الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم إدارة الأعمال

الدور المعدّل لاستراتيجية الأعمال وحدّة المنافسة والتدفقات النقدية الحرة في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات:

دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في إدارة الأعمال

إعداد الطالب
ابراهيم علي سليم

إشراف
الأستاذ الدكتور غذوان علي

2025

إقرار

أنا الطالب: ابراهيم علي سليم دكتوراه في إدارة الأعمال

أصرح بأن الدراسة هي من إنجازي ولم يسبق أن نُشرت من قبلي أو من قبل باحثين آخرين.

الاسم: ابراهيم علي سليم

التوقيع:

التاريخ:

إقرار المشرف

أشهد بان هذه الرسالة الموسومة

"الدور المعدّل لاستراتيجية الأعمال وحدّة المنافسة والتدفقات النقدية الحرة في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

جرت تحت إشرافي في كلية الاقتصاد قسم إدارة الأعمال، جامعة دمشق وهي جزء من متطلبات نيل درجة الدكتوراة في اختصاص ادارة الأعمال.

المشرف: الدكتور غذوان علي

التوقيع:

التاريخ:

إقرار المقوم اللغوي

أشهد بأن هذه الرسالة الموسومة

"الدور المعدّل لاستراتيجية الأعمال وحدّة المنافسة والتدفقات النقدية الحرة في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

تمت مراجعتها من الناحية اللغوية وتصحيح ما ورد فيها من أخطاء لغوية وتعبيرية وبذلك أصبحت الرسالة مؤهلة للمناقشة بقدر تعلق الأمر بسلامة الأسلوب وصحة التعبير.

الاسم:

التوقيع:

التاريخ:

بسم الله الرحمن الرحيم

((نَرْفَعُ دَرَجَاتٍ مّن نَّشَاء وفَوْقَ كُلِ ذِي عِلْمٍ عَلِيمٌ))

صدق الله العلي العظيم

سورة يوسف

الآية (76)

لجنة المناقشة:

رسالة دكتوراه بعنوان: "الدور المعدّل لاستراتيجية الأعمال وحدّة المنافسة والتدفقات النقدية الحرة في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

إعداد الطالب: ابراهيم علي سليم

نوقشت هذه الرسالة علنياً وأجيزت يوم الخميس الواقع في 10 / 4 / 2025 من قبل السادة أعضاء لجنة الحكم التالية أسماؤهم:

د. زكوان قريط	الأستاذ في قسم إدارة الأعمال -كلية الاقتصاد-جامعة دمشق	عضواً	
د. غذوان علي	الأستاذ في قسم إدارة الأعمال -كلية الاقتصاد-جامعة دمشق	عضواً مشرفاً	
د. مجد صقور	الأستاذ في قسم إدارة الأعمال -كلية الاقتصاد-جامعة دمشق	عضواً	
د. مهند أرناؤوط	الأستاذ المساعد في قسم إدارة الأعمال -كلية الاقتصاد-جامعة دمشق	عضواً	
د. أحمد خضر	الأستاذ المساعد في قسم الإدارة الفندقية -كلية السياحة-جامعة دمشق	عضواً	

تم إجراء التعديلات المطلوبة، وأصبحت الرسالة صالحة لمنح درجة الدكتوراه في إدارة الأعمال.

شكر وتقدير

في البدء أحمد الله جلت قدرته على القوة التي أمدني بها لإكمال هذه الرسالة .

كما أتقدم بوافر شكري وتقديري الى الدكتور غذوان علي لتفضله بالإشراف على إعداد هذه الرسالة والرعاية العلمية التي أحاطني بها وللملاحظات والتوجيهات التي أبداها طيلة فترة الاعداد سائل الله أن يجزيه خير الجزاء .

ويسرني أن أتوجه بجزيل الشكر إلى الأساتذة الأفاضل رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بالموافقة على مناقشة الرسالة .

الباحث

الإهداء

إلى الذي أرى في عينه الدفء..... ومن تضحياته تعلمت الوقوف بوجه الإعصار

أبي الغالي رحمه الله

إلى التي لازمني دعائها باستمرار..... فتراني أحيا وأواصل المشوار

أمي الحنونة

إلى رفيقة عمري وسندي .....عهداً وإخلاصاً

زوجتي

إلى الذين بسمتهن تطل علي باستمرار ..... كأنهم وروداً وأشجار

أخوتي

إلى الذي أرى علمهم وسط الليل نهار..

أساتذتي الأفاضل

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
عنوان الرسالة	ا
إقرار	ب
الآية القرآنية	ت
لجنة المناقشة والحكم	ث
شكر وتقدير	ج
الإهداء	ح
فهرس المحتويات	خ
فهرس الجداول	ض
فهرس الأشكال	ف
الملخص	ق
الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة	1
مقدمة	2
1-1 الدراسات السابقة	3
1-1-1 الدراسات الأجنبية	3
1-1-2 الدراسات العربية	17
1-2 أصالة الدراسة	18
1-3 أهمية الدراسة	18

1-4 مشكلة الدراسة	19
1-5 أهداف الدراسة	24
1-6 فلسفة الدراسة	24
1-6-1 نوع فلسفة الدراسة	24
1-6-2 أسلوب الدراسة	25
1-6-3 استراتيجية الدراسة	26
1-6-4 متغيرات الدراسة	28
1-6-5 النموذج الأولي للدراسة	32
1-6-6 فرضيات الدراسة	32
1-6-7 مجتمع الدراسة وعينتها	34
1-6-7-1 مجتمع الدراسة وحدودها	34
1-6-7-2 عينة الدراسة	34
1-7 حدود الدراسة.	35
1-7-1 الحدود المكانية.	35
1-7-2 الحدود الزمانية.	35
1-7-3 الحدود الموضوعية.	35
الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة	36
المبحث الأول: المبحث الأول: العلاقة المباشرة للرافعة المالية بالأداء المالي بين النظرية والتطبيق	37

أولاً: نظريات هيكل رأس المال والهيكل التمويلي الأمثل	38
المقدمة:	38
2-1-1-1- نظرية موديلياني وميلر (The Modigliani and Miller theory)	38
2-1-1-1-1 موديلياني وميلر (لا ضرائب)	38
2-1-1-1-2- تعديل نظرية موديلياني وميلر (تأثير الضرائب على الشركات)	41
2-1-1-2- نظرية المقايضة (trade-Off theory):	44
2-1-1-3-نظرية الإشارة (Signaling Theory)	49
2-1-1-4- نظرية ترتيب الخيارات (The Pecking Order Theory)	51
2-1-1-5- نظرية الوكالة (Agency Theory):	53
2-1-1-5-1- النزاع بين المساهمين والدائنين	54
2-1-1-5-2- النزاع بين المالكين/المديرين الداخليين والمساهمين الخارجيين	57
2-1-1-5-3- النزاعات بين المديرين والمساهمين	57
الخاتمة:	59
ثانياً: جدلية العلاقة المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي	60
مقدمة:	60
2-1-2-1-مفهوم الرافعة المالية	60
2-1-2-2- مقاييس الرافعة المالية	62
2-1-2-3 درجة الرافعة المالية (DFL) والعوامل المؤثرة عليها وعلاقتها بالمخاطر المالية للشركة:	70

2-1-2-4- مفهوم الأداء المالي للشركات ومقاييسه	72
2-1-2-5- العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات	80
الخاتمة:	82
المبحث الثاني: العلاقة المعدلة للرافعة المالية بالأداء المالي	83
أولاً: استراتيجيات الأعمال (Business Strategy)	84
مقدمة:	84
2-2-1-1- مفهوم استراتيجية الأعمال	84
2-2-1-2 أنواع استراتيجيات الأعمال	86
2-2-1-2-1- استراتيجية قيادة التكلفة	87
2-2-1-2-2- مخاطر اتباع استراتيجية قيادة التكلفة	94
2-2-1-2-3- استراتيجية التمايز	94
2-2-1-2-4- استراتيجيات التركيز	102
2-2-1-2-4-1-استراتيجية قيادة التكلفة المركزة	103
2-2-1-2-4-2-استراتيجية التمايز المركزة	104
2-2-1-2-5- المخاطر التنافسية لاستراتيجيات التركيز	104
2-2-1-2-6- استراتيجية متكاملة لقيادة التكلفة/التمايز	105
2-2-1-2-7- المخاطر التنافسية لاستراتيجية قيادة التكلفة /التمايز المتكاملة	107
2-2-1-3- طرائق تحديد استراتيجية الأعمال للشركة حسب نموذج استراتيجيات المنافسة لبورتر	107

2-2-1-4- الرافعة المالية واستراتيجية الأعمال وأداء الشركة	111
الخاتمة:	113
ثانياً: حدة المنافسة (Competitive Intensity)	114
مقدمة:	114
2-2-2-1-مفهوم حدة المنافسة (Competitive Intensity)	114
2-2-2-2- أبعاد حدة المنافسة في الصناعة	115
2-2-2-2-1-عدد المنافسين وتركز السوق	115
2-2-2-2-2- معدل نمو الصناعة /السوق	116
2-2-2-2-3-حواجز دخول/خروج الشركات من/إلى الصناعة	116
2-2-2-2-3-1-حواجز دخول الوافدون الجدد	116
2-2-2-2-3-2-حواجز الخروج من الصناعة	118
2-2-2-2-4-درجة تمايز المنتجات	119
2-2-2-2-5-تكاليف التحوّل /الانتقال	119
2-2-2-3- مقاييس حدة المنافسة	119
2-2-2-4- الرافعة المالية وحدَّة المنافسة وأداء الشركة	139
الخاتمة:	141
ثالثاً: التدفقات النقدية الحرة	142
مقدمة:	142
2-2-3-1-مفهوم التدفقات النقدية الحرة	142

2-2-3-2- مقاييس التدفقات النقدية الحرة	145
2-2-3-3- الرافعة المالية والتدفقات النقدية الحرة وأداء الشركة	148
الخاتمة:	149
خاتمة الفصل الثاني	150
الفصل الثالث: الإطار العملي للدارسة	151
المبحث الأول: الدراسة الوصفية	152
3-1-1- حدود البحث:	152
3-1-2- استراتيجية البحث:	153
3-1-3- المعالجة الإحصائية المتبعة	153
3-1-3-1- الإحصاء الوصفي	155
3-1-3-2- دراسة الاستقرارية لبيانات السلاسل الزمنية	158
المبحث الثاني: اختبار الفرضيات	162
3-2-1- دراسة الارتباط	162
3-2-2- دراسة الانحدار	168
3-2-2-1- الانحدار الأول	176
3-2-2-2- الانحدار الثاني	178
3-2-2-3- الانحدار الثالث	180
3-2-2-4- الانحدار الرابع	182
3-2-2-5- الانحدار الخامس	184

3-2-2-6- الانحدار السادس	186
3-2-2-7- الانحدار السابع	188
3-2-2-8- الانحدار الثامن	190
3-2-2-9- الانحدار التاسع	192
3-2-2-10- الانحدار العاشر	194
3-2-2-11- الانحدار الحادي عشر	196
3-2-2-12- الانحدار الثاني عشر	198
3-2-2-13- الانحدار الثالث عشر	200
3-2-2-14- الانحدار الرابع عشر	202
3-2-2-15- الانحدار الخامس عشر	204
3-2-2-16- الانحدار السادس عشر	206
3-2-2-17- الانحدار السابع عشر	208
3-2-2-18- الانحدار الثامن عشر	210
المبحث الثالث: النتائج والتوصيات	213
3-3-1 نتائج الدراسة	213
3-3-2- التوافق والاختلاف مع النظريات والدراسات السابقة	224
3-3-3- التحليل المالي لسبب هذه النتائج	226
3-3-4- التوصيات	228
المراجع	231

الملاحق	249
Research Abstract	II
Research Title	I

فهرس الجداول

العنوان	رقم الصفحة
الجدول (1-1) توزيع مفردات مجتمع الدراسة وفق القطاعات الاقتصادية	34
الجدول (2-1) الشركات المالية	35
جدول (1-3) الإحصاء الوصفي للمتغيرات	155
جدول (2-3) دراسة استقرار السلاسل الزمنية	159
جدول (3-3) دراسة الارتباط	164
جدول (4-3) المفاضلة بين النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية	175
الانحدار الأول:	
جدول (5-3) نموذج التأثيرات الثابتة	176
جدول (6-3) نموذج التأثيرات الثابتة	177
الانحدار الثاني:	
جدول (7-3) نموذج التأثيرات الثابتة	178
جدول (8-3) نموذج التأثيرات الثابتة	179
الانحدار الثالث:	
جدول (9-3) نموذج التأثيرات الثابتة	180
جدول (10-3) نموذج التأثيرات الثابتة	181
الانحدار الرابع:	
جدول (11-3) نموذج التأثيرات الثابتة	182
جدول (12-3) نموذج التأثيرات الثابتة	183
الانحدار الخامس:	
جدول (13-3) نموذج التأثيرات الثابتة	184
جدول (14-3) نموذج التأثيرات الثابتة	185
الانحدار السادس:	
جدول (15-3) نموذج التأثيرات الثابتة	186
جدول (16-3) نموذج التأثيرات الثابتة	187
الانحدار السابع:	
جدول (17-3) نموذج التأثيرات الثابتة	188

جدول (3-18) نموذج التأثيرات الثابتة	189
الانحدار الثامن:	
جدول (3-19) نموذج التأثيرات الثابتة	190
جدول (3-20) نموذج التأثيرات الثابتة	191
الانحدار التاسع:	
جدول (3-21) نموذج التأثيرات الثابتة	192
جدول (3-22) نموذج التأثيرات الثابتة	193
الانحدار العاشر:	
جدول (3-23) نموذج التأثيرات الثابتة	194
جدول (3-24) نموذج التأثيرات الثابتة	195
الانحدار الحادي عشر:	
جدول (3-25) نموذج التأثيرات الثابتة	196
جدول (3-26) نموذج التأثيرات الثابتة	197
الانحدار الثاني عشر:	
جدول (3-27) نموذج التأثيرات الثابتة	198
جدول (3-28) نموذج التأثيرات الثابتة	199
الانحدار الثالث عشر:	
جدول (3-29) نموذج التأثيرات الثابتة	200
جدول (3-30) نموذج التأثيرات الثابتة	201
الانحدار الرابع عشر:	
جدول (3-31) نموذج التأثيرات الثابتة	202
جدول (3-32) نموذج التأثيرات الثابتة	203
الانحدار الخامس عشر:	
جدول (3-33) نموذج التأثيرات الثابتة	204
جدول (3-34) نموذج التأثيرات الثابتة	205
الانحدار السادس عشر:	
جدول (3-35) نموذج التأثيرات الثابتة	206
جدول (3-36) نموذج التأثيرات الثابتة	207
الانحدار السابع عشر:	
جدول (3-37) نموذج التأثيرات الثابتة	208
جدول (3-38) نموذج التأثيرات الثابتة	209

الانحدار الثامن عشر:	
جدول (39-3) نموذج التأثيرات الثابتة	210
جدول (40-3) نموذج التأثيرات الثابتة	211
الجدول (41-3) ترتيب الشركات المالية وفق مستوى الرافعة المالية	228

فهرس جداول الملحق

البيان	الصفحة
جدول 1 نموذج الإنحدار التجميعي	**249**
جدول 2 نموذج التأثيرات العشوائية	**249**
جدول 3اختبار **Likelihood Ratio**	**250**
جدول 4اختبار **Hausman Test**	**250**
جدول 5نموذج الانحدار التجميعي	**250**
جدول 6نموذج التأثيرات العشوائية	**251**
جدول 7اختبار **Likelihood Ratio**	**251**
جدول 8اختبار**Hausman Test**	**251**
جدول 9نموذج الانحدار التجميعي	**252**
جدول 10نموذج التأثيرات العشوائية	**252**
جدول 11 اختبار **Likelihood Ratio**	**253**
جدول 12 اختبار**Hausman Test**	**253**
جدول 13 نموذج الانحدار التجميعي	**253**
جدول 14 نموذج التأثيرات العشوائية	**254**
جدول 15 اختبار **Likelihood Ratio**	**254**
جدول 16 اختبار**Hausman Test**	**255**
جدول 17 نموذج الانحدار التجميعي	**255**
جدول 18 نموذج التأثيرات العشوائية	**255**
جدول 19 اختبار **Likelihood Ratio**	**256**
جدول 20 اختبار**Hausman Test**	**256**
جدول 21 نموذج الانحدار التجميعي	**257**
جدول 22 نموذج التأثيرات العشوائية	**257**

جدول 23 اختبار **Likelihood Ratio**	**258**
جدول 24 اختبار **Hausman Test**	**258**
جدول 25 نموذج الانحدار التجميعي	**258**
جدول 26 نموذج التأثيرات العشوائية	**259**
جدول 27 اختبار **Likelihood Ratio**	**259**
جدول 28 اختبار **Hausman Test**	**260**
جدول 29 نموذج الانحدار التجميعي	**260**
جدول 30 نموذج التأثيرات العشوائية	**260**
جدول 31 اختبار **Likelihood Ratio**	**261**
جدول 32 اختبار **Hausman Test**	**261**
جدول 33 نموذج الانحدار التجميعي	**262**
جدول 34 نموذج التأثيرات العشوائية	**262**
جدول 35 اختبار **Likelihood Ratio**	**263**
جدول 36 اختبار **Hausman Test**	**263**
جدول 37 نموذج الانحدار التجميعي	**263**
جدول 38 نموذج التأثيرات العشوائية	**264**
جدول 39 اختبار **Likelihood Ratio**	**264**
جدول 40 اختبار **Hausman Test**	**264**
جدول 41 نموذج الانحدار التجميعي	**265**
جدول 42 نموذج التأثيرات العشوائية	**265**
جدول 43 اختبار **Likelihood Ratio**	**266**
جدول 44 اختبار **Hausman Test**	**266**
جدول 45 نموذج الانحدار التجميعي	**266**
جدول 46 نموذج التأثيرات العشوائية	**267**
جدول 47 اختبار **Likelihood Ratio**	**267**
جدول 48 اختبار **Hausman Test**	**268**
جدول 49 نموذج الانحدار التجميعي	**268**
جدول 50 نموذج التأثيرات العشوائية	**268**
جدول 51 اختبار **Likelihood Ratio**	**269**
جدول 52 اختبار **Hausman Test**	**269**
جدول 53 نموذج الانحدار التجميعي	**270**

جدول 54 نموذج التأثيرات العشوائية	**270**
جدول 55 اختبار **Likelihood Ratio**	**271**
جدول 56 اختبار **Hausman Test**	**271**
جدول 57 نموذج الانحدار التجميعي	**271**
جدول 58 نموذج التأثيرات العشوائية	**272**
جدول 59 اختبار **Likelihood Ratio**	**272**
جدول 60 اختبار **Hausman Test**	**273**
جدول 61 نموذج الانحدار التجميعي	**273**
جدول 62 نموذج التأثيرات العشوائية	**273**
جدول 63 اختبار **Likelihood Ratio**	**274**
جدول 64 اختبار **Hausman Test**	**274**
جدول 65 نموذج الانحدار التجميعي	**275**
جدول 66 نموذج التأثيرات العشوائية	**275**
جدول 67 اختبار **Likelihood Ratio**	**276**
جدول 68 اختبار **Hausman Test**	**276**
جدول 69 نموذج الانحدار التجميعي	**276**
جدول 70 نموذج التأثيرات العشوائية	**277**
جدول 71 اختبار **Likelihood Ratio**	**277**
جدول 72 اختبار **Hausman Test**	**277**

فهرس الأشكال

العنوان	الصفحة
الشكل (1-1) نموذج الدراسة	26
الشكل (1/2) الخطوات العامة للدراسة	32
الرسم البياني (1-2): تأثير الرافعة المالية على القيمة	47
الشكل رقم (2-2): الاستراتيجيات التنافسية الخمس العامة لمايكل بورتر	86
الشكل رقم (2-3): أمثلة على أنشطة سلسلة القيمة المرتبطة باستراتيجية قيادة التكلفة	88
الشكل رقم (2-4) محركات التكلفة المهمة في سلسلة قيمة الشركة	91
الشكل (2-5) أمثلة على أنشطة سلسة القيمة المرتبطة باستراتيجية التمايز	97
الشكل رقم (2-6) محركات القيمة المهمة لخلق سمات التمايز	98

الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مع التركيز على الدور المعدل لاستراتيجية الأعمال، حدة المنافسة، التدفقات النقدية الحرة. يسعى البحث للإجابة عن تساؤلات حول تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي، وكيف تعدل كل من استراتيجية الأعمال، حدة المنافسة، التدفقات النقدية الحرة هذه العلاقة. استخدم البحث المنهج الكمي، واستعرض الدراسات السابقة وكل من نظرية المقايضة**(Trade-off Theory)** ، ونظرية الوكالة **(Agency Theory)**، ونظرية ترتيب الخيارات**(Pecking Order Theory)** ، ونظرية موديلياني وميلر **(MM)** مع نظرية الإشارة**(Signaling Theory)** ، والتي من خلالها اشتق الفرضيات البحثية. شمل مجتمع البحث جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عن الفترة الممتدة من الربع الأول 2007 حتى الربع الرابع 2023، واقتصرت العينة على الشركات المالية عن الفترة الممتدة من الربع الأول 2011 والربع الرابع 2023. توصل البحث إلى وجود تأثير سلبي معنوي للرافعة المالية على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية ونسبة Tobin's Q. كما بين البحث أن كفاءة استخدام الأصول (كمقياس لاستراتيجية قيادة التكلفة) تعدل علاقة أثر الرافعة المالية بالعائد على الأصول ونسبة Tobin’s Q، وأن حدة المنافسة تعدل علاقة أثر الرافعة المالية بنسبة Tobin's Q، وأن التدفقات النقدية الحرة تعدل علاقة أثر الرافعة المالية بنسبة Tobin's Q. يقترح البحث ثلاث توصيات: الأولى، تشجيع الشركات المالية على تبني استراتيجية قيادة التكلفة من خلال تعزيز كفاءة استخدام الأصول. الثانية، توعية الشركات المالية بأهمية مراعاة البيئة التنافسية عند اتخاذ قرارات التمويل. الثالثة، تعزيز توليد التدفقات النقدية الحرة وإدارتها بكفاءة لدى الشركات المالية.

الكلمات الرئيسية: الرافعة المالية، الأداء المالي، استراتيجية الأعمال، حدة المنافسة، التدفقات النقدية الحرة.

الفصل الأول

الإطار المنهجي للدارسة

مقدمة:

ليست الروافع مصطلحاً حديثاً، فقد استُخدمت قديماً، ووصفت لأول مرة من قبل العالم اليوناني أرخميدس في عام 260 ق.م، واستخدمها المصريون القدماء في البناء وري الأراضي.

يعود مفهوم الرفع (Leverage) إلى علم الفيزياء، حيث تعني الرافعة تعظيم القوة المستخدمة لإزاحة أو تحريك كتلة معينة من خلال زيادة طول ذراع القوة، فهي أداة بسيطة تستخدم عند محور أو نقطة ارتكاز مناسبة (Fulcrum) لمضاعفة القوة (Force) الميكانيكية التي يمكن تطبيقها على جسم آخر، وهذا يعني تحويل قوة داخلية صغيرة إلى قوة خارجية كبيرة.

وثمّة علاقة وثيقة بين مختلف العلوم تتيح الاستفادة من علم ما لتطوير علم آخر، وقد استفاد علماء الإدارة المالية من المفهوم الفيزيائي للرافعة لتطوير مفهوم مالي جديد: الرافعة المالية (Financial leverage) التي تعنى بدراسة نسبة الديون في الهيكل التمويلي للمنشأة. فارتفاع الدين بنسبة معينة (قوة داخلة أصغر) قد يُمكّن المنشأة من تحقيق مستوى عائد أعلى (قوة خارجية أكبر).

ولكن العلاقة لا تكون بهذه البساطة، فزيادة الدين عن مستوى معين يزيد من تكلفة الدين التي قد تغدو أكبر من العائد الاستثماري المتحقق من استثمار الديون.

والعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي قد لا تكون علاقة مباشرة بل ثمة متغيرات أخرى قد تؤثر في علاقة هذين المتغيرين الأمر الذي يشكل جوهر مشكلة الدراسة.

1-1- الدراسات السابقة:

لتحديد مشكلة الدراسة بدقة وحصر المتغيرات التي ستتناولها هذه الدراسة، قام الباحث بمراجعة أغلب الدراسات التي تناولت الروافع وعلاقتها بالأداء المالي مع التركيز على الدراسات الأجنبية والعربية ذات الصلة بالدور المعدّل لإستراتيجية الأعمال وحدّة المنافسة والتدفقات النقدية الحرة للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي، وقد عُرض أهم هذه الدراسات وفق ما يلي:

1-1-1 الدراسات الأجنبية:

1. دراسة (Ojo, A.S., 2012)[1] بعنوان:

" تأثير الرافعة المالية على أداء الشركات لعينة مختارة من الشركات في نيجيريا. "

هدفُ الدراسة اختبار تأثير الرافعة المالية على أداء الشركات في نيجيريا خلال الفترة الممتدة من 1993-2005. وكان المتغير المستقل الرافعة المالية الذي قيس بنسبة الديون إلى حقوق الملكية للشركات، والمتغير التابع الأداء الذي قيس بربحية السهم لكل شركة. وأظهرت النتائج أن الرافعة المالية (نسبة الدين إلى حقوق الملكية) لها تأثير سلبي كبير على أداء الشركات.

2. دراسة (GWEYI, M.0., & KARANJA, J., 2014)[2] بعنوان:

" تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للمدخرات والائتمان التعاوني في كينيا"

هدفت إلى دراسة تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للجمعيات التعاونية للادخار والائتمان (Saccos) في كينيا. أُخذت بيانات العينة من 40 جمعية تعاونية للادخار والائتمان (Saccos) مسجلة من قبل هيئة تنظيم الجمعيات Sacco Society (SASRA) للفترة الممتدة من 2010 إلى 2012. تناولت الدراسة الأداء المالي كمتغير تابع قيس باستخدام المؤشرات التالية: العائد على حقوق الملكية (٪)، العائد على الأصول (٪)، صافي

[1]Ojo, A.S., (2012), The Effect of Financial Leverage on Corporate Performance of Some Selected Companies in Nigeria, Canadian Social Science, Vol. 8, No. 1, PP. 85-91..

[2] GWEYI, M.0., & KARANJA, J., (2014), Effect of Financial Leverage on Financial Performance of Deposit Taking Savings and Credit Co-operative in Kenya, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 4, No.2,,PP. 176–184

الربح بعد الضـريبة (٪) ونمو الدخل (٪). تناولت الدراسـة الرافعة المالية كمتغير مسـتقل قيس من خلال نسـبة الديون إلى حقوق الملكية. أظهرت النتائج أثراً إيجابياً قوي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على العائد على حقوق الملكية والأرباح بعد الضـريبة، بينما أظهرت أثراً إيجابياً ضـعيفاً لنسـبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على الأصول ونمو الدخل.

3. دراسة (Mule, R.K., & Mukras, M.S., 2015)[3] بعنوان:

" الرافعة المالية وأداء الشركات المدرجة في سوق فرونتاير للأوراق المالية: كينيا"

هدفت إلى دراسـة العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشـركات المدرجة في كينيا. تكونت عينة الدراسـة من 47 شركة مدرجة في سوق فرونتاير للأوراق المالية من 2007 إلى 2011. وتناولت الدراسـة العلاقة بين الأداء متغيراً تابعاً قيس بالعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصـول وTobin's Q ، والرافعة المالية متغيراً مستقلاً قيس بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس مال الشركة، ضبطت الدراسة أثر متغيري تحكم: تركيز الملكية التي تساوي مقدار ملكية خمسة من كبار المساهمين في الشركة بالنسبة إلى إجمالي المساهمين والأصـول الملموسـة الذي يقاس بقسمة الأصـول الثابتة إلى إجمالي الأصـول. توصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية تؤثر تأثيراً سلبياً كبيراً على أداء الشركات المدرجة في كينيا.

4. دراسة (Javed, Z.H., Rao, H., Akram, B.,& Nazir, M.F.2015)[4] بعنوان:

" أثر الرافعة المالية على أداء الشركة دراسة تطبيقية في باكستان"

هدفت الدراسـة إلى تحديد تأثير الرافعة المالية على كفاءة الشـركات في قطاع النسـيج من خلال دراسـة بيانات عينة مؤلفة من 154 شـركة نسـيج مسـجلة في بورصـة كراتشـي للأوراق المالية للفترة من 2006-2011. كان المتغير المستقل الرافعة المالية وقيس بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصـول ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصـــول، أما المتغير التابع فكان الأداء المالي الذي قيس من خلال العائد على الأصـــول والعائد على

[3] Mule, R.K., & Mukras, M.S., (2015), FINANCIAL LEVERAGE AND PERFORMANCE OF LISTED FIRMS IN A FRONTIER MARKET: PANEL EVIDENCE FROM KENYA, European Scientific Journal, Vol.11, No.7, PP.534-550.

[4] Javed, Z.H., Rao, H., Akram, B.,& Nazir, M.F., (2015), Effect of Financial Leverage on Performance of the Firms: Empirical Evidence from Pakistan, Journal of Economics and Business, Vol.65, Issue 1-2, PP. 87-95

حقوق الملكية ونسبة السعر السوقي للسهم إلى القيمة الدفترية. تناولت الدراسة أيضاً متغيري تحكم: السيولة والحجم. أشارت النتائج إلى أن الرافعة المالية تؤثر سلباً على كفاءة الشركات، وعلى العائد على الأصول وحقوق الملكية.

5. دراسة (Moghadam, M.D., & Jafari, M.M 2015)[5] بعنوان:

" دور الرافعة المالية في أداء الشركات المدرجة في البورصة "

هدفت إلى دراسة أثر الرافعة المالية على أداء الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية. وتألفت عينة الدراسة من 115 شركة. جُمعت بياناتها المالية للأعوام من 2007 إلى 2012 وحُللت إحصائياً. تناولت الدراسة الأداء المالي متغيراً تابعاً قيس بالعائد على الأصول، والرافعة المالية متغيراً مستقلاً قيس بنسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول، وحجم الشركة ونمو المبيعات متغيرات تحكّم. توصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية لها أثر إيجابي على أداء شركات العينة. فالشركات التي لديها مستويات ديون أعلى تكون أكثر ربحية.

6. دراسة (Evgeny, I, 2015)[6] بعنوان:

" تأثير الرافعة المالية على أداء الشركات: أدلة من روسيا"

هدفت إلى دراسة العلاقة بين الرافعة المالية متغيراً مستقلاً وأداء الشركة متغيراً تابعاً. واستُخدمت نسبة ديون الشركة إلى إجمالي الأصول مقياساً للرافعة المالية بينما استخدم العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية مقياسين لأداء الشركة. وأظهرت نتائج تحليل عينة كبيرة من الشركات المساهمة الروسية خلال الفترة الممتدة من 2004 إلى 2013 أن تأثير الرافعة المالية على أداء الشركات الروسية كان سلبياً. وتوافقت هذه النتائج مع نظريتي المقايضة وترتيب الخيارات ولكنها لم تتوافق مع نظرية الإشارة.

