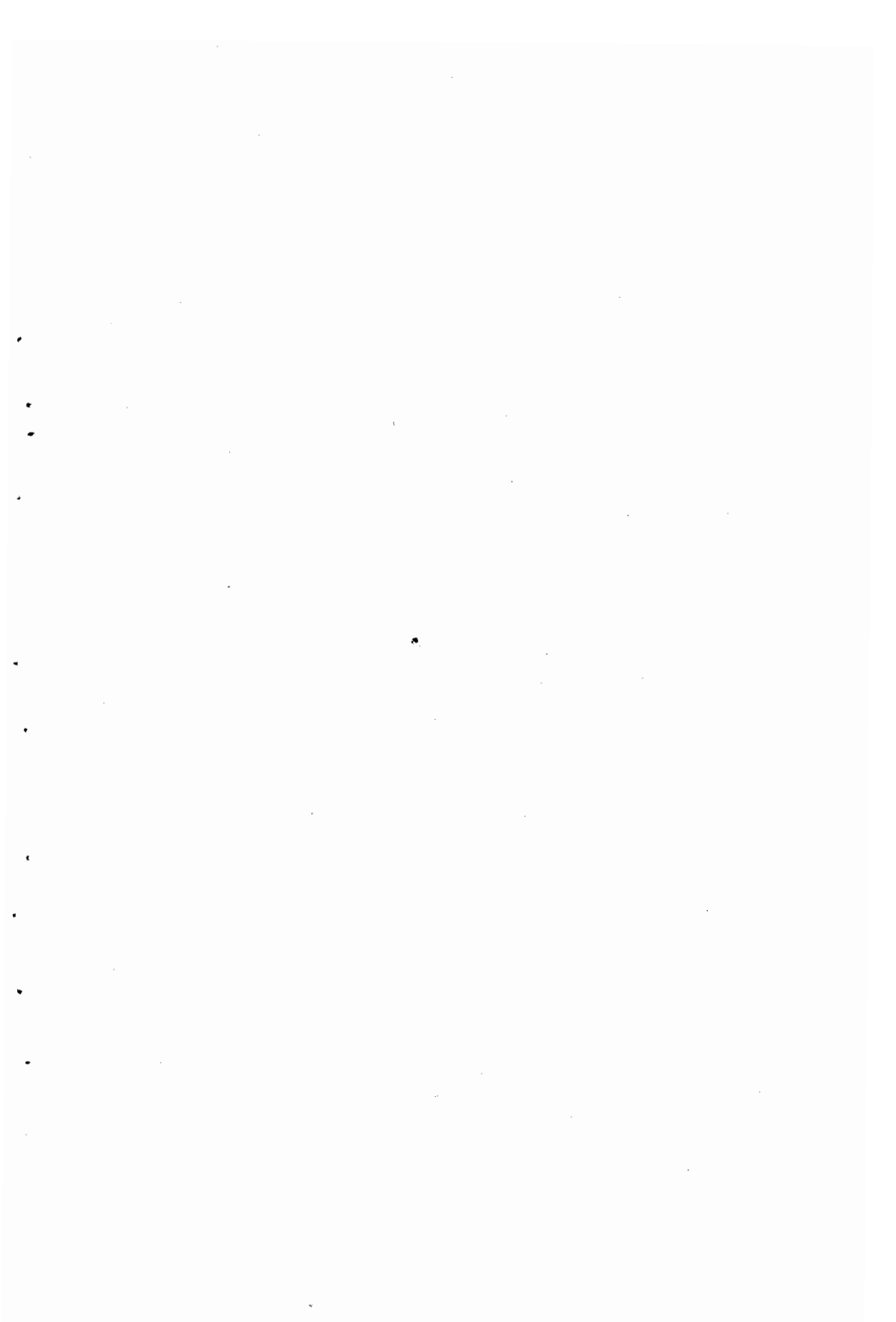


التداعيات المحاسبية لتباين الهياكل المالية والتشغيلية  
على الأداء المالي لأسهم الشركات واستقرارها  
خلال فترة الأزمة المالية العالمية  
دراسة ميدانية

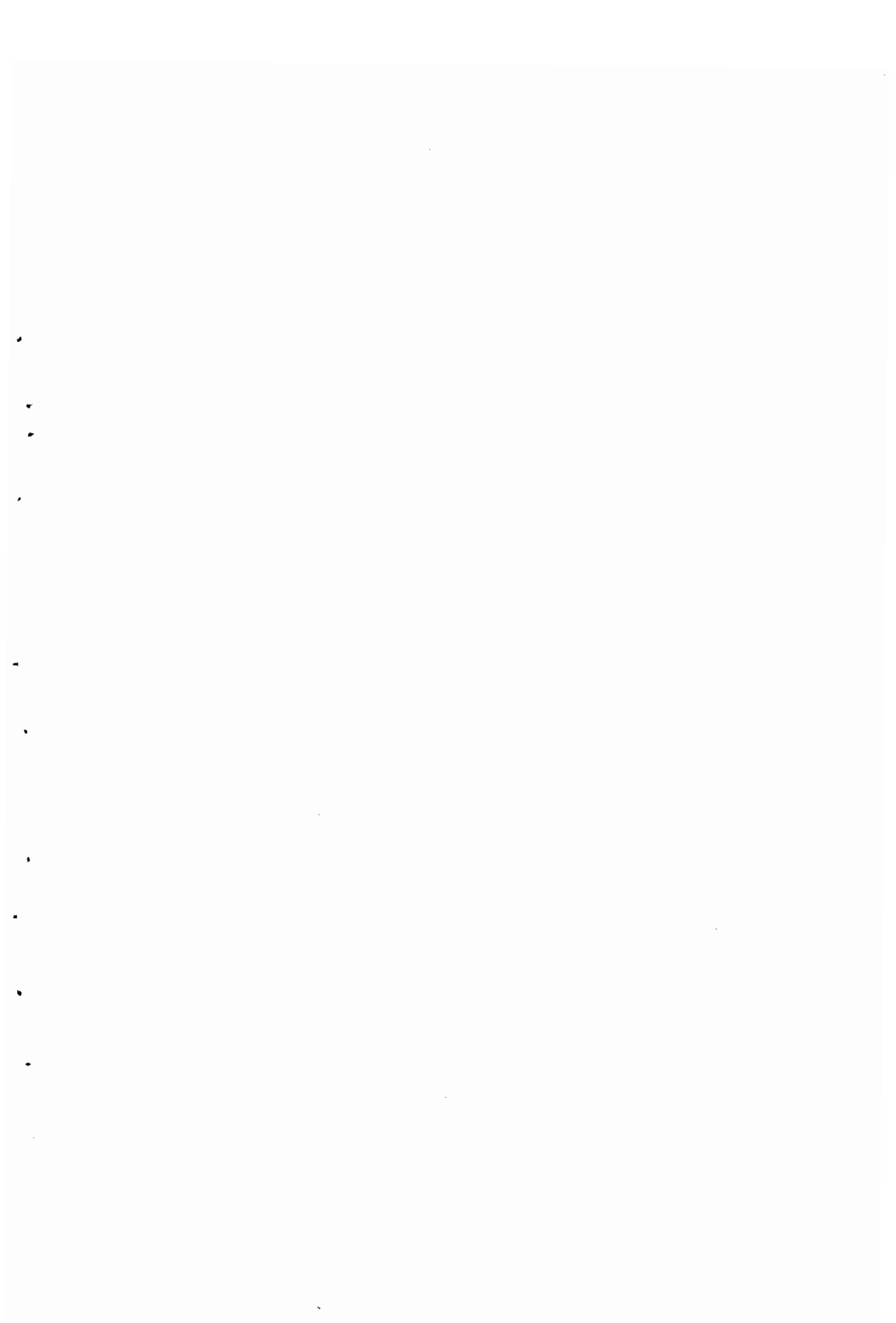
دكتور / أحمد سعيد قطب حسانين  
أستاذ المحاسبة المساعد  
كلية التجارة - جامعة طنطا



التداعيات المحاسبية لتباين الهياكل المالية والتشغيلية  
على الأداء المالي لأسهم الشركات واستقرارها  
خلال فترة الأزمة المالية العالمية  
دراسة ميدانية

ملخص البحث

بدأ الاهتمام في الآونة الأخيرة في ظل المنافسة العالمية بالأخذ بمفاهيم عديدة أثرت على الشركات في جوانبها المحاسبية والإدارية والتمويلية. فقد بدأت الكثير من الشركات التي في سبيلها للتوسع والمنافسة إلى الدخول في اتفاقات للتمويل سواء بالاقتراض أو التمويل خارج الميزانية، كما أخذت الكثير من الشركات التي في سبيلها للتوسع والمنافسة بأساليب التصنيع الحديثة التي تعتمد على التكنولوجيا المتقدمة مما أثر على هيكل التكلفة ومن ثم الهيكل التشغيلي لتلك الشركات. وقد ترتب على كل ما سبق أثر على الهياكل المالية والتشغيلية لتلك الشركات وزاد من درجة المخاطرة التي تتعرض لها. وقد ظهر أثر الخلط في الهياكل المالية والتشغيلية للعديد من الشركات خلال فترة الأزمة المالية التي ضربت معظم إن لم يكن جميع الأسواق المالية ومن ثم أسهم الشركات التي تتداول أسهمها في تلك الأسواق. ويعد المزج بين الفكر التمويلي والفكر المحاسبي في تشخيص تداعيات الأزمة المالية الأخيرة ومحاولة تلافي آثارها مستقبلا من القضايا التي تشغل فكر الكثير من الباحثين في بيئات مختلفة. تستقصى هذه الدراسة أثر الاختلافات في الهياكل المالية والتشغيلية للشركات على أدائها المالي في السوق المالية بصورة عامة وأثناء فترات الأزمات المالية كما حدث مؤخرا بصورة خاصة. وتحاول الدراسة الوصول إلى دليل ميداني حول إيجابية أو سلبية الفروض بأن الاختلافات في الهياكل المالية والتشغيلية كانت له تداعياته على الأداء المالي لأسهم الشركات واستقرارها في سوق الأوراق المالية وذلك من واقع السوق السعودي.



**The Accounting Consequences of the Differences of  
Operating and Financing Structures  
and their Impact on the Financial Performance  
of Companies' Shares and their Stability  
During the Worldwide Financial Crisis:  
An Empirical Study**

**ABSTRACT:** There has been a great concern during the last years regarding the adoption of some concepts and policies that have an impact on the companies' accounting, managerial and financing structures. In addition, the companies have a great desire to approach the various sources of finance such as borrowing and off-balance sheet financing. Also, the companies for the purpose of expansion and competition, have adopted new manufacturing techniques.

Based on the above, the operating and financial structures of such companies have been greatly affected and the degree of risk has increased. It is worthwhile to mention that the recent worldwide financial crisis has a great influence on the companies' shares prices. This study aims at investigating the impact of the differences among the companies' operating and financing structures on their financial performance in the capital markets in general and during the periods of the financial crisis in particular. So, this study is an attempt to reach empirical evidence as regards the impact of the differences among the companies' operating and financing structures. Such differences have an impact on the financial performance of the companies' shares and their stability. Finally, this study is an empirical study on the Saudi capital market.

## القسم الأول: مشكلة ومنهجية البحث

### ١-١ خلفية نظرية

اهتزت أسواق المال بدءاً من عام ٢٠٠٧م بأزمة مالية عصفت بتلك الأسواق على مستوى العالم مهددة العالم بأسره في الوقوع في فترة كساد لم تشهدها منذ فترة الكساد التي وقعت عام ١٩٢٨م. وكان من بين الأسباب الرئيسية لذلك وجود خلل في الهياكل المالية والتشغيلية للكثير من الشركات، مما عظم الاعتقاد بأهمية الوصول بهياكل مالية وتشغيلية مثلي باعتبار ذلك يمثل جداراً للحماية من مثل تلك الأزمات (Ball 2009- Blankfein 2009).

ويرتبط الهيكل المالي للشركة ارتباطاً مباشراً بقائمة المركز المالي، والتي يمكن تحليلها من وجهات نظر متعددة. فقد يتم النظر إليها من جانب المصادر فقط، أو قد يتم النظر إليها من جانب الاستخدامات فقط، أو قد يتم النظر إليها من وجهتي النظر معاً. ولأغراض هذه الدراسة فسوف يستخدم مفهوم الهيكل المالي Financial Structure ليشير إلى الطريقة التي يتم بها تمويل أصول الشركة، والتي هي عبارة عن مجموعة من المصادر التمويلية والمتمثلة في أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء من المساهمين أو من المقرضين، وأيضاً استخدامات هذه الأموال والمتمثلة في شكل استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها مع بقاء جزء من هذه المصادر في شكل أصول سائلة. أما مصطلح الهيكل التمويلي Financing Structure أو هيكل رأس المال Capital Structure فيشير إلى جانب المصادر فقط من الهيكل المالي. فهو عبارة عن التمويل الدائم للشركة والمتمثل في الأسهم العادية والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل فقط. وبناءً على ذلك فإن هيكل التمويل يعد جزءاً من الهيكل المالي. (الهوري ١٩٨٥ - Bharath et al 2009 - Matsa 2010).

كما يستخدم مفهوم الهيكل التشغيلي ليشير إلى درجة استخدام التكاليف الثابتة للشركة في تحقيق الأرباح، وهو يستخدم لكي يعكس كفاءة الشركة في استخدام التكاليف الثابتة لتحقيق الأرباح (Garcia & Jorgensen 2010- Gole 1984).

وتختلف الهياكل المالية بين الشركات حسب فلسفات الإدارة وتكلفة الحصول على مصادر التمويل بالإضافة إلي اعتبارات توافر السيولة ومصادر الاستثمارات البديلة المتاحة أمام مقدمي الأموال. وتلعب المعلومات عن الهياكل المالية جنباً إلى جنب مع المعلومات الأخرى الدور الأساسي في صناعة أي سوق مالي. وتمثل حاجة الشركة للأموال دالة لكمية المعلومات المفصح عنها حيث أوضح Watts and Zimmerman 1986 أن الشركات الكبيرة يكون لديها حاجة دائمة إلي التوسع ومن ثم تتطلب مزيداً من الأموال سواء في شكل أسهم جديدة أو سندات مصدرة. ولهذا فإنها تحاول أن تفصح عن المزيد من المعلومات التي تمكنها في النهاية من الحصول على تلك الأموال من السوق بأفضل الشروط وأقل تكلفة ممكنة (Drees and Eckwert 2000 – Mandelker and Ghon 1984 – Michael et al 1994). وتعمل إدارة المنشآت من خلال آليات الحوكمة التي باتت من الأساسيات لكل التنظيمات على تحقيق كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة السهمية Maximizing Shareholders Value وتدعيم مركزها التنافسي في السوق، بما يمكنها من جذب مصادر تمويل مختلفة للتوسع والنمو تجعلها قادرة على خلق فرص تشغيلية جديدة. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى تخدم المؤشرات عن الهيكل المالي عملية الاستثمار في سوق الأوراق المالية بشكل مباشر حيث توفر أساساً لمقارنة أسهم الشركات بغرض المعاضلة بينها.

وعلى الرغم من الأدلة التي قدمتها البحوث التي تناولت دور المعلومات المحاسبية التي تظهر بالقوائم المالية المنشورة، إلا أن هذه الدراسات ذاتها أظهرت أن المقدرة التفسيرية للربح المحاسبي بالنسبة للتغيرات في العائد السوقي Market Return منخفضة جداً ( أظهرت بعض الدراسات في البيئة الأمريكية أن المقدرة التفسيرية ( $R^2$ ) للمعلومات المالية في تفسير التغيرات في العائد السوقي في المتوسط في حدود ١٠%، وفي البيئة الإنجليزية في المتوسط في حدود ١٥% – Ou 1990 Amir & Lev 1996 ). ويمكن القول بأن هذا الانخفاض في المقدرة التفسيرية للمعلومات المالية يمكن إرجاعه إلى عدة أسباب من بينها الممارسات الخاصة بالإدارة عند اختيارها للطرق التي يتم بها تمويل أنشطتها التشغيلية والاستثمارية، وتأثير ذلك

على علاقة المعلومات المالية بمؤشرات القيمة الاقتصادية للأسهم متمثلة في أسعار  
وعوائد هذه الأسهم (Bowman 1995 – Safieddine and Titman 1999).

