.3168	صناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	2018
-4173	0.0800	1500000	0.0289	0.1192	0.0914	صناعة	ELECTRODE	مصنع الشرق للألكتروود	2018
-1200000	0.0040	8500000	0.0003	-1.0812	0.5633	صناعة	JCC	سجائر القدس	2018
4000000	0.3400	59000000	0.0950	-0.3093	0.1849	صناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2018
607828	0.0826	5800000	0.0560	-0.0216	0.5619	صناعة	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	2018
7756	0.5100	570000000	0.0782	0.7224	0.4370	خدمات	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	2018
339099	0.0870	6800000	0.0240	0.6857	0.1057	خدمات	RSR	مصايف رام الله	2018
-51944	0.0031	182000	0.0034	0.4486	0.4835	خدمات	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	2018
456631	0.0580	56000000	0.0414	-0.8157	0.5206	خدمات	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	2018
140000000	0.1950	123065	0.0822	155.3990	0.0027	صناعة	BJP	بيت جالا لصناعة الادوية	2019
126038	0.1900	123054	0.0301	3.3291	0.4245	صناعة	GSC	دار الشفاء لصناعة الادوية	2019
3700000	1.6360	520000	0.1283	12.7040	0.2409	صناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	2019
-124192	0.0310	1500000	-0.0018	0.2528	0.1325	صناعة	ELECTRODE	مصنع الشرق للألكتروود	2019
-290932	0.0180	8700000	0.0033	0.0205	0.5544	صناعة	JCC	سجائر القدس	2019
3000000	0.2970	50000000	0.0708	0.5129	0.2266	صناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	2019
-270805	0.0611	8400000	0.0144	-0.0338	0.6038	صناعة	NAPCO	الوطنية لصناعة الألمنيوم	2019
2081	0.4860	540000000	0.0727	4.0495	0.4376	خدمات	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	2019
295956	0.0770	12000000	0.0213	1.0533	0.1017	خدمات	RSR	مصايف رام الله	2019

85851	0.0100	481000	0.0096	1.2399	0.5410	خدمات	WASSEL	السلطانية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	2019
-1900000	-0.0640	10000000	-0.3960	0.2808	0.4872	خدمات	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	2019

الرقم	اسم الدراسة	اهداف الدراسة	اداة الدراسة	متغيرات الدراسة	نتائج الدراسة
1	دراسة (الشهراني,20 20)	تحديد أثر الرفع التشغيلي على الربحية	التقارير المالية	المتغير المستقل: الرفع التشغيلي المتغير التابع: الربحية	1- هناك أثر للرفع التشغيلي على الربحية
2	دراسة (عليوي ،2019)	تحديد أثر الرفع المالي على الاداء المالي	التقارير المالية.	المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: الاداء المالي	1- هناك أثر للرفع المالي على الاداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية .
3	دراسة (بشرى ، رمزي ، 2019)	دراسة اهمية المؤشرات المالية في تقييم الاداء المالي للشركة	التقارير المالية.	المتغير المستقل: المؤشرات المالية المتغير التابع: الاداء المالي.	1- ان هناك اهمية كبيرة للمؤشرات المالية في تقييم الاداء المالي للشركة .
4	دراسة (زياد , كوكش ، 2019)	اختبار أثر الرفع المالي على عوائد الشركة وعلى مخاطرها .	التقارير المالية.	المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: عوائد الشركة ومخاطرها .	1- يوجد أثر للرفع المالي على عوائد الشركة ، الا انه في المقابل لا يوجد أثر للرفع المالي على مخاطر الشركة .