7. دراسة (Septiari, D., & Nasution, A.H.2017)[7] بعنوان:

[5] Moghadam, M.D., & Jafari, M.M (2015), The Role of Financial Leverage in the Performance of Companies Listed in the Stock Exchange, Indian Journal Of Natural Sciences, Vol.5, Issue 30, PP. 7404-7411.
[6] Evgeny , I,(2015), The impact of financial leverage on firm performance: evidence from Russia, Journal of corporate finance research, No. 2, V.(34),pp.24-36.
7Septiari, D., & Nasution, A.H., (2017), Analysis of the Influence of Financial Leverage on Financial Performance at Mining, Oil and Gas Companies Listed on Indonesia Stock Exchange, Journal of Applied Accounting and Taxation, Vol. 2, No. 1, PP. 37-41.

" تحليل أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات التعدين والنفط والغاز"

هدفت إلى تحديد أثر استخدام الديون على أداء الشركات العاملة في صناعة التعدين والنفط والغاز. تكونت العينة من 151 شركة تعدين ونفط وغاز مدرجة في البورصة الإندونيسية من 2010–2014. تناولت الدراسة الأداء المالي كمتغير تابع قيس بربحية السهم والعائد على حقوق الملكية، والرافعة المالية كمتغير مستقل قيس بنسبة الدين إلى حقوق الملكية. أشارت النتائج إلى أن نسبة الدين إلى حقوق الملكية لا تؤثر تأثيراً كبيراً على الأداء المالي للشركة الذي قيس بربحية السهم والعائد على حقوق الملكية. ولا يؤدي استخدام الديون المرتفعة في أنشطة وعمليات الشركة بالضرورة إلى تحسين الأداء المالي.

8. دراسة (Iqbal, U., & Usman, M., 2018)[8] بعنوان:

" تأثير الرافعة المالية على أداء الشركة"

كان الهدف من الدراسة تحديد العلاقة بين الرافعة المالية وأداء شركات النسيج الباكستانية المُدرجة في (PSX (100–index)). تكونت عينة الدراسة من بيانات أفضل 16 شركة لمدة 5 سنوات من 2011–2015. تناولت الدراسة ثلاث متغيرات مستقلة: نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الملاءة التي تساوي إجمالي الديون إلى إجمالي أصول الشركة، ونسبة الملكية التي تساوي إجمالي حقوق المساهمين إلى إجمالي أصول الشركة. أما المتغيرات التابعة فكانت العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول. أظهرت النتائج أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي على العائد على حقوق الملكية وتأثير إيجابي على العائد على الأصول.

9. دراسة (Afolabi, ., Olabisi, J., Kajola, S.O., & Asaolu, T.O.2019)[9] بعنوان:

" هل تؤثر الرافعة على الأداء المالي للشركات النيجيرية؟ "

هدفت الدراسة إلى دراسة العلاقة بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والأداء المالي للشركات النيجيرية.

[8] Iqbal, U., & Usman, M., (2018), Impact of Financial Leverage on Firm Performance: Textile Composite Companies of Pakistan, SEISENSE Journal of Management, Vol. 1. Issue 2, PP.70-78.

[9] Afolabi, ., Olabisi, J., Kajola, S.O., & Asaolu, T.O., (2019), Does leverage affect the financial performance of Nigerian firms?, Journal of Economics and Management, Vol. 37 (3), PP. 5-22.

تألف مجتمع الدراسة من 26 شركة تعمل في مجال صناعة الأغذية والمشروبات مدرجة في سوق الأوراق المالية في نيجيريا اعتبارا من 31 ديسمبر 2007. تكونت عينة الدراسة من سبع شركات دُرست بين عامي 2007–2016. كان المتغير المستقل في الدراسة الرافعة المالية، وقيس من خلال نسبة الدين (DR) ونسبة الدين إلى حقوق الملكية (DER)، بينما كان المتغير التابع الأداء المالي الذي قيس باستخدام العائد على رأس المال المستخدم (ROCE). وتضمنت الدراسة ثلاث متغيرات تحكّم هي حجم الشركة (CZ)، ونمو المبيعات (SG) والنمو في الناتج المحلي الإجمالي (GGDP).

كشفت النتائج عن تأثير إيجابي وهام للرافعة المالية على الأداء المالي. وكانت نتيجة الدراسة متوافقة مع نظرية الإشارة.

10. دراسة (Gathara, Z.M., Kilika, J.M., Maingi, J.N., 2019)[10] بعنوان:

" أثر الرافعة على الأداء المالي لشركات مختارة مدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية "

كان الهدف العام دراسة تأثير الهيكل المالي في أداء شركات مختارة مدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية. والهدف الخاص تحديد تأثير الرافعة المالية على أداء الشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية. جُمعت بيانات عن 39 شركة مختارة للفترة 2007–2015. أما المتغير التابع للدراسة الأداء المالي الذي قيس من خلال العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات والمتغير المستقل الرافعة المالية الذي قيس بنسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي صافي الأصول. وجدت الدراسة أن للرافعة المالية تأثيراً إيجابياً كبيراً على الأداء المالي للشركات المختارة المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية.

11. دراسة (RAHMAN, M., SAIMA, F.N., & JAHAN, 2020)[11] بعنوان:

" تأثير الرافعة المالية على ربحية الشركة: دليل تجريبي من شركات النسيج المدرجة في بنغلاديش"

[10] Gathara, Z.M., Kilika, J.M., Maingi, J.N., (2019), Effect of Leverage on Financial Performance of Selected Companies Listed in the Nairobi Securities Exchange, Kenya, International Journal of Innovative Finance and Economics Research 7(1), PP. 10-33.

[11] RAHMAN, M., SAIMA, F.N., & JAHAN, (2020), The Impact of Financial Leverage on Firm's Profitability: An Empirical Evidence from Listed Textile Firms of Bangladesh, Journal of Business, Economics and Environmental Studies 10-2 , PP. 23-31.

الهدف من الدراسة تحديد تأثير الرافعة المالية على ربحية شركات النسيج المدرجة في بورصة دكا (DSE). استخدمت الدراسة عينة مؤلفة من 22 شركة نسيج مدرجة في بورصة دكا (DSE)، وقيست ربحية الشركة من خلال العائد على حقوق الملكية (ROE) واستخدمت كلاً من نسبة الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل مقياساً للرافعة المالية. وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية مهمة بين الرافعة المالية وربحية الشركات.

12. **دراسة** (Kaluarachchi, D.G.P., Fernando, A. A. J.& Mallawarachchi, R., 2021)[12] **بعنوان:**

" العلاقة بين الرافعة المالية وأداء شركات التصنيع المدرجة في سيرلانكا ."

هدف الدراسة اختبار تأثير الرافعة المالية على أداء الشركات الصناعية المدرجة في سوق سيرلانكا للأوراق المالية. واستُخدم تحليل النسب لفحص درجة تأثير الرافعة المالية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق سيرلانكا للأوراق المالية على أدائها المقيس من خلال العائد على الأصول (ROA)، والعائد على الأصول التشغيلية (ROOA)، والعائد على صافي الأصول التشغيلية (RNOA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات يحكم اتجاهها الطريقة المستخدمة في التحليل (تحليل الأعمال الشامل أو تحليل الأعمال الرئيسي). فقد أظهر التحليل الشامل للأعمال علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وأداء الشركة، وهذا يدعم نظرية الاشارة، في حين أظهر تحليل الأعمال الرئيسي علاقة سلبية بين الرافعة المالية وأداء الشركات.

13. دراسة (Ali, J., Tahira, Y., Amir, M., Ullah, F., & Tahir, M., 2022)[13] **بعنوان:**

" الرافعة المالية وهيكل الملكية وأداء الشركة"

[12] Kaluarachchi, D.G.P., Fernando, A. A. J.& Mallawarachchi, R., (2021), The Relationship between Financial Leverage and the Performance of Sri Lankan Listed Manufacturing Companies, Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies, 7/4, PP. 99-118.

[13] Ali, J., Tahira, Y., Amir, M., Ullah, F., & Tahir, M., (2022), Leverage, Ownership Structure and Firm Performance, Journal of Financial Risk Management, 11, PP.41-65. 5 https://www.scirp.org/journal/jfrm

هدفت إلى دراسة تأثير الرافعة المالية وهيكل الملكية (الملكية الإدارية والمؤسساتية والملكية العائلية) في أداء الشركة. وتناولت الأداء متغيراً تابعاً قيس من خلال العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، بينما كانت الرافعة المالية، وهيكل الملكية (الإدارية، المؤسساتية، العائلية) متغيرين مستقلين. ودرست العلاقة في ظل وجود متغيرات تحكّم تمثلت بحجم الشركة وصافي الدخل. استخدمت الدراسة بيانات 70 شركة مدرجة في بورصة باكستان للأعوام من 2010 إلى 2016. ووجدت علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وأداء الشركة ممثلاً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. بالإضافة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من الملكية الإدارية والملكية المؤسسية والملكية العائلية مع الأداء في البورصة الباكستانية للشركات المدرجة.

14. دراسة (Jermias, J. 2008)[14] بعنوان:

" التأثير النسبي لحدّة المنافسة وإستراتيجية الأعمال في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء"

هدفت إلى دراسة أثر حدّة المنافسة واستراتيجية الأعمال في العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات. مستخدمة عينة مؤلفة من 176 شركة أمريكية عاملة في مجال الصناعات التحويلية المدرجة في قاعدة بيانات Compustat S&P 500، واختيرت الصناعات التحويلية عينة للدراسة لميل هذه الشركات إلى استخدام أنواع مختلفة من استراتيجيات الأعمال للمنافسة بفعالية، كما أن العينة المكونة من شركات تعمل في صناعة واحدة تقلل من مشكلة عدم تجانس العينة. تستخدم الدراسة نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لقياس أداء الشركة المحسوبة بقسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، حيث القيمة السوقية للشركة = سعر السهم بنهاية السنة * عدد الأسهم العادية

أما الرافعة المالية فيتم حسابها من خلال نسبة إجمالي الدين إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، تؤكد هذه الدراسة الفرضية القائلة إنّ تكلفة الدين أعلى في استراتيجية تمايز المنتجات من استراتيجية قيادة التكلفة. وتشير النتائج إلى أن حدّة المنافسة لها تأثير سلبي على علاقة الرافعة المالية والأداء، أي تعمل المنافسة بديلاً للديون

[14] Jermias, J. (2008). The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance. The British Accounting Review, 40, 71-86.

في الحد من السلوك الانتهازي للمدير. وأوصت الدراسة بالنظر في العوامل المعدلة الأخرى مثل البيئة التي تعمل فيها الشركة والمتغيرات التنظيمية الأخرى مثل الخصائص الإدارية وأنواع الرقابة وأنواع أنظمة المحاسبة الإدارية المستخدمة في الشركات عند دراسة أثر الرافعة المالية في الأداء. وتحرّي كون هذه العلاقة بين الرفعة المالية والأداء تختلف باختلاف أنواع الديون (مصرفية، سندات).

15. دراسة (Farooq, U, &, Ashraf, A, A, &, Ahmad, N, 2014)[15] بعنوان:

" التحقيق في دور استراتيجية الأعمال المعدل للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء"

هدفت إلى دراسة تأثير استراتيجية الأعمال المعدل للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء، وذلك من خلال تحليل بيانات عينه مؤلفة من 125 شركة نسيج باكستانية مدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية (KSE) للفترة من 2006 إلى 2011. وقُسمت منهجية الدراسة إلى جزأين؛ الأول: تقسيم الشركات إلى فئتين الأولى شركات تتبع استراتيجية قيادة التكلفة، والثانية استراتيجية تمايز المنتجات وذلك من خلال تحليل الشركات على أساس معدل دوران المخزون اليومي، والمبيعات إلى إجمالي الأصول. والثاني: دراسة العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات في كل فئة على حدة. وأظهرت النتائج أن الديون قصيرة وطويلة الأجل مرتبطة سلباً بالربحية. ومع ذلك، فإن هذه العلاقة السلبية تكون أقل حدة إذا طبقت الشركة استراتيجية قيادة التكلفة. وأشارت الدراسة إلى أن القيود التي يفرضها الدائنون على المديرين تزيد من كفاءتهم التشغيلية وتقييدهم عند اتخاذ قرارات عالية المخاطرة مطلوبة منهم. كما بينت الدراسة أن فوائد القيود التي يفرضها الدائنون على المديرين عند استخدام استراتيجية قيادة التكلفة أكثر بروزًا عند التمويل بالديون طويلة الأجل مقارنة بالتمويل بالديون قصيرة الأجل.

16. **دراسة (Afza, T, &, Ahmed, N, 2017)[16] بعنوان:**

[15] Farooq, U, &, Ashraf, A, A, &, Ahmad, N, (2014), Investigating the Moderating Role of Firm Strategy in the Relationship Between Leverage and Performance, Middle-East Journal of Scientific Research 21 (2): 341-346, 2014 ISSN 1990-9233.

[16] Afza, T, &, Ahmed, N, (2017), Capital Structure, Business Strategy and firm's performance: Evidence from Pakistan, European Online Journal of Natural and Social Sciences, Vol.6, No.2. PP. 302-328, ISSN 1805-3602, www.european-science.com.

" هيكل رأس المال واستراتيجية الأعمال وأداء الشركة: دليل من باكستان"

الهدف الأساسي من الدراسة اختبار دور إستراتيجية الأعمال المعدل للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة، وذلك من خلال دراسة عينة مؤلفة من جميع الشركات غير المالية البالغ عددها 396 شركة مدرجة في بورصة باكستان (بورصة كراتشي سابقًا) على مدى ثماني سنوات من عام 2006 إلى عام 2013. صنفت الدراسة المقاييس المحددة لقياس أداء الشركات إلى مقاييس محاسبية، هي العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية ومقاييس سوقية وهي نسبة Tobin's Q، واستخدمت خمس متغيرات تحكّم محدداتٍ لقياس الأداء تتكون من حجم الشركات والسيولة والنمو والمخاطر وعمر الشركات.

وبينت نتائج الدراسة أن جميع مقاييس هيكل رأس المال أثرت تأثيراً سلبياً كبيراً في كل من ROA وROE، كما أثرت نسبة إجمالي الديون TDR ونسبة الديون طويلة الأجل LDR ونسبة الديون قصيرة الأجلSDR إيجابياً في المقياس السوقي لأداء الشركات الباكستانية المختارة. بالإضافة إلى ذلك بينت النتائج أن كلاً من استراتيجية قيادة التكلفة واستراتيجية تمايز المنتجات والاستراتيجية الهجينة تسهم في تعزيز الأداء المحاسبي والسوقي للشركات المختارة، في حين أن الشركات ذات الاستراتيجية غير الواضحة تتمتع بأداء مالي منخفض. وأشارت النتائج إلى أن التمويل بالدين يؤثر إيجاباً على المقاييس المحاسبية والسوقية لأداء الشركات عند اتباعها استراتيجية قيادة التكلفة، وسلباً لدى اتباعها الاستراتيجية الهجينة واستراتيجية تمايز المنتجات وعند عدم اتباع الشركات استراتيجية واضحة.

17. دراسة (Naveed, S, A,. 2017)[17] بعنوان:

" هيكل رأس المال وأداء الشركات، الدور المعدل لإستراتيجية الأعمال وحدّة المنافسة"

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات غير المالية في باكستان، واختبار دور إستراتيجية الأعمال وحدّة المنافسة المعدل للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة. فاختبرت بيانات عينة مؤلفة من 333 شركة غير مالية مدرجة في سوق باكستان للأوراق المالية خلال ثماني سنوات (2006-

[17] Naveed, S, A,.(2017),Capital Structure and Firm Performance: Moderating Role of Business Strategy and Competitive Intensity, PhD Thesis In Management Sciences, COMSATS University Islamabad Lahore Campus – Pakistan.

2013). ولقياس أداء الشركات استخدمت كلاً من المقاييس المحاسبية والسوقية بينما استخدم لقياس هيكل رأس المال ثلاثة مقاييس مختلفة هي نسبة الدين الإجمالية، ونسبة الدين طويل الأجل ونسبة الدين قصيرة الأجل. وصنفت استراتيجية الأعمال إلى استراتيجية تمايز المنتج وقيادة التكلفة والإستراتيجية الهجينة، واستراتيجية البقاء في الوسط أي عدم اعتماد أي استراتيجية، واستخدم مؤشر Herfindahl–Hirschman لحساب الكثافة التنافسية للشركات. أظهرت نتائج الدراسة أن هيكل رأس المال يؤثر سلباً بشكل ملحوظ على المقاييس المحاسبية للأداء، بينما كانت العلاقة بين هيكل رأس المال والمقاييس السوقية لأداء الشركات إيجابية بشكل ملحوظ. وأظهرت النتائج أن 31٪ من شركات العينة المختارة تميل إلى استخدام إستراتيجية قيادة التكلفة لتحقيق أهداف أعمالها، وأن هذه الاستراتيجية تؤدي دوراً معدلاً إيجابياً للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة. كما توصلت النتائج إلى أن الشركات التي تحتفظ بنسبة دين عالية لدى اعتمادها استراتيجية تمايز المنتج أو الاستراتيجية الهجينة تتعرض لانخفاض كبير في الأداء. وأن التمويل بالديون يخفض أيضًا أداء الشركات التي تعتمد استراتيجية البقاء في الوسط. كما أكدت أن التمويل بالدين لا يمكن أن يخلق منافع مالية حقيقية للشركات في ظل سوق يتسم بشدة المنافسة.

18. **دراسة (**Al–Rdaydeh, M., Almansour, A. Y., & Al–Omari, M. A. 2018**)[18] بعنوان:**

" تأثير الاستراتيجيات التنافسية المعدل للعلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركة: دليل من الأردن"

تناولت هذه الدراسة دور الاستراتيجية التنافسية المعدل للعلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات بناءً على عينة من الشركات الصناعية في الأردن وذلك خلال الفترة بين عامي 2007 و2016. تم الكشف عن التفاعل بين الاستراتيجية التنافسية والرافعة المالية للتوصل إلى تأثيرات الرافعة المالية في أداء الشركات المقيس بالعائد على الأصول (مقياس محاسبي للأداء) ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (مقياساً سوقياً للأداء). وتتوافق نتائج هذا الدراسة مع فكرة أن الشركات التي تستخدم استراتيجية قيادة التكلفة تتمتع بمزايا ضريبية وزيادة الكفاءة من

[18] Al-Rdaydeh, M., Almansour, A. Y., & Al-Omari, M. A. (2018). Moderating effect of competitive strategies on the relation between financial leverage and firm performance: Evidence from Jordan. Business and Economic Horizons, 14(3), pp. 626-641. http://dx.doi.org/10.15208/beh.2018.44.

خلال التمويل بالدين. كما توسِع هذه الدراسة الفهم العام لتأثير الرافعة المالية في أداء الشركات، وكيف يتم تنظيم هذه العلاقة من خلال الاستراتيجية التنافسية المستخدمة في شركات الأسواق الناشئة مثل الأردن.

19. **دراسة (**Abu−Abbas, &,B , Alhmoud, &, T, Algazo, F. 2019**)[19] بعنوان:**

" الرافعة المالية وأداء الشركات: أدلة من سوق عمان للأوراق المالية "

حاولت الدراسة الإجابة عن الأسئلة الثلاثة التالية باستخدام بيانات مكونة من 56 شركة صناعية من بورصة عمان خلال الفترة بين 2011 و2014: هل للرافعة المالية علاقة سلبية بأداء الشركات في البلدان النامية مثل الأردن؟ وهل ستكون هذه العلاقة أكثر سلبية للشركات التي تستخدم استراتيجية تمايز المنتجات مقارنة بالشركات التي تستخدم إستراتيجية التكلفة المنخفضة؟ وهل ستكون هذه العلاقة أكثر سلبية للشركات التي تتمتع بدرجة عالية من التنافسية مقارنةً بالشركات ذات الدرجة التنافسية المنخفضة؟

دُرس أثر الرافعة المالية على أداء الشركة باستخدام نهجين مختلفين للتحليل هما العلاقة المباشرة بين الرافعة المالية وأداء الشركة والتأثير النسبي لحدّة المنافسة، واستراتيجية الأعمال على العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركة.

استخدمت الدراسة العائد على الأصول (ROA) متغيراً تابعاً والرافعة المالية متغيراً مستقلاً ومتغيرين للتحكّم: الأول النسبة المئوية للتغير في عدد العاملين (EMP) المحدد بمعدل نمو لمدة عام واحد لعدد موظفي الشركات، والثاني النسبة المئوية للتغير في الأصول الثابتة (FA) المحددة بمعدل نمو لسنة واحدة لصافي الأصول الثابتة للشركات.

وجدت الدراسة أن للرافعة المالية أثر سلبي على أداء الشركة. والعلاقة بين الرافعة المالية والأداء أكثر سلبية للشركات التي تستخدم استراتيجية تمايز المنتجات مقارنة بالشركات التي تستخدم استراتيجية التكلفة المنخفضة، وللشركات التي تتمتع بدرجة عالية من المنافسة مقارنة بالشركات ذات الدرجة المنخفضة من المنافسة.

[19] Abu-Abbas, &,B , Alhmoud, &, T, Algazo, F.(2019), Financial leverage and firm performance evidence from Amman stock exchange, The European Journal of Comparative Economics Vol. 16, no. 2, pp. 207-237 ISSN 1824-2979.

20. دراسة (Khan, A,&, Kaleem, A, & , Nazir, M, S,. 2012,)20 بعنوان:

" تأثير الرافعة المالية في تكلفة الوكالة للتدفق النقدي الحر: دليل من القطاع الصناعي في باكستان"

كان الهدف دراسة كيفية قيام القطاع الصناعي في باكستان بتخفيف تكلفة الوكالة الناتجة عن التدفق النقدي الحر باستخدام الرافعة المالية، وذلك من خلال تحليل بيانات عينة مؤلفة من 54 شركة صناعية مدرجة في بورصة كراتشي من 2006 إلى 2010. ولقياس تكلفة الوكالة الناتجة عن التدفق النقدي الحر استخدمت نسبة التدفق النقدي الحر إلى إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة، ونسبتين لقياس الرافعة المالية للشركة الأولى نسبة الدين إلى حقوق الملكية والثانية نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون. بينت النتائج أن الرافعة المالية للشركة تؤدي دوراً مهماً في تخفيض تكلفة الوكالة الناتجة عن التدفق النقدي الحر من خلال تقليل التدفق النقدي الحر الذي يخضع لسيطرة المدير. وهذه النتيجة تتفق مع نظرية التدفق النقدي الحر.

21. دراسة (Salmanzadeh H., Jafari V., Anjomani R., Marefat S. 2014.**)[21] بعنوان:**

" تأثير هيكل رأس المال والتدفقات النقدية والتنويع في أداء الشركات"

هدفت إلى دراسة تأثير هيكل رأس المال والتدفق النقدي الحر والتنويع في أداء الشركة. وذلك من خلال اعتماد كل من هيكل رأس المال والتدفقات النقدية الحرة والتنويع متغيرات مستقلة، وأداء الشركات متغيراً تابعاً. واستخدمت بيانات عينة مؤلفة من 220 شركة إيرانية نشطة في 21 صناعة من 2006–2011 جمعت من قاعدة بيانات سوق طهران للأوراق المالية. وأظهرت نتائج تحليل البيانات أن هيكل رأس المال والتنويع في الشركات المدروسة له تأثير إيجابي في أداء الشركة. كما أظهرت النتائج أن التدفق النقدي الحر له تأثير سلبي في أداء الشركة.

22. دراسة (Mansourlakoraj, Roya., Sahar Sepasi., 2015**)[22] بعنوان:**

[20] Khan, A,&, Kaleem, A, & , Nazir, M, S,.(2012), Impact of Financial Leverage on Agency cost of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing sector of Pakistan, Journal of Basic and Applied Scientific Research, v. 2, I. (7), p. p 6694-6700, www.textroad.com.

[21]: Salmanzadeh H., Jafari V., Anjomani R., Marefat S. 2014. Effect of Capital Structure, Free Cash Flow and Diversification on Firm Performance. J. Appl. Bus. Fin. Res. 3 (2): 33-39.

[22] Mansourlakoraj, Roya., Sahar Sepasi., (2015), "Free Cash Flow, Capital Structure and the Value of Listed Companies in Tehran Stock Exchange", International Journal of Management, Accounting and Economics (2), pp. 144-148.

" التدفق النقدي الحر وهيكل رأس المال وقيمة الشركات المسجلة في سوق طهران للأوراق المالية "

هدفت إلى دراسة علاقة كل من هيكل رأس المال والتدفق النقدي الحر بقيمة الشركات المدرجة في بورصة طهران من خلال تحليل بيانات عينه مؤلفة من 80 شـركة مدرجة في بورصــة طهران من 2009–2013. اسـتخدمت الرافعة المالية لقياس هيكل رأس المال ومؤشـر Tobin`s Q لقياس قيمة الشـركة والربح التشـغيلي قبل الاهتلاك وبعد الضـريبة مستحقة الدفع والفائدة وأرباح الأسـهم العادية لقياس التدفق النقدي الحر. أظهرت النتائج أن التدفق النقدي الحر له تأثير كبير وإيجابي في قيمة الشركة، ويمكن تحسين أداء الشركة من خلال زيادته، وهذا يتعارض مع نظرية الوكالة. كما أظهرت أن الرافعة المالية لها تأثير إيجابي كبير على قيمة الشركة.

23. دراسة (Shahjahani, R,&, Bokharayan, M, 2016)[23] بعنوان:

" العلاقة بين هيكل رأس المال والتدفق النقدي الحر والتنويع وأداء الشركة"

هدفت إلى اختبار العلاقات التبادلية بين هيكل رأس المال (الرافعة المالية)، والتدفق النقدي الحر، والتنويع وأداء الشـركات. ولهذا الغرض، اختبرت بيانات عينة مؤلفة من 78 شـركة نشـطة في بورصــة طهران للفترة بين عامي 2011 و2015. وشــملت متغيرات الدراســة كلاً من أداء الشــركة (Tobin`s Q)، وهيكل رأس المال (الرافعة المالية)، والتنويع والتدفق النقدي الحر. أشارت النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إيجابية بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركة عند مستوى معنوية 95٪. ووجود ارتباط سلبي كبير بين هيكل رأس المال والتدفق النقدي الحر عند مستوى معنوية 95٪. بينما كانت العلاقة سلبية بين التدفق النقدي الحر والتنويع عند مستوى معنوية 90٪. وثمة علاقة ثنائية الاتجاه بين هيكل رأس المال وأداء الشـركة عند مسـتوى معنوية 90٪. ولا توجد علاقة ثنائية الاتجاه بين التنويع وأداء الشركة. ولم يكن لهيكل رأس المال والتنويع علاقة ثنائية الاتجاه.

24. دراسة (KALASH, İ. 2019)[24] بعنوان:

" رافعة الشركة وتكاليف الوكالة وأداء الشركة: بحث تجريبي على شركات الخدمات في تركيا "

[23] Shahjahani, R,&, Bokharayan, M,(2016), The Relationship between capital structure, free cash flow, diversification and firm performance, Uct Journal of management and accounting studies.vo.l4,iss04,pp.22-31, https://doi.org/10.24200/jmas.

[24] KALASH, İ. (2019). Firm Leverage, Agency Costs and Firm Performance: An Empirical Research on Service Firms in Turkey. Journal of the Human and Social Sciences Researches, V.8, Issue (1), p.p624-636, ISSN: 2147-1185, retrieved from http://www.itobiad.com/issue/43055/513268.

تقترح نظرية الوكالة أن الدين يمكن أن يقلل من مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين الأمر الذي يزيد من أداء الشركات، ويمكن للدين أيضاً أن يعزز من مشكلة الوكالة بين المساهمين والمقرضين ويخفض أداء الشركة. لذا هدفت الدراسة إلى تعرّف تأثير الرافعة المالية على أداء الشركة، والتحقق من كون تكاليف الوكالة تؤثر في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء باستخدام عينة مؤلفة من 52 شركة خدمات مدرجة في بورصة اسطنبول للأوراق المالية خلال الفترة من 2008 إلى 2017. وتوصلت النتائج إلى أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي على ربحية الشركة، هذا التأثير أعلى بالنسبة للشركات ذات تكاليف الوكالة الناتجة عن الديون وأقل بالنسبة للشركات التي لديها تكاليف وكالة ناتجة عن التدفقات النقدية الحرة (الشركات التي تتمتع بتدفقات نقدية حرة أعلى).

25. دراسة (Santoso, F, D, 2020)[25] بعنوان:

" تأثير التدفق النقدي الحر والرافعة المالية في الأداء المالي لشركات البنية التحتية للطرق وتشييد المباني المدرجة في البورصة الإندونيسية للفترة 2014-2018."

هدفت إلى اختبار وتحليل تأثير التدفق النقدي الحر والرافعة المالية في الأداء المالي لشركات البنية التحتية للطرق وشركات تشييد المباني المدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة 2014-2018، وذلك من خلال تحليل بيانات عينة قصدية مؤلفة من 9 شركات عاملة في مجالي البنية التحتية للطرق وتشييد المباني. استخدمت الدراسة مقياس Tobin`s Q لقياس الأداء المالي، ومقاييس الرافعة المالية لتحديد مدى الاعتماد على الديون في تمويل الشركات. واختبرت الدراسة 6 متغيرات تحكّم هي تكلفة الوكالة وهيكل رأس المال والصناعة والمسؤولية الاجتماعية للشركات والعمر والحجم. أظهرت نتائج الدراسة أن التدفق النقدي الحر يؤثر سلباً في الأداء المالي للشركة بينما لا تؤثر الرافعة المالية عليه.

[25] Santoso, F, D,(2020), The Effect of Free Cash Flow and Financial Leverage on Financial Performance of Toll Road Infrastructure and Building Construction Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for Period 2014-2018, International Journal of Science and Research (IJSR) , V. 9, I. 6,pp. 1109-1115. www.ijsr.net.

1-1-2 الدراسات العربية

1. دراسة (السبيعي، 2012) [26] بعنوان:

" العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية "

جاءت الدراسة لتقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الرفع المالي من جهة والعائد على الاستثمار من جهة أخرى، وذلك على مستوى كل قطاع من القطاعات الرئيسة الثلاثة للاقتصاد الكويتي (المالي، والصناعي، والخدمي)، ولتحقيق هدف الدراسة اختيرت عينة مكونة من 54 شركة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال 2009-2011. واستخدمت بعض الأساليب الإحصائية، كالوسط الحسابي والانحراف المعياري، واختبار تحليل الانحدار البسيط، واختبار التباين (ANOVA)، واختبار شافيه (Scheffee)، ومن أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة ضمن القطاعات الثلاث، ولكن بالنسبة لكل قطاع على حدة كانت العلاقة الأقوى بين المتغيرين للقطاع الصناعي يليه القطاع الخدمي ثم القطاع المالي.

2. دراسة (نصيرات, 2012)[27] بعنوان

" أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمّان "

تناولت تحديد العلاقة بين الرفع المالي والربحية (العائد على حقوق الملكية) وسياسة توزيع الأرباح من جهة والقيمة السوقية والمستقبلية للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان من جهة أخرى بين 2004-2010، تمثلت عينة الدراسة بالشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وعددها (42) شركة. واستخدمت هذه الدراسة لاختبار الفرضيات أسلوب التحليل المقطعي (Panel Data Analysis) الذي يتم تقديره بأسلوب

[26] السبيعي، بداح، (2012)، " العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية "، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمّان، الأردن.