وتحاول هذه الدراسة البحث عن العوامل والمتغيرات الأخرى بخلاف الربحية  
التي تم تناولها في كثير من الدراسات والتي تقدم تفسيراً مكملاً وإضافياً للتغيرات في  
العائد السوقي للأسهم ، ومن أمثلة هذه المتغيرات ما يطلق عليه متغيرات الهيكل  
المالي، وأيضاً معلومات الهيكل التشغيلي للمنشأة. وبعبارة أخرى فإن هذه الدراسة  
تحاول الإجابة على تساؤلات معينة هي:

١. هل تؤثر المعلومات المحاسبية المرتبطة بالهيكل التمويلي على قرارات  
المستثمرين داخل سوق رأس المال؟

٢. هل تؤثر المعلومات المحاسبية المرتبطة بالهيكل المالي على قرارات المستثمرين  
داخل سوق رأس المال؟

٣. هل تؤثر المعلومات المحاسبية المرتبطة بالتوازن بين الهيكل المالي والهيكل  
التمويلي على قرارات المستثمرين داخل سوق رأس المال؟

٤. هل تؤثر المعلومات المحاسبية المرتبطة بالهيكل التشغيلي على قرارات  
المستثمرين داخل سوق رأس المال؟

٥. هل تحظى المعلومات السابقة بنفس الأهمية التي تحظى بها معلومات الربحية لدى  
المستثمرين حال اتخاذهم لقراراتهم داخل سوق رأس المال؟

من هنا تكمن مشكلة الدراسة الأساسية في محاولة التعرف على مدى تأثير تباين  
كل من الهياكل المالية والهياكل التشغيلية للشركات على الأداء المالي للأسهم تلك  
الشركات واستقرارها في سوق الأوراق المالية بصفة عامة وسوق الأسهم السعودية  
بصفة خاصة وذلك خلال فترة الأزمة المالية العالمية، حيث تمثل هذه الدراسة محاولة  
نحو إحداث نوع من التكامل بين الدراسات المحاسبية والدراسات التمويلية بغرض  
التعرف على العوامل المؤثرة في استقرار الأداء المالي للشركات وبما يجنبها المخاطر  
التي قد تصل إلي حد الإفلاس خلال فترات الأزمات المالية.



## ٢-١ أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة الإجابة على تساؤل أساسي وهو هل يمكن أن تؤثر الاختلافات في الهياكل المالية والتمويلية للشركات على أدائها المالي في السوق خاصة أثناء فترات الأزمات المالية كما حدث مؤخرا. وتحاول الدراسة أن تقدم إجابة عن هذا التساؤل من واقع أداء الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودية.

ومن ثم يتمثل الهدف العام لهذا البحث في بناء نموذج كمي لتشخيص العلاقة بين الأداء المالي للشركات في السوق وكل من هيكلها المالي والتشغيلي. وبصورة أكثر تحديدا يمكن تقسيم هذا الهدف العام في شكل أهداف تفصيلية على النحو التالي:

١. مناقشة أثر الاختلافات في الهياكل المالية والتشغيلية للشركات على أدائها

المالي في السوق خاصة أثناء فترات الأزمات المالية.

٢. بناء نموذج كمي للعلاقة بين الأداء المالي للشركات في السوق وكل من

هيكلها المالي والتشغيلي.

٣. اختبار العلاقة بين الهياكل المالية والتشغيلية للشركات والأداء المالي لها

في أحد أسواق الأوراق المالية الإقليمية النشطة وهو سوق الأسهم

السعودية.

## ٣-١ أهمية البحث

تأتي أهمية هذه الدراسة كنتيجة لمجموعة من الأسباب من أهمها:

١. الاتجاه المتزايد لدى الكثير من المنشآت والمؤسسات بكافة أنواعها سواء على

المستوى الدولي أو الإقليمي أو المحلي إلى تنويع مصادر التمويل، والتعديل

في هيكلها المالية بهدف توسيع نطاق أنشطتها ومواجهة عوامل المنافسة من

خلال التوسع في الطاقات، كمحاولة لتلافي حدوث مشاكل قد تؤدي إلى

حدوث انهيارات كما حدث لكثير من الشركات العملاقة في بيئات أخرى .

٢. اهتزاز الأسواق المالية في كل دول العالم وتأثرها بتداعيات الأزمة المالية.

٣. يؤكد أهمية موضوع الدراسة ذلك الاتجاه والتنامي المتزايد في الدراسات التطبيقية لنواحي التمويل والوصول إلي الهيكل المالي الأمثل في ظل ارتفاع تكلفة الأموال سواء المملوكة أو المقترضة.

٤. ظهور وسائل تمويل حديثة في شكل مشتقات مالية تغري الشركات على التوسع في استخدامها وما يترتب علي ذلك من مخاطر لتلك الشركات.

#### ٤-١ منهج البحث

تحقيقاً لأهداف البحث السابقة ووصولاً لأفضل الأساليب والطرق للكشف عن تأثير الهياكل المالية والتمويلية على استقرار الشركات في سوق الأسهم كمعالجة لمشكلة البحث، فإن الباحث سوف يعتمد على المنهج الإيجابي Positive Approach حيث أنه يعد أكثر المناهج ملائمة لأهداف الدراسة. حيث سيتم توصيف العلاقات القائمة بين الهياكل المالية والتشغيلية للشركات محل الدراسة الميدانية ومن ثم يمكن تعميم نتائج الدراسة الميدانية بما يساعد في توجيه الأداء المالي لأسهم الشركات في السوق وبما يحقق لها الاستقرار المالي أثناء فترة الأزمة المالية.

#### ٥-١ حدود البحث

تناول البحث الآثار المترتبة على اختلاف الهياكل المالية والتشغيلية للشركات من وجهة نظر محاسبية مع التركيز في الجانب الميداني على البيئة السعودية. ويرى الباحث أن هذا البحث يعد من قبيل البحوث القابلة للتعميم في نتائجها بين البيئات المختلفة حيث لا تؤثر الاختلافات البيئية على طبيعة الاستنتاجات المتحصل عليها من الدراسة الميدانية ومن ثم يمكن تعميم نتائج الدراسة الميدانية، ومع ذلك فإن الباحث يود أن يضع محدداً في هذا الصدد وهو أن نتائج الدراسة الميدانية مستخلصة من واقع البيئة السعودية وللتحقق من مدى إمكانية تعميمها يمكن أن تتم عملية الاختبار الميداني في دراسات أخرى في بيئات متعددة.

## ٦-١ خطة البحث

ينتظم هذا البحث في ستة أجزاء رئيسية: الأول منها تناول طبيعة مشكلة البحث ومنهجيته. ويعرض الثاني بالدراسة والتحليل للدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث. ويتناول الثالث أثر اختلاف الهيكل المالية والتشغيلية للشركات على درجة استقرارها في سوق المال. ويعرض الرابع للنموذج المقترح لدراسة المشكلة البحثية. و يعرض الجزء الخامس للدراسة الميدانية. وأخيرا يعرض الجزء السادس لخلاصة ونتائج البحث.

### القسم الثاني: الدراسات السابقة

حظيت مؤشرات الأداء بأسواق المال باهتمام العديد من الباحثين والممارسين وطورت مع الزمن لتشمل ربطها بمؤشرات أداء ذات علاقة بالكفاءة العامة للسوق. فبعد الانتقادات لمؤشرات الربحية والنسب المحاسبية، قدمت أساليب أخرى أكثر كفاية ودلالة مثال ذلك معيار القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وان ظل الاهتمام الأكبر منصبا على معدلات الأداء المبنية على الأرباح وحركات الأسعار وحجم التعاملات (Garvey and Milbourn, 2000).

وعلى الرغم من محاولة الباحث الحصول على دراسات سابقة تتناول بصورة مباشرة العلاقة بين متغيرات الدراسة، فقد لاحظ الباحث وجود ندرة عالية في تلك الدراسات ومن ثم لجأ الباحث ومن خلال البحث المرجعي إلي تقصي الدراسات السابقة التي تناولت تلك العلاقات في شكل علاقات جزئية مثل علاقة الرفع المالي أو الرفع التشغيلي مع الأداء الاقتصادي للشركات من ناحية، ومن ناحية أخرى علاقة الأداء الاقتصادي للشركات على أداء أسهمها في سوق الأوراق المالية بصورة عامة وفي فترات الأزمات المالية بصفة خاصة.

ففي دراستها عام ٢٠٠٢م قامت ثروة الأغبري بدراسة لنقصي أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمينية. حيث رأت أن تحليل

تكلفة الأموال وكذا الهيكل المالي يمثل ضرورة لتحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك. كما أكدت على أن استخدام الرافعة المالية هو رهن باستخدام أموال الغير وكذا زيادة الأموال المستثمرة والأموال الكلية. وقد رأت من دراستها أن زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة دون أن يكون هناك كفاءة في استخدامها مع وجود درجة رفع تشغيلي عال يعرض ملاك المنشأة للمخاطر خصوصا في حالة الركود الاقتصادي. ومن ثم قد يدفع هذا الوضع بالشركة إلى التعرض لمخاطر الإفلاس.

وفي دراسته عام ٢٠٠٨م أكد كل من Dimitrov & Jain على أن الأداء الاقتصادي للشركات لا يمكن قياسه بصورة مباشرة حيث يمكن أن يتم هذا القياس بمقاييس غير مباشرة مثل العوائد المحاسبية والتدفقات النقدية. ومع ذلك فإن تلك المقاييس للأداء تواجه العديد من الصعوبات والمشكلات عند تحديدها كمؤشرات للأداء الاقتصادي. وفي هذا الصدد فإن مؤشر الرفع المالي يمكن أن يزودنا بمعلومات إضافية عن الأداء الاقتصادي أبعد بكثير من تلك المعلومات التي توفرها مقاييس العوائد المحاسبية والتدفقات النقدية. وقد أوضحت الدراسة أن الرفع المالي يوفر قيمة أكثر ملاءمة عن العوائد المحاسبية. وكجزء من التحليل قدمت الدراسة دليلا ميدانيا على أن مقاييس التغيرات في الرفع المالي والنمو في حجم الأصول الثابتة تقدم معلومات إضافية عن الأداء الاقتصادي للشركات. وتوصلت الدراسة في النهاية إلى أن السوق يتأثر بالمعلومات المتاحة عن الرفع المالي بصورة زمنية منتظمة.

وقامت دراسة Faltham وآخرون عام ٢٠٠٧م باختبار مدى تأثير الرفع المالي على اختيارات الشركات بصدد شكل وتركيبه عناصر حق الملكية، حيث توصلت الدراسة إلى أن الرفع المالي يحفز الشركات نحو معدل جيد للأداء وتوفير معلومات عن هذا الأداء بدرجة عالية من الدقة. كما استخلصت الدراسة أن الشركات التي لديها أداء ضعيف يكون لديها الحافز لخفض درجة الدقة في القياس المحاسبي للأداء لكي تخفض من درجة المخاطر المرتبطة بالديون واكتشاف نواحي التحيز في القياس.

وفي دراستها ٢٠٠٨ قامت رهدان الدراعمه بتقديم دليل ميداني من البيئة الأردنية حول تأثير نمو الشركة، وحجمها، ودرجة الرفع المالي على المحتوى

وفي دراسته عام ٢٠٠١م قام شريف البراد بدراسة أثر اختلاف نشاط الشركات على طبيعة المتغيرات المحاسبية من حيث تأثيرها على الأداء المالي لأسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية. ولقد تم التطبيق على الشركات المسجلة في البورصة المصرية. وقد أجريت الدراسة على ثلاث قطاعات هي قطاع المقاولات والقطاع الصناعي والقطاع التجاري. وقد تم اختيار مجموعة من المتغيرات المحاسبية المستقلة المعبرة عن هيكل الأصول والتمويل، قياس الأداء، الربحية. وقد توصلت الدراسة إلي نتائج هامة من واقع السوق أهمها عدم وجود عوامل مشتركة بين القطاعات الثلاث للتأثير على سعر السهم في السوق ومع ذلك فقد توصلت الدراسة إلي وجود أثر للهيكل المالي ممثلاً في الرافعة المالية في القطاعات الثلاث.

ومن الدراسات الخاصة بمحاولة التعرف على المقدرة التفسيرية والمحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية كمؤشرات للأداء الاقتصادي للشركات وتقديم بدائل لدعمها، فإن هناك العديد من الدراسات التي تمت في هذا الصدد. ففي عام ١٩٩٠ قام Ou بتقديم الإثبات الميداني حول القدرة التنبؤية والمحتوى الإعلامي للمعلومات الإضافية بخلاف الربحية. وأوضحت الدراسة أن المعلومات الأخرى بخلاف معلومات العوائد لها محتوى تفسيري لاتجاهات العوائد المستقبلية والتي قد لا تنعكس في معلومات الربحية الحالية.

وفي دراسة إسماعيل (١٩٩١)، فقد حاول الباحث تحديد العلاقة بين بعض المؤشرات المحاسبية كمقاييس للأداء الاقتصادي وبين القيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية بالإسكندرية، وقد اعتمد الباحث على أسلوب الانحدار الخطي لاختبار العلاقة بين متوسط القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع، والقيمة الدفترية والعائد على السهم والمخاطر المالية (نسبة الديون إلى حقوق المساهمين)، كمتغيرات مستقلة، وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن القيمة الدفترية للسهم والعائد على السهم لهما تأثير على القيمة السوقية للسهم.

وفي دراسة عبد الله (١٩٩٥)، التي حاولت التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في السوق السعودي في ثلاث قطاعات، وهي قطاع الصناعة، وقطاع الاسمنت، وقطاع الخدمات، عن طريق دراسة المتغيرات التالية:

المعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية من خلال إحدى وثلاثون شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الأعوام ١٩٩٨-٢٠٠٢م. حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود محتوى معلوماتي للأرباح المحاسبية، والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وأن المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية يزداد للشركات عالية النمو وصغيرة الحجم وذات الرفع المالي المنخفض.

وفي دراسته عام ٢٠٠٨م اختبر Jermias ميدانيا أثر درجة المنافسة وإستراتيجية النشاط على العلاقة بين الرفع المالي والأداء الاقتصادي للشركات. ومن خلال عينة من الشركات الصناعية الأمريكية توصلت الدراسة إلى أن تكلفة الديون تكون أعلى بالنسبة للشركات التي تتبع إستراتيجية التميز في المنتجات عنها في الشركات التي تتبع إستراتيجية ريادة التكلفة. كما توصلت الدراسة إلى أن درجة المنافسة في الصناعة لها أثر عكسي على طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والأداء الاقتصادي. وأكدت الدراسة على أن تلك النتائج تدعم الحاجة إلى الأخذ في الحسبان عوامل وسيطة مثل الاختيار الإستراتيجي وطبيعة البيئة التي تعمل فيها الشركة عند دراسة أثر الرفع المالي على الأداء الاقتصادي.

هذا وتعتبر المعلومات والبيانات المحاسبية النواة الرئيسية للتنبؤ بأسعار وعوائد الأسهم في أسواق الأوراق المالية، حيث قام العديد من الباحثين بأجراء الدراسات للتنبؤ بأسعار الأسهم وعوائدها باستخدام المعلومات والبيانات المحاسبية. ويتعرض الباحث في هذا الجزء لبعض الدراسات السابقة التي تغطي مجالات هذا البحث بأبعاده المختلفة حسب تسلسلها التاريخي.

ففي دراسة غرابيه وجعفر (١٩٨٨)، فقد تناول الباحثان اثر كل من صافي الربح المحاسبي، والربح الموزع، والربح المعدل، وعدد من النسب المالية كمؤشرات للأداء الاقتصادي للشركات على أسعار الأسهم عند الإعلان عن هذه الأرقام في سوق الأوراق المالية الأردني، وقد توصل الباحثان إلى أن للأرقام السابقة أثراً متقوياً على أسعار الأسهم، وكان الأثر الأكبر للعائد على حقوق الملكية، ونسبة الربح الموزع.

دخل السهم، الإرباح الموزعة، العائد على حقوق الملكية، العائد على إجمالي الأصول، رافعة التشغيل، رافعة التمويل، المؤشر العام لأسعار الأسهم، والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة. وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة أن أهم العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في السوق السعودي في القطاعات الثلاثة هي دخل السهم، العائد على حقوق الملكية، المؤشر العام لأسعار الأسهم، وأما في قطاع الصناعة، وقطاع الخدمات فيضاف عامل رابع، وهو المشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة.