<p>1- وجود أثر إيجابي لمتغير هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين مقاساً بمعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق المساهمين والقيمة السوقية.</p>	<p>المتغير المستقل: هيكل الملكية المتغير التابع: الأداء المالي</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>أثر هيكل الملكية على الأداء المالي</p>	<p>دراسة (مسمح 2018)</p>	<p>5</p>
<p>1- وجود اثر إيجابي للرفع المالي على الربحية مقاسة بكل من معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وفي المقابل يوجد اثر سلبي للرفع المالي على السيولة مقاسة بكل من معدل التداول ومعدل التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية.</p>	<p>المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: الربحية والسيولة</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>أثر الرفع المالي على الربحية والسيولة</p>	<p>دراسة (العلي 2018،</p>	<p>6</p>

<p>1- هناك علاقة موجبة بين الرفع المالي وريحية السهم الواحد. 2- ارتفاع نسبة الرفع المالي تزيد من المخاطر المالية.</p>	<p>المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: ريحية السهم.</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>اختبار العلاقة بين ربحية السهم والرفع المالي، هذا جانب تحديد أثر الرفع المالي على المخاطر التي تواجهها الشركات</p>	<p>دراسة (عبد الكاظم، الصبيحي، 2018)</p>	<p>7</p>
<p>1- ان يمكن الاعتماد على المؤشرات المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة كمعيار لتقييم اداء الشركة.</p>	<p>المتغير المستقل: المؤشرات المالية المتغير التابع: تقييم الاداء المالي</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>تحديد مدى امكانية الاعتماد على المؤشرات المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة كمعيار لتقييم الاداء المالي للشركة</p>	<p>دراسة (الهوراني، 2018)</p>	<p>8</p>
<p>1- وجود اثر للرفع المالي على السيولة والربحية بشكل طردي .</p>	<p>المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: السيولة والربحية</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>التعرف على أثر الرفع المالي على السيولة، بالإضافة الى قياس اثر الرفع المالي على الربحية</p>	<p>دراسة (عبدالله، 2018)</p>	<p>9</p>

<p>1- هناك أثر ايجابي لإنتاجية الشركة ونسبة توزيعات الارباح النقدية ومعدل نمو التدفقات النقدية التشغيلية على الاداء المالي.</p> <p>2- هناك أثر سلبي لحجم الشركة وعمر الشركة على ادائها المالي.</p>	<p>المتغير المستقل: العوامل المؤثرة المتغير التابع: الأداء المالي للشركة</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>التعرف على العوامل المؤثرة على الاداء المالي للشركات غير المالية</p>	<p>دراسة (الفار، 2018)</p>	<p>10</p>
<p>1- الاعتماد على الديون طويلة الاجل يزيد من العائد على الاصول.</p>	<p>المتغير المستقل: هيكل المديونية المتغير التابع: الاداء المالي</p>	<p>التقارير المالية</p>	<p>تحديد اثر هيكل المديونية على الاداء المالي</p>	<p>دراسة (ابو شمالة واخرون، 2017)</p>	<p>11</p>
<p>1- ان هناك اثر ايجابي للرفع التشغيلي مقاس بنمو الاصول على اداء الشركة المقاس بمعدل القوة الايرادية ، الا ان لا يوجد اثر للرفع التشغيلي المقاس من خلال نسبة الديون الى حقوق الملكية على اداء الشركة .</p>	<p>المتغير المستقل: الرفع التشغيلي المتغير التابع: الاداء المالي .</p>	<p>التقارير المالية</p>	<p>تحديد اثر الرفع التشغيلي على الاداء المالي للشركة</p>	<p>دراسة (بن سليم ، 2016)</p>	<p>12</p>