[27] نصيرات، نسيبة، (2012)، " أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمّان "، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

الأثر الثابت (Fixed Effect Model) أو أسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model)، بالإضافة إلى استخدام (Logit Model) وذلك من أجل اختبار أثر المتغيرات المستقلة في المتغيرات التابعة، أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين التمويل بالدين وقيمة الشركة، وعلاقة عكسية بين الأزمة المالية العالمية والقيمة المستقبلية للشركات قيد الدراسة، كذلك بينت أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الربحية والقيمة السوقية للشركات الصناعية الأردنية. أما سياسة الأرباح واحتمالية النمو فقد كانت العلاقة طردية مع القيمة السوقية وعكسية مع احتمالية النمو.

1-2- أصالة الدراسة

تجدر الإشارة إلى أن هذه الدراسة قد تناولت تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي من خلال تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي، وتأثير بعض المتغيرات المعدلة في هذه العلاقة في آن واحد، وتعد هذه الدراسة أكثر شمولية من باقي الدراسات السابقة التي تم الاطلاع على محتواها. كما أنها أول دراسة تجري لاختبار الأثر المعدل لإستراتيجية الأعمال وحدة المنافسة والتدفقات النقدية الحرة للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي في حدود معرفة الباحث. وستستخدم مقاييس أكثر شمولية لمتغيرات الدراسة، علاوة على كونها ستشمل تقريباً جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

1-3- أهمية الدراسة:

- الأهمية النظرية المتوقعة للدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة النظرية في الإضافات التي ستقدمها إلى النظريات والدراسات السابقة، فهذه الدراسة تسعى لزيادة المعرفة المتعلقة بكل من نظريات هيكل رأس المال والأداء المالي من جهة، وتأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات من جهة ثانية. كما يمكن لهذه الدراسة أن تشكل إضافة إلى النظرية المالية التقليدية بتحديد نسبة الديون المثلى التي تمكّن الشركات من الاستفادة المثلى من الرافعة المالية التي تنعكس إيجاباً على أداء الشركات دون تحميلها مخاطر إضافية.

- الأهمية التطبيقية المتوقعة للدراسة (الجانب العملي):

تتجلى الأهمية العملية في مجمل الفوائد التي ســـتقدمها للعديد من الجهات المختلفة ذات العلاقة بموضـــوع الدراسة كإدارة الشركات والمستثمرين والسوق.

فنتائج هذه الدراسـة سوف تفيد إدارة الشـركات في معرفة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي، وفيما إذا كان اســتخدام الديون في هيكل رأس مالها ينعكس بأداء مالي أفضــل. كما تفيد هذه الدراســة بمعرفة تأثير بعض المتغيرات كإستراتيجية الأعمال وحدة المنافسة والتدفقات النقدية الحرة في علاقة الرافعة المالية بالأداء المالي للشركات، وهذا يجعل تلك الشركات أكثر قدرة على اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية.

وسوف تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات المتعلقة باستثمار أموالهم في الشركات الموجودة في سوق دمشـق للأوراق المالية، فنتائج هذه الدراسـة سـتقود إلى تعرف الشـركات الأفضـل من ناحية الأداء المالي، إضـافة إلى دورها في زيادة وعي المسـتثمرين المتعلق بالقرارات التمويلية والاسـتثمارية المختلفة التي تتخذها الشركات وانعكاسها على أسعار أسهمهم في السوق.

وأما السوق فإن نتائج هذه الدراسة سوف تجعل المعنيين أكثر قدرة على وضـع قوانين وقرارات متعلقة بآليات التمويل المختلفة لتحسين الأداء المالي لتلك الشركات، أضـف إلى ذلك أن نتائج هذه الدراسة سوف تفيد في تعرف مدى كفاءة الســـوق وإذا كان هيكل رأس المال ينعكس على الأداء المالي لتلك الشـــركات. وفيما إذا كانت المعلومات المتعلقة بهيكل رأس المال تنعكس على الأداء المالي أم لا. وهذا يمكن أن يتم من خلال تسهيل الحصول على الديون أو توفير السبل الممكنة للشركات للحصول على التمويلات اللازمة بما يتلاءم مع نتائج هذه الدراسة.

1-4- مشكلة الدراسة

يعد موديلياني وميلر (Modigliani and Miller) من الرواد الذين حاولوا كشـــف العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشـركة. وقدّما اقتراحهما المشـار إليه عادةً باسـم نظرية MM لأول مرة عام 1958 التي أثارت السـؤال الأكثر أهمية عن تأثير قرارات التمويل في أداء الشـــركات. ووفق هذه النظرية أيّ تغييرات في النســـب الحالية

للديون وحقوق الملكية لا يمكن أن تؤثر على قيمة الشركة، أي لا يوجد هيكل رأس مال أفضل أو أسوأ، فقيمة الشركة غير مرتبطة بالمستويات المختلفة من الرافعة المالية (Modigliani and Miller ,1958).

ثم أتت اقتراحات موديلياني وميلر البديلة (1963) باستخدام الوفر الضريبي المتحقق من الفائدة التي تخفض المدفوعات الضريبية وتُحسّن التدفقات النقدية العامة للشركة (Miller and Modigliani,1963). واكتشف الاقتصاديان أن قيمة الشركة مرتبطة ارتباطاً إيجابياً بالرافعة المالية، أي إن الشركات قادرة تماماً على تعظيم قيمها من خلال رفع مستويات ديونها.

ثم جاءت نظرية المقايضة (1973) التي نصت على أن قرار هيكل رأس المال لشركة واحدة ينطوي على المقايضة بين المزايا الضريبية للديون وتكلفة الإفلاس (Kraus and Litzenberger,1973). وعند تبني نظرية المقايضة، تميل كل شركة إلى تحديد نسبة الدين إلى حقوق الملكية الخاصة بها، وتسعى جاهدة لتحقيق الحد الأقصى المتوقع للاستفادة من التمويل بالدين الذي يختلف باختلاف خصائص الشركات المختلفة (Myers, 1984).

تلتها نظرية الوكالة (Jensen and Meckling, 1976) التي تبحث في تأثير هيكل رأس المال في الأداء وفق منظور جديد لحوكمة الشركات، ولأن النظرية طورت على أساس النظريات السابقة تُظهر نتائج متوافقة مع نظرية المقايضة. وتنطوي مشكلات الوكالة على مشاركة ثلاثة أطراف هم المديرون والمساهمون والدائنون. وتركز تلك النظرية على النقاط التالية:

أولاً- مشكلات الوكالة بين المساهمين والمديرين: يتجذر النوع الأول من الصراع عندما يمتلك المديرون أقل من 100٪ من أصول الشركة، ما يؤدي إلى تقليل الدافع وراء أفعالهم لتعظيم قيمة الشركة لصالح المساهمين (Jensen and Meckling,1976). وبمستوى منخفض من الديون سيمتلك المديرون مزيداً من الحرية في إنفاق التدفقات النقدية الحرة للشركة، ويمكنهم بسهولة تنفيذ مشاريع ذات عائد منخفض والحصول على أصول مادية غير ضرورية لتوسيع حجم الشركة. وبذلك يزيد المديرون من تكاليف الوكالة لحقوق الملكية وهذا يضر بأداء الشركة. على العكس من ذلك، إذا تم تمويل الشركة من خلال قدر أكبر من الرافعة المالية، فإن الالتزام

بوفاء أصل الدين والفائدة يقيد حرية المديرين في توزيع التدفقات النقدية الحرة، ويتعين عليهم أن يكونوا أكثر كفاءة في اختيار الاستثمارات وتحسين أداء الشركة بشكل عام.

ثانياً– مشكلات الوكالة بين المساهمين والدائنين: ينشأ الصراع الثاني عندما تفضل مجموعتان من المستثمرين مستويات مختلفة من سلوكات المخاطرة. على وجه الخصوص، قد يكون لدى المساهمين الحافز إلى اتخاذ مشاريع محفوفة بالمخاطر إلى حد كبير أو التحرك نحو نقص الاستثمار (Ross et al., 2013; Westerfield and Jaffe, 2013). لذا في حال اندفاع المساهمين للمشاركة في استثمارات عالية المخاطر سيحصلون على عائد إضافي إذا نجحت المشاريع وسيتقاسمون الخسائر مع نظرائهم في أي حالة من حالات الفشل (Jensen and Meckling,1976). وفيما يتعلق بالحافز الثاني، إذا كانت الشركة تمتلك قدراً كبيراً من الرافعة المالية، فإن الاحتمال الكبير للإفلاس من شأنه أن يثني المساهمين عن القيام باستثمارات جديدة على الرغم من صافي القيمة الحالية الإيجابي لهذه المشاريع (Myers, 1977).

وبديلاً لنظرية المقايضة جاءت نظرية ترتيب الخيارات (Pecking Order Theory) التي أظهرت وجود علاقة سلبية بين أداء الشركة وقرارها التمويلي المرتكز على قاعدتين على النحو الذي اقترحته النظرية ترتيب الخيارات (Myers, 1984). أولهما استخدام التمويل الداخلي، وثانيهما إصدار أوراق مالية أكثر أماناً. أي يجب إعطاء الأولوية لتفضيل الأدوات المالية على النحو التالي: مصادر التمويل الداخلية ثم الديون وأخيراً حقوق الملكية. والقوة الدافعة وراء هذا الترتيب تنبع من مشكلات عدم تماثل المعلومات. ووفق (Ross et al. 2013)، في بعض الحالات التي يرغب فيها المديرون بالاستثمار في مشروع محفوف بالمخاطر يكون المقرضون، بسبب عدم تماثل المعلومات، متفائلين إلى حد ما بشأن المشروع، ومن المرجح أن تكون تكلفة تمويل المشروع بالدين عالية تماماً مثل تكلفة تمويله بإصدار الأسهم، وهذا يؤدي إلى مشكلة كبيرة في هيكل رأس المال وأداء الشركة.

وفي السياق ذاته تُبين نظرية الإشارة التي اقترحها (Ross,1977) أن اختيار نسبة الدين إلى حقوق الملكية مستقلًا عن مفهوم الوصول لمزيج أمثل، ويمثل بالأحرى رغبة الشركة في إرسال رسائل معينة إلى المستثمرين.

وتحاول الشركات ذات الربحية العالية أحياناً رفع سعر السهم عن طريق زيادة الديون بشكل مفرط فوق مستواه الأمثل وتضليل السوق للاعتقاد بوجود فرص نمو ضخمة للشركة في المستقبل.

ويُعتقد أن التكلفة الإضافية لإصدار الديون ستمنع الشركات الأقل ربحية من الاستفادة من مزايا الرافعة المالية العالية مقارنة بتلك الشركات ذات الأداء والربحية الأفضل (Ross et al., 2013). بالإضافة إلى ذلك، يرى (Myers and Majluf, 1984) أن السبب الذي يمنع المديرين من إصدار الأسهم اعتقاد المستثمرين أن إصدار الأسهم يعطي إشارة سيئة عن قيمة الشركة. باختصار، تم العثور على علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وأداء الشركة في ظل نظرية الإشارة.

من بين النظريات الخمس، تدعم كل من نظرية MM والإشارة فقط العلاقة الإيجابية بين الرافعة المالية وأداء الشركة، بينما تدعم النظريات الثلاث الأخرى – الوكالة، والمقايضة، وترتيب الخيارات – العلاقة السلبية بين الرافعة المالية وأداء الشركة.

وفي بحث (Thanh Dao, B, T, and Ngoc Ta, T, D. 2020) الذي حلل نتائج 400 بحث منشور تبين أن عدد الدراسات التي تقترح نتائج سلبية تهيمن على تلك الدراسات ذات الاستنتاجات الإيجابية وغير المهمة. وهذا ينسجم مع نظرية المقايضة وتكاليف الوكالة بالإضافة إلى نظرية ترتيب الخيارات. ويتناقض مع كل من نظرية MM والإشارة.

كما تبين أنه يمكن إرجاع الاختلاف في كل بحث إلى ميزات نوعية مختلفة تشمل تصميمات الدراسة أو طرائق أخذ العينات أو التقنيات التحليلية، أو العناصر التي من المحتمل أن تؤثر في الاستنتاج النهائي للعلاقة، مثل اختيار مؤشرات أداء الشركة، أو حالة شركات العينة التي يتم استخدامها أو ملاءمة استراتيجيات الأعمال والعوامل الصناعية التي تم أخذها في الاعتبار في كل بحث. كل هذه العوامل تسهم في مزيد من الرؤى لشرح عدم الاتساق في التأثير السائد لهيكل رأس المال في أداء الشركة التي حصرت بسبعة عوامل مؤثرة في العلاقة بين قيمة الشركة والرافعة المالية، هي: حدة المنافسة، وتطور الدولة، وحالة الشركة، وعامل الصناعة، وإستراتيجية الأعمال، ومؤشرات أداء الشركة، والطريقة الاقتصادية للتحليل.

ولدى البحث في الدراسات السابقة التي ذكرنا جزءاً منها تبين أنها حاولت حل هذه المشكلة من خلال دراسة أثر الرافعة المالية على الأداء المالي، فبعضها درس أثر الرافعة المالية على الأداء المالي فقط بعلاقة مباشرة دون تدخل أي عوامل أخرى، وبعضها أدخل عوامل تحكّم أو معدلة أو وسيطة في هذه العلاقة، وتوصلت جميع هذه الدراسات إلى نتائج متناقضة، وكانت كل التوصيات تعزو سبب هذا التناقض إلى وجود متغيرات أو عوامل أخرى لم يتم لحظها في هذه الدراسات، أو كانت تقترح تغيير العينة أو البيئة المدروسة وإجراء نفس الدراسات في بيئات أخرى وبعض التوصيات عزت سبب التناقض للمقاييس المستخدمة. لذا تحاول الدراسة الحالية إيجاد حل لهذه المشكلات من خلال تغيير البيئة المدروسة، وإدخال متغيرات جديدة في هذه العلاقة، واستخدام مقاييس أكثر شمولية لمتغيرات الدراسة، ومقارنة هذه النتائج بالدراسات والنظريات التي تناولت موضوع هيكل التمويل والرافعة المالية وأثرهما في الأداء المالي للشركات. وذلك بدراسة العلاقة المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي، وإدخال متغيرات معدلة لهذه العلاقة كاستراتيجية الأعمال وحدّة المنافسة والتدفقات النقدية الحرة، وكل ذلك مع محاولة ضبط أثر أكبر قدر ممكن من المتغيرات الخارجية (متغيرات التحكم) لتعزيز الصلاحية الداخلية للبحث.

وانطلاقاً مما سبق يمكن التعبير عن مشكلة البحث من خلال التساؤلات الأتية:

- هل تؤثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- هل تعدّل استراتيجية الأعمال أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- هل تعدّل حدّة المنافسة أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- هل تعدّل التدفقات النقدية الحرة أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

1-5- أهداف الدراسة:

يكمن الدافع للدراسة الحالية في تناقض نتائج الدراسات التي أجريت على متغيرات الدراسة. وتسعى هذه الدراسة لتقليص الفجوة المعرفية إلى أدنى حد ممكن. إذ تهدف إلى الإجابة عن تساؤلات مشكلة الدراسة وفق النقاط التالية التي تلخص أهدافها:

- تحديد الأثر المباشر للرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- تحديد الأثر المعدل لاستراتيجية الأعمال في علاقة الرافعة المالية بالأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق
- تحديد الأثر المعدل لحدة المنافسة في علاقة الرافعة المالية بالأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق
- تحديد الأثر المعدل للتدفقات النقدية الحرة في علاقة الرافعة المالية بالأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق

1-6- فلسفة الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن تساؤلاتها سوف يعتمد الإطار المنهجي التالي:

1-6-1 نوع فلسفة الدراسة:

اعتُمد في هذه الدراسة على الفلسفة الوضعية (Positivism) والسبب في ذلك يعزى إلى:

- كون مشكلة الدراسة من النوع الجدلي، فالدراسات السابقة لم تتفق فيما بينها على تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي، والجدل العلمي يتوافق مع الفلسفة الوضعية.
- أن مشكلة الدراسة تتمثل في معرفة تأثير الرافعة على الأداء المالي، وهي مبنية على عدد كبير من الدراسات السابقة والنظريات التي يمكن الاعتماد عليها، أضف إلى ذلك أن أهداف هذه الدراسة تندرج ضمن الدراسات ذات الهدف الاستنتاجي فيمكن الاعتماد على هذه الفلسفة

بغية وصف متغيرات الدراسة، واختبار تلك المتغيرات وصولا إلى معرفة الأسباب التي تفسر العلاقة بينها.

- سؤال الدراسة يتمثل في معرفة تأثير الرافعة على الأداء المالي، والسؤال عن الأثر يتناسب مع الفلسفة الوضعية.
- الباحث سوف يكون حيادياً في أفكاره فلا يتبنى وجهة نظر معينة، وسوف تقوم هذه الدراسة بعرض النظريات السابقة الباحثة في هيكل رأس المال والأداء المالي دون تدخل من قبل الباحث. علاوة على كون البيانات التي سيتم جمعها منشورة في قوائم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية أي إن الباحث كان حيادياً أيضاً في الحصول على البيانات وجمعها، وهذا ما يتوافق أيضاً مع الفلسفة الوضعية.
- إمكانية تعميم النتائج: ستتم عملية جمع البيانات الخاصة بالدراسة بأسلوب علمي دون أي تدخل من قبل الباحث بل يمكن استخدام نفس الطريقة لجمع البيانات مستقبلاً لعينات أكبر، ويمكن الاعتماد على هذه الفلسفة لأنها تسمح بإعادة الاختبارات والوصول إلى نتائج قابلة للتعميم على شركات أخرى، إضافة إلى كون البيانات الخاصة بالدراسة كمية وهذا يناسب الفلسفة الوضعية أيضاً.

1-6-2 أسلوب الدراسة:

اعتُمد في هذه الدراسة الأسلوب الاستنتاجي (Deductive Approach) والسبب في ذلك يعزى إلى:

- كون فلسفة الدراسة هي الفلسفة الوضعية والأسلوب الاستنتاجي يتناسب مع تلك الفلسفة لاسيما وجود دراسات سابقة تم الاستفادة من نتائجها في إعادة اختبار تأثير الرافعة المالية في الأداء المالي.

- لكون هدف الدراسة العام وصفياً سببياً تم الاعتماد على الدراسات السابقة التي بحثت في العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات في وضع المتغيرات وكيفية قياسها ما يقود إلى فرضيات محددة قابلة للاختبار، وهذا يساعد على وصف متغيرات الدراسة ومعرفة تأثيرها في غيرها والوصول إلى أسباب علمية لهذا التأثير وتفسيره وهذا ينسجم مع الأسلوب الاستنتاجي.

ويمكن تلخيص الخطوات المتبعة في هذه الدراسة على الشكل التالي:

الشكل (1/1) الخطوات العامة للدراسة

المصدر: من إعداد الباحث

3-6-1 استراتيجية الدراسة:

ستعتمد الدراسة الاستراتيجية المسحية (Survey Strategy)، لملاءمتها الفلسفة الوضعية والأسلوب الاستنتاجي. إضافة إلى أن هدف الدراسة العام ينصب على إعادة اختبار تأثير الرافعة على الأداء المالي واختيار الفرضيات المتعلقة بذلك وتعميم نتائجها، فالاستراتيجية المثلى لتحقيق ذلك هي الاستراتيجية المسحية التي تساعد في الحصول على عينات كبيرة بغية تعميم النتائج قدر الإمكان. كما ستعتمد الدراسة الإستراتيجية الوثائقية (Documentary Strategy)، للحاجة إلى الوثائق والبيانات المالية التي تصدرها تلك الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من أجل جمع متغيرات الدراسة.

أما بالنسبة لتحليل تلك البيانات، فسيتم الاعتماد في تحليل تلك البيانات على المنهج الكمي (Quantitative Methodology) الأكثر ملاءمة للفلسفة الوضعية وللأسلوب الاستنتاجي وللإستراتيجية المسحية التي تم اختيارها.

وعلية ستتم المعالجة الإحصائية وفق مايلي:

- **الإحصاء الوصفي Descriptive statistics**

يتضمن السرد الوصفي لجداول المتغيرات المالية والهيكلية ومتغيرات المخاطر وتطورها والتغيرات التي تطرأ عليها بالإضافة للرسم البياني التوضيحي للمؤشر ات على مستوى كل شركة من الشركات المالية الداخلة في الدراسة.

- **اختبار Unit Root للاستقرارية**

يعتبر استقرار السلسلة الزمنية أحد شروط تحليل السلاسل الزمنية ويمكن أن تكون السلسلة مستقرة عند مستوى البيانات نفسه دون استخدام تحويلة لجعلها مستقرة ويرمز له عندئذٍ (0) I أو قد تكون السلسة مستقرة عند الفروق الأولى ويرمز لها (1−) I أو قد تكون السلسلة مستقرة عند الفروق الثانية (2−) I حيث معرفة عند أي مستوى تستقر السلسلة الزمنية يرشدنا على أفضل نموذج لتحليل السلسلة الزمنية.

- **تحليل الارتباط Correlation**

يهدف لدراسة فيما إذا كان يوجد ارتباط معنوي بين متغيرات الدراسة والذي من خلاله يتبين قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرين ويأخذ قيمة بين (1−) وال (+1) فكلما اقتربت قيمة معامل الارتباط من الواحد دلّ ذلك على قوة علاقة الارتباط بين المتغيرين بينما كلما اقتربت من الصفر دل ذلك على انخفاض أو عدم وجود علاقة بين المتغيرين أما بالنسبة لإشارة معامل الارتباط فهي تشير لاتجاه العلاقة بين المتغيرين عكسية أم طردية.

- **Panel data analysis**

من أجل التوصل إلى نتائج وهدف الدراسة تم اعتماد بيانات Panelسلاسل زمنية وبيانات مقطعية والتي تعتمد على منهجية خاصة لتحليلها –نماذج تحليل panel data– والتي تعتمد بشكل أساسي على ثلاث

نماذج نموذج الانحدار التجميعي(Pooled Regression Model (PRM، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model (FEM)، نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model (REM) بالإضافة لاختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاث السابقة لاختيار النموذج الأفضل لاعتماد نتائجه حيث تم استخدام اختبار likelihood Ratio للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة واختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

وذلك باستخدام برنامج التحليل الإحصائي (E-views)

وهنا لابد من الإشارة إلى أن جمع البيانات لقياس المتغيرات (، الرافعة المالية، الأداء المالي، إستراتيجية الأعمال، حدة المنافسة، التدفقات النقدية الحرة) يتم على أساس حساب قيمة كل متغير من المتغيرات خلال فترات ربع سنوية تمتد ابتداءً من 2011 وحتى العام 2023. والسبب في اختيار هذا الأسلوب الرغبة في تفادي التحيز الذي قد يحدث في متغيرات الدراسة في سنة من السنوات الذي قد يكون بسبب متغيرات أخرى لا تشملها الدراسة.

1-6-4 متغيرات الدراسة:

يتكون نموذج الدراسة من المتغيرات التالية:

- المتغيرات المستقلة (Independent Variable): المتمثلة بالرافعة المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (DSE). وسيتم قياس الرافعة المالية من خلال نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.

تم اختيار النسبة السابقة لقياس الرافعة المالية نظراً لكونها أشهر نسبة لقياس نسبة الديون في الشركات، إضافة إلى أن أغلب الدراسات السابقة مثل دراسة (Javed, Z.H., Rao, H., Akram, B.,& Nazir, M.F.2015.)، (Gathara, Z.M., Kilika, J.M., Maingi, J.N., 2019) وغيرها الكثير قد اعتمد عليها في قياس الرافعة المالية.

- المتغير التابع (Dependent Variables) وهو الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ويقاس بالمقاييس الآتية:

- معدل العائد على حقوق الملكية (ROE): سيتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة صافي الدخل للشركة على إجمالي حقوق الملكية.
- معدل العائد على الأصول (ROA): سيتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة صافي الدخل للشركة على إجمالي أصولها.
- نسبة (Tobin's Q): سيتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة القيمة السوقية لأسهم الشركة على القيمة الدفترية لها، وتحسب القيمة السوقية من خلال أخذ المتوسط الحسابي لأسعار الإغلاق في كل ربع سنة. في حين سيتم حساب القيمة الدفترية اعتماداً على قوائم المركز المالي بتقسيم حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة.

تم اعتماد المقاييس (ROE, ROA, Tobin's Q) استناداً إلى عدد من الدراسات السابقة، فكل من (Ali, J., Tahira, Y., Amir, M., Ullah, F., & Tahir, M., 2022)، (Kaluarachchi, D.G.P., Fernando, A. A. J.& Mallawarachchi, R., 2021)، وغيرهم قاسوا الأداء المالي بالدرجة الأولى من خلال العائد على حقوق الملكية (ROE) ومن خلال العائد على الأصول (ROE). وأضاف آخرون مثل (Naveed, S, A,. 2017)، (Mule, R.K., & Mukras, M.S., 2015) نسبة (Tobin's Q) التي تُعتبر نسبة مهمه في قياس أداء الشركات بشكل عام وفي إبراز قوة أداء الشركة في السوق بشكل خاص.

- متغيرات التحكّم (Control Variables): وتتضمن كلاً من:

- القطاع (sector): ويتمثل بنوع العمل الذي تقوم به الشركة، ولأي قطاع تنتمي، وفي هذه الدراسة نلاحظ وجود 4 قطاعات هي المال (المصارف، التأمين)، الصناعة، الزراعة،

الخدمات. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال تقسيم الشركات عينة الدراسة حسب نوع عملها، وعد كل فئة متغيراً بحد ذاته(Rahimi, 2016).

- حجم الشـركةٍ(Size): وتتمثل بحجم إجمالي الأصـول الثابتة والمتداولة التي تملكها الشـركة. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصـول (Nature Log of Total Assets). والسبب في أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصـول هو تمهيد السلسلة الزمنية (تخفيف درجة تقلباتها) وخاصـةً أن قيم الأصـول كبيرة نسـبياً. وقد تم اعتماده في أبحاث،(Moghadam, M, D.,& Jafari, M,m,2015) (Rely, G.,2018)
- نمو المبيعات (Growth): وتتمثل بمعدل نمو المبيعات الذي يحسب بالنسبة المئوية للتغير في المبيعات خلال الفترة T المدروسة. أي من خلال أخذ التغير النسبي في قيمة المبيعات في كل ربع لكل شركة نسبةً إلى الربع السابق (Moghadam, M, D.,& Jafari, M,m,2015).
- نسـبة التداول (Current Ratio): وتمثل عدد مرات تغطية الأصـول المتداولة للخصـوم المتداولة وتقيس قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل من أصولها المتداولة وتحسب بقسـمة مجموع الأصـول المتداولة على مجموع الخصـوم المتداولة. وتم اختيار هذا المقياس لوجود اتفاق بين مختلف الباحثين على قياس نسـبة التداول من خلاله. ومن بينهم كل من (Naveed, S, A,. 2017)، (Jermias, J., 2008).

- المتغيرات المعدلة (Moderate Variables): وتتضمن كلا من:

- استراتيجية الأعمال (business strategy): يجب على الشركة أن تختار بين استراتيجيتين: المنافسـة بتقديم منتج بالتكلفة الأقل في الصـناعة (إسـتراتيجية قيادة التكلفة) أو المنافسـة بتقديم منتجات مميزة وفريدة (جودة، خصائص فيزيائية، خدمات متعلقة بالمنتج..)

وتقاس استراتيجية قيادة التكلفة من خلال المعادلة التالية:

كفاءة استخدام الأصول = إجمالي المبيعات / إجمالي الأصول .... (1)

أما استراتيجية تمييز المنتج فتقاس وفق المعادلة التالية:

القدرة على التسعير المميز = إجمالي المصاريف الإدارية والعمومية / إجمالي الأصول.. (2)

- حدّة المنافسة (competitive intensity):

تشير إلى درجة المنافسة التي تواجهها الشركة في سوق معين. وتحدد شدة المنافسة لقطاع معين بـــعدد الشركات والحصة السوقية لكل منافس، وكلما زاد عدد المنافسين زادت حدة المنافسة.

يتم قياس شدة المنافسة بـــ HI وهو مقياس لتركز الصناعة، ويساعد على تمييز الصناعات التي تعمل في بيئة تنافســية منخفضــة (قيمةHI تكون مرتفعة) من الصــناعات التي تعمل في بيئة تنافســية عالية (قيمة HI تكون منخفضـــة). وقيمة HI هي مجموع مربعات حصـــص الســـوق التي تحتفظ بها جميع الشركات في الصناعة. وتحسب على النحو التالي:

HI = £ (marketshare)^2

تم اعتماد متغيري إســـتراتيجية الأعمال وحدة المنافســـة اســـتناداً إلى دراســـتي (Naveed, S, A,. (2017),)، (Jermias, J. 2008).

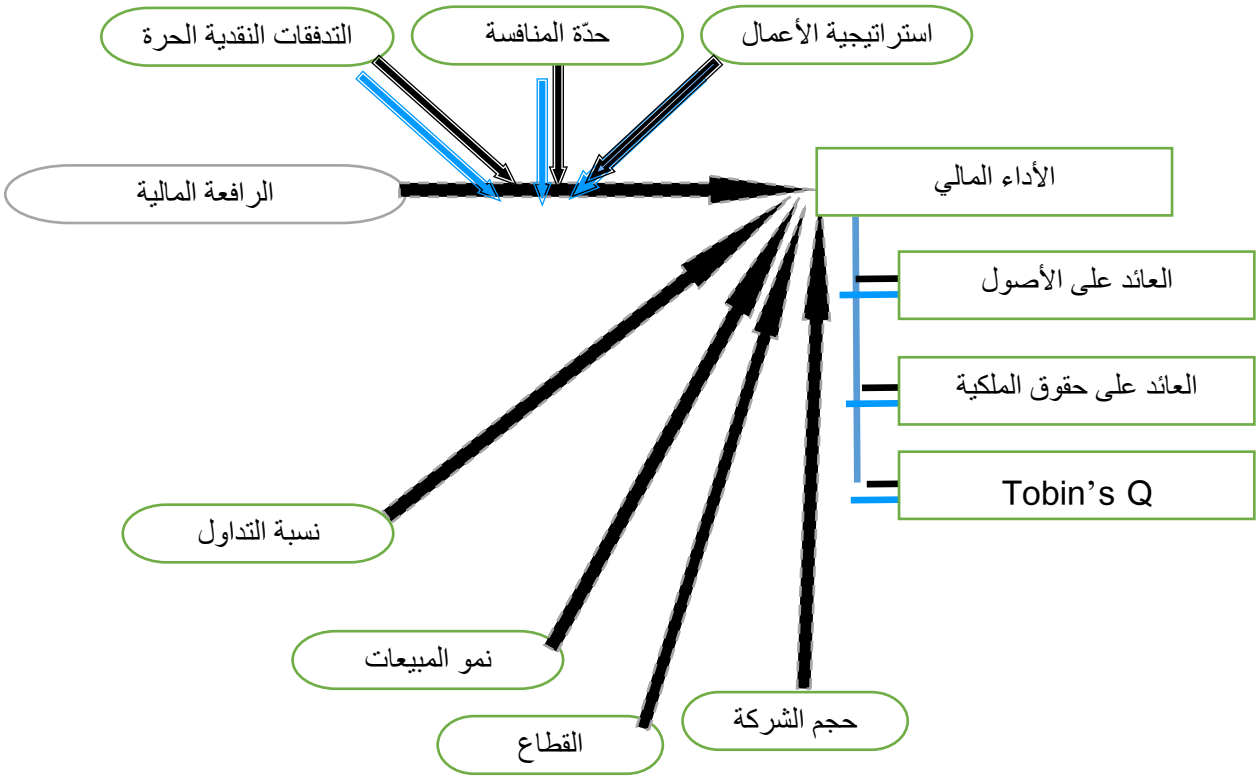
- التدفقات النقدية الحرة (Free cash flow):

يتم قياسFree Cash Flow من خلال الدخل التشغيلي قبل الاستهلاك مطروحاً منه المصاريف مثل مصـروفات الضـرائب ومصـاريف الفائدة وأرباح الأسـهم للشـركة مقسـوماً على إجمالي القيمة الدفترية للأصـول الشـركة في السـنة السـابقة (Mansourlakoraj, Roya., Sahar Sepasi., 2015). (Shahjahani, R,&, Bokharayan, M, 2016).