وقد تناولت دراسة (Feltham and Ohlson (1995) ، العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات المحاسبية المعبرة عن الأداء الاقتصادي وخاصة العمليات التشغيلية والأنشطة المالية، ولقياس المعلومات المحاسبية استخدمت الدراسة القيمة الدفترية للسهم، والعائد على السهم، والربح الموزع، والأصول الثابتة، والمصروفات، والمطلوبات، وصافي الدخل من الأنشطة الجارية، وقد اعتمدت هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي، وكانت نتيجة هذه الدراسة وجود علاقة معنوية بين القيمة السوقية للسهم ومتغيرات الأنشطة المالية.

وفي دراسته عام ١٩٩٦ قدم الدهراوى دليلاً على انخفاض المقدرة التفسيرية للربح المحاسبي كمؤشر لأداء الشركات وقدم مقترحات حول بدائل زيادة المحتوى المعلوماتي بإضافة مؤشرات التدفقات النقدية بجوانبها الثلاثة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية . وقد انتهت الدراسة إلى أن المؤشرات الثلاثة تقدم معلومات إضافية مفيدة للمستثمرين والأطراف الأخرى في شرح وتفسير الاختلافات في أسعار الأسهم للشركات.

وفي دراستهما عام ١٩٩٦ Amir & Lev دليلاً على انخفاض المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية كمؤشر لأداء الشركات في تفسير التغيرات في قيمة الشركات ممثلة في أسعار الأسهم. ونقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين المعلومات المحاسبية والتغيرات في أسعار الأسهم هي علاقة غير معنوية، في حين أن العلاقة بين المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية معاً والتغيرات في أسعار الأسهم

هي علاقة معنوية. وتوصلت الدراسة إلى أن إدماج المعلومات غير المحاسبية مع المعلومات المحاسبية قد أدى إلى زيادة المقدرة التفسيرية للأخيرة.

وفي دراسة ندا (١٩٩٧)، قام الباحث بتحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم، ودور التقارير السنوية في ذلك، حيث قام الباحث بإعداد نموذج إحصائي لاختبار ستة عشر متغير مستقلا مع سعر السهم السوقي. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك أربعة متغيرات تعتبر من أكثر المتغيرات أهمية في التأثير على سعر السهم في سوق الأوراق المالية المصرية وهي القيمة الدفترية للسهم، والعائد على السهم، ومعدل العائد على الأصول، وحقوق المساهمين إلى إجمالي مصادر الأموال.

وفي دراسته عام ٢٠٠٩ قام Lundstrum باختبار العلاقة بين ملكية الإدارة والتغير في معدل الرفع المالي حول تاريخ إصدار السندات. وقد توصلت الدراسة إلى أن المديرين الذين يحاولون الدفاع عن حقوقهم Entrenched Managers لا تكون لديهم ميول لإصدار أسهم جديدة عندما يكون معدل الرفع المالي منخفضا بل يفضلون إصدار قرض سندات والذي يكون مماثلا لإصدار حق الملكية عندما يكون معدل الرفع المالي عاليا. إن مقدار الانخفاض في نسبة الرفع المالي التي تكون قائمة قبل إصدار السندات عنها بعد تاريخ الإصدار يكون مرتبطا إيجابيا بنسبة ملكية الإدارة. وقد وجدت الدراسة من خلال الجانب التطبيقي أن هذه العلاقة محددة ومرتبطة بدرجة الدفاع عن الحقوق Entrenchment المعبر عنها بنسبة ملكية الإدارة. أيضا توصلت الدراسة إلى أن رد فعل السوق يكون سلبيا تجاه الإعلان عن الإصدار عندما تكون نسبة ملكية الإدارة عالية.

في دراسة Masta 2010 تم تحليل العلاقة بين الاستخدام الاستراتيجي للتمويل بالدين لتحسين مركز الشركة التفاوضي مع الهيئات العمالية حيث أن الاحتفاظ بمستوى مرتفع من السيولة يشجع اتحادات العمال للمطالبة برفع مستوي الأجور وتناولت دراسة Mosulis 1980 اختبار أثر الإعلان عن التغيرات في هيكل رأس المال على أسعار الأسهم من خلال منهج مقترح لاختبار أثر الإعلان عن تلك التغيرات في هيكل رأس المال على عوائد الأسهم. وقد توصلت الدراسة من خلال



الواقع الميداني إلي وجود علاقة معنوية بين التغيرات في الهيكل التمويلي وأسعار الأسهم العادية والممتازة.

وتعرضت دراسة Martikainen 1997 لدور درجة الرفع المالي ودرجة النمو للشركات في كيفية تأثير الخسائر المحاسبية على عوائد الأسهم وذلك بين مجموعات مختلفة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك بين ١٩٧٥-١٩٩٠. وأوضحت الدراسة أن الخسائر يكون تأثيرها مرتفعا على عوائد الأسهم في الشركات التي لديها فرص نمو عالية. وأيدت الدراسة من الواقع الميداني الفرضية بأن أثر الخسائر يكون متباينا بين الشركات ذات معدلات الرفع المالي المختلف، كما أن حجم الشركات كان عاملا مؤثرا علي أثر تلك الخسائر على عوائد الأسهم فسي الشركات ذات معدلات الرفع المالي المختلف.

وفي دراسة Opler & Sheridan 1994 توصلت الدراسة إلي أن المنشآت ذات الرفع المالي العالي تفقد حصة كبيرة من السوق لصالح منافسيها في فترات الانكماش مما يؤثر على أسهمها في السوق. وبالتحديد أوضحت الدراسة أن الشركات التي تكون في قمة درجة الرفع انخفضت مبيعاتها بنسبة ٢٦% أكثر من الشركات التي كانت عند أدنى درجات الرفع. وأوضحت الدراسة أن عامل عنصر التكلفة الثابتة يعد السبب الأساسي في ذلك. كما توصلت الدراسة أيضا إلي أن المنشآت ذات الرفع المالي العالي تواجه مصاعب عالية في فترات الأزمات المالية مما يؤثر على عوائد أسهمها في السوق.

وفي دراسته ٢٠٠٩ قدم Ozdagli نموذجا ديناميكيا لتحليل أثر الرفع المالي على الاستثمارات واختلاف العوائد بين القطاعات المختلفة. وقد توصلت الدراسة من خلال هذا النموذج إلى عدة نتائج أهمها وجود أثر معنوي للرفع المالي على عوائد الأسهم بين الشركات. وقد قدمت الدراسة تفسيراً لاختلاف عوائد الأسهم بين الشركات من خلال اختلاف نسبة القيمة الدفترية إلي القيمة السوقية للشركة.

من هذا العرض للدراسات السابقة والمرتبطة بمشكلة البحث يمكن استخلاص ملاحظة هامة وهي أن اهتمام أغلبية الدراسات كان منحصرا في تحليل أثر

المعلومات المرتبطة بالربحية والقيمة الدفترية فقط كما هي متاحة في القوائم المالية المنشورة، ولم تتجه نحو محاولة تقصي مدى إمكانية الاعتماد على بعض المعلومات الأخرى المرتبطة بالهيكل المالي والتمويلي والتشغيلي والتي يمكن أن تلعب دوراً هاماً في تفسير حركة سوق رأس المال ممثلة في العوائد من السوق، وهو ما تحاول هذه الدراسة التوجه نحوه من خلال محاولة الإجابة من الواقع العملي عن مدى تأثير هذه المتغيرات على زيادة المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية مثل الربحية والقيمة الدفترية، ثم المضي قدماً نحو اشتقاق نموذج يعبر عن العلاقات الناتجة من هذه المتغيرات.

### القسم الثالث: الهيكل المالي والتشغيلي وأداء الشركات في سوق المال

#### ١-٣ مفهوم الهيكل المالي

يشير الهيكل المالي للشركة Financial Structure يشير إلى الطريقة التي يتم بها تمويل أصول الشركة، والذي هو عبارة عن مجموعة من المصادر التمويلية والمتمثلة في أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء من المساهمين أو من المقرضين، وأيضاً استخدامات هذه الأموال والمتمثلة في شكل استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها مع بقاء جزء من هذه المصادر في شكل أصول سائلة. أما مصطلح الهيكل التمويلي Financing Structure فيشير إلى جانب المصادر فقط من الهيكل المالي فهو عبارة عن التمويل الدائم للشركة والمتمثل في الأسهم العادية والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل فقط. وبناء على ذلك فإن هيكل التمويل يعد جزءاً من الهيكل المالي. (Qigui et al 2011) وبصفة عامة يمكن بيان أهم مصادر التمويل للشركات في الآتي:

- تمويل داخلي ويشتمل على الأرباح المحتجزة والتي تتراد تدريجياً أو تنخفض حسب درجة نجاح الشركة، والاحتياطات والمخصصات.

- تمويل خارجي ويشتمل على رأس مال المساهمين، القروض طويلة الأجل، والقروض قصيرة الأجل، والدائون وأوراق الدفع.

كما يمكن بيان جوانب استخدامات أموال الشركة في الآتي:

- استخدامات داخلية في شراء أصول ثابتة .
- استخدامات داخلية في شراء أصول متداولة.
- استخدامات داخلية في مستلزمات سلعية وخدمية.
- استخدامات داخلية في مدفوعات المرتبات والأجور، ومدفوعات المصروفات المتنوعة.
- استخدامات خارجية وتشتمل على استثمارات خارج الشركة، الائتمان التجاري.

ويبقى في النهاية سيولة نقدية بمقدار الفرق بين مصادر الأموال واستخداماتها وهي الأموال التي لم تستخدم بعد ولكنها ضرورية لاستمرار نشاط الشركة وتعتبر مؤشراً بالغ الأهمية لمدى صحة مسار الهيكل المالي.

وقد أصبح الخلل في الهياكل المالية والتشغيلية مشكلة تواجه بعض إن لم يكن معظم الشركات، ومن ثم فقد تناولت المعايير المحاسبية ومعايير المراجعة المشاكل المترتبة على هذا الخلل ومن أهمها التعثر المالي وقدرة المنشآت على الاستمرار في المستقبل وتشخيص مسبباتها واقتراح الحلول الممكنة للحيلولة دون وقوعها (McDaniel 1984- Novy-Marx 2011). ولذلك يجب التعرف على أسباب الخلل واتخاذ الإجراءات الملائمة بصدده.

## ٢-٢ مظاهر الخلل في الهيكل المالي

تتعدد مظاهر الخلل في الهيكل المالي، وأحد تلك المظاهر هو زيادة التدفقات النقدية الخارجة عن التدفقات الداخلية، والتي تؤدي بدورها إلى تعرض المنشأة لمخاطر انخفاض السيولة والعسر المالي. وتصل هذه المشكلة إلى ذروتها عندما تزيد

قيمة الخصوم عن قيمة الأصول نتيجة تحقيق خسائر متتالية وتآكل رأس المال (سمير عبد العزيز ١٩٩٧ - Odit & Gobardhan 2001 - Frederick et al 1984 - Qigui et al 2001).

وفي محاولة تصور أهم مقترحات علاج ذلك الخلل وتصحيح المسار للهيكل المالية فإنه يجب أولاً التعرف على مسببات حدوث هذا الخلل ثم اقتراح العلاج. ويتطلب هذا ضرورة التعرف على بعض الجوانب الهامة ذات الصلة ومنها الرافعة المالية وعلاقتها بالهيكل المالي، الهيكل المالي وتكلفة الأموال والمخاطرة، وأخيراً الهيكل المالي الأمثل.

### ٣-٣ هيكل التمويل وتكلفة الأموال والمخاطرة

تتعدد مصادر التمويل في الشركة ويمكن قياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل لتحديد مدى إمكانية الاحتفاظ به من عدمه. ويمكن للمدير المالي تنويع مصادر التمويل بما يحقق أقل متوسط تكلفة تمويل ممكنة وهذا يتطلب حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، ثم تحديد التكلفة المرجحة لكل مصادر التمويل مجتمعة (هندي ١٩٩٩-2010 Korteweg - Bierman 1986 - Bhayani 2009 - Bradbury 1998) والتي يمكن التعبير عنها كما في النموذج التي تحدده المعادلة رقم (١).

$$ACS = \sum CSi * Yi \dots\dots\dots (1)$$

حيث تعبر ACS عن تكلفة التمويل المتوسطة المرجحة، CSi تعبر عن تكلفة التمويل من المصدر i، Yi تعبر عن الوزن الترجيحي للمصدر i.

هذا وتؤثر الرافعة المالية على تكلفة كل من عنصر حق الملكية وعنصر القروض (Assem & Sheridan 1999). فارتفاع مستوى القروض (زيادة الرافعة) يؤدي إلى زيادة المصروفات الثابتة وزيادة احتمال عدم القدرة على سداد هذه

المصروفات وما يترتب عليها من تكاليف (مثل تكاليف إفلاس)، ووجود هذه التكاليف يوجد علاقة بين الرافعة والمخاطرة المتعلقة بحقوق الملكية والقروض لتصبح علاقة طردية، وبما يعنى زيادة العوائد المطلوبة على حقوق الملكية والديون ( Gao and Brooks 2010 – Darwin and Aquino 2009 ). فعلى مستوى حقوق الملكية فإن معدل العائد المطلوب (تكلفة عنصر حق الملكية) يتكون من ثلاثة عناصر رئيسية توضحها المعادلة رقم (٢).

$$R_s = R_f + P_1 + P_2 \dots\dots\dots (2)$$

حيث تعبر  $R_s$  عن معدل العائد المطلوب لحقوق الملكية،  $R_f$  تعبر عن معدل العائد الخالي من المخاطرة،  $P_1$  تعبر عن علاوة مخاطرة الأعمال،  $P_2$  تعبر عن علاوة مخاطرة ناشئة عن الرافعة المالية. وعلى مستوى تكلفة عنصر القروض فإن تكلفة عنصر القروض ترتفع بمعدل متزايد مع تزايد الرافعة المالية، نتيجة لإدراك الدائنين لزيادة المخاطر المرتبطة بزيادة الرافعة ولذلك سيطلبون علاوة مخاطر عالية زيادة عن المعدل الخالي من المخاطرة وبالتالي زيادة معدلات الفائدة حتى تعوضهم عن المخاطرة الزائدة. وبالتالي تتكون تكلفة القروض من عنصرين كما يوضح ذلك المعادلة رقم (٣).

$$R_s = R_f + P \dots\dots\dots (3)$$

حيث تعبر  $R_s$  عن معدل العائد المطلوب لحقوق الدائنين،  $R_f$  تعبر عن معدل العائد الخالي من المخاطرة،  $P$  تعبر عن علاوة مخاطرة الأعمال.

والتأثير المركب للرافعة المالية على كل من القروض وحقوق الملكية يمكن تحديده من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة، حيث يمكن للشركة أن تخفض من هذه التكلفة المتوسطة للتمويل عن طريق عمليات الإحلال بين مصادر التمويل في ضوء

تكلفة كل منها وذلك شريطة وجود قطاع مصرفي نشط. (David and French 1982 - Janes and Gentry 1988).

وهناك العديد من المؤشرات والنسب المالية التي يمكن عن طريقها التعرف على مدى وجود خلل في الهياكل المالية (John 1993- Juliet 2001- Kirti 2007). وتغطي هذه النسب والمؤشرات نواحي السيولة والربحية، حيث أن هذا الخلل يحدث أثره في أكثر من اتجاه. كما يمكن الاعتماد على هذه النسب والمؤشرات في الحكم على فاعلية أساليب معالجة ذلك الخلل. ويمكن بيان أهم المؤشرات التي يمكن استخدامها في هذا الصدد في الآتي:

- مجموعة نسب السيولة والتي تهدف إلى تحليل وتقييم مركز رأس المال العامل والتعرف على درجة تناسق عناصره بهدف الحكم على مدى مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. فهذه النسب تحدد ما توفره الأصول المتداولة من حماية لأصحاب الالتزامات قصيرة الأجل. وتشمل هذه النسب العديد من النسب مثل نسبة التداول، ونسبة السيولة السريعة، نسبة السيولة النقدية، معدل دوران النقدية، نسبة المخزون إلى صافي رأس المال العامل.
- مجموعة نسب الرفع المالي والتي تعكس مدى اعتماد الإدارة على القروض في تمويل احتياجات المنشأة من الأموال. وأهم نسب هذه المجموعة نسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول، نسبة الاقتراض إلى حق الملكية، نسبة الخصوم إلى حق الملكية، نسبة الأصول الثابتة إلى حق الملكية، نسبة الأصول المتداولة إلى نسبة الاقتراض، معدل تغطية الفائدة.
- مجموعة نسب النشاط، والتي تعكس كفاءة الإدارة في توليد المبيعات من الأصول أي مدى كفاءة المشروع في استخدام أصوله المختلفة وتشمل هذه المجموعة معدل دوران المخزون، معدل دوران الأصول المتداولة، معدل دوران الأصول طويلة الأجل، معدل دوران إجمالي الأصول، معدل دوران الأصول العاملة.