13	دراسة (الوادية، 2016)	اختبار العلاقة بين الرفعالمالية واسعار الأسهم	التقارير المالية	المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: اسعار الاسهم	1- وجود علاقة ايجابية بين الرفع المالي واسعار الاسهم.
14	دراسة (همسي، بالغربي، 2015)	التعرف على اثر الرفع المالي على العائد على السهم، بالإضافة الى اثره على المخاطر	التقارير المالية.	المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: العائد على السهم والمخاطر.	1- وجود علاقة طردية قوية بين الرفع المالي وربحية السهم. 2- وجود علاقة طردية بين الرفع المالي ومخاطر السهم .
الدراسات الاجنبية:					
1	دراسة (ALI،2020)	التعرف على تأثير الرفع المالي والرفع التشغيلي والرفع المالي المشترك على الاداء المالي للشركة	التقارير المالية.	المتغير المستقل: الرفع المالي الرفع التشغيلي المتغير التابع: الاداء المالي للشركة	1- لا يوجد تأثير كبير للرفع المالي والرفع المالي المشترك على الاداء المالي للشركة. 2- هناك أثر سلبي كبير للرافعة التشغيلية على الاداء المالي للشركة المقاس من خلال العائد على الأصول .

<p>1- هناك تأثير كبير للرفع المالي والرفع التشغيلي على اداء الشركة.</p> <p>2- هناك ارتباط كبير بين الرفع المالي والرفع التشغيلي والمخاطر التي تواجهها الشركة.</p>	<p>المتغير المستقل: الرفع المالي والرفع التشغيلي المتغير التابع: الاداء المالي والمخاطر.</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>التعرف على تأثير الرفع المالي والرفع التشغيلي على اداء الشركة، بالإضافة الى التعرف على العلاقة بين الرفع المالي والرفع التشغيلي والمخاطر التي تواجهها الشركة</p>	<p>دراسة (Laghari، 2019)</p>	<p>2</p>
<p>1- ان الديون القصيرة الاجل والديون الطويلة الاجل ليس لها تأثير كبير على الاداء المالي للشركة.</p> <p>2- ان نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية لها تأثير سلبي على الاداء المالي للشركة.</p>	<p>المتغير المستقل: الديون القصيرة والطويلة الاجل واجمالي الديون المتغير التابع: الاداء المالي للشركة.</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>تحديد تأثير الديون القصيرة الاجل، والطويلة الاجل ، واجمالي الديون الى حقوق الملكية على الاداء المالي للشركة</p>	<p>دراسة (Abu-Bakr، 2019،</p>	<p>3</p>

4	دراسة ( Dye et al ، 2018)	تحديد أثر الرفع المالي على العائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم	التقارير المالية.	المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: العائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم	1- هناك تأثير سلبي للرفع المالي على العائد على الاصول. 2- هناك تأثير ايجابي للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية. 3- لا يوجد هناك تأثير للرفع المالي على العائد على السهم.
5	دراسة، (2017 Masavi)	تحديد تأثير زيادة نسبة الدين في هيكل رأس المال على الاداء المالي.	التقارير المالية.	المتغير المستقل: نسبة الدين في هيكل رأس المال المتغير التابع: الاداء المالي.	1- أن الزيادة في نسبة الدين في هيكل رأس مال الشركة سيؤدي إلى تحسين في الأداء المالي.
6	دراسة (Paul، 2017)	التعرف على تأثير الرفع المالي على الاداء المالي للشركة	التقارير المالية.	المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: الاداء المالي	1- هناك تأثير كبير للرفع المالي على الاداء المالي للشركة
7	دراسة (Evgeny، 2017)	دراسة العلاقة بين الرفع المالي واداء الشركة من ناحية تنظيم اعمال الادارة وتكاليف الوكالة للديون	التقارير المالية.	المتغير المستقل: الرفع المالي المتغير التابع: اداء الشركة.	1- للرفع المالي أثر ايجابي على اداء الشركة نظرا لأهميته في تنظيم الادارة. 2- الاثر الايجابي للرفع المالي على اداء الشركة من ناحية تخفيض تكاليف الوكالة للديون.