تم اختيار المتغيرات المعدلة ومتغيرات الضابطة السابقة بناءً على الدراسات السابقة التي تم ذكرها سابقاً.

1-6-5 النموذج الأولي للدراسة:

يوضح الشكل (1/1) نموذج الدراسة الذي يتضمن كلاً من المتغير المستقل المتمثل بالرافعة المالية، والمتغير التابع المتمثل بالأداء المالي، والمتغيرات المعدلة المتمثلة باســـتراتيجية الأعمال وحدة المنافســـة والتدفقات النقدية الحرة وأخيراً متغيرات التحكم المتمثلة بالقطاع وحجم الشركة ونمو المبيعات ونسبة التداول.



الشكل (2-1) نموذج الدراسة

1-6-6 فرضيات الدراسة:

وبناءً على ما سبق يمكن صياغة فرضيات الدراسة وفق ما يلي:

الفرضية الرئيسة الأول:

H1: تؤثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات.

ويتفرع عنها الفرضيات الفرعية الأتية:

H1.1 تؤثر الرافعة المالية على العائد على أصول الشركات.

H1.2: تؤثر الرافعة المالية على العائد على حقوق ملكية الشركات.

H1.3: تؤثر الرافعة المالية على نسبة Tobin's Q للشركات.

الفرضية الرئيسة الثانية:

H2: تعّدل استراتيجية الأعمال علاقة أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات.

ويتفرع عنها الفرضيات الفرعية الأتية:

H2.1: تعّدل استراتيجية الأعمال علاقة أثر الرافعة المالية على العائد على أصول الشركات.

H2.2: تعّدل استراتيجية الأعمال علاقة أثر الرافعة المالية على العائد على حقوق ملكية الشركات.

H2.3: تعّدل استراتيجية الأعمال علاقة أثر الرافعة المالية على نسبةTobin's Q للشركات.

الفرضية الرئيسة الثالثة:

H3: تعّدل حدة المنافسة علاقة أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات.

ويتفرع عنها الفرضيات الفرعية الأتية:

H3.1: تعّدل حدة المنافسة علاقة أثر الرافعة المالية على العائد على أصول الشركات.

H3.2: تعّدل حدة المنافسة علاقة أثر الرافعة المالية على العائد على حقوق ملكية الشركات.

H3.3: تعّدل حدة المنافسة علاقة أثر الرافعة المالية على نسبة Tobin's Q للشركات.

الفرضية الرئيسة الرابعة:

H4: تعّدل التدفقات النقدية الحرّة علاقة أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات.

ويتفرع عنها الفرضيات الفرعية الأتية:

H4.1: تعّدل التدفقات النقدية الحرّة علاقة أثر الرافعة المالية على العائد على أصول الشركات.

H4.2: تعّدل التدفقات النقدية الحرّة علاقة أثر الرافعة المالية على العائد على حقوق ملكية الشركات.

H4.3: تعّدل التدفقات النقدية الحرّة علاقة أثر الرافعة المالية على نسبة Tobin's Q للشركات.

1-6-7 مجتمع الدراسة وعينتها:

1-6-7-1 مجتمع الدراسة وحدودها:

إن مجتمع الدراسة (Population) هو جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (DSE) البالغ عددها (24) شركة تتوزع ما بين شركة مالية (مصرف وشركة تأمين) وشركة خدمية (غير مالية) وشركة صناعية وشركة زراعية يتم تداول أسهمها في تلك السوق وذلك كما في الجدول التالي:

القطاع (Sector)		عدد الشركات (Number)	النسبة (Percentage)
خدمات (غير مالية)		2	%8.33
صناعي		1	%4.17
الشركات المالية	بنوك	14	%58.33
	تأمين	6	%25.00
زراعي		1	%4.17
المجموع		24	%100.00

الجدول (1-1) توزيع مفردات مجتمع الدراسة وفق القطاعات الاقتصادية

يكمن سبب اختيار الباحث الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مجتمعاً للدراسة في:

- إمكانية الحصول على البيانات المالية والوثائق الخاصة بتلك الشركات.
- إمكانية زيارة هذه الشركات والتعرف عليها عن قرب.

1-6-7-2 عينة الدراسة:

تتضمن عينة الدراسة الشركات التي تحقق الشروط التالية:

الأول: وجود قوائم مالية ربع سنوية لها على مدار فترة الدراسة. والثاني: وجود تداول لأسهم هذه الشركات خلال فترة الدراسة. الثالث: قدرة الباحث على قياس جميع المتغيرات التي تم تحديدها مسبقاً لتلك الشركات.

1-7 حدود الدراسة:

1-7-1 الحدود المكانية:

ستقتصر الدراسة على الشركات السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وبشكل أدق الشركات التي تحقق شروط الدراسة.

الجدول (2-1) الشركات المالية

اسم الشركة	اختصارها
بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF
بنك سورية والخليج	SGB
بنك سورية والمهجر	BSO
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF
فرَنسَبنك – سورية	FSBS
بنك الأردن سورية	BOJS
بنك عوده – سورية	BASY(ATB)
المصرف العربي -سورية	ARBS
بنك الشرق	SHRQ
بنك بيبلوس سورية	BBS
السورية الدولية للتأمين -أروب	AROP
الشركة المتحدة للتأمين	UIC
الشركة السورية الوطنية للتأمين	NIC
الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC
الشركة السورية الكويتية للتأمين	SKIC
بنك قطر الوطني سورية	QNBS

2-7-1 الحدود الزمانية:

ستقتصر الدراسة على الفترات الزمنية الممتدة من الربع الأول لعام (2011) إلى الربع الرابع لعام (2023). والسبب في ذلك حداثة سوق دمشق للأوراق المالية من جهة، وتأخر عدد كبير من الشركات بإدراج أسهمها في السوق، وضرورة كون البيانات مستمرة خلال فترة الدراسة وغير متقطعة.

3-7-1 الحدود الموضوعية:

ستقتصر الدراسة على المتغيرات التي تم تحديدها مسبقاً، ولن يتم الأخذ بأي متغيرات أخرى خارجها للوصول إلى نتائج دقيقة تخدم موضوع الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدارسة

المبحث الأول: العلاقة المباشرة للرافعة المالية بالأداء المالي بين النظرية والتطبيق

2-1-1-نظريات هيكل رأس المال والهيكل التمويلي الأمثل

2-1-2- جدلية العلاقة المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي

يستعرض هذا المبحث العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي، من خلال تحليل نظريات هيكل رأس المال، وجدلية تأثير الرافعة على الأداء. ويهدف المبحث إلى فهم هذه العلاقة، وتحليل مفهومي الرافعة والأداء ومقاييسهما. وذلك من خلال ما يلي:

أولاً: نظريات هيكل رأس المال والهيكل التمويلي الأمثل

المقدمة:

خلال العقود الماضية، تم تطوير نظريات مختلفة لشرح الهيكل التمويلي والعوامل الرئيسة المحددة له، وفي الوقت نفسه حاول عدد كبير من الدراسات التجريبية شرح هذه النظريات وفعاليتها. ونظراً لمتطلبات الدراسة الحالية سيتم شرح كل من نظرية موديلياني وميلر، نظرية المقايضة، نظرية الإشارة، نظرية ترتيب الخيارات، نظرية الوكالة بشكل مفصل وذلك لتغطية وإشباع المفاهيم الفكرية لهذه النظريات.

2-1-1-1- نظرية موديلياني وميلر (The Modigliani and Miller theory).

مرت نظرية موديلياني وميلر (المشار إليهما فيما بعد بـ MM) بمرحلتين هما:

2-1-1-1-1 موديلياني وميلر (لا ضرائب)

نشـــأت نظرية هيكل رأس المال الحديثة في عام 1958، عندما نشـــر موديلياني وميلر ما أطلق عليه المقال المالي الأكثر تأثيراً (Modigliani & Miller, 1958, pp. 261–297).

ارتكزت دراسة MM على بعض الافتراضات القوية، وهي:

1. لا توجد تكاليف وساطة (تكاليف معاملة).

2. لا توجد ضرائب.
3. لا توجد تكاليف إفلاس.
4. يمكن للمستثمرين الاقتراض بنفس فائدة الاقتراض للشركات.
5. جميع المستثمرين لديهم نفس المعلومات المتوفرة لدى الإدارة حول الفرص الاستثمارية المستقبلية للشركة.
6. الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهتلاك (EBIT) لا تنمو ولا تتأثر باستخدام الديون.

قام موديلياني وميلر بتصور محفظتين استثماريتين افتراضيتين:

الأولى تحتوي على جميع أسهم شركة ليس لديها رافعه مالية قيمتها v_L . ولأن الشركة لا تحقق أي نمو ولا تدفع أي ضـرائب، فيمكن للشـركة دفع جميع أرباحها قبل الفوائد والضـرائب والإهتلاك (EBIT) في شـكل توزيعات أرباح. ولذلك التدفق النقدي من امتلاك هذه المحفظة يساوي الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهتلاك.

أما المحفظة الثانية فتحتوي على جميع أسـهم (S_L) وسـندات (D) لشـركة مماثلة للأولى لكنها ذات رافعة مالية قيمتها v_U . ونظرًا لأن الشـركة لا تنمو ولا تدفع أي ضـرائب، فمن يمتلك جميع ديون الشـركة وحقوق ملكيتها، سـيكون التدفق النقدي الخاص به مسـاوياً لمجموع الفوائد وتوزيعات الأرباح، بالتالي يكون التدفق النقدي من امتلاك هذه المحفظة الثانية مساوياً الأرباح قبل الفوائد والضريبة والإهتلاك.

وعليه فالتدفق النقدي لكلا المحفظتين يسـاوي EBIT.ولذا خلصـت MM إلى أن محفظتين لهما نفس التدفقات النقدية يجب أن يكون لهما نفس القيمة:

$$v_L = v_U = s_L + D$$

وأظهرت نظرية MM أن اختلاف قيم المحفظتين، يدفع المستثمرين للانخراط في مراجحة خالية من المخاطر (شراء محفظة واحدة وبيع الأخرى على المكشوف).

أي إذا حاول الجميع شراء نفس المحفظة، فسوف يرتفع سعرها بسبب طلب السوق، وإذا حاول الجميع بيع المحفظة على المكشوف، فسوف ينخفض سعرها، وستكون النتيجة الصافية لهذا التداول هي تغير في قيم المحفظتين حتى تصبح متساوية.

ووفقا لما سبق أثبتت MM أن قيمة الشركة لا تتأثر بهيكل رأس المال، وهذه النتيجة تسمى اقتراح MMالأول بدون ضرائب.

كما افترض MM أن الدين لا يؤثر على الأرباح قبل الفوائد والضـــريبة والاهتلاك، وأثبتوا أن الدين لا يؤثر على القيمة، لذلك لا يؤثر الدين على المتوســـط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، علماً أن المتوســـط المرجح لتكلفة رأس المال عبارة عن مزيج من تكلفة الديون وتكلفة حقوق الملكية(r_s) العالية نســـبياً، لذلك مع زيادة الرافعة المالية يتم إعطاء وزن أكبر للديون منخفضة التكلفة، لكن حقوق الملكية تصبح أكثر خطورة مما يؤدي إلى ارتفاع r_s بما يكفي بالضبط للحفاظ على ثبات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

أظهر MM أن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) الثابت يعني أن تكلفة حقوق الملكية لشركة ذات رافعة مالية(r_{sL}) تساوي:

$$r_{sL} = r_{sU} + (r_{sU} - r_d)(D / E)$$

حيث أن:

- r_{sU}: تكلفة حقوق الملكية لشركة مماثلة ولكن ليس لديها رافعة ماليه.
- D: القيمة السوقية للديون.
- E: القيمة السوقية لحقوق الملكية.
- r_d: تكلفة الدين (التي يفترض أنها ثابت لجميع درجات الرافعة المالية).

تسمى هذه المعادلة اقتراح MMالثاني بدون ضرائب، والذي يوضح أن الرافعة المالية لا تؤثر على WACC، لكنها تزيد تكلفة حقوق الملكية بمقدار المخاطرة الإضافية الناجمة عن زيادة الرافعة المالية بما يكفي بالضبط للحفاظ على ثبات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

وإذا أخذنا اقتراحي MM مجتمعين فإنهما يشيران ضمناً إلى أن استخدام المزيد من الديون في هيكل رأس المال لن يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة، لأن المنفعة المترتبة على الديون منخفضة التكلفة سوف يقابلها بالضبط زيادة في مخاطر حقوق الملكية، وبالتالي في تكاليفها.

وعليه وفقا لنظرية MMفي عالم خالٍ من الضرائب لن تتأثر قيمة الشركة والمعدل المرجح لتكلفة رأس المال الخاص بها بهيكل رأس المال.

على الرغم من أن بعض افتراضات نظرية MM غير واقعية، إلا أنها شكلت بداية للبحث الحديث عن هيكل رأس المال، وقد ركزت الأبحاث اللاحقة على تخفيف افتراضات MM من أجل تطوير نظرية أكثر واقعية لهيكل رأس المال.

2-1-1-1-2- تعديل نظرية موديلياني وميلر (تأثير الضرائب على الشركات)

في عام 1963، نشر MM بحثاً افترضا فيه وجود ضرائب على الشركات مع الاحتفاظ بباقي الفرضيات (Modigliani & Miller, 1963, pp. 433–443).

حيث سمح قانون الضرائب للشركات بخصم الفائدة المدفوعة كمصروف، ولم يسمح بخصم توزيعات أرباح الأسهم. شجعت هذه المعاملة التفاضلية الشركات على استخدام الدين في هياكل رأس المال الخاصة بها، لأن الفائدة المدفوعة تقلل من ضرائب الشركة، وكلما قلت الضرائب المدفوعة زاد مقدار التدفقات النقدية المتاحة للمستثمرين.

وكما هو الحال في بحثهم الســـابق، قدم MM طريقة ثانية لفهم تأثير هيكل رأس المال وهي أن قيمة الشـــركة ذات الرافعة المالي هي قيمة الشركة المماثلة التي لا تتمتع بالرافعة المالية بالإضافة إلى قيمة أي آثار جانبية.

ركزَ MM على أثر وفورات الضـرائب بسـبب الفائدة (T_{St})، وهي التخفيضـات في ضـرائب السـنة بسـبب خصـم الضـرائب المستحقة على الفائدة، وهذا ما أطلق عليه الوفر الضـريبي للفائدة ($V_{Tax\ shield}$)، والذي يمثل القيمة الحالية للوفر الضريبي المستحق على الفائدة عند خصمها بسعر الفائدة.

وأعرب MM عن قيمة الشركة ذات الرافعة المالية على النحو التالي:

V_L= V_U + قيمة الآثار الجانبية

=V_U + القيمة الحالية للوفورات الضريبية السنوية

= V_U + الوفر الضريبي للفائدة

وبموجب افتراضات MM الوفر الضريبي يساوي معدل ضريبة الشركة(T) مضروباً في مبلغ الدين(D):

$$V_L = v_U + TD$$

هذا هو اقتراح MM الأول في ظل وجود ضـرائب على الشـركات، فمثلاً لو كان معدل الضـريبة حوالي 40٪ يعني ضـمنا أن كل ليرة من الديون تضـيف نحو 40 قرشـاً من القيمة إلى الشـركة وأن الهيكل الأمثل لرأس المال هو دين بنسبة 100٪ تقريباً.

لكن يوجد حد لمصـــاريف الفائدة التي يمكن خصـــمها كل عام فرضـــا (30% من الأرباح قبل الفوائد والضـــرائب والإهتلاك)، مع ترحيل أي فائض إلى الســـنوات الضـــريبة المســـتقبلية أي أن الدين الإضـــافي لا ينتج عنه أي وفر ضريبي إضافي في السنة الحالية.

ووفقا لذلك، أظهر MM أن المتوسـط المرجح لتكلفة رأس المال ينخفض مع إضـافة الدين، لأن تكلفة حقوق الملكية لن تزيد بالسرعة نفسها التي كانت ستزيد بها في حال عدم وجود ضرائب، فإن المعادلة التالية هي نسخة من الاقتراح الثاني لـ MM مع تضمين ضرائب الشركات:

$$r_{sL} = r_{sU} + (r_{su} - r_d)(1 - T)(D / S)$$

والذي ينص بأن قيمة الشركة ستزداد باستخدام الدين بسبب الوفر الضريبي المتحقق من الفوائد.

واجهت نظرية MM العديد من الانتقادات منها:

1- النظرية تفترض أن الهيكل المثالي لرأس المال هو الذي يعظم قيمة الشـركة، ولكنها لا توضـح كيفية قياس وتحديد هذه القيمة المثالية (de Jong et al., 2008, p. 1956).

2- النظرية تهمل أثر تكاليف الوكالة والمشـــاكل الناجمة عن الفصـــل بين الملكية والإدارة على هيكل رأس (Jensen & Meckling, 1976, p. 322).

3- النظرية تفترض أن سوق رأس المال كفؤة وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس تكلفة الاقتراض للشركات، وهو افتراض غير واقعي لأن الأفراد عادةً ما يواجهون أســـعار فائدة أعلى وشـــروط ائتمان أكثر تشـــدداً فالشـــركات لديها إمكانية الحصـــول على قروض بفوائد منخفضـــة نظراً لقدرتها التفاوضـــية وإمكانية تقديم ضمانات، بينما يصعب على الأفراد الحصول على ائتمان بنفس الشروط الميسرة(Wang, 2018,p.191).

4- النظرية لا تأخذ بعين الاعتبار العوامل السلوكية والنفسية والمعرفية لمتخذي القرارات التمويلية التي يمكن أن تؤثر على قرارات التمويل في الشـــركات وتهمل الدوافع غير المالية لمتخذي القرار مثل الســـمعة والسلطة(Chyruk, 2009,p.54).

رغم ذلك نظرية MM مهمة لأنها وجهت البحوث اللاحقة من حيث المنهجية، من خلال مقارنة الشـــركات ذات الرفع المالي مع الشـــركات التي لا تتمتع بالرفع المالي والبحث عن الآثار الجانبية. كما أن افتراضـــات MM غير الواقعية أتاحت مكاناً للباحثين اللاحقين لتوسيع نظرية MM من خلال تخفيف هذه الافتراضات.

2-1-1-2- نظرية المقايضة (trade-Off theory):

تعتمد نتائج نظرية موديلياني وميللر على افتراضـــات عديدة منها عدم وجود تكاليف إفلاس، لكن هذا الافتراض غير واقعي في العالم الحقيقي حيث تتحمل الشـركات المفلســة نفقات قانونية ومحاســبية عالية جداً، وتواجه صــعوبة في الحفاظ على العملاء والموردين والموظفين، إن الإفلاس غالباً ما يجبر الشركة على تصفية أو بيع الأصول بأقل من قيمتها (Sarkar, 2000, p. 19).

على سبيل المثال إذا توقفت شركة صناعة الصلب عن العمل قد يكون من الصعب العثور على مشترين لأفران الانفجار التابعة للشركة، هذه الأصول غالباً ما تكون غير سائلة لأنها مصنعة وفقاً لاحتياجات هذه الشركة ومن الصعب والمكلف جداً تفكيكها ونقلها.

كما أن تهديد الإفلاس، وليس فقط الإفلاس في حد ذاته، يتســـبب في تكاليف ضـــائقة مالية، فإذا هدد الإفلاس المحتمل الشركة فسيغادرها الموظفون الرئيسيون، ويمتنع الموردون عن منح الائتمان، ويبحث العملاء عن موردين أكثر اســتقراراً، ويطالب المقرضــون بأســعار فائدة أعلى ويفرضــون شــروط قروض أكثر تقييداً، لذلك تهديد الإفلاس يتسبب في انخفاض التدفقات النقدية الحرة، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة(Choi, 2015, p. 5) .

وكثرة الدين في الهيكل الرأسمالي للشركة قد يقود للإفلاس، لذلك تكاليف الإفلاس تثني الشركات عن دفع استخدامها للديون إلى مستويات مفرطة(Myers, 1984,p.576) .

تتكون تكاليف الإفلاس من عنصرين:

(1) تكاليف احتمال حدوث ضائقة مالية.

(2) التكاليف التي سيتم تكبدها في حالة حدوث ضائقة مالية(Agyei et al., 2020, p. 8) .

فالشركات التي تكون أرباحها أكثر تقلباً، تواجه احتمال أكبر للإفلاس ويجب أن تستخدم قدر أقل من الديون من الشركات الأكثر استقراراً، وبالمثل يجب على الشركات التي ستواجه تكاليف عالية في حالة حدوث ضائقة مالية أن تعتمد بشكل أقل على الدين، على سبيل المثال يجب على الشركات التي تكون أصولها غير سائلة وبالتالي يتعين بيعها بأسعار مخفضة عند حدوث الافلاس أن تحد من استخدام التمويل بالدين (Modigliani & Miller, 1963,p.436).

أدت المبررات السابقة إلى تطوير ما يسمى نظرية مقايضة، والتي تنص على أن الشركات تقوم بمقايضة مزايا التمويل بالدين (المعاملة الضريبية المفضلة للشركات) مقابل أسعار الفائدة وتكاليف الإفلاس المرتفعة عند تحديد هيكل رأس المال الأمثل، في جوهرها نظرية المقايضة تقول إن قيمة الشركة المدينة تساوي قيمة الشركة غير المدينة بالإضافة إلى قيمة صافي التأثيرات الجانبية التي تتضمن الوفر الضريبي وتكاليف الإفلاس المتوقعة، وبالتالي هناك مستوى أمثل من الدين يكمن حيث تتساوى مزايا الخصم الضريبة مع تكاليف الإفلاس المتوقعة، ويختلف هذا المستوى بين الشركات بناءً على مخاطر الأعمال وتكاليف الإفلاس(Wang, 2018,p.176) .

وتنقسم نظرية المقايضة إلى نوعين(Ahmed, 2017, pp. 18–19):

1. نظرية المقايضة الساكنة:(Static Trade–off Theory)

اقترح كراوس وليتزنبرغر(Kraus & Litzenberger) أن الشركات تحدد نسبة مستهدفة من الديون في هيكلها المالي بناءً على احتياجات العمل، ثم تسعى باستمرار نحو تحقيق تلك النسبة المستهدفة. كما أن التمويل بالديون يحقق فائدة أكبر من حيث الوفر الضريبي مقارنة بالتمويل بحقوق الملكية، ولكن ارتفاع نسبة الديون يزيد

أيضـاً من مخاطر الإفلاس مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض قيمة الشـركة. وبالتالي، على الشـركة أن تحافظ على التوازن الأمثل بين حقوق الملكية والديون وفقاً لتكلفة وفوائد كل منها.

2. نظرية المقايضة الديناميكية:(Dynamic Trade-off Theory)

نظرية المقايضــة الديناميكية في هيكل رأس المال هي امتداد لنظرية المقايضــة الســاكنة، لكنها تختلف عنها في أنها لا تحدد نسـبة مثالية ثابتة من الرفع المالي، بل تحدد نطاقاً مثالياً لنسـبة الديون يعتمد على توقعات الشـركة للفترات القادمة. كما أن هناك عدة عوامل تؤدي إلى انحراف الشركة عن هيكل رأس المال المستهدف مثل تغير سعر السهم والوقت المناسب لدخول السوق والعجز المالي وغيرها من المتغيرات، مما يدفعها لإجراء المقايضـة بين تكاليف ومزايا التمويل بالدين بهدف تحديد هيكل رأســمال أمثل يعظم كل من قيمة الشــركة وثروة المســاهمين (Kraus & Litzenberger, 1973, pp. 911-922).

وباختصــار، تركز نظرية المقايضــة على الموازنة بين منافع الاسـتدانة (خفض الضـرائب) وتكاليفه (مخاطر الإفلاس)، بهدف الوصول إلى هيكل رأس مال أمثل يعظم قيمة الشركة وثروة المساهمين.

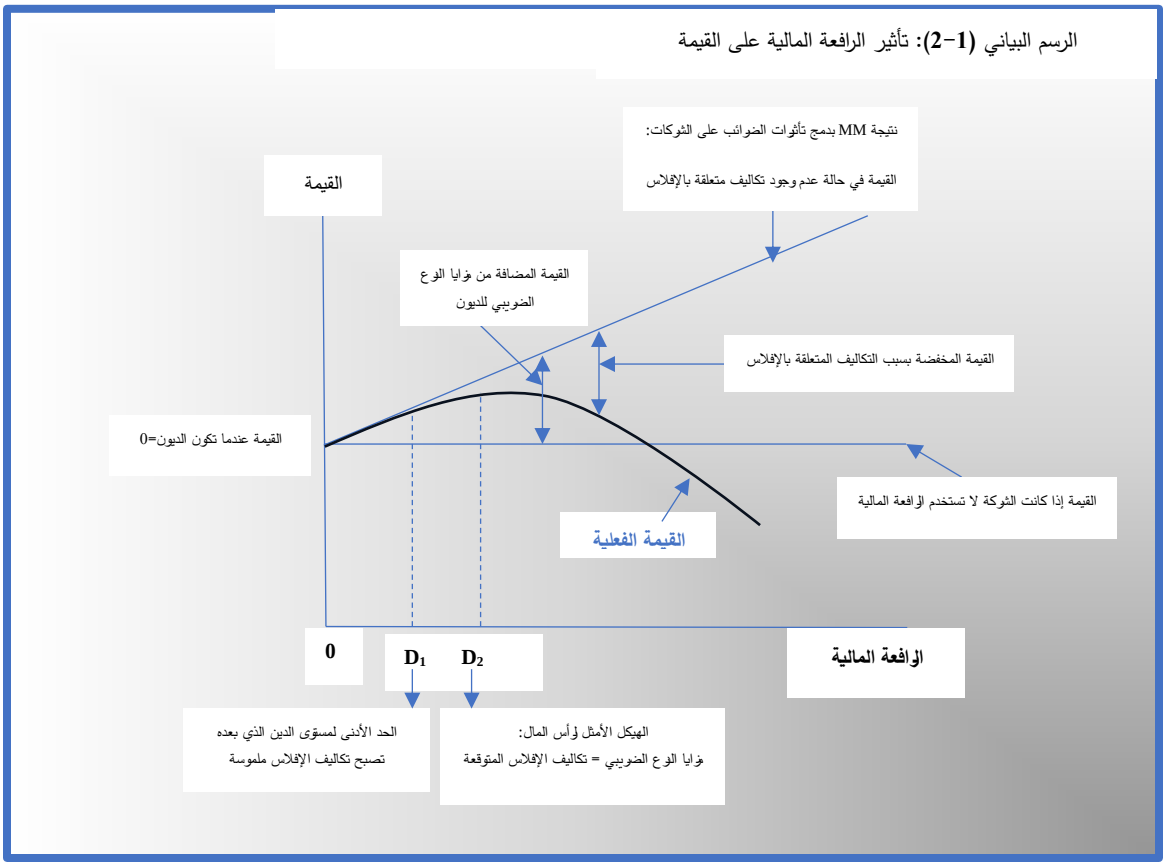
تم التعبير عن ملخص نظرية المقايضــة بيانياً من خلال الشـكل (1-2) (Brigham & Ehrhardt, 2020, pp. 614-615)، وفيما يلي قائمة بالملاحظات حول الشكل:

1. في ظل افتراضـات نموذج MM فيما يتعلق بضـرائب الشركات، فإن قيمة الشركة تزداد خطياً مقابل كل ليرة من الديون، ويعبر السطر المسمى نتيجة MM المتضـمنة تأثيرات ضـرائب الشركات في الشكل (1-2) عن العلاقة بين القيمة والدين في ظل تلك الافتراضات.

2. يوجد حد معين للدين يســمى D1 في الشــكل (1-2) والذي يقل احتمال الإفلاس دونه إلى درجة غير جوهرية، وعندما تزيد قيم الدين عن D1 تصـــبح التكاليف المتوقعة المرتبطة بالإفلاس ذات أهمية متزايدة، وهي تعمل على

تقليص المزايا الضريبية للدين بمعدل متزايد، في النطاق من D1 إلى D2 تزداد التكاليف المتوقعة المرتبطة بالإفلاس ولكن تبقى أقل من المزايا الضريبية للدين، وبالتالي يرتفع سعر السهم (ولكن بمعدل متناقص) مع زيادة نسبة الدين، وبعد D2 تتجاوز التكاليف المتوقعة المرتبطة بالإفلاس المزايا الضريبية، ومن هذه النقطة تؤدي زيادة نسبة الدين إلى خفض قيمة السهم، وبالتالي فإن D2 هي هيكل رأس المال الأمثل، وتختلف D1 وD2 من شركة إلى أخرى اعتماداً على مخاطر أعمالها وتكاليف إفلاسها.

الرسم البياني (1-2): تأثير الرافعة المالية على القيمة



المصدر: (Brigham & Ehrhardt, 2020, pp. 614)

واجهت نظرية المقايضة عدة انتقادات اهمها:

1. أظهرت بعض الأبحاث أن هيكل رأس المال يعتمد على الاستراتيجية التنافسية التي تتبعها الشركة وليس على التوازن بين مزايا الدين وتكاليفه (Wang, 2018,p.154).
2. ينتقدها البعض لأنها تعتمد على فكرة التبسيط الزائد للواقع المالي، إذ أن الواقع المالي والإداري للشركات غالباً ما يكون أكثر تعقيداً مما تصوره هذا النظرية، مما يقلل من قدرتها على تفسير السلوك المالي الحقيقي (Chyruk, 2009,p.62).
3. أكبر انتقاد لنظرية المقايضة في الهيكل الرأسمالي هو أنها تتنبأ بعلاقة إيجابية بين الأرباح والرافعة المالية، على خلاف الأدلة التجريبية الموثوقة.
4. تتجاهل النظرية بشكل أساسي العوامل غير المالية التي قد تكون لها تأثير كبير على القرارات التمويلية للشركات، مثل العوامل الاجتماعية والبيئية والتكنولوجية، فهي تركز فقط على الجوانب المالية دون مراعاة الجوانب الغير مالية التي قد تكون أيضاً مؤثرة.
5. النظرية تغفل عن العوامل النفسية والسلوكية في اتخاذ القرارات التمويلية، مثل الخوف من المخاطرة والتفاؤل الزائد أو التشاؤم الزائد، التي قد تؤثر بشكل كبير على القرارات التمويلية (Agyei et al., 2020,p.11).
6. تفترض نظرية المقايضة أن التمويل بالدين مفيد لأن دفعات الفائدة قابلة للخصم ضريباً، ولكن قد لا تكون هذه هي الحال دائماً، حيث تتضاءل المزايا الضريبية للتمويل بالدين بزيادة معدلات الفائدة ووجود حدود للمبالغ التي يمكن خصمها ضريبياً من الأرباح.
7. تعتمد النظرية على عدة افتراضات، مثل الأسواق المالية المثالية، والمستثمرين المتجانسين، لكن في الواقع، الأسواق المالية غير مثالية، ويمكن أن تختلف تفضيلات وسلوك المستثمرين بشكل كبير (Zhang & Zhu, 2021,p.5).