- مجموعة نسب الربحية، وتقدم هذه النسب مؤشرات عن الكفاءة العامة لإدارة المشروع. فهي تعبير عن محصلة نتائج السياسات والقرارات التي اتخذتها الإدارة في مجالي السيولة والرفع المالي. وتعكس مدى القدرة على توليد أرباح من الأموال المستثمرة. وتشمل هذه المجموعة نسبة مجمل الربح، نسبة صافي ربح العمليات، نسبة صافي الربح إلى حق الملكية، نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول، معدل العائد على السهم.
- مجموعة نسب الكفاءة في توليد تدفقات نقدية والتدفق النقدي الحر، وتقدم هذه النسب مؤشرات عن مدى قدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية من عملياتها الجارية أو المستمرة. كما تقيس مقدار النقدية المتبقية بعد استبعاد النقدية التي يجب أن ترتبط بها الشركة لاستمرار عمليات التشغيل عند مستواها المخطط (محمد عباس حجازي ١٩٩٨). وتشمل هذه المجموعة مؤشر عائد التدفق النقدي، مؤشر التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية إلى المبيعات، مؤشر التدفق النقدي إلى الأصول، مؤشر التدفق النقدي الحر.

### ٤-٣ هيكـل التـمويـل الأمـثـل

يشكل هيكـل التـمويـل الأمـثـل للشـركـة مشـكـلة هامـة للباحثين في مجالات المحاسبة والتمويل بهدف الوصول إلى ذلك الهيكل الأمثل الذي يترتب عليه أقل تكلفة أموال ممكنة (Huffman 1983). ولا يمكن الزعم بوجود هيكل تمويل أمثل لكل المنشآت ولكن الأمر يتوقف على ظروف كل منشأة. فالمنشآت لا يمكنها الاقتراض بدون حدود ولكن هناك حدوداً لا يجب أن تتجاوزها الشركة تجنباً للمخاطر الخاصة بالتعثر المالي والإفلاس. وبصفة عامة يمكن القول بأن هيكل التمويل الأمثل هو ذلك الهيكل الذي عنده تكون التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل التمويلي أقل ما يمكن، وبالتالي تتخلص الشركة من بعض الأعباء التي تمثل أحد أسباب التعثر. وعند نقطة تحقيق هيكل التمويل الأمثل يمكن أن تتوافر في الشركة خصائص معينة مثل ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة، وبالتالي أسعار الأسهم إلى أقصى حد ممكن، وتحقيق التوازن بين عاملي السيولة والربحية وبين عاملي المخاطرة والعائد، وتوافر المرونة من حيث

إمكانية تعديل هيكل التمويل بأقل تكلفة ممكنة، وتحقيق عنصر الملائمة بين الأموال ونوعية وطبيعة الأصول المستخدمة في تمويلها (Smith et al 2001- Pichler et al 2007- Penman et al 2008).

### ٣-٥ الرفع التشغيلي والمالي: المفهوم من وجهة نظر محاسبية

لكلمة الرفع أو الرافعة معان مختلفة، فهي بالنسبة للمحاسبين تعني أن تغييراً صغيراً في المبيعات قد يؤدي إلى تغييراً كبيراً في الربح و هذا ما يعرف بالرفع التشغيلي، كما ويمكن أن تعني أيضاً مدى الاعتماد على الدين في تمويل أصول المنشأة، و هذا ما يعرف بالرفع المالي ( Cai & Zhang 2011- Garcia-Feijoo 2010). ويتناول الباحث مفاهيم الرفع المالي والتشغيلي من وجهة نظر محاسبية في الجزء التالي.

### ٣-٦ الرفع التشغيلي Operating Leverage

#### ٣-٦-١ مفهوم الرفع التشغيلي

يشكل وجود التكلفة الثابتة في عمليات المنشآت الأساس لوجود فكرة الرفع التشغيلي حيث لا وجود لمثل هذه الظاهرة في المؤسسات المالية دون أن تتضمن تكاليفاً ثابتة (غير التكاليف المالية)، لذا تنطبق هذه الخاصية على الشركات التي تعمل في صناعات تغلب عليها الكثافة الرأسمالية مثل صناعة الإسمنت و الحديد و الكهرباء و البترول و الطيران (Scheuble 2007).

ويعبر عن الرفع التشغيلي بمدى التغير في ربح العمليات ( الربح قبل الفائدة و الضريبة ) نتيجة التغير في المبيعات أو بمدى حساسية الربح التشغيلي للتغير في المبيعات، و تعتبر شركات الطيران من أوضح الأمثلة على فكرة الرفع التشغيلي و ذلك لما تتميز به تكاليف هذه الصناعة من ثبات إلى حد بعيد، فتكاليف الرحلة الواحدة ثابتة في معظمها و لا تزيد التكاليف المتغيرة فيها عن تكاليف طعام الراكب نفسه، و



بسبب ذلك نجد أن أرباح التشغيل لدى الشركات ترتفع ارتفاعا سريعا بعد نقطة التعادل مع تزايد عدد الركاب (أي زيادة المبيعات) و يحدث العكس تماما تحت مستوى التعادل . وفي المقابل، نجد أن الرفع التشغيلي محدود الأثر جدا لدى تجار الجملة و ذلك لأن الجزء الأكبر من تكاليف هذا القطاع، و المتمثلة بتكلفة البضاعة المبيعة، هي تكاليف متغيرة الأمر الذي يجعل الربح التشغيلي أقل تأثرا بارتفاع و انخفاض حجم المبيعات ( McDaniel 1984 – Novy-Marx 2001 ) .

إيجازاً لما سبق، يقصد بالرافعة التشغيلية مدى القدرة على تحقيق زيادة كبيرة في الأرباح نتيجة زيادة أقل في المبيعات أو الأصول أو الاثنين معا. وهى تقيس مدى كفاءة الشركة في استخدام التكاليف الثابتة لتحقيق أرباح. ويتم حساب درجة الرفع التشغيلي بالعلاقة بين هامش المساهمة وصافي الدخل. وفي مجال إعادة الهيكلة تحدد تلك العلاقة إمكانية تحقيق وإحداث زيادة أكبر في الأرباح باستخدام زيادة بنسبة أقل في المبيعات.

### ٢-٦-٣ قياس الرفع التشغيلي

يمكن قياس درجة الرفع التشغيلي بمؤشرات مختلفة من أهمها نسبة العائد قبل التكاليف الثابتة إلى العائد بعدها ( Guo & Wang 2011 ) والتي ما تأخذ شكل المعادلة رقم (٤) :

$$OPL = OIBFC / OIAFC \dots\dots\dots(4)$$

حيث أن

<i>OPL</i>	تعبر عن درجة الرفع التشغيلي
<i>OIBFC</i>	تعبر عن العائد قبل التكاليف الثابتة
<i>OIAFC</i>	تعبر عن العائد بعد التكاليف الثابتة

### ٣-٦-٣ سلوك الرفع التشغيلي :

إذا تجاوزت عمليات المنشأة درجة التعادل، يبدأ الرفع التشغيلي بالتباطؤ، وبعبارة أخرى كلما زاد حجم المبيعات انخفض الرفع التشغيلي؛ فإذا بدأنا من نقطة التعادل حيث يكون الرفع التشغيلي إلى ما لا نهاية لان المقام صفر في هذه الحالة، نلاحظ أن الرفع التشغيلي يأخذ بالانخفاض بعد ذلك بمعدلات منخفضة تقترب من الواحد الصحيح، هذا ويبقى للرفع التشغيلي وجود طالما بقيت هناك تكلفة ثابتة ( Chan et al 2004).

### ٣-٦-٤ أثر اقتناء الأصول الثابتة على هيكل التكلفة والرفع التشغيلي

تؤثر عملية المفاضلة بين الأصول الثابتة والأصول المتداولة على هيكل التكلفة ( - Hahn 2009 - Huffman 1989 - James & James 1982 - Agarwal 2010 - Arora 2009)، والتي يمكن عرض أهم استنتاجاتها على النحو التالي:

- (١) تكون نسبة هامش الربح في الشركات كثيفة الأصول الثابتة مرتفعة نتيجة لانخفاض حجم التكاليف المتغيرة. في حين تكون نسبة هامش الربح في الشركات كثيفة الأصول المتداولة منخفضة نتيجة لارتفاع حجم التكاليف المتغيرة.
- (٢) تكون درجة الرفع التشغيلي في الشركات كثيفة الأصول الثابتة مرتفعة نسبيا نتيجة لارتفاع حجم التكاليف الثابتة. في حين تكون درجة الرفع التشغيلي في الشركات كثيفة الأصول المتداولة منخفضة نسبيا نتيجة لانخفاض حجم التكاليف الثابتة.
- (٣) تكون استجابة صافي الربح للتغيرات في المبيعات في الشركات كثيفة الأصول الثابتة سريعة وقوية نتيجة لارتفاع نسبة هامش الربح، في حين تكون استجابة صافي الربح للتغيرات في المبيعات في الشركات كثيفة الأصول المتداولة بطيئة وضعيفة نتيجة لانخفاض نسبة هامش الربح.
- (٤) يكون هامش الأمان في الشركات كثيفة الأصول الثابتة منخفضا نتيجة لارتفاع التكاليف الثابتة وانخفاض التكاليف المتغيرة وبالتالي ارتفاع قيمة

مبيعات التعادل، في حين يكون هامش الأمان في الشركات كثيفة الأصول المتداولة مرتفعاً نتيجة لانخفاض التكاليف الثابتة وارتفاع التكاليف المتغيرة وبالتالي انخفاض قيمة مبيعات التعادل.

(٥) فيما يتعلق بحرية الإدارة في أوقات الأزمات الاقتصادية فإنها تكون في الشركات كثيفة الأصول الثابتة محدودة نتيجة لارتفاع التكاليف الثابتة. في حين أنها تكون عالية في الشركات كثيفة الأصول المتداولة نتيجة لانخفاض التكاليف الثابتة.

### ٧-٣ Financial Leverage الرفع المالي

#### ١-٧-٣ مفهوم الرفع المالي

هناك تشابه قريب بين فكرة الرفع التشغيلي والرفع المالي لأن كلاهما يقوم على مبدأ تحسين الربحية بالاستفادة من الصفة الثابتة لبعض النفقات ( James & Mohideen 2010). ففي حالة الرفع التشغيلي لاحظنا أن زيادة المبيعات بعد نقطة التعادل أدت إلى زيادة نسبة أكبر في الأرباح المحققة وذلك بسبب سلوك التكاليف الثابتة التي لا تتغير مع زيادة المبيعات ضمن المدى الإنتاجي المعقول Relevant Production Range.

أما في حالة الرفع المالي فسنجد أن فرصة تحسين الربحية ستكون عن طريق الاقتراض بتكلفة ثابتة منخفضة نسبياً، وتشغيل الأموال المقترضة في عمليات المؤسسة لتحقيق عائد أفضل من تكلفة الاقتراض بافتراض قدرة المؤسسة على تحقيق ذلك، ويعود السبب عادة في انخفاض تكلفة الاقتراض كونه أقل خطراً (من منظور الجهة المقرضة) من المشاركة بسبب أولوية الدخل وثباته بالإضافة إلى الأولوية على قيمة التصفية لأصول الجهة المقرضة.

إن الرفع المالي أو المتاجرة على الملكية Trading on Equity كما يسميه البعض هو مدى الاعتماد على الاقتراض الثابت التكلفة لتمويل عمليات المؤسسة، هذا

ويحقق الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الأصول أعلى من تكلفة الاقتراض  
الميزات التالية (Li & Hawang 2011):

(١) تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض  
ومردود الاستثمار.

(٢) المحافظة على السيطرة في المؤسسة لان الدائنين لا صوت لهم في الإدارة.

(٣) عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة ( عدا ما يدفع على شكل فوائد  
للمقرضين).

(٤) الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتزيل من الضريبة .

(٥) في فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية و إعادتها بأموال  
ذات قوة شرائية أقل.

(٦) الاقتراض بحكمه يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا  
أمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

وفي مقابل مجموعة الميزات هذه، هناك مجموعة أخرى من السلبيات للرفع  
المالي إذا ما تم في ظل عائد على الأصول أقل من تكلفة الاقتراض ( Pan &  
Potesman 2006- Titman 1984 ) وهي:

(١) انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من  
تكلفة الاقتراض .

(٢) احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة .

(٣) في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة  
الشرائية للأموال المقترضة .

(٤) قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من  
قدرتها على الاقتراض .

يقاس الرفع المالي بدرجة التغير النسبي في العائد على السهم أو على رأس المال المرتبط بتغير معين في الدخل قبل الفائدة والضريبة ( Kisgen 2009- Kirti 2007)، وتقاس درجة هذا التغير طبقاً للمعادلة رقم (٥):

$$DoFL = CIS / CIIBIT \dots\dots\dots (5)$$

حيث أن

*DoFL* تعبر عن درجة الرفع المالي.  
*CIS* تعبر عن التغير النسبي في العائدة على السهم أو على رأس المال.  
*CIIBIT* تعبر عن التغير النسبي في الدخل قبل الفائدة والضريبة.

وتقاديا لاحتساب نسبة كل من التغير النسبي في العائد على السهم والدخل، يمكن وضع صيغة المعادلة رقم (٦):

$$DoFL = IbTI / (IbTI - IoD) \dots\dots\dots (6)$$

حيث أن

*DoFL* تعبر عن درجة الرفع المالي.  
*IbTI* تعبر عن الربح قبل الفائدة والضريبة.  
*IoD* تعبر عن فوائد الديون.

### ٣-٧-٣ سلوك الرفع المالي Financial Leverage Behavior

يؤدي وجود الرفع المالي في الهيكل المالي للشركات إلى بعض الآثار التي يمكن تتبعها من خلال التعرف على سلوك الرفع المالي والذي يمكن بيان أهم ملامحه على النحو التالي (Nielsen 2010- Opler & Sheridan 1994).

- (١) في الحالات التي يقل فيها العائد على الأصول عن سعر فائدة الاقتراض، ينخفض العائد كلما زاد مقدار الرفع المالي أي كلما زاد الاقتراض.
- (٢) يرتفع العائد على حقوق المساهمين في حالات الرفع المالي العالية بسرعة أكبر من السرعة التي يرتفع فيها الدخل وينخفض أيضا بسرعة أكبر من السرعة التي ينخفض فيها الدخل.
- (٣) عندما يتساوي العائد على الأصول وتكلفة الاقتراض لن يكون هناك أي أثر إيجابي أو سلبي للرفع المالي وذلك لانعدام الفرق الإيجابي والسلبي بين التكلفة والمردود والتي يمكن أن تؤثر إيجابيا أو سلبيا على العائد على حقوق المساهمين .
- (٤) بشكل عام، يمكن القول بأن الرفع المالي يعظم الأرباح والخسائر إلى المساهمين بحسب الأوضاع الاقتصادية؛ ففي حالة ازدهار الاقتصاد وزيادة مبيعات الشركة فان التمويل بالدين يعظم الربح، والعكس صحيح ؛ ففي حالة كون الاقتصاد في حالة كساد ومبيعات الشركة بانخفاض فان التمويل بالدين يعظم الخسارة .

### ٣-٧-٤ نظرية الرفع المالي Theory of Financial Leverage

يمكن صياغة فكرة نظرية الرفع المالي في إطارها العام كما يلي: " يتوقف الرفع المالي بدرجة كبيرة على قدرة المؤسسة على تحقيق الدخل ومعدل العائد على الأصول وتكلفة الاقتراض، فإذا كانت القدرة على تحقيق الدخل جيدة وكان معدل العائد على الأصول أعلى من تكلفة الاقتراض كلما تحسن العائد على حقوق المساهمين؛ وإذا كان العائد على الأصول معادلا لتكلفة الاقتراض فانه لن يتحقق للمؤسسة أية ميزة من استعمال الدين في هيكلها المالي، أما إذا كان العائد على الأصول أقل من تكلفة الاقتراض فان العائد على حقوق المساهمين سيكون أقل كلما كان اعتماد المؤسسة على الدين في تمويل أصولها مرتفعا (Bhayani 2009).