<p>1- هناك تأثير ايجابي للرفع المالي والرفع التشغيلي على اداء الشركة.</p>	<p>المتغير المستقل: الرفع المالي والرفع التشغيلي المتغير التابع: الاداء المالي للشركة.</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>دراسة تأثير الرفع المالي والرفع التشغيلي على اداء القطاع المالي</p>	<p>دراسة (Muruge)، (2016)</p>	<p>8</p>
<p>1- ان هناك اثر سلبي لنسبة الدين على الاداء المالي للشركة ، الا ان هناك اثر ايجابي لنسبة تغطية الفائدة على الاداء المالي للشركة .</p>	<p>المتغيرات المستقلة نسبة الدين ونسبة تغطية الفائدة، اما المتغير التابع هو الاداء المالي للشركة .</p>	<p>التقارير المالية</p>	<p>تحديد اثر نسبة الدين ونسبة تغطية الفائدة على الاداء المالي للشركة</p>	<p>دراسة (innocent)، (2017)</p>	<p>9</p>
<p>2- هناك تأثير سلبي لدرجة الرفع التشغيلية والرفع المالي على الاداء المالي للشركة. 3- كلما زادت درجة الرفع التشغيلي والرفع المالي زادت المخاطر التي تواجهها الشركة.</p>	<p>المتغير المستقل: الرفع التشغيلية والرفع المالي. الاداء المالي.</p>	<p>التقارير المالية.</p>	<p>تحديد مدى تأثير درجة الرفع التشغيلي والرفع المالي والمخاطر المرتبطة بها على الاداء المالي للشركة</p>	<p>دراسة (Abid &amp; Mseddi)، (2015)</p>	<p>10</p>

قائمة اختصارات الدراسة

Return on assets	ROA
Earnings Per share	EPS
Market value add	MVA
Economic value add	EVA
Financial leverage	FL
Operating leverage	OP

## فهرس الجداول

37	جدول (1.2) الشركات الصناعية والخدماتية ورأس المال.....
55	جدول (1.3) التوزيع النسبي لعينة الدراسة على القطاعات.....
55	جدول (2.3) الشركات التي شملتها الدراسة.....
71	جدول (3.3) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والقيم المتطرفة لمتغيرات الدراسة.....
73	جدول (1.4) نتائج اختبار Levin-Lin-Chu (LLC) لاستقرارية بيانات الدراسة.....
74	جدول (2.4) اختبار الارتباط الذاتي في نماذج الدراسة.....
75	جدول (3.4) اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي في نماذج الدراسة.....
76	جدول (4.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الاصول.....
77	جدول (5.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة.....
78	جدول (6.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة.....
79	جدول (7.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال حصة السهم الواحد.....
81	جدول (8.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الاصول....
82	جدول (9.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة.....
83	جدول (10.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة السوقية المضافة.....
84	جدول (11.4) نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر الرفع التشغيلي على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال حصة السهم الواحد.....

56	الشكل (3. 1) متوسط نسبة الرفع المالي خلال الفترة (2010-2019).....
57	الشكل (3. 2) متوسط نسبة الرفع التشغيلي خلال الفترة (2010-2019).....
58	الشكل (3. 3) متوسط نسبة العائد على الأصول خلال الفترة (2010-2019).....
61	الشكل (3. 4) متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019).....
61	الشكل (3. 5) متوسط القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة (2010-2019) لعينة الدراسة تبعا لنوع القطاع
63	الشكل (3. 6) متوسط القيمة السوقية المضافة لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019).....
64	الشكل (3. 7) متوسط حصة السهم الواحد لعينة الدراسة خلال الفترة (2010-2019).....
65	الشكل (3. 8) نموذج الدراسة.....

## فهرس المحتويات

د ---- الأهداء

أ ---- الإقرار

ب ---- الشكر والتقدير

المصطلحات الإجرائية للدراسة: ---- خطأ! الإشارة المرجعية غير معرّفة.