هذه النقاط النظرية والمنهجية تمثل بعض الانتقادات التي وُجهت لنظرية المقايضـــة في الأدبيات الحديثة في مجالات التمويل والاقتصاد، وتظهر كيف أن بعض الجوانب قد تحتاج إلى تحسين وتطوير لتوفير فهم أفضل لسلوك الشركات وقراراتها التمويلية.

2-1-1-3-نظرية الإشارة (Signaling Theory)

افترض MM أن المســـتثمرين لديهم نفس المعلومات حول مســـتقبل الشـــركة مثل مديريها وهذا ما يســـمى تماثل المعلومات، ولكن في الواقع يمتلك المديرون معلومات أفضـــل من المســـتثمرين وهذا ما يســـمى بالمعلومات غير المتماثلة، والتي لها تأثير مهم على الهيكل الأمثل لرأس المال(Myers & Majluf, 1984) ، ولتوضـيح هذا التأثير سنناقش موقفين مختلفين؛ أحدهما يعلم فيه مديرو الشركة أن شركتهم لها مستقبل إيجابي للغاية (الشركة P)، والآخر يعلم فيه المديرون أن شركتهم لها مستقبل سلبي (الشركة N).

لنفترض على سـبيل المثال أن مختبرات البحث والتطوير التابعة لشـركة P قد اكتشـفت للتو علاجاً لنزلات البرد، والشـركة P لا تسـتطيع تزويد المسـتثمرين بأي تفصـيل حول المنتج الجديد لأنها ترغب في الحفاظ على سـرية المنتج عن المنافسين، وهذا سيدفع المستثمرين الى التقليل من قيمة الاكتشاف.

نفترض أن شـركة P سـوف تصـدر أسـهماً لتأمين التمويل اللازم لإنتاج هذا العلاج الجديد، عندها سـتبدأ الأرباح من المنتج الجديد في التدفق، وسـيرتفع سـعر السـهم بشـكل حاد وسـيحقق مشـترو السـهم الجديد ربحاً كبيراً، وسـيكون ربح المسـاهمين الحاليين (بما في ذلك المديرين الذين سـيكون من غير القانوني لهم أن يشـتروا المزيد من الأسهم على أساس معرفتهم الداخلية بمزايا المنتج الجديد) جيداً أيضاً، ولكن ليس بنفس المستوى الذي كانوا سيحققونه لو أن الشـركة لم تقم ببيع الأسـهم قبل ارتفاع السـعر، لأنهم لن يضـطروا حينها إلى تقاسـم أرباح المنتج الجديد مع المساهمين الجدد، ولذلك ينبغي لنا أن نتوقع من الشركة ذات المستقبل المشرق أن تتجنب إصـدار الأسـهم وأن تقوم

بدلاً من ذلك بتأمين رأس المال المطلوب بوسائل أخرى، كاستخدام الديون حتى لو أدى ذلك إلى تجاوز الهيكل الأمثل لرأس المال الذي تستهدفه تلك الشركة.

أما الشـركة N لنفترض أن مديريها لديهم معلومات تفيد بأن الطلبيات الجديدة قد توقفت بشـكل حاد لأن أحد المنافسـين قام بتطوير تكنولوجيا جديدة أدت إلى تحسـين جودة منتجاته، لذلك يجب على الشـركة N تطوير منتجاتها الخاصـة بتكاليف عالية، فقط للحفاظ على مبيعاتها الحالية، ونتيجة لهذا فإن عائدها على الاسـتثمار سـوف ينخفض (ولكن ليس بقدر ما لو لم تتخذ أي إجراء، وهو ما قد يؤدي إلى خسـارة بنسـبة 100% من خلال الإفلاس)، ولتأمين التمويل المطلوب لتطوير منتجها ينبغي على الشركة N البحث عن أسلوب التمويل المناسب، فالوضـع هنا هو عكس الوضـــع الذي تواجهه الشـــركة P، التي لم ترغب في بيع الأســـهم لتجنب الاضـــطرار إلى تقاســـم أرباح التطورات المسـتقبلية، فالشـركة ذات التوقعات السـلبية قد ترغب في بيع أسـهمها، وهو ما يعني جلب مسـتثمرين جدد لتقاسـم الخسـائر (بالطبع يتعين على الشـركة N تقديم إفصـاحات معينة عندما تعرض أسـهماً جديدة على الجمهور، لكنها قد تكون قادرة على تلبية المتطلبات القانونية دون الكشـف بشـكل كامل عن مخاوف الإدارة). الاسـتنتاج من كل هذا هو أن الشركات التي تتمتع بآفاق مشرقة للغاية تفضل عدم التمويل من خلال إصدار أسهم جديدة، في حين أن الشركات ذات التوقعات الضـعيفة تفضل التمويل من خلال إصدار أسهم جديدة، وعلى المستثمر الأخذ بهذه الاستنتاجات، بأن يقول: إذا رأيت أن إحدى الشركات تخطط لإصدار أسهم جديدة، فيجب أن يقلقني هذا لأنني أعلم أن الإدارة لن ترغب في إصـدار أسـهم إذا كانت الآفاق المستقبلية تبدو جيدة، ومع ذلك قد ترغب الإدارة في إصـدار أسـهم إذا بدت الأمور سيئة، ولهذا يجب أن أخفض تقديري لقيمة الشركة، بشرط أن يكون كل شيء آخر ثابتاً.

علما أن مديري الشـركة N لا يسـتطيعون تقديم إشـارة خاطئة للمسـتثمرين عن طريق محاكاة الشـركة P بإصـدار الديون، حيث مع آفاقها المسـتقبلية السـيئة، فإن إصـدار الديون يمكن أن يجبر الشـركة N على الإفلاس، ونظراً للضرر الناتج عن ذلك والذي يلحق بالثروة الشخصية والسمعة لمديري الشركة N فإنهم لا يستطيعون محاكات

الشركة P، ويشير كل هذا إلى أنه عندما تعلن شركة ما عن طرح أسهم جديدة، فإن سعر أسهمها سوف ينخفض في أغلب الأحيان، وقد أظهرت الدراسات التجريبية أن هذا صحيح بالفعل، وحتى لو كان مستقبل الشركة مشرقاً يجب على الشـــركة في الأوقات العادية الحفاظ على قدرة احتياطية للاقتراض يمكن اســـتخدامها في حالة ظهور فرصـــة استثمارية جيدة بشكل خاص(Brigham & Ehrhardt, 2020, pp. 614–616).

واجهت نظرية الإشارة العديد من الانتقادات منها:

1. واحدة من هذه الانتقادات هي أن النظرية تفترض وجود معلومات كاملة وســـلوك عقلاني، وهو ما قد لا ينطبق في الحالات الحقيقية (Ichwanudin et al., 2022,p.2256).
2. كما أن النظرية تغفل عن الآثار السلبية المحتملة للإشارة، مثل إمكانية معاقبة الشركات على إرسال إشارات غير صحيحة لا تتناسب مع قيمة الشركة الحقيقية(Cho & Kwon, 2022,p.101) .
3. بالإضافة إلى أن النظرية لا تأخذ بالاعتبار الدور الذي تلعبه عوامل أخرى مثل ظروف السوق وخصائص الصناعة في تأثيرها على قرارات التمويل(Iqbal, 2012,p.552) .

بشكل عام، تسلط هذه الانتقادات الضوء على الحاجة إلى فهم أكثر دقة للقيود وقابلية تطبيق نظرية الإشارة في تفسير قرارات هيكل رأس المال.

2-1-1-4- نظرية ترتيب الخيارات (The Pecking Order Theory)

تفترض نظرية ترتيب الخيارات أن وجود تكاليف للتمويل ومعلومات غير متماثلة يؤدي إلى ترتيب الشـركة لمصـــادر التمويل في تسلسل يقلل من هذه التكاليف، حيث تقوم الشركة أولاً بتأمين رأس المال المطلوب للاستثمارات داخلياً عن طريق إعادة اسـتثمار صـــافي دخلها وبيع أوراقها المالية قصـيرة الأجل، وعندما تنفذ المصـــادر الداخلية للتمويل تبدأ

الشركة بإصدار الدين والأسهم الممتازة، ولن تقوم الشركة بإصدار أسهم عادية إلا كحل أخير (Majiuf & Myers, 1984, p.54) .

تؤكد النظرية أن الإدارة تمتلك معلومات أفضل عن قيمة أصول الشركة وفرصها الاستثمارية من المستثمرين الخارجيين، وإذا احتاجت الشركة إلى إصدار أسهم عادية لتمويل استثمار ذي قيمة صافية حالية موجبة، فقد تمتنع عن الاستثمار لتجنب بيع أسهمها بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يخلق خسارة في قيمة الشركة السوقية، لكنه في مصلحة المساهمين الحاليين.

فوجود فائض مالي لدى الشركة يتيح لها تجنب إصدار الأسهم واستثمار جميع الفرص ذات القيمة الموجبة، لذلك تفضـــل الشـــركات بناء فائض مالي عبر توزيعات أرباح منخفضـــة والاعتماد على هذا الفائض في التمويل الداخلي، كما أن الشركة تفضل إصدار الديون على الأسهم إذا احتاجت لتمويل خارجي، لأن إصدار الأسهم يرسل إشارة سلبية للسوق، وبذلك تفسر النظرية سبب انخفاض سعر السهم عند الإعلان عن طرح أسهم جديدة (Brigham & Ehrhardt, 2020, p. 617).

ووفقاً لهذه النظرية فإن هيكل رأس المال ينشـأ كنتيجة ثانوية لقرارات الاسـتثمار وليس كنتيجة لتحقيق هيكل مثالي لرأس المال، أي أن هيكل رأس مال الشركة لا يتشكل بشكل مباشر من خلال محاولة الشركة تحقيق هيكل رأسمال مثالي، بل ينشأ في المقام الأول كنتيجة ثانوية أو غير مباشرة لقرارات الاستثمار التي تتخذها الشركة، فالشركة عندما تقرر الاستثمار في مشاريع جديدة تحتاج للتمويل، ونظراً لمشكلة المعلومات غير المتماثلة تلجأ الشركة إلى أقل الخيارات تكلفةً أولاً وهو التمويل الداخلي ثم الخيارات الأكثر تكلفةً تباعاً، وبالتالي فإن التمويل المسـتخدم في مشـاريع الاستثمار هو الذي يحدد بشكل غير مباشر هيكل رأس المال الناتج، أي أن هيكل رأس المال ليس نتيجة قرار مستقل ومباشـــر بتحقيق هيكل معين، وإنما هو نتيجة ثانوية لقرارات الاســـتثمار والتمويل المرتبطة بها (Brigham & Houston, 2019, p. 501).

ترتبط نظرية ترتيب الخيارات ارتباطاً وثيقاً بنظرية الإشارة، حيث تشتركان في افتراض عدم تماثل المعلومات. لكنها تختلفان في التركيز، فالأولى تركز على تسلسل مصادر التمويل بينما الثانية تركز على الإشارات المرسلة للسوق.

أهم الانتقادات التي وُجهت لنظرية ترتيب الخيارات هي:

1. النظرية تفترض أن المديرين يتصـرفون دائماً بعقلانية لتعظيم ثروة المسـاهمين، لكن في الواقع قد تؤثر العوامل السلوكية والمعرفية على قراراتهم.
2. لا تفسـر النظرية لماذا تلجأ بعض الشـركات للتمويل الخارجي رغم وجود فائض مالي لديها. (Agyei et al., 2020, p.10)
3. تتجاهل تأثير العوامل الخارجية مثل ظروف الاقتصاد الكلي والصناعة على قرارات التمويل (Sarkar, 2000,p.24).
4. لا تأخذ بعين الاعتبار المرونة التمويلية والتنوع في هيكل رأس المال.
5. تجاهلت تضارب المصالح داخل الشركات والذي قد يؤثر على قرارات التمويل أيضاً.
6. لم تتمكن الأدلة التجريبية من دعم ترتيب التمويل المفترض من النظرية بشـكل قاطع. (Butt, 2019, p.2246)

2-1-1-5- نظرية الوكالة (Agency Theory):

تنشأ علاقة الوكالة عندما يكلف شخص ما، يُسمى الموكِل، شخصاً آخر، يُسمى الوكيل، لتأدية خدمة ما نيابة عنه، ويفوّض الموكِل صلاحية اتخاذ القرار للوكيل.

تنشأ علاقات الوكالة في الشركات بين (Jensen & Meckling, 1976,p.354):

1. المســاهمين والدائنين: حيث يوكل المســاهمون والدائنون الإدارة لاتخاذ القرارات التشــغيلية والاســتثمارية نيابة عنهم، مما قد يؤدي إلى تضــارب في المصــالح إذا لم تعمل الإدارة على تعظيم عائد المســاهمين وسداد ديون الدائنين.
2. المالكين/المديرين الداخليين (الذين يملكون حصة مسيطرة في الشركة) والمساهمين الخارجيين (الذين لا يملكون أي ســيطرة): قد يســتغل المالكون/المديرون الداخليون في الشــركة مناصــبهم لتحقيق مكاســب شخصية على حساب المساهمين الخارجيين الذين لا سيطرة لهم.
3. المســاهمون الخارجيون والمديرون التنفيذيون: تنشــأ الوكالة هنا نتيجة تفويض الســلطة للإدارة التنفيذية لاتخاذ قرارات تشغيلية واستثمارية نيابةً عن المساهمين، مما يؤدي أحياناً إلى تضارب المصالح.

2-1-1-5-1- النزاع بين المساهمين والدائنين

يسـعى المسـاهمون لزيادة أرباح الشـركة وسـعر السـهم ويتمتعون بالسـيطرة (من خلال المديرين) على القرارات التي تؤثر على مخاطر الشركة فربما يتم الاقتراض لتمويل مشاريع ذات مخاطر مرتفعة بهدف الحصـول على أرباح عالية حتى ولو أدى ذلك الى ارتفاع مستوى المخاطر التي يتعرض لها الدائنون الذين يسعون لإسترداد الديون التي منحوها للشركة إضافة إلى الفوائد المستحقة في الوقت المناسب(Amiram et al., 2018, p. 750) .

كما أن معدل فائدة الدين الذي يطلبه الدائنون يعتمد على المخاطر المتوقعة في وقت تقديم الائتمان، وكلما زادت هذه المخاطر زاد معدل الفائدة، وأهم هذه المخاطر:

(1) مخاطر الأصول الحالية للشركة.

(2) التوقعات المتعلقة بمخاطر إضافات أصول في المستقبل.

(3) هيكل رأس المال الحالي.

(4) التوقعات المتعلقة بالتغيرات المستقبلية في هيكل رأس المال(Jensen & Meckling, 1976, p. 346) .

هذه هي المحددات الأساسية لمخاطر التدفقات النقدية للشركة وبالتالي سلامة ديونها.

لنفترض أن الشركة تقترض أموالاً بناءً على مخاطر مُحددة تتعلق بأصولها منخفضة المخاطر نسبياً ، ثم تبيع هذه الأصول وتستثمر العائد من ذلك في أصول مشروع جديد ينطوي على مخاطر عالية، قد يكون المشروع الجديد مربحاً للغاية، لكن مستوى مخاطره مرتفع، فإذا نجح المشروع المحفوف بالمخاطر، فإن معظم الأرباح تذهب إلى المساهمين، أما إذا فشل المشروع، فإن الدائنين يتعرضون لمخاطر خسارة أموالهم، كما أن زيادة المخاطر نتيجة استبدال الأصول سوف يؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الدين من قبل الدائنين، الأمر الذي سيؤدي بدوره إلى انخفاض قيمة الدين القائم، وهذا ما يسمى استبدال الأصول أو الطعم والتبديل. تعتبر هذه العملية شكلاً من أشكال السلوك غير الأخلاقي للشركات، لأن الشركة حصلت على أموال بناءً على مجموعة من المخاطر، ثم غيّرت تلك المخاطر بشكل أحادي الجانب بعد الحصول على الأموال، لذلك من المهم للمقرضين أن يضعوا ضوابط لمنع مثل هذا السلوك(Siriwardena, 2019, p. 942) .

يمكن أن يحدث موقف مماثل إذا اقترضت الشركة ثم قامت بإصدار دين إضافي، واستخدمت العائدات لإعادة شراء بعض أسهمها القائمة، وبالتالي زيادة نفوذها المالي، وإذا سارت الأمور على ما يرام، فإن المساهمين سوف يستفيدون من زيادة الرافعة المالية في حالة كانت الأرباح أكبر من تكلفة الدين الإضافي، كما تزداد نسبة الدين إلى الأصول (في حالة عدم زيادة الأصول) أي تزداد حصة كل وحدة من الأصول لأنه سيكون هناك قدر أكبر من الديون المكفولة بنفس الكمية من الأصـــول، وبالتالي تزداد مخاطر عدم القدرة على الســـداد. إذاً في كل من حالتي استبدال الأصول وزيادة الرافعة المالية، يتمتع حاملو الأسهم بإمكانية تحقيق مكاسب، ولكن هذه المكاسب تتحقق على حساب تعرض الدائنين لمخاطر مرتفعة (Jensen & Meckling, 1976,p.332).

هناك طريقتان يتعامل بهما الدائنون مع احتمال قيام الشركة باستبدال الأصول أو زيادة الرافعة المالية:

1. قد يتقاضـــى الدائنون فائدة أعلى لحماية أنفســهم في حالة انخراط الشـركة في أنشـطة تزيد من المخاطر، ويزداد المتوسـط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) بزيادة مسـتوى هذه المخاطر والذي يؤدي بدوره إلى تخفيض قيمة الشــركة (علماً أن قيمة الشــركة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المخصــومة عند المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال).

وبسبب ارتفاع WACC بشكل غير مبرر، سترفض إدارة الشركة بعض المشاريع التي تحقق عائداً إيجابياً لها، ولكنه أقل من الـــــ WACC المرتفع، وهنا ينشـأ تضـارب بالمصـالح بين الإدارة والمسـاهمين الذين يتم حرمانهم من عائدات المشاريع المرفوضة، وهذا التضارب بالمصالح له تكلفة، وهي تكلفة الوكالة(Kultys, 2016, p. 616) .

2. الطريقة الثانية التي يتعامل بها المقرضـــون مع مشـــاكل الوكالة المحتملة هي تنظيم عقود للدين تحدد الإجراءات التي يمكن للمقترض اتخـاذها والتي لا يمكنـه اتخـاذها، حيث تحظر معظم عقود الدين على المقترض:

(1) زيادة نسب الدين فوق مستويات محددة.

(2) إعادة شــراء الأســهم أو دفع أرباح الأســهم ما لم تكن الأرباح والأرباح المحتجزة أعلى من مبالغ محددة.

(3) خفض نسب السيولة إلى ما دون مستويات محددة(Amiram et al., 2018, p. 765) .

يمكن أن تسبب عقود الدين تكاليف الوكالة إذا كانت تمنع الشركة من أنشطة ذات قيمة مضـافة، على سبيل المثال قد لا تتمكن الشـركة من قبول فرصــة اسـتثمارية غير متوقعة ولكنها جيدة إذا كانت تتطلب دين إضــافي فوق

المسـتوى المحدد في عقد الدين، بالإضـافة إلى ذلك فإن التكاليف المتكبدة لتنظيم العقود ومراقبة الشـركة للتحقق من امتثالها هي أيضاً تكاليف وكالة(Brigham & Ehrhardt, 2020, p. 539) .

2-1-1-5-2- النزاع بين المالكين/المديرين الداخليين والمساهمين الخارجيين

إذا كان مالك الشـركة يدير الشـركة أيضـاً، فمن المفترض أن يديرها المالك/المدير لتحقيق أقصـى قدر من الرفاهية الخاصـة به، وذلك بزيادة ثروته من خلال زيادة قيمة الشـركة، إضـافةً لمزيد من الامتيازات مثل المكاتب الفاخرة، والمسـاعدين التنفيذيين، وسـيارات الليموزين، والطائرات الخاصـة، وإذا قام المالك/المدير فيما بعد ببيع بعض الأسـهم إلى العامة، فسـينشـأ تضـارب محتمل في المصـالح لأن الامتيازات لا تزال تعود إلى المالك/المدير، ولكن تكلفة الامتيازات يتحمل جزءاً منها المساهمون، وهذا يدفع المالك/المدير إلى زيادة استهلاك الامتيازات لأنها أقل تكلفة نسبياً الآن بعد أن شـارك المسـاهمون في تكاليفها، وتتسـبب مشـكلة الوكالة هذه في قيام المسـاهمين بدفع مبالغ أقل مقابل الحصول على أسهم في الشركة ويطلبون معدل عائد أعلى(Brigham & Ehrhardt, 2020, p. 540).

2-1-1-5-3- النزاعات بين المديرين والمساهمين

يرغب المساهمون في تعظيم قيمة الشركة وأسعار الأسهم وهذا يتطلب تعيين مديرين ذوي كفاءة مهنية وفنية ومستعدين لبذل الجهد الإضافي اللازم واتخاذ كافة الإجراءات القانونية والأخلاقية لتحقيق هذا الهدف.

لكن المديرين هم أشخاص لديهم أهداف شخصية ومؤسسية، فمن المنطقي توقع أن يتصرف المديرون من أجل مصالحهم الذاتية، وإذا لم تتماشى هذه المصالح مع مصالح المساهمين، فلن يتم تعظيم قيمة الشركة (Jensen & Meckling, 1976,p.342).

ويوجد ست طرائق رئيسية يمكن من خلالها لسلوك المدير أن يضر بقيمة الشركة (Brigham & Ehrhardt, 2020, p. 541).

1. عدم بذل الوقت والجهد الكافيين في التركيز على مهام الشركة، وقضاء الوقت في أنشطة غير منتجة.
2. استخدام موارد الشركة في أنشطة تعود بالنفع الشخصي على المديرين.
3. تجنب اتخاذ قرارات تعظّم قيمة الشركة إذا كانت ستضرّ بأصدقاء المديرين.
4. تفادي المخاطر العالية أو الإفراط في تحمّل المخاطر من أجل الترقية الوظيفية.
5. عدم إعادة توزيع التدفق النقدي الحر الإيجابي على المســاهمين، واســتخدامه في صــفقات اســتحواذ غير مجدية.
6. عدم الإفصاح عن المعلومات الهامة للمستثمرين.

إذا شعر المديرون بأن فرصة إقالتهم ضئيلة، ستواجه الشركة خطر سوء الإدارة، لأن المديرين سيركزون على مصالحهم بدلاً من مصالح المساهمين.

تعتبر نظرية الوكالة إحدى النظريات الأساسية في تفسير العلاقات المالية والإدارية داخل الشركات، إلا أنها واجهت العديد من الانتقادات على مر السنين، يمكن تلخيصها كالتالي:

1. فشلت في تقديم تفسيرات دقيقة للصراعات الفعلية بين إدارة الشركات والمساهمين، كما تجاهلت التنوع وعدم التجانس في مصالح المساهمين أنفسهم(Kultys, 2016,p.621) .

2. افتراض النظرية عقلانية وأنانية الإدارات تمّ تحديه من قبل أبحاث حديثة أظهرت تعقيدات أكبر في الدوافع والسلوك البشري(Siriwardena, 2019,p.949) .

3. ركزت النظرية بشكل أساسي على الجانب المادي والمالي في العلاقات، مهملةً الجوانب الاجتماعية والنفسية والثقافية.

4. افتقرت إلى الدقة في التنبؤات المتعلقة بتأثير بعض الآليات مثل الحوافز والرقابة على تصـــرفات الإدارة. (Amiram et al., 2018,p.778)

لذا، ينبغي عدم الاعتماد المطلق على نظرية الوكالة وأخذ الانتقادات الموجهة لها بعين الاعتبار.

خاتمة:

مما سبق تبين أن هناك العديد من النظريات التي تفسر العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة، وهي:

أولاً: نظرية موديلياني وميلر والتي تشير الى أن قيمة الشركة لا تتأثر بالرافعة المالية في ظل افتراضات معينة مثل عدم وجود ضرائب. لكن مع وجود الضرائب تزداد قيمة الشركة المدينة بمقدار الوفر الضريبي للفوائد.

ثانياً: نظرية المقايضـــة ترى أن هناك مســـتوى أمثل من الديون يعظم قيمة الشـــركة، حيث تتســـاوى فيه مزايا الوفر الضريبي مع تكاليف الإفلاس المتزايدة.

ثالثاً: نظرية الإشارة تفسر ارتفاع أسعار الأسهم عند إصدار ديون جديدة كإشارة إيجابية لتحسن الأوضاع المستقبلية للشركة وزيادة قيمتها.

رابعاً: نظرية ترتيب الأولويات ترى أن الرافعة المالية تتشـــكل كنتيجة ثانوية لقرارات الاســـتثمار وليس لتحقيق هيكل رأسمالي مستهدف.

خامساً: نظرية الوكالة تبين الصراعات المحتملة بين أصحاب المصالح المختلفة في الشركة والتي تنشأ بسبب استخدام الديون وتؤثر على قيمة الشركة.

وعموماً فإن العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشـــركة معقدة وتخضـــع للعديد من الاعتبارات التي ســـوف نتطرق لها خلال هذا البحث.

ثانياً: جدلية العلاقة المباشرة بين الرافعة المالية والأداء المالي

مقدمة:

تعد الرافعة المالية من المفاهيم المالية الهامة التي تؤثر بشكل كبير على أداء الشركات وقراراتها الاستثمارية والتمويلية. فهي تمثل مدى اعتماد الشـــركة على الديون في هيكل رأس مالها، وكلما زاد هذا الاعتماد ارتفع مستوى المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها الشركة، كما أن استخدام الرافعة المالية بحكمة يزيد من ربحية الشركة وقيمتها السوقية.

تكتسب دراسة الرافعة المالية أهمية خاصة في ظل البيئة التنافسية الحالية والتحديات الاقتصادية المتزايدة التي تواجهها الشركات. فالاختيار الأمثل لمستوى الرافعة المالية يمكن أن يساعد الشركات على تعظيم قيمتها وتحقيق أهدافها الاستراتيجية، بينما قد يؤدي الاختيار غير الملائم إلى مخاطر مالية وتشغيلية كبيرة (Dey et al., 2018, p. 124).

2-1-2- 1-مفهوم الرافعة المالية

يشير مفهوم الرافعة المالية إلى استخدام الشركة للدين كجزء من هيكل رأس مالها إضافةً إلى حقوق الملكية. وإن زيادة الرافعة المالية تعني زيادة في اعتماد الشـــركة على الديون لتمويل عملياتها. الأمر الذي يؤدي إلى تأثيرين: أولاً، تخفيض ضـرائب الشـركة بسـبب الزيادة في مدفوعات الفائدة القابلة للخصـم، وبالتالي تدفق المزيد من الدخل التشغيلي إلى المستثمرين، ثانياً، تجبر متطلبات خدمة الديون المتزايدة المديرين على خفض التكاليف للتأكد من أن الشـركة لديها تدفق نقدي كافٍ للوفاء بالتزاماتها، فالشـركة ذات الاسـتدانة العالية لا يمكنها ببساطة تحمل أي تكاليف إضافية(Brigham & Ehrhardt, 2020, p. 796).

وعلى الرغم من أن الرافعة المالية هي أحد المحركات الرئيســـية التي تؤثر على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE). إلا أنها ليسـت بالضـرورة شـيئاً تسـعى الإدارة إلى تعظيمه، حتى لو أدى ذلك إلى زيادة العائد على حقوق الملكية. فالتحدي الذي تواجهه الرافعة المالية هو إيجاد توازن بين فوائد وتكاليف التمويل بالدين.

كما إن طبيعة عمل الشـركة وأصـولها تؤثر على مسـتوى الرافعة المالية التي يمكنها اسـتخدامها. فالشـركات ذات التدفقات النقدية التشـغيلية المسـتقرة والقابلة للتنبؤ، يمكنها اسـتخدام مزيد من الرافعة المالية مقارنة بالشركات التي تواجه درجة عالية من عدم الاستقرار في السوق. كما أن الشركات التي لديها أصول سائلة وقابلة للبيع بسهولة، مثل البنوك، لديها قدرة أكبر على استخدام المزيد من الرافعة المالية (Higgins et al., 2022, p. 48).

والرافعة المالية أيضـــاً هي اســـتخدام الديون ذات التكلفة الثابتة (الفائدة) بدلاً من حقوق الملكية في تمويل استثمارات الشركة. ويؤدي هذا الاستبدال إلى زيادة المصروفات الثابتة (مصروفات الفائدة)، مما يزيد من تقلب العوائد على حقوق الملكية – وعلى هذا فإن الاستدانة المالية تشكل سيفاً ذا حدين، فهي تعمل على زيادة العائدات المتوقعة للمالكين، ولكنها تزيد أيضـاً من المخاطر التي يتعرضـون لها (Higgins et al., 2022, p. 195).

كما أن الرافعة المالية تقيس التغير في صـافي الأرباح (بعد الفوائد والضـرائب) الذي يحدث نتيجة التغير في الأرباح التشـغيلية. وهذا يعني أن الرافعة المالية تأخذ بالحسـبان الفوائد التي تدفعها المنشـأة على مصـادر تمويلية ثابتة التكلفة كالســـندات والقروض، بمعنى أن الرافع المالية أو ما يســـمى بالمتاجرة بحقوق الملكية يستند لفكرة تحسين صافي الأرباح بالاعتماد على الاقتراض بتكلفة ثابتة (علي, 2020، ص.323).

2-1-2-2- مقاييس الرافعة المالية

الطريقة الأكثر شـيوعاً لقياس الرافعة المالية هي باسـتخدام نسـب الميزانية العمومية المحسـوبة سـواء بالقيم الدفترية أو القيم السوقية والمتمثلة بما يلي(Brigham & Ehrhardt, 2020, pp. 113-115):

1. نسبة الدين إلى الأصول (Debt-to-Assets Ratio):

تقيس هذه النسـبة مدى اعتماد الشـركة على الديون لتمويل أصـولها. وتحسـب بقسـمة إجمالي الالتزامات (الديون قصـيرة وطويلة الأجل) على إجمالي الأصـول. كلما ارتفعت هذه النسـبة، دل ذلك على أن الشـركة تعتمد بشكل أكبر على الديون في تمويل عملياتها.