وبشكل عام، عندما يكون العائد على الأصول أعلى من تكلفة الاقتراض، يظهر الأثر الإيجابي للرفع المالي على شكل زيادة في العائد على حقوق المساهمين ويزداد أثر هذه الزيادة كلما زادت نسبة الرفع المالي وزاد الدخل والعكس صحيح. والآن يجب الإجابة على السؤال التالي: أية طريقة تمويل هي الأفضل؟. والواقع لا يمكن الإجابة على ذلك بشكل مطلق، ذلك لأنه إذا ما تم اختيار طريقة التمويل بالدين على أساس أنها تحقق أكبر أرباح متوقعة للسهم، فإن هذا يعني أنه تم اختيار طريقة التمويل الأكثر مخاطرة، أما إذا تم اختيار طريقة التمويل بالملكية على أساس أنها أقل مخاطرة، فإن هذا يعني أن الأرباح المتوقعة للسهم ستكون أقل، وهنا يقع على الإدارة الاختيار من بين هذين البديلين؛ ولا شك بأن قرار الإدارة في هذا المجال سيكون معتمدا على علاقة التفضيل بين الخطر والمردود، فإذا كانت الإدارة متحفظة تجاه المخاطر فإنها ستختار التمويل بالأسهم، أما إذا كانت الإدارة قابلة بالمخاطرة المرتفعة مقابل الربح المرتفع فإنها ستقبل بخيار التمويل بالدين (Cai & Zhang 2011).

### ٣-٧-٥ الآثار المترتبة على استعمال الرفع المالي

كما سبق القول يؤدي وجود الرفع المالي في الهيكل المالي للشركات إلى بعض الآثار التي يمكن بيان أهم ملامحها على النحو التالي (Assem & Sheridan 2009-1999).

(١) إن الرفع المالي يعظم الأرباح و الخسائر إلى المساهمين وذلك بحسب الأوضاع الاقتصادية، فإذا كان الاقتصاد في حالة رواج و مبيعات المؤسسات في ارتفاع، فإن التمويل بالدين يعظم الربح؛ أما إذا كان الاقتصاد في حالة كساد و مبيعات الشركة في حالة تراجع فإن التمويل بالدين يعظم الخسارة .

(٢) إن الرفع التمويلي يزيد الخطر التمويلي الذي يواجه الشركة و ذلك لما يرتبه الرفع التمويلي من أعباء خدمة الدين على شكل تسديد لأقساط هذا الدين و الفوائد المترتبة عليه .

٣) إن هياكل التمويل المختلفة هي اقتراحات تبادل Trade-Off ما بين العائد و  
الخطر حيث أن نسبة المديونية الأعلى تعني عائداً متوقفاً أكبر و خطراً أكبر  
أيضاً، و اختيار نسب المديونية الأنسب يعتمد على علاقة التفضيل ما بين  
المخاطر و المردود.

### ٨-٣ الرفع المالي والتشغيلي: الأثر المشترك Combined Financial & Operating Leverage

لكل من الرفع المالي و الرفع التشغيلي بعض الآثار، وفي حال وجود كل من  
الظاهرتين معا في الشركة فإن ذلك يحدث أثراً محددة على الأداء المالي للشركة  
والذي يمكن بيان أهم ملامحه على النحو التالي ( Qigui et al 2011- Scheuble  
2007 ).

إذا حدثت زيادة في المبيعات في ظل وجود الرفع التشغيلي، فإن هذه الزيادة  
في المبيعات ستؤدي إلى زيادة أكبر في الربح قبل الفائدة و الضريبة، و إذا ما اقترن  
وجود الرفع التشغيلي بوجود الرفع المالي فإن الزيادة الحاصلة في الدخل قبل الفائدة و  
الضريبة ستؤدي و لا شك إلى زيادة أكبر في العائد على السهم، لهذا إذا ما استعملت  
مؤسسة ما مزيجاً مكوناً من الرفع المالي و التشغيلي و لو بدرجة قليلة، فإن ذلك  
سيؤدي إلى تغيير هام في العائد على الأسهم .

وتقاس درجة الرفع المالي المشترك ( Degree of Combined  
Leverage ) بوحدة من المعادلات رقم (٧) ورقم (٨) :

$$DoCL = DOOL / DOFL \dots\dots\dots (7)$$

حيث أن

*DoCL* تعبر عن درجة الرفع المشترك



*DOOL* تعبر عن درجة الرفع المالي  
*DOFL* تعبر عن درجة الرفع التشغيلي

$$DoCL = PoES / PoCS \dots\dots\dots (8)$$

حيث أن

*DoCL* تعبر عن درجة الرفع المشترك  
*PoES* تعبر عن نسبة التغير في العائد على السهم  
*PoCS* تعبر عن نسبة التغير في المبيعات

٩-٣ الرفع المالي والتشغيلي والمخاطر :

هناك نوعان من المخاطر تواجههما المنشآت ويرتبطان بالرفع المالي والتشغيلي ( Alford et al 1993- Blankfein 2009- Barth & Landsman 2010)هما:

١-٩-٣ المخاطر المالية Financial Risk

وهي المخاطر التي يمكن للمؤسسة أن تواجهها نتيجة لقراراتها التمويلية (قرار الاعتماد على القروض في تمويل العمليات ) وذلك لما تضيفه مثل هذه القرارات من احتمالات التغير في الدخل المتاح لأصحاب المشروع، ولما تضيفه أيضا لحملة الأسهم العادية من مخاطر الإفلاس بسبب عدم القدرة على خدمة الدين نتيجة أعباء الاقتراض .

استناداً لما تقدم، يمكن تعريف المخاطر المالية بأنها المخاطر الإضافية لمخاطر التشغيل التي يمكن أن تتحملها المؤسسة نتيجة لقرارها بالاعتماد على الافتراض الثابت التكلفة في تمويل جزء من أصولها. هذا ويقاس الخطر التمويلي بالتغير في الأرباح .

### ٢-٩-٣ مخاطر العمل Business Risk

هذه المخاطر تعني التغير المتوقع في دخل المؤسسة قبل الفوائد والضرائب نتيجة لطبيعة نشاطها وظروف السوق ووحدة المنافسة والتكاليف؛ هذا ويمكن النظر لهذا الخطر بأنه الخطر الذي ينشأ من التقلبات في الطلب على منتجات الشركة مما يؤدي إلى التقلب في كمية المبيعات وسعر البيع .

يمكن إدارة المخاطر في المؤسسة من خلال الجمع بين الرفعين المالي والتشغيلي بنسب متوازنة تتناسب والحالة موضع البحث . فمثلاً في حال ارتفاع مخاطر العمل فإن القبول بمستوى منخفض من الرفع المالي سيؤدي إلى الحد من حدوث تغيرات إضافية في الدخل نتيجة للتغير في حجم المبيعات، لكن في المقابل تعتمد المؤسسات التي لا تحتاج بحكم طبيعتها إلى نفقات ثابتة عالية إلى اللجوء المكثف للرفع المالي على أمل زيادة العائد على السهم من خلال الفرق المحقق بين العائد على الأصول وتكلفة الاقتراض .

### ١٠-٣ الرفع المالي والتشغيلي: التداعيات المحاسبية

سبق القول بأن الرفع في المنشآت يأخذ أحد شكلين هما الرفع التشغيلي والرفع المالي. وكلا هذين الشكلين يؤدي إلى مضاعفة حجم التغير في الأرباح نظراً لوجود التكاليف الثابتة في هيكل التكلفة في المنشأة. إلا أن أثر الرفع التشغيلي يطال الجزء

العلوي من قائمة الدخل، أي التغير الحاصل في الأرباح قبل الفوائد والضرائب نتيجة التغير في المبيعات وتتمثل التكاليف الثابتة هنا بالتكاليف التشغيلية التي تترتب على مزاولة المنشأة لعملياتها العادية. أما الرفع المالي فيظهر أثره في الجزء السفلي من قائمة الدخل أي مقدار التغير في ربحية السهم نتيجة التغير في الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وتتجسد التكاليف الثابتة في هذه الحالة بتكاليف التمويل وخاصة فوائد الأموال المقترضة ( John 1993- Alford et al 1993- Kisgen 2009 ).

وفيما يتعلق بالرفع المالي، فإن اختيار هيكل التمويل المناسب وتوفر القدرة على إيجاد البدائل التمويلية يعطي المنشأة القدرة على التحكم التام بمستويات الرفع المالي. إذ يمكن زيادة درجة الرفع المالي باستخدام مصادر التمويل الخازجي (بالاقتراض)، أو الحد من الرفع المالي أو تجنبه كلية باللجوء إلى مصادر التمويل الداخلي (بالاعتماد على حقوق الملكية).

إن مستوى الرفع المالي في الشركة التي تتعدم فيه تكاليف التمويل الثابتة يكون بدوره معدوماً. وفي هذه الحالة ستناسب التغير في إيراد السهم طردياً مع التغير في الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وتكون العلاقة الطردية تامة، أي بالنسبة نفسها. أما وجود تكاليف التمويل الثابتة في الشركة فيؤدي بوجود الرفع المالي، وفي هذه الحالة يتجاوب ربح السهم طردياً مع التغير الحاصل في الأرباح قبل الفوائد والضرائب، ولكن بنسبة أكبر. وعلى ذلك فإن للرفع المالي أثراً في ربحية السهم، لكن هذا الأثر يتحدد بعامل مهم جداً هو مستوى الأرباح قبل الفوائد والضرائب الذي تتحقق عنده نقطة السواء والتي تعرف بأنها حجم الأرباح الذي يجعل من بدائل التمويل المختلفة متماثلة الأثر بغض النظر عن مصدرها ( Zhiguo et al 2010- Ryan 2008 ).

فإذا كانت الأرباح قبل الفوائد والضرائب ما دون نقطة السواء، فإن الرفع المالي ينعكس سلباً على إيراد السهم، أما إذا كانت الأرباح قبل الفوائد والضرائب يتجاوز نقطة السواء فإن زيادة مستوى الرفع المالي في المنشأة تدفع إيراد السهم إلى الارتفاع. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن الرفع المالي يزيد من درجة التقلب في ربحية السهم، إذ أن ربح السهم يتغير بدرجة أكثر تجاوباً مع التغير الذي يطرأ

على الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وهذا ما يرفع من درجة المخاطرة في ربحية السهم.

وفي الحالات التي يقل فيها الربح قبل الفوائد والضرائب عن نقطة السواء فإن على المنشأة اختيار هيكل رأس المال باستخدام أقل ما يمكن من الرفع المالي لأن زيادة الرفع المالي والحال كذلك ستؤدي إلى تخفيض ربحية السهم من جهة وزيادة درجة الانقلاب في سلاسل الأرباح مما يرفع درجة مخاطرتها. أما إذا عملت المنشأة على الحد من درجة الرفع المالي فستكون قادرة على زيادة ربحية السهم من جهة وتقليص درجة الانقلاب في سلاسل الأرباح.

وبالمقابل إذا كان الربح قبل الفوائد والضرائب يتجاوز نقطة السواء فإن على المنشأة المفاضلة بين الآثار التي يحدثها الرفع المالي في عنصرى العائد والمخاطرة. إذ أن زيادة الرفع المالي في هذه الحالة ستؤدي إلى رفع ربحية السهم ولكن على حساب زيادة درجة الانقلاب في سلاسل الأرباح وبالتالي مخاطرة الأرباح. أما تقليص درجة الرفع المالي فيحدث أثراً معاكساً تماماً، حيث تتراجع ربحية السهم وتتراجع مخاطرته أيضاً، وبذلك فإن تحديد هيكل رأس المال الأمثل في هذه الحالة يتطلب مزيداً من المعاينة والتحليل لأثر الرفع المالي، لأن الوضع هنا يتوقف على تفضيلات العائد والمخاطرة في المقام الأول (Titman 1984- Ball 2009).

### ٣-١١ الرافعة المالية والأثر على ربحية الشركة

سبق تعريف الهيكل المالي بأنه الطريقة التي يتم بها تمويل أصول الشركة، وهذه الطريقة يشير مضمونها إلى مفهوم الرافعة المالية، التي يمكن تعريفها بأنها نسبة إجمالي الديون أو القروض إلى إجمالي أصول الشركة أو إجمالي قيمة الشركة. وتوضح المعادلتين رقم (٩) ورقم (١٠) مقياسين للرافعة المالية بصورتها المبسطة:

$$L = D / V \dots\dots\dots (9) \quad Or$$

$$L = D / OE \dots\dots\dots (10)$$

- حيث تعبر  $L$  عن مؤشر الرافعة المالية،  $D$  تعبر عن إجمالي قيمة الديون،  $V$  تعبر عن إجمالي قيمة الشركة،  $OE$  تعبر عن إجمالي حقوق الملكية
- ولقد تناولت العديد من الدراسات تأثير الرافعة المالية على أرباح الشركة وكذلك العائد على حقوق الملكية وربحية السهم، فضلا عن الفوائد التي يمكن أن تجنيها الشركة من وراء الرفع المالي (Breuer 2000). وفي هذا الصدد يمكن بإيجاز عرض أهم المؤشرات الخاصة باستخدام الرافعة المالية في الآتي:
- (١) في ظل أي هيكل مالي، فإن الأرباح لكل سهم والعائد على حقوق الملكية للمساهمين تزداد مع زيادة المبيعات.
- (٢) هذه الأرباح تزداد كلما زادت الرافعة المالية. بمعنى أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة درجة التذبذب في كل من الأرباح لكل سهم، والعوائد على حقوق الملكية للمساهمين عند كل درجة تذبذب للمبيعات والعائد من الأصول المرتبطة بها.
- (٣) استخدام الرافعة المالية بنجاح يؤدي إلى زيادة العوائد للملاك، والعكس صحيح، حيث يؤدي عدم استخدام الرافعة المالية بنجاح إلى عدم قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها الثابتة، مما يؤدي في النهاية إلى صعوبات مالية قد تسبب في النهاية التعرض للإفلاس.

### ٣-١٢ الرفع المالي والرفع التشغيلي وعوائد الأسهم

تتمتع الكثير من المنشآت بدرجة معينة من الرقابة والتحكم في عملياتها الإنتاجية، حيث يمكنها ودخل حدود معينة أن تتحكم في درجة الرفع التشغيلي، كما أن المنشآت تتوافر أمامها فرص للتشغيل في ظل درجات متفاوتة من الرفع المالي (Alexandros 1987 – Rong-Jen and – Henderson & Glenn 1991) ويؤثر كل من الرفع المالي والرفع التشغيلي على الأرباح ومن ثم توزيعات الأسهم ومخاطر تلك الأسهم في فترات الأزمات (Sihrand 1997 – Fock et al 1997). والجمع بين الرفع المالي والرفع التشغيلي يؤثر تأثيراً مضاعفاً

على الأرباح. فبالنسبة للرفع التشغيلي فإنه يؤثر على الأرباح قبل الفائدة والضريبة ومن ثم على إيرادات السهم، في حين أن الرفع المالي يؤثر على الأرباح بعد الفائدة والضريبة ومن ثم على عوائد السهم أيضا. ولهذا يطلق على الرفع التشغيلي رفع المرحلة الأولى في حين يطلق على الرفع المالي رفع المرحلة الثانية (الحناوي ٢٠٠٠- 1987 - Narayanaswamy 1998 - Lord). ويمكن قياس الأثر المجمع لكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي كما هو موضح بالعلاقة في المعادلة رقم (١١).

$$FOL = CM / CM - F - I \dots\dots\dots (11)$$

حيث تعبر  $FOL$  عن أثر الرفع التشغيلي والمالي المجمع،  $CM$  تعبر عن فائض المساهمة،  $F$  تعبر عن التكاليف الثابتة،  $I$  تعبر عن الفائدة. ويمكن الحصول على معامل التأثير المجمع لكل من الرفع التشغيلي والرفع المالي بتوافق مختلفة بين الاثنين وذلك داخل حدود معينة.