ت ---- الملخص

ث ---- **ABSTRACT:**

2 ---- **الفصل الأول**

2 ---- الإطار العام للدراسة

2 ---- 1.1 المقدمة

3 ---- 2.1 مشكلة الدراسة واستئلتها:

4 ---- 3.1 اهداف الدراسة:

5 ---- 4.1 أهمية الدراسة:

6 ---- 5.1 حدود الدراسة:

6 ---- 6.1 معيقات الدراسة:

7 ---- **الفصل الثاني**

---

7 ----

7 ---- الإطار النظري والدراسات السابقة

7 ---- 1.2 المحور الأول: الهيكل المالي

7 ---- 1.1.2 مقدمة:

8 ---- 2.1.2 مفهوم الهيكل المالي:

9 ---- 3.1.2 مصادر الهيكل المالي:

13 ---- 4.1.2 الهيكل المالي الأمثل:

14 ---- 2.2 المحور الثاني: الرفع المالي

15 ---- 1.2.2 الإطار المفاهيمي للرفع المالي

16 ---- 2.2.2 إيجابيات وسلبيات الرفع المالي

17	3.2.2 نسب الرفع المالي:
18	4.2.2 مخاطر الرفع المالي:
19	3.2 المحور الثالث: الرفع التشغيلي
19	1.3.2 مفهوم الرفع التشغيلي:
20	2.3.2 استخدامات الرفع التشغيلي:
20	3.3.2 أهمية الرفع التشغيلي:
21	4.3.2 سلوك الرفع التشغيلي:
21	5.3.2 قياس درجات الرفع التشغيلي:
21	6.3.2 مزايا الرفع التشغيلي:
22	7.3.2 مخاطر الرفع التشغيلي:
22	4.2 المحور الرابع: الأداء المالي
22	1.4.2 تعريف الاداء:
24	2.4.2 اهمية الاداء المالي:
24	3.4.2 العوامل المؤثرة في الاداء المالي:
27	5.4.2 تقييم الأداء المالي:
27	6.4.2 أهمية تقييم الأداء المالي:
28	7.4.2 تقييم الاداء المالي باستخدام المؤشرات المالية:
31	8.4.2 النسب المالية المستخدمة وفق الدراسة لتقييم الاداء
35	5.2 المحور الخامس:
35	1.5.2 العلاقة بين الهيكل المالي للشركة والرفع المالي:
35	2.5.2 العلاقة بين درجة الرفع المالي والأداء المالي للشركة:
36	3.5.2 العلاقة بين درجة الرفع التشغيلي والاداء المالي للشركة:
37	6.2 المحور السادس:
37	1.6.2 واقع الاقتصاد الفلسطيني
40	ثانيا: الدراسات السابقة
40	2.2 الدراسات باللغة العربية:
46	3.2 الدراسات باللغة الأجنبية:
51	4.2 محاور الدراسات السابقة:
53	5.2 ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة:

## 54 الفصل الثالث

54	الإجراءات والمنهجية
54	1.3 منهج الدراسة
54	2.3 مجتمع الدراسة
54	3.3 عينة الدراسة

56	4.3 متغيرات الدراسة قياسها وسلوكها
64	5.3 فرضيات الدراسة
66	6.3 نموذج الدراسة
67	7.3 الأساليب الإحصائية وطرق جمع البيانات
70	8.3 اختبار التوزيع الطبيعي والقيم المتطرفة (Normal Distribution & Test Outliers Value)

## 72----- الفصل الرابع

72	تحليل البيانات وعرض نتائج الدراسة
72	1.4 صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي
72	1.1.4 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (Stationarity test)
73	2.1.4 اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)
74	3.1.4 اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي (Heteroskedasticity Test)
75	2.4 اختبار فرضيات الدراسة
75	1.2.4 اختبار فرضية الدراسة الرئيسية الأولى
80	2.2.4 اختبار فرضية الدراسة الرئيسية الثانية
84	4.4 ملخص النتائج ومقارنتها مع الدراسات السابقة

## 87----- الفصل الخامس

87	الاستنتاجات والتوصيات
87	1.5 استنتاجات الدراسة:
88	2.5 التوصيات:

## 89----- المراجع:

89	1-المراجع العربية
93	2_المراجع الأجنبية:

## 95----- الملاحق