ويُنظر إلى نسبة الدين إلى الأصـول كمؤشـر على المخاطر المالية للشـركة. فكلما ارتفعت هذه النسـبة، زادت المخاطر المالية لأن الشركة ستحتاج إلى تدفقات نقدية أكبر لسداد التزاماتها تجاه الدائنين. ومن ناحية أخرى، تشير النسبة المنخفضـة إلى مخاطر مالية أقل ولكن قد تعني أيضـاً فرصـاً ضـائعة لاسـتخدام الديون بشكل أكثر كفاءة.

2. نسبة الدين إلى حقوق الملكية (Debt-to-Equity Ratio):

تقيس هذه النسـبة التوازن بين تمويل الشـركة عن طريق الديون وتمويلها عن طريق حقوق الملكية. وتحسـب بقسـمة إجمالي الالتزامات على إجمالي حقوق الملكية للمسـاهمين. كلما ارتفعت هذه النسـبة، دل ذلك على اعتماد أكبر على الديون مقارنةً بحقوق الملكية في تمويل الشركة.

وتُستخدم نسبة الدين إلى حقوق الملكية لتقييم الرافعة المالية للشركة ومدى تحملها للمخاطر المالية. فالنسبة العالية تشير إلى مخاطر مالية أعلى ولكن أيضاً إلى إمكانية تحقيق عوائد أعلى على حقوق الملكية. أما النسبة المنخفضة فتعني مخاطر مالية أقل ولكن تدل أيضاً على فرص نمو محدودة.

تحتفظ العديد من الشركات بأرصدة نقدية وأوراق مالية قابلة للتسويق بنسبة كبيرة. ولأن هذه الأصول السـائلة تعتبر بمثابة ديون سـلبية، فإن المحللين بدأوا باسـتخدام الدين الصـافي بدلاً من إجمالي الديون عند حساب نسب الرافعة المالية.

يُعرَّف الدين الصـافي بأنه إجمالي الالتزامات (الديون) ناقصـاً النقد والأوراق المالية القابلة للتسـويق. وفكرة استخدام الدين الصـافي هي أنه إذا كان لدى الشـركة فائض نقدي كبير يمكن استخدامه لسداد الديون المسـتحقة، وبالتالي فإن المديونية الحقيقية للشـركة أقل مما توحي به نسـب الرافعة المالية المحسـوبة على أساس إجمالي الديون.

وإن اسـتخدام الدين الصـافي في تحليل الرافعة المالية يعتبر أمر منطقي وخاصـةً للشـركات التي تمتلك فوائض نقدية كبيرة. فالنقد والاسـتثمارات السـائلة يمكن اعتبارها ديوناً سـالبة لأنها تقلل من الحاجة إلى الاقتراض الخارجي. ولذلك، فإن اسـتخدام الدين الصـافي بدلاً من إجمالي الديون قد يعطي تقييماً أكثر دقة للمخاطر المالية الحقيقية التي تواجهها الشركة(Van Horne & Wachowicz, 2008, p. 140).

من المهم ملاحظة أنه لا توجد نسـبة صـحيحة واحدة تناسـب جميع الشـركات. فالنسـب المقبولة تختلف باختلاف الصناعة وطبيعة الأعمال والأهداف المالية للشركة.

قد لا تكون نســـب الميزانية العمومية كافية لتقييم القدرة الحقيقية للشـــركة على تحمل أعباء الديون لذلك فالطريقة المثلى لقياس الرافعة المالية هي من خلال نســـب التغطية، والتي تقارن بين صـــافي الأرباح التشغيلية للشركة والالتزامات المالية السنوية (مثل مدفوعات الفائدة والأقساط) الناتجة عن ديونها.

حيث أن العامل الحاسـم في تحديد مدى قدرة الشـركة على الوفاء بالتزاماتها المالية هو قدرتها على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتغطية المدفوعات النقدية السنوية المطلوبة لخدمة الديون (الفائدة والأقساط).

لذلك فإن نســب الميزانية العمومية لها أهمية أســاســية فقط في حالات التصــفية، عندما يتم توزيع عائدات بيع الأصـــول بين الدائنين والملاك. أما في الحالات الأخرى، فمن الأفضـــل المقارنة بين الأعباء السنوية للديون والتدفق النقدي المتاح لخدمة الديون.

وهنا تأتي أهمية نسـب التغطية والتي يتم حسـابها عن طريق قسـمة الأرباح قبل الفوائد والضـرائب على الفوائد ومدفوعات الديون المسـتحقة للفترة نفسـها. وتعكس هذه النسـب قدرة الشـركة على توليد تدفقات نقدية كافية لتغطية التزاماتها المالية، والنسـب الأكثر شـيوعاً هي (Van Horne & Wachowicz, 2008, p. 141):

- نسـبة تغطية الفائدة (Times Interest Earned) (TIE) وهي نسـبة توضـح القدرة على سـداد جميع الفوائد على الديون. يتم حساب TIE عن طريق قسمة EBIT (الأرباح قبل الفوائد والضرائب) على إجمالي نفقات الفائدة.
- نســبة تغطية الديون (Times Burden Covered) ويتم حســابها بقســمة الأرباح قبل الفوائد والضـريبة على (مصـروفات الفائدة + المبلغ المسـدد من أصـل الدين/ (1−معدل الضـريبة)). هي مقياس أكثر صـرامة من نسبة تغطية الفائدة، حيث تأخذ في الحسبان سداد المبالغ الأصلية للديون

بالإضـافة إلى دفعات الفائدة. حيث يتم تحويل دفعات أصـل الدين إلى قيمتها قبل خصـم الضـرائب، بحيث تصبح قابلة للمقارنة مع الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب (EBIT) التي تُحسب أيضاً قبل الضريبة.

لذلك، فإن نســب التغطية تقدم مؤشــراً أكثر موثوقية عن المخاطر المالية التي تواجهها الشــركة مقارنة بنسب الميزانية العمومية التقليدية.

يكمن الفرق الأســاســي بين نســبتي تغطية الفائدة ونســبة تغطية الديون في الافتراضــات المتعلقة بقدرة الشركة على تجديد ديونها عند استحقاقها. تفترض نسبة تغطية الفائدة أن الشركة ستتمكن من تجديد كامل ديونها دون عناء، في حين تفترض نسـبة تغطية الديون أن الشـركة سـتضـطر لسـداد جميع ديونها القائمة بالكامل(Ongkodjojo & Juniarti, 2023, p. 65).

ومع ذلك، فإن الواقع غالباً ما يقع بين هذين الافتراضين المتطرفين. فعلى سبيل المثال، قد تواجه شركة إنتاج السيارات صـعوبات في تجديد بعض قروضـها قصـيرة الأجل المسـتخدمة في تمويل رأس المال العامل خلال فترات الركود الاقتصـادي، في حين قد تتمكن من تجديد قروضـها طويلة الأجل المسـتخدمة في تمويل مصانعها ومعداتها بسهولة أكبر. في مثل هذه الحالات، تصبح نسبة تغطية الديون ذات أهمية حاسمة لتقييم قدرة الشركة على تحمل أعباء ديونها بشكل كامل، بما في ذلك سداد أصول الديون والفائدة. (Dess et al., 2010, p. 430)

يمثل انهيار ســـوق الرهن العقاري في عام 2007 مثالاً آخر على هذا الوضـــع، حيث واجهت العديد من شـركات الاسـتثمار العقاري صـعوبات كبيرة في تجديد ديونها قصـيرة الأجل المسـتخدمة في تمويل محافظها من الرهون العقارية، مما أدى إلى عمليات تصفية واسعة النطاق وانهيار العديد من هذه الشركات.

3- نسب الرافعة المالية بالقيمة السوقية (Market Value Leverage Ratios):

في دراسة الرافعة المالية للشركات، النسب التي تربط بين القيمة السوقية لالتزامات الشركة والقيمة السوقية لأصـولها أو حقوق ملكيتها أفضـل من نسـب القيمة الدفترية لأن القيم الدفترية هي قيم تاريخية ولا تعكس أحدث التغيرات في ظروف الشـركة وأدائها، في حين أن القيم السـوقية تعكس توقعات المسـتثمرين لتدفقات الشـركة النقدية المسـتقبلية كما تعكس معدلات التضـخم السـائدة في السـوق والمخاطر المرتبطة بالاسـتثمار بالشركة(Ongkodjojo & Juniarti, 2023, p. 69).

لحساب نسب الرافعة المالية بالقيمة السوقية:

- القيمة السوقية للديون / القيمة السوقية للأصول = القيمة السوقية للديون / (القيمة السوقية للديون+ حقوق الملكية)
- القيمة السـوقية للديون / القيمة السـوقية لحقوق الملكية = القيمة السـوقية للديون / عدد الأسـهم × سعر السهم الواحد

نسـب الرافعة المالية بالقيمة السـوقية هي مؤشـرات طويلة الأجل لقدرة الشـركة على تحمل الديون، حيث يتم مقارنة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المسـتقبل مع القيمة الحالية لأعباء الديون المسـتقبلية. لذلك، فهي مفيدة بشـكل خاص في تقييم الرافعة المالية للشـركات الناشـئة أو سـريعة النمو، حتى لو كانت نسب تغطية الديون الحالية ضعيفة، إذا كان المستثمرون يتوقعون تدفقات نقدية قوية في المستقبل (Higgins et al., 2022, p. 51).

على الرغم من أهمية نسب القيمة السوقية في تقييم الرافعة المالية للشركات، إلا أنها لا تخلو من بعض المشاكل والقيود(Al-Rdaydeh et al., 2018, p. 631):

1. تجاهل مخاطر إعادة التمويل: تركز هذه النســـب على القيمة الســـوقية الحالية للديون دون النظر إلى مواعيد اســـتحقاقها. لذلك، قد تتجاهل المخاطر المرتبطة بإعادة تمويل الديون عند اقترابها من تواريخ استحقاقها، حيث قد تواجه الشركة صعوبات في الحصول على تمويل جديد بشروط مواتية.

2. تقلبات أسعار الأسهم: حيث أن نسب القيمة السوقية تعتمد على أسعار الأسهم، فإنها قد تبدو عشوائية وخارجة عن سيطرة الإدارة بسبب تقلبات السوق. فانخفاض سعر السهم بشكل مفاجئ قد يجعل الشركة تبدو أكثر مديونية على الرغم من عدم تغير الوضع المالي الفعلي.

3. عدم استخدامها من قبل الشركات: على الرغم من الأهمية النظرية لهذه النسب، إلا أن معظم الشركات لا تستخدمها لوضع سياسات التمويل أو مراقبة مستويات الديون. وقد يرجع ذلك إلى المشاكل المذكورة أعلاه، إضافة إلى صعوبة حساب القيمة السوقية للديون بدقة في بعض الحالات.

لذلك، على الرغم من أن نسب القيمة السوقية تقدم رؤية مهمة حول كيفية تقييم المستثمرين لقدرة الشركة على تحمل الديون في المستقبل، إلا أنه يجب النظر إليها كمكمل لنسب الرافعة المالية التقليدية والمؤشرات الأخرى للوضع المالي للشركة، وليس كبديل عنها.

4- نسب السيولة (Liquidity Ratios):

تعتبر أحد محددات قدرة الشركة على تحمل الديون. تُعرّف السيولة على أنها القدرة على تحويل الأصل إلى نقد بسهولة، بينما تُعرف الالتزامات السائلة على أنها تلك التي يجب سدادها في المستقبل القريب. وإن قيام الشركة بتمويل الأصول غير السائلة كالآلات والمعدات بالتزامات قصيرة الأجل سائلة يعتبر سلوك محفوف بالمخاطر لأن هذه الالتزامات ستستحق قبل أن تولد الأصول تدفقات نقدية كافية لسدادها (Huang & Song, 2006, p. 32).

لقياس سيولة أصول الشركة مقارنةً بالتزاماتها يستخدم نسبتين شائعتين:

- نســـبة التداول (Current ratio) = الأصـــول قصـــيرة الأجل/ الالتزامات قصـــيرة الأجل. تقارن نسبة التداول بين الأصول قصيرة الأجل التي ستتحول إلى نقد خلال سنة بالالتزامات الواجب سدادها خلال نفس الفترة، فالشركة ذات النسبة المنخفضة تفتقر إلى السيولة، بمعنى أنها لا يمكنها تحويل أصـــولها المتداولة إلى نقد لتلبية الالتزامات المســـتحقة، وتعتمد بدلاً من ذلك على الدخل التشغيلي والتمويل الخارجي في سداد التزاماتها (Herciu & Ogrean, 2017, p. 65).
- ونسـبة السـيولة الدقيقة (Acid test) = الأصـول قصـيرة الأجل – المخزون/ الالتزامات قصـيرة الأجل

فهي مقياس أكثر تحفظاً للسيولة، حيث تستبعد قيمة المخزون من الأصول قصيرة الأجل لأن المخزون أقل سيولة منها كالنقد والحسابات المدينة، ولا يمكن تحقيق سوى جزء صغير من قيمته الدفترية في حالات التصفية(Fosu, 2013, p. 144).

وعند تقييم سيولة الشركة باستخدام نسب السيولة التقليدية مثل نسبة التداول ونسبة السيولة الدقيقة، هناك قيود مهمة يجب أخذها في الاعتبار:

أولاً، تفترض هذه النسـب أن جميع الالتزامات قصـيرة الأجل سـتسـتحق الدفع في نفس الوقت، وأن الشـركة ستحتاج إلى تحويل جميع أصولها قصيرة الأجل إلى نقد لتسديدها. إلا أن هذا النهج الاحترازي المفرط قد لا يكون ضـــرورياً دائماً. فبعض الالتزامات مثل الذمم الدائنة يتم تجديدها بشـــكل طبيعي خلال دورة التشـــغيل العادية للشركة ولا تمثل مخاطر تعثر كبيرة للشركات الرابحة.

ثانياً، تتجاهل هذه النسب إعادة استثمار جزء كبير من التدفقات النقدية في الاستثمارات الرأسمالية والمخزون وغيرها من الأصول قصيرة الأجل.

ثالثاً، تركز هذه النسـب على السـيولة قصـيرة الأجل فقط، ولا تأخذ في الاعتبار التدفقات النقدية التشـغيلية المستقبلية للشركة التي تمثل المصدر الرئيسي لسداد الالتزامات على المدى الطويل (Al-Tally, 2014, p. 186).

لذلك، على الرغم من أهمية هذه النسب، إلا أنها ليست كافية بمفردها لتقييم سيولة الشركة، ويجب النظر إليها جنباً إلى جنب مع عوامل أخرى مثل ربحية الشركة وخططها المستقبلية.

ويمكن اعتبار نسـبة الأصـول إلى حقوق الملكية (حقوق المسـاهمين) كمقياس للرافعة المالية إذا تم تفكيكها كما يلي:

الأصول = الالتزامات + حقوق الملكية

بقسمة كلا الجانبين على حقوق الملكية، نحصل على:

الأصول / حقوق الملكية = (الالتزامات + حقوق الملكية) / حقوق الملكية

الأصول / حقوق الملكية = الالتزامات / حقوق الملكية + 1

لذلك، فإن نسبة الأصول إلى حقوق الملكية تساوي نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية (والتي تعتبر مقياساً واضحاً للرافعة المالية) زائد 1.

بمعنى آخر، كلما ارتفعت نسـبة الالتزامات إلى حقوق الملكية، ارتفعت نسـبة الأصـول إلى حقوق الملكية أيضاً. وبالتالي، تعكس نسبة الأصول إلى حقوق الملكية مستوى الرافعة المالية للشركة، حيث تشير النسبة الأعلى إلى مستوى رافعة مالية أعلى (Higgins et al., 2022, p. 39).

2-1-2-3 درجة الرافعة المالية (DFL) والعوامل المؤثرة عليها وعلاقتها بالمخاطر المالية للشركة:

درجة الرافعة المالية (DFL) هي مقياس كمي لمدى حساسية ربحية أسهم للشركة تجاه التغيرات في الربح التشغيلي (الأرباح قبل الفوائد والضرائب) (EBIT)(Brigham & Ehrhardt, 2020, p. 1093).

وتُحسب كالتالي:

DFL = (التغير النسبي في ربحية السهم) / (التغير النسبي في الربح التشغيلي)

أو بصيغة أكثر تحديداً:

DFL = الربح التشغيلي / (الربح التشغيلي – التكاليف الثابتة للتمويل)

حيث التكاليف الثابتة للتمويل= الفوائد على الديون + أرباح الأسهم الممتازة (1– معدل الضريبة).

أما العوامل المؤثرة على درجة الرافعة المالية فهي (Van Horne & Wachowicz, 2008, p. 432):

1. حجم التكاليف الثابتة للتمويل: كلما زادت التكاليف الثابتة زادت درجة الرافعة المالية، وبالتالي زادت حساسية ربحية السهم للتغيرات في الربح التشغيلي.

2. طريقة التمويل: تختلف درجة الرافعة المالية باختلاف طريقة التمويل (ديون أو أســـهم ممتازة) بســـبب اختلاف قابلية خصم الفوائد ضريبياً عن أرباح الأسهم الممتازة.

3. معدل الضريبة: كلما زاد معدل الضريبة على الشركة، زادت المزايا الضريبية للديون، وبالتالي انخفضت درجة الرافعة المالية للديون مقارنة بالأسهم الممتازة.

وترتبط درجة الرافعة المالية العالية بمخاطر مالية أعلى للشركة، وذلك لسببين رئيسيين (Zivney, 2000, p. 79):

1. مخاطر عدم الســـداد النقدي: كلما زادت التزامات الشـــركة المالية الثابتة (فوائد الديون، عوائد الأســـهم الممتازة)، زادت احتمالية عدم قدرتها على سداد هذه الالتزامات في حالة انخفاض الأرباح التشغيلية بشكل كبير.

2. زيادة تقلبات ربحية السهم: استخدام الرافعة المالية يؤدي إلى زيادة حساسية ربحية السهم للتغيرات في الأرباح التشغيلية، مما يزيد من تقلباتها وتشتتها بشكل أكبر.

لذلك، على الشركات أن تحاول الموازنة بين الاستفادة من المزايا الضريبية للديون وتجنب الرافعة المالية المفرطة التي قد تزيد من المخاطر المالية بشكل كبير. ويعتمد الحل الأمثل على عوامل مثل استقرار الربح التشغيلي وهيكل رأس المال المستهدف للشركة.

2-1-2-4- مفهوم الأداء المالي للشركات ومقاييسه

يعد الأداء المالي للشركات أحد المؤشرات الرئيسية لنجاحها وقدرتها على تحقيق أهدافها الاستراتيجية. كما يشـــير الأداء المالي إلى قدرة الشـــركة على توليد الأرباح والتدفقات النقدية بكفاءة وفعالية، وإدارة أصـــولها والتزاماتها بشـــكل فعال(Dess et al., 2010, p. 320). كما يعد تقييم الأداء المالي للشـــركة أمراً بالغ الأهمية ينطوي على تحليل مختلف النســـب المالية المســـتمدة من قائمة الدخل وقائمة المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية.

إن العائد على حقوق الملكية (Return on Equity) (ROE) هو أكثر المقاييس اســـتخداماً على نطاق واسع لتقييم الأداء المالي للشركات، حيث يقيس مدى كفاءة الشركة في توظيف رأس مال المساهمين. ويحسب كالتالي:

ROE = صافي الدخل / حقوق الملكية

ويمكن تحليل ROE إلى ثلاثة عوامل رئيسية والتي تعتبر من المقاييس الرئيسية لأداء الشركات (Brealey et al., 2020, p. 758):

ROE = هامش الربح × معدل دوران الأصول × الرافعة المالية

حيث:

1. هامش الربح = صافي الدخل / المبيعات
2. معدل دوران الأصول = المبيعات / إجمالي الأصول
3. الرافعة المالية = إجمالي الأصول / حقوق الملكية

حيث:

- يمثل هامش الربح كفاءة الشركة في تحقيق الأرباح من المبيعات،
- بينما يقيس معدل دوران الأصول مدى فعالية استخدام الأصول لتوليد المبيعات،
- وتشير الرافعة المالية إلى مدى اعتماد الشركة على تمويل أصولها بالدين.

إن تحليل العائد على حقوق الملكية (ROE) والعوامل المؤثرة عليه يعد من الأدوات المالية المهمة لتقييم الأداء المالي للشركات. ومع ذلك، فإن تحقيق عائد مرتفع على حقوق الملكية قد يجذب منافسين جدد إلى الســوق، مما يؤدي إلى زيادة المنافســة، وبالتالي الضــغط على عوائد الشــركة نحو الانخفاض. ولهذا الســبب، يجب على الشــركات بذل جهود مســتمرة لتحســين عواملها الثلاثة للحفاظ على ميزتها التنافســية وضمان استدامة أدائها المالي الجيد على المدى **الطويل**(Brigham & Ehrhardt, 2020, p. 526).

ويُعتبر هامش الربح (The Profit Margin) مقياساً رئيسياً لأداء الشركات، حيث يقيس النسبة من كل ليرة من المبيعات التي تتحول إلى أرباح من خلال قائمة الدخل. يكتســـب هذا المقياس أهمية كبيرة للمديرين التشغيليين لأنه يعكس استراتيجية التسعير التي تتبعها الشركة وكفاءتها في السيطرة على التكاليف التشغيلية.

وتختلف هوامش ربح الشركات بشكل ملحوظ بين الصناعات المختلفة وفقاً لطبيعة المنتجات المباعة واستراتيجيات المنافسة المعتمدة. ويلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين هامش الربح ومعدل دوران الأصول، حيث تميل الشركات ذات الهوامش المرتفعة إلى معدلات دوران أصول منخفضة، والعكس صحيح.

حيث تستطيع الشركات التي تضيف قيمة كبيرة لمنتجاتها، مثل شركات التكنولوجيا الرائدة، المطالبة بهوامش ربح مرتفعة. لكن في المقابل، تتطلب عملية إضافة القيمة استثمارات كبيرة في الأصول، مما يؤدي

إلى انخفاض معدلات دوران أصــولها. أما الشــركات التي لا تضــيف الكثير من القيمة لمنتجاتها، كمتاجر البقالة وتجار التجزئة، فتعتمد على هوامش ربح منخفضة ولكن بمعدلات دوران أصول أعلى.

لذلك، لا يمكن اعتبار هامش الربح المرتفع أفضـــل بالضـــرورة من المنخفض، بل يتوقف الأمر على التأثير المجمع لهامش الربح ومعدل دوران الأصــول. ويعد هامش الربح بمثابة مقياس أداء حاسـم للشـركات بالتزامن مع معدل دوران الأصــول ضــمن اســتراتيجيتها التشــغيلية الشــاملة (González-Rodríguez et al., 2018, p. 25).

ولدراســـة التأثير المجمع لهامش الربح ومعدل دوران الأصـــول، يمكن حســـاب العائد على الأصـــول (Return on Assets) (ROA) باستخدام المعادلة التالية:

ROA = هامش الربح × معدل دوران الأصول

= صافي الدخل / الأصول

يُعد العائد على الأصول مقياساً أساسياً لكفاءة الشركة في تخصيص وإدارة مواردها، بغض النظر عن مزيج التمويل. ويختلف عن العائد على حقوق الملكية، حيث يقيس الربح كنســـبة من الأموال المقدمة من قبل الملاك والدائنين بدلاً من الأموال المقدمة من الملاك فقط.

حيث تتبع بعض الشــركات، اســتراتيجية تحقيق عائد مرتفع على الأصــول من خلال الجمع بين هامش ربح عالٍ ومعدل دوران أصول منخفض. في حين تعتمد شركات أخرى استراتيجية معاكسة.

الحالة المثالية هي تحقيق هامش ربح مرتفع ومعدل دوران أصـول مرتفع أيضـاً، لكن من المتوقع أن تجذب هذه الحالة منافسة شديدة. وعلى النقيض من ذلك، فإن الجمع بين هامش ربح منخفض ومعدل دوران أصول منخفض سيؤدي الى إفلاس الشركة.

لذلك، يُعد العائد على الأصـــول مقياســاً شـــاملاً لأداء الشـــركة حيث يجمع بين هامش الربح ومعدل دوران الأصول في قيمة واحدة تعكس الكفاءة التشغيلية الإجمالية للشركة(Ross et al., 2022, p. 67).

ومن مقاييس الأداء المالي المهمة للشـــركات، هامش الربح الإجمالي (Gross Margin) الذي يسمح بالتمييز بين التكاليف الثابتة والمتغيرة قدر الإمكان. حيث يُفترض أن معظم تكاليف البضـائع المباعة هي متغيرة تتغير بتغير المبيعات، بينما تظل معظم التكاليف التشغيلية الأخرى ثابتة.

يُحسـب هامش الربح الإجمالي كنسـبة الربح الإجمالي إلى إجمالي المبيعات. فكلما ارتفع هذا المقياس، كان ذلك مؤشراً على كفاءة الشركة في التحكم بتكاليفها المتغيرة المرتبطة بالإنتاج والمبيعات.

ويُسـتخدم هامش الربح الإجمالي أيضـاً لتقدير حجم المبيعات اللازم لتغطية التكاليف الثابتة للشـركة (نقطة التعادل)، حيث تخسر الشركة عندما تكون المبيعات أقل من هذا الحجم وتحقق ربحاً عندما تتجاوزه.

لذلك، يعتبر هامش الربح الإجمالي مقياساً مالياً هاماً للشركات لتقييم كفاءتها في إدارة تكاليفها المتغيرة ومدى تحملها للتكاليف الثابتة، إلى جانب المقاييس الأخرى كهامش الربح والعائد على الأصـول والعائد على حقوق الملكية(Iqbal, 2012, p. 558).

إضـافة إلى ذلك تُعتبر نسـبة دوران الأصـول (Asset Turnover) أحد المؤشـرات الرئيسـية فيما يتعلق بمقاييس الأداء المالي للشـركات، حيث تقيس هذه النسـبة المبيعات التي تحققها الشـركة من كل ليرة مستثمر في الأصـول. وكلما ارتفعت نسبة دوران الأصـول، كان ذلك مؤشراً على زيادة الكفاءة في استغلال الأصول لتوليد المبيعات، وبالتالي تحسين الأداء المالي.

كما تؤثر طبيعة منتجات الشـركة واسـتراتيجيتها التنافسـية بشـكل كبير على نسـبة دوران الأصـول. فعلى سبيل المثال، لن تحقق شـركة صـناعية لصـهر الحديد نفس نسـبة دوران الأصـول التي تحققها شـركة

تجارية. ومع ذلك، لا يقتصر الأمر على ذلك، حيث تلعب كفاءة الإدارة وابتكارها في السيطرة على الأصول دوراً حاسماً في تحديد نسبة دوران أصول الشركة(Cho & Kwon, 2022, p. 97).

تكتسب الادارة الفعالة للأصول المتداولة أهمية خاصة، حيث يمكن أن تتضخم استثمارات الشركة في الأصول المتداولة، مثل الذمم المدينة والمخزون، بسرعة كبيرة في حالة حدوث أي مشكلة أو انخفاض غير متوقع في المبيعات. نظراً لأنه حتى شركات التصنيع تستثمر عادةً نصف أموالها أو أكثر في الأصول المتداولة، فإن أي تغييرات طفيفة في إدارة هذه الأصـــول يمكن أن تؤثر بشـــكل ملحوظ على الأداء المالي للشركة.

تتميز الأصول قصيرة الأجل بخاصية أخرى مهمة، وهي أنها يمكن أن تصبح مصدراً للنقد خلال فترات الركود الاقتصـــادي. فعندما تنخفض المبيعات، ينبغي أن ينخفض أيضـــاً اســـتثمار الشـــركة في الذمم المدينة والمخزون، مما يحرر النقد لاســـتخدامات أخرى. هذه الحركة المرنة للأصـــول المتداولة تتماشـــى مع دورة الأعمال، وهو أمر جذاب للدائنين حيث يعلمون أنه خلال الانتعاش الاقتصادي، ستحتاج الشركات إلى القروض لتمويل أصـــولها قصـــيرة الأجل المتزايدة، بينما خلال الركود، ســـتوفر الأصـــول قصـــيرة الأجل المنخفضة النقد اللازم لسداد هذه القروض(Zhang & Zhu, 2021, p. 16).

كذلك تعتبر نسـبة دوران المخزون (Inventory Turnover) إحدى مقاييس الأداء المالي للشـركات وتُعبر عن مدى سرعة تحويل المخزون إلى مبيعات. ويتم حسابها كما يلي:

نسبة دوران المخزون = تكلفة البضاعة المباعة / رصيد المخزون في نهاية الفترة

وتوجد عدة تعريفات بديلة لنســـبة دوران المخزون، بما في ذلك المبيعات مقســـومة على رصـــيد المخزون النهائي، وتكلفة البضـاعة المباعة مقسومة على متوسط المخزون. تُعتبر تكلفة البضـاعة المباعة بديلاً أكثر ملاءمة من المبيعات كبسط للنسبة، لأن المبيعات تتضمن هامش ربح غائب عن المخزون.

وتعكس نسبة دوران المخزون المرتفعة كفاءة الشركة في إدارة رأس المال العامل والاستغلال الأمثل للمخزون. مما يؤدي إلى تحرير رأس المال العامل للاستخدامات الأخرى. إضافة الى أن نسبة دوران مخزون أعلى تعني فترة احتفاظ أقل بالمخزون، وبالتالي تكاليف تخزين ومخاطر تلف وتقادم أقل، مما يؤدي إلى تحسين هامش الربح (Brealey et al., 2020, p. 225).

وتُبرز أيضـاً فترة التحصـيل (The Collection Period) كفاءة إدارة الشـركة للذمم المدينة وتمثل متوسـط الفترة الزمنية بين البيع واستلام النقد من البيع، وهي أحد مقاييس الأداء المالي المهمة. وتحسب:

فترة التحصيل = الذمم المدينة / المبيعات الآجلة اليومية

تظهر المبيعات الآجلة هنا بدلاً من صـــافي المبيعات لأن المبيعات الآجلة فقط هي التي تولد ذمماً مدينة. ويتم تعريف المبيعات الآجلة اليومية على أنها المبيعات الآجلة للفترة المحاسبية مقسومة على عدد الأيام في الفترة المحاسبية، وهي 365 يوماً.

ولتحقيق الفائدة الأكبر من صيغة فترة التحصيل، يجب مقارنة فترة تحصيل الشركة مع شروط بيعها. أي إذا كانت الشـركة تبيع بشـروط 90 يوماً، فإن فترة تحصـيل 65 يوماً تعتبر ممتازة، ولكن إذا كانت شـروط البيع 30 يوماً، فإن تفسيرنا سيكون مختلفاً تماماً.

لذلك تعتبر فترة التحصـيل مقياسـاً مهماً لأداء الشـركة في إدارة الذمم المدينة وتأثيره على السـيولة والتدفقات النقدية (Ross et al., 2022, p. 435).

إن مؤشــر المبيعات اليومية نقداً (Days' Sales in Cash) يعتبر واحداً من المقاييس المهمة التي يجب تناولها. يقيس هذا المؤشــر فترة اســتمرار الشــركة في العمليات التشــغيلية باســتخدام النقد والأوراق المالية المتاحة لديها فقط. ويتم احتسابه كالتالي(Linton & Kask, 2017, p. 169):

المبيعات اليومية نقداً = النقد والأوراق المالية / المبيعات اليومية

أي إذا بلغ هذا المؤشــر 28 يوماً، هذا يعني أن نقد الشــركة وأوراقها المالية يكفي لتشــغيل أعمالها لمدة 28 يوماً باستخدام معدل المبيعات الحالي.