### ٣-١٣ العائد السوقي للسهم وأهميته في قياس الأداء المالي للشركات

لم يعد اهتمام المحلل المالي وخاصة في عمليات التحليل والتنبؤ قاصرا على الاهتمام المجرد على القوائم المالية للمنشأة، وإنما امتد ليشمل مجالات أكثر توسعا وعمقا داخل المنشأة وخارجها، بحيث يكون قادرا على إدراك جميع العمليات المتعلقة بالتشغيل والاستثمار والتمويل وتركيبية رأس المال والحجم الأمثل لها وقرارات توزيع الأرباح وغيرها، وبالتالي أصبحت نظريته للأمور أكثر شمولية. (منير هندي، ١٩٩٨) وبما أن هدف تعظيم ثروة الملاك ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية هو الهدف المنشود في المدى الطويل من قبل الإدارة المالية داخل المنشأة، والذي هو محصلة لعائد ومخاطر الشركة، والنتيجة من قرارات الاستثمار والتمويل والذي يعكس أيضا العوامل الخارجية الأخرى للبيئة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وبالتالي - وفي ظل وجود سوق كفاءة وفاعلة تتسم بوجود كفاءة تسعير وتشغيل بحيث

تعكس قيم عادلة وحقيقية لأسعار الأسهم - يمكن أن تعبر أسعار الأسهم بشكل أعمق واشمل عن الأداء المالي للمنشأة وتكون أفضل من المؤشرات الأخرى والتي تعبر عن قيم محاسبية فقط كربحية السهم مثلا والتي تتجاهل المخاطر والقيمة الزمنية للنقود، وبالتالي يكون السعر السوقي والذي يمثل الأساس في احتساب العائد على السهم من المؤشرات المهمة من قبل المحللين الماليين في عمليات التحليل والتنبؤ المالي والتخطيط الاستراتيجي.

### ٣-١٤ الرفع والأزمات المالية والمعايير المحاسبية

تضرب الأزمات المالية بتداعياتها على كافة النواحي المالية والتشغيلية للمنشآت، إلا أن تلك التداعيات تتفاوت بين الشركة بدرجة التفاوت والتباين في الهياكل المالية والتشغيلية. ( Goodhart 2007- Landsman 2010- Laux & Leuz 2010- Suciú 2010- Lauz & Leuz 2010). ويمكن القول بأنه في أوقات الأزمات المالية تتبلور أهم ملامح تداعيات ظاهرتي الرفع المالي والرفع التشغيلي على النحو التالي:

- في أوقات الأزمات المالية أو الاقتصادية وفيما يتعلق بحرية الإدارة في اتخاذ القرارات فإنها تكون في الشركات كثيفة الأصول الثابتة محدودة نتيجة لارتفاع التكاليف الثابتة. في حين أنها تكون عالية في الشركات كثيفة الأصول المتداولة نتيجة لانخفاض التكاليف الثابتة.
- كل من الرفع المالي والرفع التشغيلي يؤثران على الأرباح ومن ثم توزيعات الأسهم ومخاطر تلك الأسهم في فترات الأزمات المالية أو الاقتصادية. والجمع بينهما يؤثر تأثيراً مضاعفاً في هذا الصدد.
- استخدام الرافعة المالية في فترات الأزمات المالية أو الاقتصادية قد يؤدي إلى عدم قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها الثابتة، مما يؤدي في النهاية إلى صعوبات مالية قد تسبب في النهاية التعرض للإفلاس.

- يمكن القول بصورة عامة بأن الرفع المالي في حالة الأزمات المالية أو الاقتصادية يعظم خسائر الشركات حيث تكون الأوضاع الاقتصادية في حالة كساد ومبيعات الشركات تتسم بالانخفاض.

والأزمة المالية العالمية الحالية غيرت العالم بأكمله، وقد مثلت جهاز تنبيه وإنذار لصانعي القرارات. وواضعي المعايير المحاسبية، حيث أكدت تلك الأزمة على أن وضع مجموعة معايير محاسبية وخاصة المعايير ذات الصبغة الدولية أصبح أمراً مهماً للغاية أكثر من أي وقت مضى. حيث أعتبر عرض التقارير المالية والمعايير المحاسبية وما تمثله من محددات على القرارات التمويلية والتشغيلية جزءاً رئيسياً من أجزاء الأزمة المالية.

إن إدارات الشركات تفضل دائماً التمويل بالدين لما له من آثار مضاعفة على ربحية الشركة، ومع هذا فإن حجم المديونية دائماً ما يشكل قيداً على الشركة فيما يتعلق بخيارات التمويل. ولهذا بدأت الإدارات في الشركات في البحث عن وسائل تمويل جديدة تمكنها من الحصول على التمويل اللازم دون أن يترتب على ذلك إصدار حقوق ملكية جديدة أو التأثير على نسب المديونية والرفع المالي في الشركة، وهو ما أطلق عليه التمويل خارج الميزانية *Off-balance-sheet financing*. وقد دفع ذلك أصحاب الديون المعلنة إلى المطالبة بحماية محاسبية من الجهات صاحبة الصلاحية في صياغة وإصدار المعايير المحاسبية. وكانت استجابة مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكية FASB وكذلك مجلس معايير المحاسبة الدولية ISAB بإصدار معايير جديدة أو تعديل معايير قائمة لكي تمثل أداة حماية للشركات من التأثيرات المترتبة على تلك الممارسات المالية أو التشغيلية. ونذكر من أهم تلك المعايير على سبيل المثال لا الحصر ما يتعلق بالمشقات المالية ومنها المعياران الأمريكيان FASB No. 119، FASB No. 133، وكذلك المعيار الدولي IAS No. 32. عرض البيانات المالية والتي تناولها المعيار الدولي IAS No. 1 وقائمة التدفقات النقدية وتناولها المعيار الدولي IAS No. 7. الأدوات المالية: الاعتراف والقياس وتناولها المعيار الدولي IAS No. 39. وقد مثلت أغلب تلك المعايير قواعد



حاكمة لتقييم القدرة الائتمانية للشركات من خلال مقارنة التزامات تلك الشركات بحقوق ملكيتها وفقا لما يعرف بنسبة التغطية والتي تعني مدى تغطية حقوق ملكية الشركة لالتزاماتها.

## القسم الرابع: النموذج المقترح

### ١-٤ اختيار متغيرات الدراسة

تحقق النسب المالية أغراضا عدة من بينها تحديد نقاط القوة أو الضعف في الأداء المالي والتشغيلي للشركات فضلا عن المساهمة في أغراض القرارات الاستثمارية عن طريق تحديد القيم المختلفة لأسهم الشركة في السوق كانعكاس للأداء المالي.

واستنادا لفروض الدراسة وأهدافها في التعرف على العلاقة التأثيرية للهياكل المالية والتشغيلية على أداء أسهم الشركات في السوق خاصة أثناء فترة الأزمة المالية فقد تم استعراض الأدب المحاسبي المتعلق بالتحليل المالي ومن ثم تم اختيار أهم المؤشرات التي يعتقد الباحث بأنها أكثر تمثيلا لمشكلة البحث كما يلي:

### ١-١-٤ العائد السوقي للسهم

يمثل العائد السوقي للسهم المتغير التابع في الدراسة، وهو محصلة تغيرات في عوائد السهم من حركة أسعار الأسهم فضلا عن التوزيعات على السهم ومن ثم يتم قياسه في ضوء العلاقة الموضحة بالمعادلة رقم (١٢):

$$Y_{it} = \{ (P_{it} - P_{it-1}) + D_{it} \} \dots\dots\dots (12)$$

حيث أن:

Y it      تعبر عن العائد السوقي للسهم الخاص بالشركة I في الفترة t.  
D it      تعبر عن التوزيعات للسهم الخاصة بسهم الشركة I في الفترة t.

P it, P it-1 تعبر عن سعر السهم في بداية الفترة t ونهايتها لأسهم شركات العينة.

#### ٢-١-٤ نسبة المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)

هدف المؤشر هو قياس هيكل التمويل بالمنشأة. وناتج النسبة يعبر عن نسبة استخدام الخصوم في تمويل الأصول. وهذه النسبة تعبر عن الرفع المالي، وهي ترتبط بجانبين أحدهما إيجابي والآخر سلبي. الجانب الإيجابي يشير إلى قدرة الإدارة على تحقيق زيادة في أرباح الملاك ومن ثم قيمة المنشأة عن طريق الديون طويلة الأجل، والجانب السلبي يمثل مخاطر المديونية والمتمثلة في احتمال تحقيق المنشأة لعوائد تقل عن معدل خدمة الديون.

#### ٣-١-٤ نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق الملكية

وهذه النسبة تقيس الرفع المالي بصورة مباشرة حيث أن أي زيادة في العائد على الأصول يترتب عليها زيادة في صافي الربح لأصحاب حقوق الملكية.

#### ٤-١-٤ نسبة السيولة (التداول)

هدف المؤشر هو قياس علاقة الهيكل التمويلي بالهيكل المالي أو مقدرة الشركة على سداد المطلوبات المتداولة في الأجل القصير، وهو يقيس علاقة الأصول المتداولة منسوبة إلى الخصوم المتداولة. وناتج النسبة يعبر عن عدد مرات كفاية الأصول المتداولة. ونسبة التداول ترتبط ارتباطاً وثيقاً بطبيعة النشاط الذي تعمل فيه الشركة، مما قد يعني في حالة اختلافه بين الشركات وجود تأثير لطبيعة النشاط كما قد يعني أيضاً اختلافاً في درجات كفاءة الإدارة في إدارة مواردها قصيرة الأجل.

#### ٤-١-٥ نسبة إجمالي الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول

هدف المؤشر هو قياس الهيكل المالي بالمنشأة أو الحجم النسبي للأصول المتداولة في الشركة. وناتج النسبة يعبر عن مقدار ما تتضمنه كل وحدة قياس من إجمالي الأصول على شكل أصول قصيرة الأجل. وتعد تلك النسبة مؤشرا لكفاءة الإدارة في توظيف مواردها إذا ما قورنت بالمتوسطات على مستوي القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

#### ٤-١-٦ نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى الأصول طويلة الأجل

تعتبر هذه النسبة عن درجة التوازن في الهيكل المالي وذلك بتمويل الأصول طويلة الأجل من مصادر تمويل طويلة الأجل.

#### ٤-١-٧ درجة الرفع التشغيلي

تعتبر هذه النسبة عن قدرة المنشأة على تحقيق زيادة كبيرة في الأرباح نتيجة زيادة أقل في المبيعات ويعبر عنها بنسبة الزيادة في الربح منسوبة لنسبة الزيادة في المبيعات.

وفي ضوء تلك المؤشرات فإنه يمكن أن نعرض للنموذج العام لعلاقة المتغير التابع بالمتغيرات المستقلة كما في المعادلة رقم (١٣):

$$Y_{it} = B_0 + B_1 X_{1it} + B_2 X_{2it} + \dots + B_n X_{nit} + E_{it} \quad \dots (13)$$

حيث أن:

$Y_{it}$  تشير إلى المؤشر التابع (عائد سهم الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$  في ضوء المتغيرات المستقلة المعبرة عن الهيكل التمويلي).

$X_{1it}$  تشير إلى نسبة (المديونية) الرفع المالي الخاص بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$X_{2it}$  تشير إلى نسبة الرفع التشغيلي الخاص بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$X_{3it}$  تشير إلى نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق الملكية الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$X_{4it}$  تشير إلى نسبة التداول الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$X_{1it}$  تشير إلى نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول الخاصة بالشركة I في الفترة t.

$X_{0it}$  تشير إلى نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى الأصول طويلة الأجل الخاصة بالشركة I في الفترة t.

وفي ضوء هذا النموذج العام فإنه يمكن أن نعرض لثلاثة نماذج أساسية يختبر كل منها علاقة محددة كما يلي:

أولاً: نموذج علاقة العائد على السهم بالهيكل التمويلي

توضح المعادلة رقم (١٤) نموذج علاقة العائد على السهم بالهيكل التمويلي.

$$Y_{it} = B_0 + B_1 X_{1it} + E_{it} \dots\dots\dots (14)$$

حيث أن:

$Y_{it}$  تشير إلى المتغير التابع (عائد سهم الشركة I خلال الفترة t في ضوء المتغيرات المستقلة المعبرة عن الهيكل التمويلي).

$X_{1it}$  تشير إلى نسبة (المديونية) الرفع المالي الخاص بالشركة I في الفترة t.

$E_{it}$  تعبر عن خطأ التقدير في النموذج.

ثانياً: نموذج علاقة العائد على السهم بالهيكل التشغيلي

توضح المعادلة رقم (١٥) نموذج علاقة العائد على السهم بالهيكل التشغيلي.

$$Y_{it} = B_0 + B_2 X_{2it} + E_{it} \dots (15)$$

حيث أن:

$X_{2it}$  تشير إلى نسبة الرفع التشغيلي الخاص بالشركة I في الفترة t.

$E_{it}$  تعبر عن خطأ التقدير في النموذج.

ثالثاً: نموذج علاقة العائد على السهم بالهيكل المالي

توضح المعادلة رقم (١٦) نموذج علاقة العائد على السهم بالهيكل المالي.

$$Y_{it} = B_0 t + B_3 X_{3it} + B_4 X_{4it} + B_5 X_{5it} + \dots + B_6 X_{6it} + E_{it} \quad \dots (16)$$

حيث أن:

$X_{3it}$  تشير إلى نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق الملكية الخاصة بالشركة I في الفترة t.

$X_{4it}$  تشير إلى نسبة التداول الخاصة بالشركة I في الفترة t.

$X_{5it}$  تشير إلى نسبة الأصول طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول الخاصة بالشركة I في الفترة t.

$X_{6it}$  تشير إلى نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى الأصول طويلة الأجل الخاصة بالشركة I في الفترة t.

$E_{it}$  تعبر عن خطأ التقدير في النموذج.

### القسم الخامس: الدراسة الميدانية

#### ١-٥ تقديم

خصص هذا القسم للجانب التطبيقي للدراسة والذي اعتمد فيه الباحث على أسلوب الدراسة التجريبية نظراً لملاءمته لطبيعة مشكلة البحث وأهدافه. ويمكن عرض الأركان المختلفة لهذا الجانب التطبيقي في الأقسام التالية.

#### ٢-٥ أداة البحث

اعتمد الباحث على أسلوب الدراسة التجريبية القائمة على القياس الكمي بالنسبة للمعلومات المالية، حيث تم الحصول على تلك البيانات من القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة المقيدة في سوق الأسهم، كما تم استكمال باقي بيانات النموذج من دليل المساهم المنشور بواسطة هيئة سوق المال.

## ٣-٥ مجتمع وعينة وفترة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأسهم السعودية البالغ عددها في تاريخ إجراء الدراسة الميدانية سبع وتسعون شركة (عدا البنوك وشركات التأمين) مقسمة إلى ثلاثة عشر قطاعاً وذلك خلال الفترة المالية ٢٠٠٩م، وهي الفترة المالية من وجهة نظر الباحث التي وصلت فيها تلك الأزمة المالية إلى ذروتها وظهرت آثارها على الأداء المالي لأسهم الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي. وقد تم اختيار عدد خمس وتسعون شركة منها بطريقة حكومية بحيث تغطي تلك العينة مجتمع الدراسة كلما كان ذلك ممكناً، لتكون عينة البحث وفقاً للاعتبارات التالية:

- ١) توافر القوائم المالية المنشورة لهذه الشركات، بالإضافة إلى توافر بيانات عن مؤشرات الأداء لأسهم هذه الشركات.
- ٢) عدم حدوث تغيرات جوهرية على عناصر متغيرات البحث خلال فترة الدراسة بما يؤثر على معنوية التطبيق. أو إجراء التعديلات اللازمة بما يتفق مع تناسق وتوافق البيانات.

## ٤-٥-٤ فروض البحث

تشتمل فروض البحث في صورتها البديلة على الفروض التالية:

- ١- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الهيكل المالي والتمويلي والتشغيلي وأداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.
- ٢- تؤثر زيادة درجة الرفع المالي سلباً على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.
- ٣- تؤثر زيادة درجة الرفع التشغيلي سلباً على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.
- ٤- تؤثر زيادة درجة التوازن في الهيكل المالي إيجاباً على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.