تمثل المبيعات اليومية نقداً مؤشراً مهماً على السيولة النقدية للشركة. فالقيمة المنخفضة لهذا المؤشر قد تشير إلى مخاطر سيولة عالية، حيث لا تملك الشركة نقداً كافياً لمواجهة الالتزامات القصيرة الأجل أو أي طوارئ. من ناحية أخرى، القيمة المرتفعة جداً قد تعني عدم اســتغلال الشــركة لنقدها بكفاءة في اســتثمارات منتجة. لذلك، عند تقييم هذا المؤشر، من الضروري مقارنته بالمتوسط في نفس القطاع أو الصناعة.

يجب أيضاً ربط هذا المؤشر بمدى أهمية السيولة للشركة واستراتيجيتها في إدارة النقد. فالشركات التي تعمل في بيئة أعمال مستقرة أو تلك التي لديها وصول جيد للتمويل قد تحتاج إلى سيولة أقل مقارنة بتلك العاملة في بيئة عالية المخاطر.

لذلك، يعتبر مؤشر المبيعات اليومية نقداً أداة مهمة لتقييم وضع السيولة للشركة، ولكن يجب تفسيره في سياق العوامل الأخرى المتعلقة باستراتيجية الشركة وخصائص قطاعها.

وتُعد نسبة فترة السداد للموردين (Payables Period) مقياساً رقابياً لإحدى بنود الخصوم (الالتزامات). وهي عبارة عن تطبيق مفهوم فترة التحصـــيل على الذمم الدائنة (الموردين). ويحســـب كما يلي(Al-Rdaydeh et al., 2018, p. 636):

فترة السداد للموردين = الذمم الدائنة (الموردين) / المشتريات الآجلة اليومية

التعريف الصحيح لفترة السداد للموردين يستخدم المشتريات الآجلة اليومية، لأنها هي التي تولد الذمم الدائنة. وإن معرفة قيمة هذه المشتريات قد تكون صعبة بالنسبة لطرف الخارجي، لذلك غالباً ما يتم اللجوء الى تكلفة البضاعة المباعة كبديل عن قيمة المشتريات الآجلة اليومية في حساب فترة السداد للموردين.

قد تختلف تكلفة البضـــاعة المباعة عن المشـــتريات الآجلة لســـببين: أولاً، قد تكون الشـــركة تزيد أو تستنفد المخزون – أي أنها تشتري بمعدل مختلف عن معدل البيع. ثانياً، يتم حساب تكلفة البضاعة المباعة في الشـركات الصـناعية التحويلية بإضـافة أجور العمالة المباشـرة والتكاليف الصـناعية المباشـرة إلى تكلفة المواد الخام المستخدمة في عملية الإنتاج، مما يجعل تكلفة البضاعة المباعة أكبر من المشتريات.

بســبب هذه الاختلافات، من الصــعب مقارنة فترة الســداد للموردين المســتندة إلى تكلفة البضــاعة المباعة، مع الفترة المحســوبة بالإســتناد على المشــتريات الأجلة اليومية. ولكن من المؤكد أن فترة الســداد المحســوبة بالاســتناد على تكلفة البضــاعة المباعة أطول، أي أن الموردين ينتظرون لفترة أطول لاســتلام الدفعات (Ross et al., 2022, p. 625).

إضـافة الى ما سـبق تُوصـف الشـركات أو الصـناعات التي تتطلب اسـتثمارات كبيرة في الأصـول طويلة الأجل لإنتاج ســـلعها بأنها كثيفة رأس المال. نظراً لأن غالبية تكاليفها ثابتة، وإن الأعمال كثيفة رأس المال، مثل شركات تصنيع السيارات وشركات الطيران، تكون حساسة بشكل خاص لحالة الاقتصاد، حيث تزدهر في الأوقات الجيدة عندما ترتفع المبيعات نســـبةً إلى التكاليف، وتعاني في الأوقات الســـيئة عندما يحدث العكس.

تُعرف كثافة رأس المال أيضـاً باسـم الرفع التشـغيلي، وهي تشـكل مصـدر قلق خاص للدائنين لأنها تضـــخم المخاطر الأســـاســـية التي تواجهها الشـــركة. ويُعتبر دوران الأصـــول الثابتة (Fixed-Asset Turnover) مقياساً لكثافة رأس المال، حيث يشير الدوران المنخفض إلى كثافة رأس المال العالية. وتحسب كالتالي:

دوران الأصول الثابتة = المبيعات / القيمة الدفترية لصافي الأصول الثابتة

النسبة المنخفضة لدوران الأصول الثابتة تشير إلى كثافة رأس المال العالية، وبالتالي الرفع التشغيلي المرتفع. وهذا يعني أن الشركة عرضـة بشكل كبير لتقلبات الدورات الاقتصـادية، حيث إن ارتفاع المبيعات سـينعكس بشكل إيجابي كبير على الأرباح، بينما انخفاض المبيعات سيؤثر سلباً بشكل كبير على الأرباح (Banker et al., 2014, p. 889).

لذلك، تُسـتخدم هذه النسـبة لتقييم مدى كثافة رأس المال في الشـركة أو القطاع، مما يسـاعد في فهم مخاطر الرفع التشغيلي ومدى حساسية الأرباح للتغيرات في المبيعات.

ومن خلال التحليل الشـــامل لهذه النســـب، ومقارنتها بالشـــركات المنافســـة في نفس الصـــناعة والاتجاهات التاريخية، يمكن للإدارة والمحللين تحديد نقاط القوة والضـــعف ومجالات التحســـين في الأداء التشغيلي والمالي للشركة. ويوفر هذا التحليل المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستراتيجية التي تهدف إلى تعزيز الربحية وتحسين استغلال الموارد وزيادة قيمة حقوق الملكية على المدى الطويل.

2-1-2-5- العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات

تلعب الرافعة المالية دوراً محورياً في تحديد الأداء المالي للشـــركات. وتشـــير الأدلة النظرية والتجريبية إلى وجود علاقة معقدة بين هيكل رأس المال والأداء المالي. من ناحية، يمكن أن تعزز الرافعة المالية العائدات

للمساهمين عندما يتجاوز العائد من استثمار الدين تكلفة هذا الدين بعد الضريبة (Modigliani & Miller, 1963; Ross et al., 2022). ومن ناحية أخرى، قد تزيد الرافعة المالية المفرطة من مخاطر الإفلاس وتكاليف الوكالة، مما يقلل من قيمة الشركة(Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977).

وتشـير الدراسـات التجريبية إلى وجود علاقة غير خطية بين الرافعة المالية والأداء المالي. فقد وجد (Huang & Song, 2006) علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والعائد على حقوق الملكية عند مســـتويات معتدلة من الرافعة، ولكن هذه العلاقة تصـــبح ســـلبية عند مســـتويات رافعة مالية عالية. وبالمثل، توصـل(Fosu, 2013) إلى أن الرافعة المالية تحسـن الأداء المالي حتى نقطة معينة، ثم تبدأ في التدهور بعد ذلك.

ويعتمد تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي أيضاً على خصائص الشركة والصناعة. فعلى سبيل المثال، يشـير (Herciu & Ogrean, 2017) إلى أن الرافعة المفرطة يمكن أن تضـر بالربحية، في حين أن مستويات الرافعة المعتدلة تكون مفيدة من خلال المزايا الضريبية وحوافز الإدارة الجيدة. كما تؤكد الدراسة أن تأثير الرافعة المالية يعتمد أيضـاً على عوامل مثل حجم الشـركة، حيث تختلف مسـتويات الرافعة المالية المثلى للشركات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بالشركات الكبيرة.

كما أكد (El-Sayed Ebaid, 2009) أن تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للشـركة يختلف باختلاف قطاع الصـناعة الذي تنتمي إليه. حيث يجب على الشركات أن تدرس بعناية طبيعة قطاعها والصـناعة التي تعمل بها قبل اتخاذ قرار بشـأن استخدام الرافعة المالية. فالصـناعات ذات التدفقات النقدية المستقرة قد تكون قادرة على تحمل مستويات أعلى من الديون، في حين أن الصـناعات ذات التقلبات العالية تتطلب حذراً أكبر في استخدام الرافعة المالية.

وبناءً على ذلك، يتضـــح أن العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي تتأثر بعوامل مثل خصـــائص الشركة، وقطاع الصناعة واستراتيجيتها التنافسية. ولذلك، يجب على الشركات إدارة هياكل رأس مالها بحرص لتحقيق أقصى قدر من العائدات مع الحد من المخاطر المرتبطة بالرافعة المالية المفرطة.

الخاتمة

هناك علاقة وثيقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشـــركة. الرافعة المالية المرتفعة قد تزيد من أداء الشركات في حالة استثمار الأموال المقترضـة بشكل فعال. ومع ذلك، فإنها تزيد أيضـاً من المخاطر المالية على الشـركة. من ناحية أخرى، الرافعة المالية المنخفضـــة قد تقلل من المخاطر ولكنها قد تؤدي إلى فرص نمو أقل. لذلك، يجب على الشـــركات إيجاد التوازن الأمثل بين الرافعة المالية والأداء المالي وفقاً لظروفها وتفضيلات المخاطر الخاصة بها.

المبحث الثاني: العلاقة المعدلة للرافعة المالية بالأداء المالي

2-2-1- استراتيجيات الأعمال (Business Strategy)

2-2-2- حدة المنافسة (Competitive Intensity)

2-2-3- التدفقات النقدية الحرة

بعد اســتعراض العلاقة المباشــرة بين الرافعة المالية والأداء المالي في المبحث الأول، يتناول هذا المبحث تأثير العوامل التي من الممكن أن تعدل هذه العلاقة. حيث يســعى إلى فهم كيف يمكن لاســتراتيجيات الأعمال، وحدّة المنافسة، والتدفقات النقدية الحرة، أن تغير من طبيعة العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات. ويهدف هذا المبحث إلى تقديم رؤية أكثر شمولية حول تأثير الرافعة المالية، من خلال دراسة هذه العوامل التي يمكن أن تلعب دورًا في تحديد الأداء المالي للشركات، وذلك من خلال دراسة ما يلي:

أولاً: استراتيجيات الأعمال (Business Strategy)

مقدمة:

تُعد اســتراتيجية الأعمال من المفاهيم الإدارية المهمة، حيث تمثل الخطة الشــاملة التي تضــعها الإدارة العليا في المنظمة لتحديد كيفية تنافس المنظمة وتحقيق أهدافها. وتتكون اســـتراتيجية الأعمال من مجموعة من القرارات والخيارات الاستراتيجية التي تحدد طبيعة وجهة المنظمة بعيدة المدى.

2-2-1-1- مفهوم استراتيجية الأعمال:

يأتي مصطلح استراتيجية من الكلمة اليونانية strategos والتي تعني قائد الجيش. وقد بدأ استخدم هذا المصطلح في المجال العسكري للإشارة إلى فن القيادة العسكرية ووضع خطط واستراتيجيات المعارك، وفي الخمسينيات والستينيات من القرن العشرين بدأ المصطلح يستخدم في الأوساط الأكاديمية والأعمال. حيث قام العديد من المفكرين والاســتراتيجيين مثل Alfred Chandler & Igor Ansoff & Henry Mintzbergبتطبيق المفاهيم الاستراتيجية العسكرية على عالم الأعمال والشركات.

وقد ظهر مصطلح استراتيجية الأعمال بشكل واضح في كتاب الاستراتيجية وهيكل الشركات للباحث Alfred Chandlerعام 1962(درة & جرادات، 2014، ص. 57).

ويمكن تعريف استراتيجية الأعمال بأنها الاستراتيجية الخاصة بكل وحدة أعمال سواء كانت هذه الوحدة قسم أو منتج أو مشروع صغير. ووفقاً لهذا التعريف تختلف الاستراتيجيات وتتعدد تبعاً لاختلاف وحدات الأعمال في المنظمة، ويتم إعداد وصياغة استراتيجية وحدات الأعمال بالتعاون بين مديري وحدات الأعمال الاستراتيجية ومديري الإدارات العليا حيث يقوم مديرو الوحدات بعرضها على فريق الإدارة العليا ومناقشتها ليتم بعد ذلك إقرارها (داود، 2019، ص.25–24).

يمكن أن تعرف استراتيجية الأعمال أيضاً على مستوى القطاعات بأنها الاستراتيجية التي تركز على قطاع معين من قطاعات الأعمال (على سبيل المثال سيارات فقط)، وتهتم بتحسين الموقف التنافسي للمنتجات في هذا القطاع (السيارات)، أو تهتم بتحسين المواقف التنافسية في جزء من السوق (كسوق ذوي الدخول الكبيرة)، ومجال عمل هذه الاستراتيجية محدود نسبيا مقارنة باستراتيجية المنظمة، وتطبق على وحدة أعمال مفردة (قسم مفرد)، أو وحدة أعمال استراتيجية (يضم مجموعة من الأقسام)(العريقي، 2014، ص.30).

كما تعرف استراتيجية الأعمال أو وحدات الأعمال: بأنها الاستراتيجية التي تحدد كيفية قيام المؤسسة بالتنافس في كل صناعة تعمل بها أو في كل قطاع (منتج/ سوق) على أساس السعر أو الخدمة أو أي عوامل أخرى (استراتيجية تنافس كل مجال نشاط على حدة) (عمر & عبد الباسط، 2014، ص.246).

وتتمثل أهم أهداف استراتيجية الأعمال بتحديد المنتجات والخدمات والأسواق المستهدفة، ودراسة المنافسين ووضع استراتيجيات للتنافس معهم وكسب حصص سوقية، بالإضافة إلى المساهمة في تحقيق الغايات والأهداف العامة للمنظمة ككل.

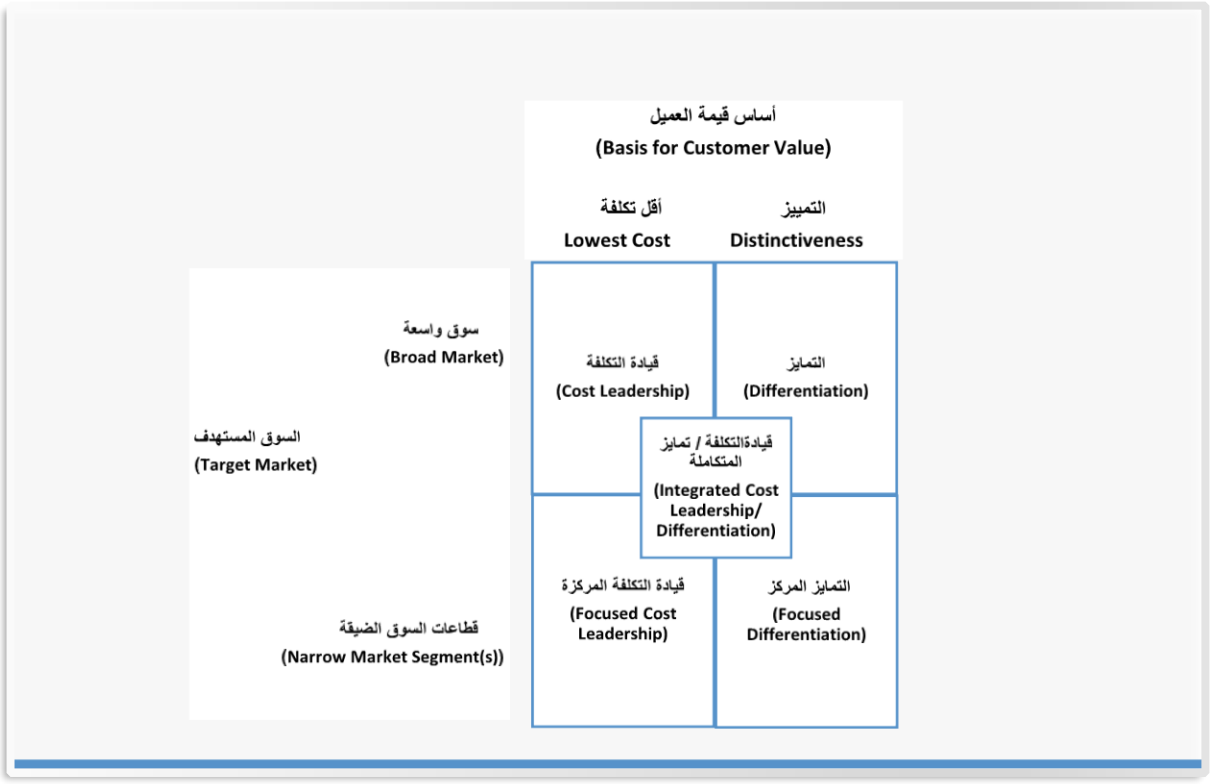
كما تساعد تقييمات المركز التنافسي لوحدات الأعمال على تحديد نقاط القوة والضعف النسبية لكل وحدة، بالاعتماد على مجموعة من المقاييس مثل الحصة السوقية ومعدلات الربحية وغيرها، مما يسهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية بشأن هذه الوحدات(داود، 2019، ص. 196).

2-2-1-2- أنواع استراتيجيات الأعمال:

تواجه الشركات تحديات كبيرة في اختيار الاستراتيجية المناسبة على مستوى الأعمال في ظل بيئة تنافسية معقدة وسريعة التغير. وتأتي أهمية اختيار الاستراتيجية الملائمة كونها تشكل الأساس لتحقيق ميزة تنافسية وخلق قيمة للعملاء.

وأكثر عاملين يؤثران في اختيار الاستراتيجية المناسبة من بين الإستراتيجيات التنافسية الخمسة يتلخصان في (1) ما إذا كانت الشركة تستهدف السوق بشكل واسع أم ضيق، و(2) ما إذا كانت الشركة تسعى لتحقيق ميزة تنافسية مرتبطة بانخفاض التكاليف أو التمايز. (Gamble et al., 2021, p. 89)،

الشكل رقم (2-2): الاستراتيجيات التنافسية الخمس العامة لمايكل بورتر (Five Business-Level Strategies)



المصدر: (Porter, 1998) و(Hitt et al., 2020, p. 115)

ولفهم ما يميز كل من هذه الإستراتيجيات ولماذا تعمل بعض هذه الاستراتيجيات بشكل أفضل من غيرها في أنواع معينة من الصناعات والظروف التنافسية سنناقش هذه الاستراتيجيات الرئيسية على مستوى الأعمال بما فيها قيادة التكلفة والتمايز واستراتيجيات التركيز، بالإضافة إلى العوامل التي تؤثر على اختيار الشركات لاستراتيجية معينة.

كما سنسلط الضوء على التحديات التي تواجه الشركات عند تنفيذ الاستراتيجية وكيفية التغلب عليها. بهدف مساعدة متخذي القرار في الشركات على اتخاذ القرار الاستراتيجي المناسب الذي يحقق النجاح على المدى الطويل.

2-2-1-2-1- استراتيجية قيادة التكلفة:

استراتيجية قيادة التكلفة هي مجموعة متكاملة من الإجراءات المتخذة لإنتاج منتجات ذات ميزات مقبولة للعملاء وبأقل تكلفة مقارنة بالمنافسين. تقوم الشركات التي تتبع هذه الاستراتيجية عادةً ببيع سلع أو خدمات موحّدة ومتشابهة، وبتكاليفٍ تنافسية منخفضة، وذلك لشريحة واسعة من العملاء ذوي الحساسية العالية للسعر ضمن الصناعة (درة & جرادات،2014، ص.212).

ويوجد خياران للشركة التي تتبع استراتيجية قيادة التكلفة لترجمة ميزة التكلفة المنخفضة عن المنافسين إلى أداء ربحي جذاب (داود، 2019، ص.210):

الخيار الأول هو: استخدام ميزة التكلفة المنخفضة لتخفيض أسعارها عن المنافسين وجذب المشترين الحساسين للسعر بأعداد كبيرة بما يكفي لزيادة إجمالي الأرباح.

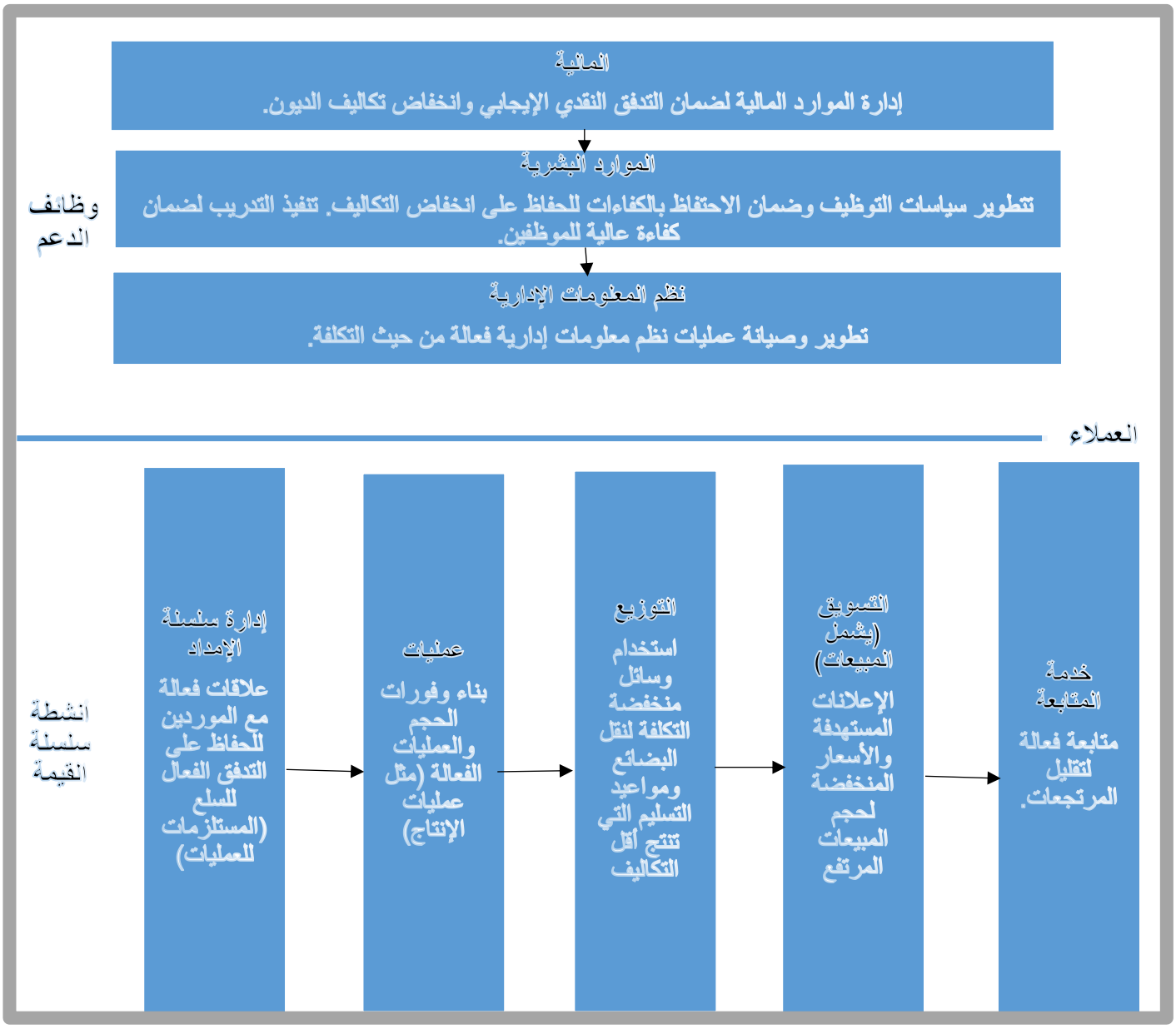
الخيار الثاني هو: الحفاظ على السعر الحالي، والاكتفاء بحصة السوق الحالية، واستخدام ميزة التكلفة المنخفضة لكسب هامش ربح أعلى على كل وحدة مباعة، وبالتالي رفع إجمالي أرباح الشركة والعائد الإجمالي على الاستثمار.

ولتحقيق ميزة تنافسية في التكلفة المنخفضة يجب أن تكون التكاليف الاجمالية للشركة عبر سلسلة القيمة أقل من تكاليف المنافسين. وهناك نهجان رئيسيان لتحقيق ذلك (Porter, 1985):

1. تنفيذ الأنشطة الرئيسية في سلسلة القيمة بكفاءة أعلى من حيث التكلفة مقارنةً بالمنافسين.

2. إعادة هيكلة وفحص كافة أنشطة سلسلة القيمة لاستبعاد أو تجاوز بعض الأنشطة مرتفعة التكلفة.

الشكل رقم (3-2): أمثلة على أنشطة سلسلة القيمة المرتبطة باستراتيجية قيادة التكلفة



المصدر: (Gamble et al., 2021, p. 74)&(Porter, 1985)

ووفقاً للشكل رقم (3-2) سلسلة قيمة الشركات: تحدد الأنشطة الأساسية التي تخلق قيمة للعملاء وأنشطة الدعم ذات الصلة (Porter, 1985, pp. 37-47).

الأنشطة الأساسية (Hitt et al., 2020, p. 122):

1. إدارة سلسلة التوريد: تشمل الأنشطة المرتبطة بشراء الوقود والطاقة والمواد الخام وقطع الغيار من الموردين واستلام وفحص وتخزين المدخلات وإدارة المخزون.
2. العمليات: تشمل الأنشطة المرتبطة بتحويل المدخلات إلى شكل المنتج النهائي (الإنتاج والتجميع والتعبئة وصيانة المعدات وضمان الجودة وحماية البيئة).
3. التوزيع: يشمل الأنشطة التي تتعامل مع التوزيع الفعلي للمنتج على المشترين (تخزين البضائع تامة الصنع، ومعالجة الطلبات، والشحن، وعمليات التسليم).
4. المبيعات والتسويق: تشمل الأنشطة المتعلقة بجهود فريق المبيعات، والإعلان والترويج، وأبحاث السوق والتخطيط، ودعم الوكيل/الموزع.
5. الخدمة: تشمل الأنشطة المرتبطة بتقديم المساعدة للمشترين، مثل التركيب وتسليم قطع الغيار والصيانة والإصلاح والمساعدة الفنية واستفسارات المشتري والشكاوى.

أنشطة الدعم(Gamble et al., 2021, p. 74):

1. البحث والتطوير: الأنشطة المتعلقة بالبحث والتطوير في المنتجات، والبحث والتطوير في العمليات، وتحسين تصميم العمليات، وتصميم المعدات، وتطوير برامج الكمبيوتر، وأنظمة الاتصالات، والتصميم والهندسة بمساعدة الكمبيوتر.
2. إدارة الموارد البشرية: الأنشطة المرتبطة بتعيين وتوظيف وتدريب وتطوير وتعويض جميع أنواع الموظفين وتنمية المهارات المستندة إلى المعرفة والكفاءات الأساسية.
3. الإدارة العامة: الأنشطة المتعلقة بالإدارة العامة، والمحاسبة والمالية، والشؤون القانونية والتنظيمية، والسلامة والأمن، وأنظمة المعلومات الإدارية، وتشكيل تحالفات استراتيجية والتعاون مع الشركاء الاستراتيجيين، وغيرها من المهام العامة.

ولكي تتمكن الشركة من إدارة سلسلة القيمة بكفاءة تكلفة أفضل من المنافسين، يجب على المديرين تخصيص جهد منسق ومستمر للبحث عن فرص توفير التكاليف في كل جزء من سلسلة القيمة. ويجب أن لا يهمل أي نشاط من دراسة تخفيض التكاليف، ويجب أن يتطلع جميع موظفي الشركة لاستخدام مواهبهم وإبداعهم للتوصل إلى طرق مبتكرة وفعالة للحفاظ على انخفاض التكاليف(González-Rodríguez et al., 2018,p.28).

يمكن أن تنشأ مزايا تخفيض التكلفة في كثير من الأحيان من إعادة هندسة سلسلة القيمة الخاصة بالشركة بطرائق تتجاوز بعض أنشطة سلسلة القيمة المسببة للتكلفة. يمكن أن يشمل تجديد سلسلة القيمة ما يلي (Gamble et al., 2021, p. 93):

- **البيع مباشرة للمستهلكين واستبعاد أنشطة وتكاليف الموزعين والتجار**. ومن أجل التحايل على الحاجة إلى الموزعين والتجار، يمكن للشركة:

1- إنشاء منافذ مبيعات مباشرة خاصة بها.

2- إجراء عمليات البيع عبر موقع الشركة على الويب.

حيث تمثل التكاليف المتكونة من ربح تاجر الجملة/التجزئة من سلسلة القيمة في كثير من الأحيان 35 إلى 50 بالمائة من السعر الذي يدفعه المستهلكون النهائيون، لذا فإن إنشاء نوافذ مبيعات مباشرة أو البيع عبر الإنترنت قد يتيح وفورات كبيرة في التكاليف.

- تبسيط العمليات من خلال التخلص من خطوات وأنشطة العمل ذات القيمة المضافة المنخفضة أو غير الضرورية.
- تحسين كفاءة سلسلة التوريد من خلال الحصول على المواد المطلوبة من المورد في الوقت المناسب Just in time، والاقتصاد في الشحن ونقل المواد، واستكشاف فرص أخرى لتوفير التكلفة.

ويوجد أساليب عديدة لتوفير التكلفة من خلال الإدارة الفعالة لمحركات التكلفة في سلسلة قيمة الشركة وأهمها ما يلي (Gamble et al., 2021, pp. 91-92)&(Hitt et al., 2020):

الشكل رقم (4-2) محركات التكلفة المهمة في سلسلة قيمة الشركة

المصدر: (Gamble et al., 2021, p. 92) & (Porter, 1985)

- السعي للحصول على كافة وفورات الحجم المتاحة. تتبع وفورات الحجم من القدرة على خفض تكاليف الوحدة عن طريق زيادة حجم التشغيل.
- الاستفادة الكاملة من الخبرة وتأثيرات منحنى التعلم. يمكن أن تنخفض تكلفة أداء النشاط بمرور الوقت مع زيادة التعلم والخبرة لدى موظفي الشركة.
- محاولة تشغيل المرافق بكامل طاقتها. إذا كانت الشركة قادرة على العمل بكامل طاقتها الإنتاجية أو ما يقارب الطاقة الكاملة سيتم توزيع الاستهلاك والتكاليف الثابتة الأخرى على حجم وحدات أكبر، وبالتالي خفض نصيب الوحدة الواحدة من التكاليف الثابتة.
- الاستبدال بالمدخلات منخفضة التكلفة عندما تكون هناك تضحيات قليلة أو معدومة في جودة المنتج أو أداء المنتج. إذا كانت تكاليف بعض المواد الخام مرتفعة للغاية، فيمكن للشركة التحول إلى استخدام بدائل أقل تكلفة عند وجودها.