## ٥-٥ الأساليب والاختبارات الإحصائية

لاختبار فروض الدراسة اعتمد الباحث على الاختبارات الإحصائية التالية:

١. نموذج الانحدار ( البسيط والمتعدد) حيث يساعد هذا النموذج في جمع وتحليل جميع متغيرات الدراسة في آن واحد.
٢. معامل التحديد ( $R^2$ ) الذي يوضح نسبة التغيرات في المتغير التابع، وهو القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة في الدراسة الحالية، والتي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة.
٣. اختبار (F) ويساعد في اختبار معنوية النموذج ككل، والذي تم التوصل إليه بأسلوب الانحدار المرهلي.
٤. اختبار (T) وهو اختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة كل على حده لمعرفة مدى معنويتها وأهميتها في النموذج المقترح، وذلك عند مستوى ثقة ٩٥% لكل من (F) و (T)، ومستوى معنوية مقبول ٥% أو أقل.

## ٦-٥ نتائج الدراسة الميدانية

يركز هذا الجزء على مناقشة نتائج التحليل الإحصائي على شركات العينة حيث تم قياس أثر المقاييس المحاسبية المختارة كمتغيرات مستقلة على عائد الأسهم كمتغير تابع، وذلك باعتبار أن عائد الأسهم يمثل محتوى إعلامي للمتغيرات المستقلة التي تصل إلى سوق رأس المال.

ونعرض بعض الإحصاءات لمجتمع وعينة الدراسة من الشركات كما وردت بالدليل الصادر عن هيئة سوق المال السعودي خلال فترة التطبيق. حيث يوضح الجدول رقم (١) تحديدا لطبيعة العينة ومجتمع الدراسة حسب القطاعات الأساسية المبوب في ظلها الاقتصاد السعودي خلال تلك الفترة.

جدول رقم ( ١ )  
طبيعة العينة للدراسة التطبيقية

م	القطاع	عدد الشركات	عدد شركات المختارة
١	الصناعات البتروكيماوية	١٤	١٣
٢	الاسمنت	٨	٨
٣	التجزئة	٩	٨
٤	الطاقة والمرافق الخدمية	٢	٢
٥	الزراعة والصناعات الغذائية	١٣	١٣
٦	الاتصالات وتقنية المعلومات	٤	٤
٧	شركات الاستثمار المتعدد	٧	٧
٨	الاستثمار الصناعي	١١	١١
٩	التشييد والبناء	١٣	١٣
١٠	التطوير العقاري	٧	٧
١١	النقل	٤	٤
١٢	الإعلام والنشر	٣	٣
١٣	الفنادق والسياحة	٢	٢
	المجموع	٩٧	٩٥

٥-٦-١ نتائج تحليل الفرض الأول

يتضمن هذا الفرض بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الهيكل المالي والتمويلي والتشغيلي وأداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات. ولاختبار هذا الفرض فقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في بناء علاقة انحدار بين عائد الأسهم الذي يعبر عن مستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي كمتغير تابع، والمتغيرات المستقلة ممثلة في نسبة المديونية (الرفع المالي)، نسبة الرفع التشغيلي، نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق الملكية، نسبة التداول، نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول، نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى الأصول



طويلة الأجل. وقد كانت المؤشرات الإحصائية الأساسية للنموذج الخاص بتلك العلاقة على النحو الذي يوضحه الجدول رقم (٢):

جدول رقم ( ٢ ) : المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار الشامل  
عن معلومات الهيكل التمويلي والمالي والتشغيلي وعوائد الأسهم في السوق

معنوية النموذج		القوة التفسيرية R <sup>2</sup>	معنوية المتغيرات		المتغيرات بالنموذج
P value	F		P.value	t	
٠,٠٠٠	٥,٨٨٩	٠,٢٨٦			
					المتغير التابع : عوائد الأسهم
					المتغيرات المستقلة
			٠,٨٨٩	٠,١٤٠-	ثابت النموذج
			٠,٠٠٨	٠,٢٦٨-	نسبة (المديونية) الرفع المالي
			٠,٠٠٠	٥,٤١-	نسبة الرفع التشغيلي
			٠,٩٩٧	٠,٠٠٣	نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق الملكية
			٠,٧٦٨	٠,٢٩٧	نسبة التداول
			٠,٨٨٤	٠,١٤٦	نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول
			٠,٢٣٦	١,١٩٣	نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى الأصول طويلة الأجل

- توضح نتائج الانحدار المتعدد بالجدول السابق أن مستوى المعنوية لقيمة F المحسوبة أقل من ٥% وهذا يدل على معنوية النموذج بصفة عامة في دراسة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
- باستخدام اختبار T لاختبار معنوية معاملات الانحدار وجد أن قيمة T معنوية حيث أنها أقل من ٥% بالنسبة لكل من درجة الرفع المالي ودرجة الرفع التشغيلي وهذا يدل على معنوية هذين المتغيرين في دراسة سلوك المتغير التابع. كما وجد أن قيمة T غير معنوية حيث كانت أكبر من ٥% بالنسبة لكل من نسبة إجمالي الأصول إلى حق الملكية ، نسبة التداول ، نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول، نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى الأصول طويلة الأجل. وهذا يدل على عدم معنوية هذه المتغيرات في دراسة سلوك المتغير التابع.

- كما تفسر المتغيرات المستقلة ٢٨,٦% من المتغير التابع كما يوضح ذلك  $R^2$  للنموذج.
- وتؤيد النتائج السابقة الفرض الأول بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الهيكل المالي والتمويلي والتشغيلي وأداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.

### ٥-٦-٢ نتائج تحليل الفرض الثاني

يتضمن هذا الفرض أن تؤثر زيادة درجة الرفع المالي سلبيًا على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.

لاختبار هذا الفرض، فقد تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط في بناء علاقة انحدار بين عائد الأسهم الذي يعبر عن مستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي كمتغير تابع، والمتغير المستقل ممثلًا في نسبة المديونية (الرفع المالي)، كما هو موضح في الجدول رقم (٣) الذي يوضح أهم المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار بين التغيرات في عائد الأسهم ومعلومات الهيكل التمويلي الأساسية:

جدول رقم (٣) : المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار عن معلومات الهيكل التمويلي وعوائد الأسهم في السوق

معنوية النموذج		القوة التفسيرية $R^2$	معنوية المتغيرات		المتغيرات بالنموذج
P value	F		P.value	t	
٠,٠٠٧	٣,٣٥١	٠,٠٣٥			
					المتغير التابع : عائد الأسهم
					المتغيرات المستقلة
			٠,٠٢٧	١,٠٩٣-	ثابت النموذج
			٠,٠٠٧	١,٨٣١-	نسبة (المديونية) الرفع المالي

- يوضح الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية المقابلة لقيمة F المحسوبة كانت معنوية عند مستوى معنوية ٥% وهذا يدل على معنوية النموذج في دراسة تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع.
- باستخدام إختبار توزيع T لإختبار معنوية معاملات الانحدار وجد أن القيمة الاحتمالية المقابلة لقيمة T المحسوبة أقل من ٥%. وهذا يدل على معنوية المتغير المستقل في دراسة سلوك المتغير التابع.
- كما أن التغيرات التي حدثت في المتغير التابع ( عوائد الأسهم ) وقدرها ٣,٥% ناتجة عن التغيرات في المتغير المستقل ( نسبة الرفع المالي ).
- أن معامل المتغير المستقل ذات إشارة سالبة ( -٠,٢٢٥ ) مما يعني أن العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع هي علاقة عكسية.
- تدعم النتائج السابقة قبول فرض الدراسة الثاني بأن تؤثر زيادة درجة الرفع المالي سلبا على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.

### ٣-٦-٥ نتائج تحليل الفرض الثالث

يشتمل هذا الفرض على أن تؤثر زيادة درجة الرفع التشغيلي سلبا على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.

لاختبار هذا الفرض فقد تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط في بناء علاقة انحدار بين عوائد الأسهم الذي يعبر عن مستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي كمتغير تابع، والمتغير المستقل ممثلا في نسبة الرفع التشغيلي. وقد كان النموذج الخاص بتلك العلاقة في الصورة التي يعرضها الجدول رقم (٤):

جدول رقم ( ٤ ) : المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار  
عن معلومات الهيكل التشغيلي وعوائد الأسهم في السوق

معنوية النموذج		القوة التفسيرية $R^2$	معنوية المتغيرات		المتغيرات بالنموذج
P.value	F		P.value	t	
٠,٠٠٠٠	٢٨,١٠٧	٠,٢٣٢			
					المتغير التابع : عوائد الأسهم
					المتغيرات المستقلة
			٠,٠١٣	٢,٥٣٤-	ثابت النموذج
			٠,٠٠٠	٥,٣٠٢-	نسبة الرفع التشغيلي

- يوضح الجدول رقم (٤) أن القيمة الاحتمالية المقابلة لقيمة F المحسوبة أقل من مستوى المعنوية ٥% وهذا يدل على معنوية النموذج في دراسة تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع.
- باستخدام إختبار توزيع T لإختبار معنوية معاملات الانحدار وجد أن القيمة الاحتمالية المقابلة لقيمة T المحسوبة معنوية عند ٥%. وهذا يدل على معنوية المتغير المستقل في دراسة سلوك المتغير التابع.
- أن ٢٣,٢% من التغيرات التي حدثت في المتغير التابع (عوائد الأسهم) يفسرها المتغير المستقل (نسبة الرفع التشغيلي).
- أن قيمة B للمتغير المستقل ذات إشارة سالبة (-١,٠٣٨) مما يعني أن العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع هي علاقة عكسية.
- تؤيد النتائج السابقة قبول فرض الدراسة الثالث بأن تؤثر زيادة درجة الرفع التشغيلي سلبا على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.

#### ٤-٦-٥ نتائج تحليل الفرض الرابع

يتضمن هذا الفرض أن تؤثر زيادة درجة التوازن في الهيكل المالي إيجابا على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.

ولاختبار هذا الفرض فقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في بناء علاقة انحدار بين عوائد الأسهم الذي يعبر عن مستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي كمتغير تابع، والمتغيرات المستقلة ممثلة في نسبة إجمالي الأصول إلي حقوق الملكية، نسبة التداول ، نسبة الأصول المتداولة إلي إجمالي الأصول، نسبة الخصوم طويلة الأجل إلي الأصول طويلة الأجل ويوضح الجدول رقم (٥) النموذج الخاص بتلك العلاقة .

جدول رقم (٥) : المؤشرات الإحصائية لنموذج الإنحدار  
عن معلومات التوازن بين الهيكل التمويلي والهيكل المالي وعوائد الأسهم في السوق

معنوية النموذج		القوة التفسيرية R <sup>2</sup>	معنوية المتغيرات		المتغيرات بالنموذج
P value	F		P.value	t	
٠,٣٥٣	١,١١٨	٠,٠٤٧			
					المتغير التابع : عوائد الأسهم
					المتغيرات المستقلة
			٠,٩٧٨	٠,٠٢٧-	ثابت النموذج
			٠,٢٢٥	١,٢٢١-	نسبة إجمالي الأصول إلي حقوق الملكية
			٠,٥١٠	٠,٦٦٢	نسبة التداول
			٠,٦٩٨	٠,٣٩٠-	نسبة الأصول المتداولة إلي إجمالي الأصول
			٠,٣٥٠	٩,٩٤٠-	نسبة الخصوم طويلة الأجل إلي الأصول طويلة الأجل

- يوضح الجدول رقم (٥) يوضح أن القيمة الاحتمالية المقابلة لقيمة F المحسوبة أكبر من ٥% وهذا يدل على عدم معنوية النموذج في دراسة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
- باستخدام اختبار توزيع T لاختبار معنوية معاملات الانحدار وجد أن معاملات هذه المتغيرات غير معنوية بالنسبة لكل من نسبة إجمالي الأصول إلي حق الملكية ، نسبة التداول ، نسبة الأصول المتداولة إلي إجمالي الأصول، نسبة الخصوم طويلة الأجل إلي الأصول طويلة الأجل. وهذا يدل على عدم معنوية هذه المتغيرات في دراسة سلوك المتغير التابع.

- أن التغيرات التي حدثت في المتغير التابع ( عوائد الأسهم ) وقدرها ٤,٧% ناتجة عن التغيرات في المتغيرات المستقلة .
- تشير قيم معاملات المتغيرات المستقلة إلى وجود علاقات إيجابية وأخري سلبية مع تغيرات عوائد الأسهم للشركات في السوق . فالعلاقة سلبية بقيمة (-١٥,٤٤٨) لنسبة إجمالي الأصول إلى إجمالي حقوق الملكية ، وعلاقة إيجابية بقيمة (٢,٠٥) لنسبة التداول، وعلاقة سلبية بقيمة (-٢٢,٦٥٥) لنسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول، وأخيرا علاقة سلبية بقيمة (-٢٠,٧٩٤) لنسبة الخصوم طويلة الأجل إلى الأصول طويلة الأجل.
- تؤيد النتائج السابقة عدم قبول فرض الدراسة الرابع بأن تؤثر زيادة درجة التوازن في الهيكل المالي إجابا على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.

## القسم السادس: خلاصة ونتائج الدراسة

### ١-٦ خلاصة البحث:

لرفع المالي والرفع التشغيلي تداعياتهما المحاسبية على الأداء المالي للشركات وأسهمها في السوق.

فالرفع التشغيلي له تأثيراته على الأداء المالي للشركات في السوق حيث يترتب على الرفع التشغيلي تأثيرا مضاعفا على إيرادات الشركة قبل الفوائد والضريبة والزكاة. كما أن الرفع المالي له تأثيراته على الأداء المالي للشركات في السوق حيث يترتب عليه تأثيرا مباشراً على ربحية سهم الشركة نتيجة لتغير الأرباح قبل الفوائد والضريبة والزكاة.

ومن ثم فإن إدماج الرفع المالي والرفع التشغيلي معا يترتب عليه تأثيرا مضاعفا على أرباح الأسهم، حيث إذا ما استعملت الشركة مزيجا من الرفع المالي والتشغيلي إلي حدوث تغير هام في العائد على السهم ومن ثم استقراره في السوق بصفة عامة وفي أوقات الأزمات المالية بصفة خاصة.

وتهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي والتشغيلي على الأداء المالي لأسهم الشركات المساهمة في سوق الأوراق المالية بصفة عامة وفي سوق الأسهم السعودي بصفة خاصة، وكذلك التعرف على مفهوم الرفع المالي والتشغيلي وأهدافهما وأثارهما، بالإضافة إلى التعرف على مفهوم عوائد الأسهم وكيفية قياسه.

وتتبع أهمية الدراسة من أهمية ظاهرتي الرفع المالي والرفع التشغيلي وأثرهما على الأداء المالي للأسهم في سوق المال.

لقد تم استخدام نسبة المديونية كمؤشر للهيكل التمويلي، كما تم استخدام نسبة هامش المساهمة إلي صافي الدخل كمؤشر للرفع التشغيلي، كما تم استخدام أربعة متغيرات كمؤشر للعلاقة بين الهيكل المالي والهيكل التمويلي وهي نسبة إجمالي الأصول إلي حقوق الملكية، نسبة التداول، نسبة الأصول المتداولة إلي إجمالي الأصول، نسبة الخصوم طويلة الأجل إلي الأصول طويلة الأجل.

وقد كانت فترة الدراسة هي عام ٢٠٠٩، وهي فترة الأزمة المالية العالمية حيث تكونت عينة الدراسة من خمس وتسعون شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودي، ومن أجل معرفة أثر مؤشرات الرفع المالي والتشغيلي على الأداء المالي لأسهم الشركات في سوق الأوراق المالية، قام الباحث ببناء نماذج قياسية تعتمد على منهجية الانحدار المتعدد أو البسيط حسب متغيرات كل نموذج .

## ٢-٦ نتائج البحث:

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي والتشغيلي وبين عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق الأسهم السعودي. وبالتالي توصني الدراسة بأنه يجب على المستثمرين الأخذ بمؤشرات الأداء المالي والتشغيلي بعين الاعتبار عند اتخاذهم قرار الاستثمار في أسهم الشركات. كما يجب على المستثمرين التركيز على كل النسب المالية المستندة إلى الميزانية العمومية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية جنباً إلى جنب عند تحليل الوضع المالي والتشغيلي للشركات وإنجازاتها المالية قبل اتخاذ قرار الاستثمار في هذه الشركات. وبصورة أكثر تحديداً توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الهيكل المالي والتمويلي والتشغيلي وأداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.
- زيادة درجة الرفع المالي ذات تأثير معنوي وسالب على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.
- زيادة درجة الرفع التشغيلي ذات تأثير معنوي وسالب على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.
- لم تؤيد نتائج الدراسة العلاقة الخاصة بأن زيادة درجة التوازن في الهيكل المالي تؤثر إيجاباً على أداء أسهم الشركات في السوق في أوقات الأزمات.

## ٣-٦ توصيات البحث:

في ضوء مناقشة الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث وما تم التوصل إليه من نتائج من الواقع الميداني في البيئة السعودية فإن الباحث يوصي بمجموعة من التوصيات أهمها:

- ضرورة الأخذ في الحسبان المعلومات الأخرى المؤثرة على الأداء المالي لأسهم الشركات في السوق بخلاف متغيرات الهيكل المالي والتشغيلي.



- إجراء مزيد من الدراسات الأخرى عن تأثير متغيرات الهيكل المالي والتشغيلي على الأداء المالي للشركات في السوق وذلك في بيئات مختلفة حيث أن الأزمة المالية العالمية الأخيرة قد ضربت باقتصاديات جميع الدول دونما استثناء.

#### ٤-٦ مراجع البحث:

#### أولاً: مراجع باللغة العربية:

- ثروة الأغبري " أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية"، رسالة ماجستير ، اليمن ، ٢٠٠٢م.
- سيد الهواري " الإدارة المالية - الجزء الأول "الاستثمار والتمويل طويل الأجل" ، مكتبة عين شمس - القاهرة - ١٩٨٥ .
- سمير محمد عبد العزيز " التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية " ، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع - الإسكندرية ، ١٩٩٧.
- شريف سعيد البراد " دراسة أثر طبيعة النشاط على المؤشرات المالية والمحاسبية المستخدمة في تحديد أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية- دراسة تطبيقية" مجلة الفكر المحاسبي- كلية التجارة- جامعة عين شمس- العدد الثاني- السنة الخامسة- ٢٠٠١م.
- محمد صالح الحناوي " الإدارة المالية والتمويل" ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٠.
- عبد الله عبد القادر " العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية" ، مجلة أبحاث اليرموك، العدد الأول، المجلد الحادي عشر، ١٩٩٥.

- غرابية فوزي و داود محمد جعفر " مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة الأردنية" ، مجلة أبحاث اليرموك، العدد الثاني، المجلد الرابع، ١٩٨٨.
- رهدان دراعمه " أثر النمو، الحجم، ودرجة الرفع المالي على المحتوى المعلوماتي للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والأرباح المحاسبية: دليل من الأردن- قطاع الصناعة"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، جامعة الكويت، مجلد ١٥، عدد ٣، ٢٠٠٨.
- منير إبراهيم هندی " الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر" ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، الطبعة الرابعة ، ١٩٩٩.
- منير إبراهيم هندی، سلسلة الأسواق المالية (٢) ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، المؤسسة العربية المصرفية ، البحرين ، ١٩٩٨.
- محمد صبري إبراهيم ندا " أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية: دراسة تطبيقية"، الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، العدد الأول، ١٩٩٧.

#### ثانيا: مراجع باللغة الأجنبية:

- Agarwal, V. S. Poshakwale., " Size and Book-to-Market Anomalies and Omitted Leverage Risk", *The European Journal of Finance*, Vol. 16, No. 3, April 2010, pp 263-281.
- Alexandros, P. P. " Effect of Debt on the Degrees of Operating and Financial Leverage" *Financial Management*, Vol. 16, No. 2, Summer 1987, pp 39- 45.
- Alford, A. & J. Jones, and R. Leftwich, and M. Zmijewski, " The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries", *Journal of Accounting Research* , Vol. 31, Issue Supplement., 1993, p 41.
- Amir, E. & B. Lev, "Value Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry", *Journal of Accounting and Economics*, August- December, 1996, pp 3- 30.
- Arora, R. K. & H. Das, and P. K. Hain, " Stock Returns and Volatility: Evidence from Select Emerging Markets", *Review of*

- Pacific Basin Financial Markets and Policies*", Vol. 12, No. 4, December 2009, pp 567- 593.
- Assem, S. & T. Sheridan, "Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers", *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, April 1999, pp 547-580.
  - Bharath, S. T. & P. Pasquariello, and G. Wu, " Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?", *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 8, August 2009, pp 3211-3244.
  - Bierman. H., "The Debt-Equity Swap", edited by J.M. & D. H. Chew, "The Revolution in Corporate Finance", N. Y, 1986.
  - Bradbury, M. I. Hague, " Financial Instruments", *Chartered Accountants Journal of New Zealand*, July 1998, Vol. 77, No. 6, pp 39-41.
  - Bowman, R. G., " Information Content of Financial Leverage: An Empirical Study: A Comment", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No. 3, April 1995, pp 455- 461.
  - Breuer, P., "Measuring off-Balance-Sheet Leverage", *Working Paper, International monetary fund*, December 2000.
  - Ball, R. "The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned", *Journal of Applied Corporate Finance* , Vol. 21, No. 4, Autumn 2009, pp 8-16.
  - Barth, M. E. & w. Landsman, "How Did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?", *European Accounting Review* , Vol. 19, No. 3, 2010, pp 399-423.
  - Bhayani, S. J. "Impact of Financial Leverage on Cost of Capital and Valuation of Firm: A Study of Indian Cement Industry", *Paradigm (Institute of Management Technology* , Vol. 13, No. 2, 2009, pp 43-49.
  - Blankfein, L. "To Avoid Crisis, We Need More Transparency", *Financial Times*, Vol. 13, October 2009, p11.
  - Cai, J. & Z. Zhang, "Leverage Change, Debt Overhang, and Stock Prices", *Journal of Corporate Finance* . Vol. 17, No. 3, July 2011, pp 391-402.
  - Chan, k. & I. David and I. Lee, "Economic Sources of Gain in Stock Repurchases", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 3, September 2004, pp 461-479.
  - Darwin, D. Y., & R. Q. Aquino., "Testing Capital Structure Models on Philippine Listed Firms", *Applied Economics*, Vol. 41, No. 15, Jun 2009, pp 1973-2013.

- David, D. A., & D. W. French., " Share Price Level and Risk: Implications for Financial Management", *Managerial Finance*, Vol. 14, No. 1, 1988, pp 6-16.
- Dimitrov, V., & P. C. Jain., " The Value- Relevancé of Changes in Financial Leverage Beyond Growth in Assets and GAAP Earnings", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Spring 2008, Vol. 23, No. 2, pp 191-223.
- Drees, B.; & B. Eckwert., " Leverage and the Price Volatility of Equity Shares Equilibrium", *Quarterly Review of Economics and Finance", Vol. 40, No. 2, Summer 2000, pp 155-169.*
- Feltham , G. A., & J. A. Ohlson ., "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research* 11, Spring1995, pp 689-731.
- Feltham, G. A., & S. Robb., and P. Zhang., " Percision in Accounting Information, Financial Leverage and the Value of Equity", *Journal of Business Finance & Accounting*, September /October 2007, Vol. 34, No. 7/8, pp 1099-1123.
- Fok, R. C. W., & C. Carolyn., M., C. Chiou., " Determinants of Corporate Hedging and Derivatives: A Revisit ", *Journal of Economics and Business*, November-December 1997; No. 6, pp 269-286.
- Frederick, M. L. & B. D. Fielitz, and G. Myron, "Portfolio Performance in Relation to Quality, Earnings, Dividends, Firm Size, Leverage, and Return on Equity", *Journal of Financial Research*, Vol. 7, No. 1, Spring 1984, pp 17-27.
- Gao, N., & J. E., Brooks., " Capital Structure and Outcome of Proxy Contest Targets; An Empirical Study", *Managerial Finance*, Vol. 36, No. 4, 2010, pp 294-322.
- Garvey, G. T., & T. T. Milbourn., " EVA Versus Earnings: Does it Matter Which is More Highly Correlated with Stock Returns?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, 2000, pp 209-246.
- Gole, V. L. " Financial and Operating Leverage", *Australian Accountant*, Vol. 54, No. 7, August 1984, pp 553-559.
- Garcia-Feijoo, L. & R. N. Jorgensen, "Can Operating Leverage be the Cause of the Value Premium? ", *Financial Management* , Vol. 39, No. 3, Autumn 2010, pp 1127-1154.
- Goodhart, C. A. E. "The Background to the 2007 Financial Crisis", *International Economics & Economic Policy*, Vol. 4, No. 4, 2007, pp 331-346.

- Guo, W. C. & F. W. Wang, "Financial Leverage and Market Volatility with Diverse Beliefs", *Economic Theory*, Vol. 47, No. 2/3, May 2011, pp 337-364.
- Hahn, J. & H. Lee., "Financial Constraints, Debt Capacity, and the Cross-Section of Stock Returns", *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 2, April 2009, pp 891-923.
- Hendreson, L. R. J. & V. J. Glenn., "Combined Leverage and Stock Risk", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 30, No. 1, Winter 1991, pp 12-40.
- Huffman, L. "Operating Leverage, Financial Leverage, and Equity Risk", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 7, No. 2, Jun 1983, pp 197-203.
- Huffman, S. P. "The Impact of the Degree of Operating and Financial Leverage", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 28, No. 1, Winter 1989, pp 83-102.
- James, M. G., & G. A. James, "On the Relationship Between Systematic Risk and the Degrees of Operating and Financial Leverage", *Financial Management*, Vol. 11, No. 2, Summer 1982, pp 15-42.
- Jermias, J. "The Relative Influence of Competitive Intensity and Business Strategy on the Relationship Between Financial Leverage and Performance", *The British Accounting Review*, March 2008, Vol. 40, No. 1, pp 71-148.
- James, T. & M. M. Mohideen. "An Analytical Study of Leverage, Earnings and Dividend: A Case Study of Software Industry", *Advances in Management*, Vol. 3, No. 5, May 2010, pp 50-53.
- John, T. A. "Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress", *The Journal of the Financial Management Association*, Vol. 22, No. 3, Autumn 1993, pp 91-100.
- Juliet, D. & M. William, and N. Robert, "Determinants of Performance Improvements in Privatized Firms: The Role of Restructuring and Corporate Governance", *Working Papers, Yale School of Management's Economics Research Network*, 2001, pp 1-40.
- Kisgen, D. J. "Do Firms Target Credit or Leverage Level", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 44, No. 6, December 2009, pp 1323-1344.
- Kirti, M. "An Analysis of the Debt-Equity Structure of Leading Hotel Chain in India", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 19, No. 5, 2007, pp 397-414.

- Korteweg, A. "The Net Benefits to Leverage", *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 6, December 2010, pp 2137-2170.
- Lord, R. A. " Properties of Time-Series Estimates of Degree of Leverage Measures", *The Financial Review*, Vol. 33, No. 2 May 1998, pp 69-84.
- Lundstrum, L. L. " Entrenched Management, Capital Structure Changes and Firm Value", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 33, No. 2, April 2009, pp 161-175.
- Lang, L. H. P. & M. S. Rene, "Contagion and Intra-Industry Effects of Bankruptcy Announcements: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, 1992, pp 45-60.
- Li, M. Y. & N. C. R. Hawang, "Effect of Firm Size, Financial Leverage and R&D Expenditures on Firm Earnings: An Analysis Using Quantile Regression Approach ", *ABACUS*, Vol. 47, No. 2, January 2011, pp 182-204.
- Landsman, W. R. "How Did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?", *European Accounting Review*, Vol. 19, No. 3, 2010, pp 399-423.
- Laux, C. & C. Leuz, " Did Fair- Value Accounting Contribute to the Crisis", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, 2010, pp 93-118.
- Laux, C. & C. Leuz, "The Crisis of Fair-Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 13, No. 6/7, 2009, pp 826-834.
- Mandelker, G. N. & R. S. Ghon. " The Impact of the Degree of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, No. 1, March 1984, pp 45- 58 .
- Masta, D. A., " Capital Structure as a Strategic Variable: Evidence from Collective Bargaining", *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 3, Jun 2010, pp 1197-1296.
- McDaniel, W. R. "Operating Leverage and Operating Risk", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 11, No. 1, Spring 1984, pp 113-125.
- Martikainen, N., " Accounting Losses and Earnings Response Coefficients: The Impact of Leverage and Growth Opportunities", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24, No. 2, March 1997, pp 277- 292.
- Masulis, R. W., " The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers", *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, Vol. 8, No. 2, Jun 1980, pp 139-179.

- Michael, D. T., & H. D. Minyard., and K. A. Shriver., " A Re-Examination of the Operating Leverage- Financial Leverage Tradeoff Hypothesis" *Quarterly Review of Economics and Finance* , Vol. 34, No. 3, Fall 1994, pp 327-347.
- Narayanaswamy, C. R., & H. E. Phillips., " CAPM, Valuation of Firms. and Financial leverage", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 26, No. 1, Winter 1987, pp 86-94.
- Nielsen, R. P. "High-Leverage Finance Capitalism. The Economic Crisis, Structurally Related Ethics Issues, and Potential Reforms ", *Business Ethics Quarterly* , Vol. 20, No. 2, April 2010, pp 299-330.
- Novy-Marx, R. "Operating Leverage ", *Review of Finance* , Vol. 15, No. 1, January 2011, pp 103-134.
- Ozdagli, A. K., " Financial Leverage, Corporate Investment and Stock Returns", Ph.D. , The University of Chicago, 2009.
- Opler, T. C., & T. Sheridan., " Financial Distress and Corporate Performance", *The Journal of Finance*, Vol. 49. No. 3, July 1994, pp 1015-1041.
- Ou, J. A., " The Information Content of Nonearnings Accounting Numbers as Earnings Predictors ". *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, No. 1, spring 1990, pp. 144- 163.
- Odit, M. P. & Y. D. Gobardhun, "The Determinants of Financial Leverage of SME's in Mauritius", *International Business & Economics Research Journal* , Vol. 10, No. 3, March 2011, pp 113-125.
- Opler, T.C. & T. Sheridan, "Financial Distress and Corporate Performance", *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 3, July 1994, pp 1015-1040.
- Pan, J. & A. M. Poteshman, "The Information in Option Volume For Future Stock Prices", *Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 3, Fall 2006, pp 971-908.
- Penman, S. H. & S. Richardson, and I. Tuna, "The Book-to-Price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage", *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 2, May 2007, pp 427-467.
- Pichler, P. & S. Alex, and C. Zulehner, "Why Leverage Affects Pricing", *Review of Financial Studies* , Vol. 21, No. 4, July 2008, pp 1733-1765.
- Qigui, L. & Gray, T. and Xiaoming, W. "The Effect of Ownership Structure on Leverage Decision: New Evidence from Chinese Listed Firms", *Journal of the Asia Pacific Economy* , Vol. 16, No. 2, May 2011. pp 254-276.

- Rong-Jen, L., & H. Glenn., " Combined Leverage and Stock Risk ", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 30, No. 1, Winter 1991, pp 18-40.
- Ryan, S. G. "Accounting In and For the Subprime Crisis", *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 6, 2008, pp 1605-1638.
- Safieddine, A., & S. Titman., " Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers", *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, April 1999, pp 547-581.
- Schrand, C., " The Association Between Stock price Interest Rate Sensitivity and Disclosure About Derivative Instruments ", *the Accounting Review*, January 1997, Vol. 72, No. 1, pp 87-109.
- Scheuble, H. "Leveraging Financial Data for Fundraising", *Accounting Technology*, Vol. 23, No. 1, January/February 2007, p 15.
- Smith, M. & K. Jo-Anne, and R. Peter, "Economic Recession, Corporate Distress and Income Increasing Accounting Policy Choice", *Accounting Forum*, Vol. 25, No. 4, December 2001, pp 334-353.
- Suciu, T. " The Current Economic Crisis Reflected in Media", *Bulletin of the Transilvania University of Brasov , Series V, Economic Sciences*, No. 3, 2010, pp 95-102.
- Teppo, M., " Stock Returns and Classification Pattern of Firm-Specific Financial Variables: Empirical evidence with Finnish data", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 20, No. 4, Jun 1993, pp 537-558.
- Titman, S. " The Effect of Capital Structure on a Firms' Liquidation Decision ", *Journal of Financial Economics* . Vol. 13, 1984, pp 137-151.
- Watts, R., & J. Zimmerman., " *Positive Accounting Theory*", Englewood Cliffs, Prentice-Hall, Inc, 1986 .
- Zhiguo, H. & I. G. Khang, and K. Arvind, "Balance Sheet Adjustments During the 2008 Crisis", *IFM Economic Review* , Vol. 58, No. 1, 2010, pp 118-156