- استخدام تكنولوجيا الإنتاج المتقدمة وتصميم العمليات لتحسين الكفاءة الإنتاجية الشاملة. في كثير من الأحيان يمكن خفض تكاليف الإنتاج من خلال القيام بالاستثمار في تكنولوجيا الإنتاج الآلي المؤتمت والتحول إلى عمليات الإنتاج التي تمكن من تصنيع إصدارات متعددة من المنتج بكفاءة من حيث التكلفة مثل إنتاج نسخة واحدة بكميات كبيرة.
- استخدام القوة التفاوضية للشركة تجاه الموردين للحصول على الامتيازات. قد يكون لدى الشركة سلطة كافية في المساومة مع الموردين للفوز بخصومات الأسعار على المشتريات كبيرة الحجم أو تحقيق وفورات أخرى في التكاليف.
- التنبه لمزايا تكلفة الاستعانة بمصادر خارجية والتكامل العمودي. يمكن أن يكون الاستعانة بمصادر خارجية لأداء بعض أنشطة سلسلة القيمة اقتصادياً أكثر من تنفيذها داخليا إذا تمكن المتخصصون الخارجيون بحكم خبرتهم وحجمهم من أداء الأنشطة بتكلفة أقل.

وتعتبر الاستراتيجية التنافسية المبنية على قيادة التكلفة المنخفضة قوية بشكل خاص عندما: (Ryu et al., 2015,p.112)

1- تكون المنافسة السعرية بين البائعين المتنافسين قوية، حيث إن مقدمي الخدمات منخفضة التكلفة هم في أفضل وضع يسمح لهم بالتنافس بشكل هجومي على أساس السعر والبقاء على قيد الحياة في حروب الأسعار.
2- تكون منتجات البائعين المتنافسين متشابهة ومتماثلة بشكل كبير ومتاحة بسهولة من العديد من البائعين. هذا يمهد الطريق لمنافسة سعرية قوية وفي مثل هذه الأسواق تكون الشركات الأقل كفاءة والأعلى تكلفة هي الأكثر عرضة للخطر.
3- هناك طرائق قليلة لتحقيق تمايز المنتجات التي لها قيمة بالنسبة للمشترين. عندما لا تكون اختلافات المنتج أو الخدمة بين العلامات التجارية ذات أهمية كبيرة للمشترين، فإن المشترين دائماً ما يتسوقون في السوق للحصول على أفضل الأسعار.

4- يتحمل المشترون تكاليف منخفضة في تحويل مشترياتهم من بائع إلى آخر. تمنح تكاليف التحويل المنخفضة للمشترين المرونة اللازمة للتحول إلى البائعين الأقل سعراً والذين لديهم منتجات جيدة بنفس القدر.

ويمكن للشركات تحقيق عوائد فوق المتوسط من خلال تطبيق استراتيجية قيادة التكلفة على الرغم من وجود قوى تنافسية قوية في السوق. وذلك من خلال تعامل هذه الاستراتيجية مع العوامل الخمسة للقوى التنافسية لبورتر وفق ما يلي (Hitt et al., 2020, pp. 117-120):

1. تنافس المنافسين الحاليين: تتمتع شركات قيادة التكلفة بموقف تفاوضي قوي، حيث يتردد المنافسون في المنافسة على أساس السعر نظراً لوضعها المتميز من حيث التكلفة المنخفضة. مثلاً وول مارت ودولار جنرال تستخدمان هذه الاستراتيجية بنجاح مما يجعل المنافسين يتجنبون المنافسة السعرية معهما.

2. القوة التفاوضية للمشترين: على الرغم من قوة بعض العملاء الكبار، إلا أن إجبارهم لقائد التكلفة على خفض الأسعار بشكل كبير سيؤدي الى خروج المنافس الأقل كفاءة من السوق مما يؤدي الى انخفاض حدة المنافسة ويعزز موقف قائد التكلفة التفاوضي.

3. القوة التفاوضية للموردين: تمتلك شركات قيادة التكلفة عادةً هوامش ربحية أعلى من منافسيها، مما يمكنها من امتصاص زيادات أسعار الموردين. كما يمكنها استخدام قوتها التفاوضية لإجبار الموردين على خفض أسعارهم، الأمر الذي يقلل من هوامش ربح الموردين.

4. المنافسة المحتملة من الداخلين الجدد: تشكل الكفاءة العالية التي تتمتع بها شركات قيادة التكلفة، إضافة إلى هوامش الربح الناجمة عن وفورات الحجم حاجزاً أمام دخول منافسين جدد إلى السوق.

5. المنتجات البديلة: تمتلك شركات قيادة التكلفة المرونة لخفض أسعارها للتنافس مع المنتجات البديلة، نظراً لتكاليفها المنخفضة وقدرتها على تقديم مستويات تمايز مقبولة للعملاء.

على الرغم من المزايا التي توفرها استراتيجية قيادة التكلفة، إلا أنها تنطوي على بعض المخاطر مثل تقادم العمليات الإنتاجية بسبب ابتكارات المنافسين، وإهمال مستويات التمايز المقبولة للعملاء بسبب التركيز المفرط

على خفض التكاليف، وقدرة المنافسين على تقليد استراتيجية الشركة. لذلك يجب على الشركات المتبعة لهذه الاستراتيجية متابعة التطورات التكنولوجية ودراسة إدراكات العملاء باستمرار، إضافة إلى خلق قيمة إضافية للحفاظ على ميزتها التنافسية.

2-2-1-2-2- مخاطر اتباع استراتيجية قيادة التكلفة(Gamble et al., 2021, p. 95):

1. الخفض المفرط للأسعار بشكل متهور قد يؤدي إلى انخفاض الربحية بدلاً من زيادتها. فخفض الأسعار بنسبة أكبر من ميزة التكلفة المنخفضة أو عدم الحصول على زيادة كبيرة في الحجم لتعويض انخفاض هامش الربح للوحدة، سيقلل من الربحية الإجمالية.

2. الاعتماد على طرائق خفض التكاليف التي يسهل على المنافسين تقليدها. فقيمة ميزة التكلفة المنخفضة تعتمد على استدامتها واستحالة نسخها بسهولة من قبل المنافسين.

3. التركيز المفرط على خفض التكاليف على حساب جودة المنتج أو الخدمة وخصائصها، مما قد يفقدها جاذبيتها لدى العملاء. لذلك يجب الحفاظ على التوازن بين التكلفة المنخفضة والخصائص المرغوبة.

4. عدم مراعاة التغيرات في تفضيلات العملاء وحساسيتهم للسعر، حيث قد يصبحون على استعداد لدفع المزيد للحصول على المزيد من الميزات.

حتى لو تم تجنب هذه المخاطر، لا تزال استراتيجية التكلفة المنخفضة تنطوي على بعض المخاطر، مثل التطورات التكنولوجية أو تحسينات العمليات من قبل المنافسين التي قد تلغي ميزة التكلفة المنخفضة بعد جهد كبير.

لذلك يجب على الشركات المتبعة لهذه الاستراتيجية الحرص على عدم المغالاة في خفض الأسعار، والحفاظ على استدامة ميزة التكلفة المنخفضة، وتلبية احتياجات العملاء، ومراقبة التغيرات في السوق والمنافسة باستمرار.

2-2-1-2-3- استراتيجية التمايز:

استراتيجية التمايز هي مجموعة متكاملة من الإجراءات التي تتخذها الشركة لإنتاج منتجات متميزة عن منتجات المنافسين ويدركها العملاء على أنها تقدم لهم قيمة فريدة ومميزة وبتكلفة مقبولة (Porter, 1998, pp. 35–

(40. فبينما تخدم شركات قيادة التكلفة مجموعة واسعة من العملاء في قطاع صناعي معين، تستهدف شركات التمايز فئة العملاء الذين يبحثون عن القيمة والميزات الفريدة (Ryu et al., 2015; Cattani et al., 2017).

يجب على الشركات أن تكون قادرة على توفير منتجات متميزة للعملاء بتكاليف تنافسية للحد من الضغوط التصاعدية على السعر الذي يدفعونه. فعندما تضيف الشركة ميزات لمنتجاتها بتكاليف غير تنافسية، فربما يتجاوز سعر المنتج ما هو مستعد العملاء المستهدفون لدفعه. أما إذا كان لدى الشركات فهماً دقيقاً لاحتياجات العملاء وماهوا مهم بالنسبة لهم، وماهوا المقابل المستعدين لدفعه، تستطيع عنده تطوير منتجات تلبي احتياجات العملاء وأيضاً تستطيع تحديد الأسعار المناسبة لهذه المنتجات، وبالتالي يمكن أن تكون استراتيجية التمايز فعالة في مساعدتهم على تحقيق عائدات فوق المتوسط. وبالطبع، لتحقيق هذه العائدات، يجب على الشركة أن تستثمر بكفاءة رأس مالها المعرفي (المعرفة التي يمتلكها موظفوها ومديروها) لتزويد العملاء بمنتج متميز يوفر لهم قيمة يكونوا على استعداد لدفع ثمنها (Lin et al., 2017; Terpstra & Verbeeten, 2014).

لكي تحافظ الشركات على نجاحها من خلال تطبيق استراتيجية التمايز، يجب عليها أن تحدث بشكل مستمر السمات المميزة التي يقدرها العملاء أو إنشاء ميزات جديدة ذات قيمة (أي الابتكار) دون زيادات كبيرة في التكاليف(Hennart et al., 2019; Rahman & Areni, 2014). يتطلب هذا النهج من الشركات تغيير خطوط منتجاتها بشكل متكرر(Sadeghi & Rad, 2018,p.156). قد تقدم هذه الشركات أيضاً مجموعة من المنتجات التي تكمل بعضها البعض، مما يُثري التمايز للعميل ويلبي مجموعة من احتياجاته. نظراً لأن المنتج المميز يلبي الاحتياجات الفريدة للعملاء، تستطيع الشركات التي تتبع استراتيجية التمايز فرض أسعار مرتفعة تتجاوز بشكل كبير تكلفة انتاجه، وهذا يتيح القدرة على تحقيق عوائد فوق المتوسط. وبدلاً من التركيز على التكاليف، تركز الشركة التي تتبع استراتيجية التمايز بشكل أساسي على الاستثمار وتطوير السمات التي تميز المنتج بطرائق تخلق قيمة للعملاء(Bunduchi, 2017,p.327). بشكل عام، تسعى الشركة التي تتبع

استراتيجية التمايز إلى أن تكون مختلفة عن منافسيها في أكبر عدد ممكن من الأبعاد. كلما قلت أوجه التشابه بين سلع أو خدمات الشركة وتلك الخاصة بمنافسيها، زادت حمايتها من إجراءات المنافسين. ومع ذلك، ولكي تنجح هذه الاستراتيجية يجب أن تكون الأسعار التي يدفعها العملاء للحصول على المنتجات المميزة التي يشترونها من الشركة مقبولة بالنسبة لهم.

تتوفر العديد من الأبعاد للشركات التي تسعى إلى تمييز منتجاتها عن عروض المنافسين. وتشمل الميزات غير العادية، والخدمة سريعة الاستجابة للعملاء، والابتكارات السريعة للمنتجات، والريادة التكنولوجية، والهيبة والمكانة الملموسة، والأذواق المختلفة، والتصميم الهندسي والأداء. فإن أي شيء تفعله الشركة لخلق قيمة حقيقية في عيون المستهلكين هو أساساً للتمايز(Alfakhri et al., 2018; Meng et al., 2018).

وعندما تسعى شركة إلى اتباع استراتيجية التمايز، فإنها تحاول تقديم منتج أو خدمة فريدة ومتميزة في السوق. ولتحقيق ذلك، يجب على الشركة ربط وتنسيق العديد من أنشطة سلسلة القيمة لخلق قيمة متفردة للعملاء. كما هو موضح في الشكل (5-2)، قد تستخدم الشركات أنشطة مثل البحث والتطوير المكثف، واختيار المواد الخام عالية الجودة، وتصميم المنتج الفريد، والتسويق القائم على العلامة التجارية، وخدمة العملاء المتميزة لتمييز منتجاتها.

لكن لا يمكن للشركات التي تفتقر إلى المهارات اللازمة لربط هذه الأنشطة بشكل فعال أن تتوقع النجاح في استخدام استراتيجية التمايز. فالتمايز يتطلب تنسيقاً وثيقاً بين الأنشطة المختلفة في سلسلة القيمة، بالإضافة إلى الاستثمار في الموارد والكفاءات الضرورية لخلق قيمة فريدة للعملاء.

لذلك، يجب على الشركات التي تسعى لاتباع استراتيجية التمايز أن تحلل سلسلة قيمتها بعناية لتحديد الأنشطة الرئيسية التي يمكن أن تساهم في التمايز، وتطوير المهارات والكفاءات اللازمة لربط هذه الأنشطة بطريقة تخلق قيمة متميزة للعملاء(Barney et al., 2011,p.1402).

الشكل (5-2) أمثلة على أنشطة سلسة القيمة المرتبطة باستراتيجية التمايز

المصدر: (Barney et al., 2011; Hitt et al., 2020, p. 122; Porter, 1998)

وتشمل الطرائق التي يمكن للمديرين من خلالها تعزيز التمايز من خلال الإدارة المنهجية لمحركات التفرد والتمايز ما يلي (داود، 2019، ص.212):

الشكل رقم (6-2) محركات القيمة المهمة لخلق سمات التمايز

المصدر: (Gamble et al., 2021, p. 97; Porter, 1985)

- البحث عن مدخلات عالية الجودة. والتي تؤثر على أداء وجودة المنتج النهائي للشركة.
- السعي إلى الابتكار والتقدم التكنولوجي. الابتكار الناجح هو عامل تمايز قوي. وإذا ثبت صعوبة تكرار الابتكار، من خلال حماية براءات الاختراع أو وسائل أخرى، فمن الممكن أن يزود الشركة بميزة الريادة المستدامة.
- إنشاء ميزات المنتج المتفوق والتصميم والأداء. إن الخصائص المادية والوظيفية للمنتج لها تأثير كبير على التمايز. وتحرص معظم الشركات على دمج ميزات مبتكرة وجديدة في عروض منتجاتها/خدماتها، وخاصة تلك التي تعمل على تحسين الأداء.
- الاستثمار في أنشطة البحث والتطوير المتعلقة بالإنتاج. قد يسمح الانخراط في البحث والتطوير في مجال الإنتاج بالتصنيع حسب الطلب بتكلفة فعالة، وإن قيام الشركة بتزويد المشترين بمنتجات مصنوعة حسب الطلب يعتبر بمثابة قدرة تمييزية قوية. كما تسهم أنشطة البحث والتطوير في تطوير منتجات الشركة وأيضاً توفير منتجات وخدمات جديدة

- السعي إلى التحسين المستمر للجودة. تسهم عمليات مراقبة الجودة في تقليل عيوب المنتج وإطالة عمره وتقديم تغطية ضـمان أطول، بما يؤدي إلى مزيد من الراحة للمسـتخدم النهائي أو تحسـين مظهر المنتج أو تحسين خدمة العملاء.
- التأكيد على أنشـطة إدارة الموارد البشـرية التي تعمل على تحسـين المهارات والخبرات والمعرفة لموظفي الشـركة. غالباً ما تتمتع الشـركة التي تمتلك رأس مال فكري عالٍ القدرة على توليد أفكار تدفع الى ابتكار المنتجات وتطوير تقنيات الإنتاج وتصميم أفضل للمنتج وأداء وجودة أعلى للمنتج.
- زيادة التركيز على أنشطة التسويق وبناء العلامة التجارية. يمكن أن يكون للتسويق والإعلان تأثير هائل على القيمة المدركة من قبل المشـترين، وبالتالي اسـتعدادهم لدفع المزيد مقابل عروض الشـركة. وأيضـاً يمكن لقوة المبيعات ذات المهارة والكفاءة العالية ومعلومات المنتج التي يتم توصـــيلها بشـــكل فعال والإعلانات الجذابة والعروض داخل المتجر والحملات الترويجية المميزة أن تلقي ضـــوءاً إيجابياً على السمات المميزة لعرض منتج/خدمة الشركة والمساهمة في تعزيز العلامة التجارية.
- تحسـين خدمة العملاء أو إضـافة خدمات إضـافية. يمكن أن تكون خدمة العملاء الأفضـل في مجالات مثل التسليم والإرجاع والإصلاح بنفس أهمية ميزات المنتج المتميزة في خلق التميز.

ويمكن للشركات التي تتبع استراتيجية التمايز استغلال القوى التنافسية الخمسة لصالحها من خلال:

1- المنافسة مع المنافسين الحاليين:

يميل العملاء إلى الولاء للمنتجات المميزة بطرائق ذات معنى بالنســـبة لهم. وكلما ازداد ولاؤهم للعلامة التجارية، قلّت حساسيتهم تجاه زيادات الأسعار. وإن العلاقة بين ولاء العلامة التجارية وحساسية السعر تحمي الشركة من المنافســة. ويجب على الشــركات التي تتبع اســتراتيجية التمايز أن تكون على دراية بجهود المنافســين لمحاكاة منتجاتها ومدى نجاحهم في ذلك(Giachetti et al., 2017,p.1891).

2- القوة التفاوضية للمشترين (العملاء):

يكون العملاء على استعداد لقبول زيادة في السعر عندما لا يزال المنتج يلبي احتياجاتهم الفريدة بشكل أفضل من عروض المنافسين. لذلك يكون العملاء أقل حساسية لزيادات الأسعار لأنهم لا يعتقدون بوجود بديل مقبول للمنتج (Hitt et al., 2020, p. 123).

3- القدرة التفاوضية للموردين:

نظراً لأن الشركة التي تتبع استراتيجية التمايز تفرض سعراً مرتفعاً على منتجاتها، فإن الموردين يجب أن يوفروا مكونات عالية الجودة، مما يرفع من تكاليفها الإجمالية. ومع ذلك، فإن هوامش الربح العالية التي تحققها الشركة في هذه الحالات تحميها جزئياً من تأثير الموردين. والسبب في ذلك هو أن الهوامش العالية تجعل من الممكن للشركة امتصاص التكاليف المحتملة الأعلى من موردّيها (Geyskens et al., 2018,p.489).

من ناحية أخرى، بسبب عدم حساسية المشترين النسبية لزيادات الأسعار، قد تختار الشركة التي تنفذ استراتيجية التمايز تمرير التكلفة الإضافية للموردين إلى العميل عن طريق زيادة سعر منتجها الفريد. ومع ذلك، عندما تقوم الشركات بالاستعانة بمصادر خارجية للقيام بإحدى وظائفها كلياً أو جزئياً، وخاصة وظائف البحث والتطوير للشركات التي تتبع استراتيجية التمايز، فإنها قد تصبح معتمدة على ذلك المورد وبالتالي عرضة لنفوذه(Magnani et al., 2019,p.592).

4- الداخلون المحتملون:

تشكل السمات الفريدة والمميزة للمنتجات إضافة إلى ولاء العملاء حواجز كبيرة أمام الداخلين المحتملين. حيث يتطلب دخول الصناعة في ظل هذه الظروف استثمارات كبيرة من الموارد والصبر في سبيل كسب ولاء العملاء. وفي هذه الحالات، قد يقرر بعض الداخلين المحتملين إجراء استثمارات أصغر لمعرفة ما إذا كانوا قادرين على اكتساب موطئ قدم في السوق. وفي هذه الحالات، تكون خسارة الشركة محدودة إذا فشلت في تطوير موطئ قدم ، في حين قد تكون المكاسب من تطوير موطئ القدم كبيرة(Craighead et al., 2017,p.9).

5- المنتجات البديلة:

تحتل الشركات التي تتمتع بولاء العلامة التجارية لمنتجاتها موقفاً جذاباً وقوياً مقارنة بالشركات التي لديها منتجات بديلة ولا تتمتع بولاء العلامة التجارية، حيث تتعرض هذه الشركات لمشكلة تحول عملائها إما إلى منتجات تقدم ميزات مميزة تؤدي نفس الوظيفة (خاصة إذا كان البديل أرخص ثمناً) أو إلى منتجات تقدم المزيد من الميزات وتؤدي وظائف تخلق قيمة أكبر. (Capaldo et al., 2017, p.523).

وأحد مخاطر استراتيجية التمايز هو أن يرى العملاء أن الفرق في السعر بين منتج الشركة المميزة ومنتج قائد التكلفة كبير جداً. في هذه الحالة، قد تكون الشركة تقدم سمات متميزة تتجاوز احتياجات العملاء المستهدفين. وعندها يصبح موقف الشركة ضعيفاً أمام المنافسين القادرين على تقديم مزيج من الميزات والسعر بما يتوافق مع احتياجات العملاء. ويكمن الخطر الثاني لاستراتيجية التمايز في أن يتوقف ما يميز منتجات الشركة عن توفير القيمة التي يكون العملاء على استعداد لدفع ثمنها، أو أن يكون السبب الذي تسعى الشركة من خلاله لتمييز عروضها غير واضح للعملاء المستهدفين. ويصبح المنتج المميز أقل قيمة إذا أدى تقليد المنافسين إلى إدراك العملاء أن المنافسين يقدمون منتجاً مماثلاً ولكن بسعر أقل. أما الخطر الثالث لاستراتيجية التمايز هو أن الخبرة قد تقلص من إدراك العملاء لقيمة السمات المميزة للمنتج. ولمواجهة هذا الخطر، يجب على الشركات مواصلة تمييز منتجاتها (مثلاً من خلال الابتكار) للعملاء بسعر يكونون على استعداد لدفعه (Castaldi, 2018,p.609). ويتجسد الخطر الرابع في التقليد لاستراتيجية التمايز. حيث تحمل المنتجات المقلدة علامة تجارية أو شعاراً مطابقاً لا يمكن تمييزه عن شعار قانوني مملوك لطرف آخر، وبالتالي تنتهك حقوق المالك القانوني. وعندما يشتري المستهلك مثل هذا المنتج ويكتشف الخداع، فإن الندم يخلق عدم ثقة في المنتج الأصلي ويقلل من التمييز. لذلك تتخذ الشركات إجراءات لمنع المقلدين من تقليد منتجاتها (Marticotte & Arcand, 2017,p.177). وإن فشل الشركة في توفير فارق واضح وقابل للتمييز للعملاء في شكل منتجاتها (السلع والخدمات) هو الخطر الخامس لاستراتيجية التمايز. وعندما يحدث ذلك، لا تلبي الشركة توقعات العملاء من

خلال جهودها لتنفيذ استراتيجية التمايز. أي إن الشركات تفشل أحياناً في خلق تمايز يكون العميل على استعداد لدفع ثمنه (Hitt et al., 2020, p. 124).

2-2-1-2-4- استراتيجيات التركيز:

استراتيجية التركيز هي مجموعة متكاملة من الإجراءات التي تتخذ لإنتاج منتجات تلبي احتياجات شريحة معينة من العملاء. وبالتالي، تستخدم الشركات التي تنفذ استراتيجية التركيز مهاراتها الأساسية لتلبية احتياجات قطاع صناعي أو فئة معينة لاستبعاد الآخرين. ويمكن أن تتخذ هذه الاستراتيجية إحدى الصور التالية:

1. التركيز على مجموعة معينة من المشترين، مثل الشباب أو كبار السن.

2. التركيز على شريحة معينة بتصميم منتجات تلبي احتياجاتها، كالمنتجات المصممة خصيصاً للرسامين المحترفين أو لفئة وهواة العمل اليدوي. وأيضاً التخصص في شرائح مختلفة من مستخدمي نفس خط المنتجات، لتلبية احتياجات شرائح مختلفة في السوق.

3. التركيز على سوق جغرافي محدد، كالتركيز على المناطق الشمالية من دولة ما أو المناطق الجنوبية. (Meyer et al., 2018, p.72)

من خلال استخدام استراتيجية التركيز بنجاح، تكتسب الشركات ميزة تنافسية في فئات أو شرائح سوقية محددة، وليس على مستوى الصناعة ككل. حيث أن جوهر استراتيجية التركيز هو استغلال الاختلافات بين الفئة المستهدفة الضيقة و بقية الشرائح الأخرى في الصناعة(Porter, 1998, p. 15). فالشركة لا تنافس على مستوى الصناعة ككل لأنها لا تمتلك المعرفة أو الموارد لخدمة سوق واسع النطاق بل تركز على قطاع محدد من العملاء في هذه الصناعة بما يمكنها من خدمة هذا القطاع بفعالية أكبر مما تفعله الشركات الأخرى التي تنافس على مستوى الصناعة. ولنجاح استراتيجية التركيز يجب على الشركة استغلال الفرص المتاحة في شرائح سوقية مهملة أو غير مستغلة بشكل كامل من قبل المنافسين الرئيسيين وتتميز باحتياجات متخصصة وفريدة، والعمل على تلبية تلك الاحتياجات الفريدة بكفاءة (Barringer & Ireland, 2019,p.452).

يمكن للشركات إنشاء قيمة للعملاء في شرائح سوقية محددة وفريدة باستخدام استراتيجية قيادة التكلفة المركزة أو استراتيجية التمايز المركز.

2-2-1-2-4-1-استراتيجية قيادة التكلفة المركزة:

تركز استراتيجية قيادة التكلفة المركزة على تحقيق أدنى تكلفة ممكنة في قطاع سوقي محدد أو فئة معينة من العملاء. بمعنى أن الشركة تستهدف شريحة سوقية ضيقة أو سوقاً فرعياً معيناً، وتسعى لتصبح مُنتجاً بأقل تكلفة في هذا القطاع.

وتحقق الشركة ميزة التكلفة المنخفضة من خلال التركيز على خفض التكاليف في جميع مراحل سلسلة القيمة، بدءاً من عمليات التصنيع وحتى التسويق والتوزيع. كما يمكن أن تشمل الجهود خفض تكاليف البحث والتطوير، وتبسيط العمليات، واستخدام مواد خام أقل تكلفة، والاستفادة من وفورات الحجم (Rahman & Areni, 2014,p.12).

وتكمن الميزة الرئيسية لهذه الاستراتيجية في القدرة على تقديم منتجات أو خدمات بأسعار أقل من المنافسين في نفس القطاع، مما يجعلها جذابة للعملاء الحساسين للسعر أو ذوي الدخل المحدود.

ومن الأمثلة على شركات ناجحة في تطبيق استراتيجية قيادة التكلفة المركزة: سلاسل البقالة الرخيصة التي تستهدف المستهلكين ذوي الدخل المنخفض، وشركات الطيران الاقتصادية التي تقدم رحلات بأسعار زهيدة لفئة محددة من المسافرين(Hitt et al., 2020, p. 127).

لكن من المهم أن تظل الشركة حريصة على عدم التضحية بجودة المنتج أو الخدمة في سبيل خفض التكاليف، حتى لا تفقد قيمتها لدى العملاء المستهدفين. حيث من خلال استراتيجية قيادة التكلفة المركزة تُظهر الشركة التزام بـــ السعي باستمرار لتخفيض التكاليف دون المساس بالجودة. وعندما يرى العملاء إعلاناً عن سعر جديد أقل هذا يعني أن الشركة نجحت في تطوير حلول مبتكرة لخفض تكلفة إنتاج المنتجات المفضلة لدى العملاء دون المساس بجودتها أو أدائها الوظيفي (*New Lower Price*, n.d.).

2-2-1-2-4- 2-استراتيجية التمايز المركزة:

تتبنى بعض الشـركات اسـتراتيجية التمايز المركز في تقديم منتجاتها وخدماتها. وتعتمد هذه الاسـتراتيجية على التركيز على قطاع سوقي محدد وتلبية احتياجاته بطريقة متميزة ومختلفة عن المنافسين. فعلى سبيل المثال، يمكن للشركة أن تستهدف شريحة معينة من المستهلكين، مثل الشباب أو كبار السن، وتصمم منتجاتها بما يتناسب مع تفضيلاتهم وأذواقهم الخاصة.

ومن الأمثلة على ذلك، شـركات المأكولات الفاخرة التي تركز على فئة محددة من المسـتهلكين الراغبين في تجربة طعام راقٍ وفريد من نوعه. حيث تعمل هذه الشـركات على اسـتخدام مكونات متميزة وطرق تحضـير احترافية، بالإضافة إلى تصميم بيئة مميزة للاستمتاع بتناول الطعام.

كما تستطيع شركات الأزياء تطبيق استراتيجية التمايز المركز من خلال التركيز على مجموعة معينة من العملاء، مثل المحجبات، وتقديم تصـاميم حصـرية تلبي احتياجاتهن وأذواقهن بشـكل فريد (Terpstra & Verbeeten, 2014,p.502).

ويتطلب نجاح هذه الاسـتراتيجية فهماً عميقاً للشـريحة المسـتهدفة وقدرة على الابتكار والتميز في تلبية متطلباتها، بما يضمن ولاءها وحصول الشركة على عوائد مجزية(Gamble et al., 2021, p. 102).

2-2-1-2-5- المخاطر التنافسية لاستراتيجيات التركيز:

تواجه الشركة التي تتبع إحدى استراتيجيتي التركيز نفس المخاطر التي تواجهها الشركة المستخدمة لاستراتيجية قيادة التكلفة أو استراتيجية التمايز على مستوى الصناعة بأكملها. ومع ذلك، فإن استراتيجيات التركيز وبسبب ضيق السوق المستهدف، تنطوي على ثلاثة مخاطر إضافية :

الخطر الأول: وهو احتمالية أن يتمكن منافس آخر من التركيز على شـريحة أضـيق داخل نفس القطاع ويقدم منتجات أو خدمات أكثر تخصـصـاً وملاءمة لهذه الشـريحة الفرعية وبنفس السـعر أو سـعر أقل (Castaldi, 2018,p.611..)

الخطر الثاني: هو أن الشركات التي تتنافس على مستوى الصناعة قد تقرر أن قطاع السوق الذي تخدمه الشركة باستخدام استراتيجية التركيز جذاب ويستحق التنافس(De Massis et al., 2018,p.136).

الخطر الثالث: هو أن احتياجات العملاء ضمن شريحة تنافسية ضيقة قد تصبح أكثر تشابهاً مع احتياجات العملاء على مستوى الصناعة ككل بمرور الوقت. عندما يحدث هذا، فإن الشركة التي تنفذ استراتيجية التركيز لم تعد توفر قيمة فريدة لعملائها المستهدفين (Armstrong, 2012,p.46).

2-2-1-2-6- استراتيجية متكاملة لقيادة التكلفة/التمايز:

لدى معظم المستهلكين توقعات عالية عند شراء المنتجات. حيث أن معظم المستهلكين يرغبون في دفع سعر منخفض مقابل المنتجات التي تمتلك سمات مميزة إلى حد ما. وبسبب هذه التوقعات، يعمل عدد من الشركات على تمكين أنشطة سلسلة القيمة الأولية ووظائف الدعم التي تسمح لها بالسعي وراء التكلفة المنخفضة والتمايز في وقت واحد.

عند استخدام هذه الاستراتيجية، تسعى الشركات إلى إنتاج منتجات بتكلفة منخفضة نسبياً تحتوي على بعض السمات المميزة التي يقدرها عملاؤها وذلك من خلال الكفاءة في الإنتاج الذي يعتبر مصدر التكاليف المنخفضة وتمايز المنتجات الذي يخلق قيمة فريدة. وعادةً ما تتكيف الشركات التي تستخدم استراتيجية قيادة التكلفة /التمايز المتكاملة بنجاح بسرعة مع التقنيات الجديدة والتغيرات السريعة في بيئاتها الخارجية (Chathoth & Olsen, 2007,p.514).

إن تركيز الشركة على تطوير مصدرين للميزة التنافسية (التكلفة والتمايز) يزيد من عدد أنشطة سلسلة القيمة الأساسية ووظائف الدعم التي تصبح الشركة كفوءة فيها. وفي هذه الحالات، غالباً ما يكون لدى الشركات شبكات قوية مع أطراف خارجية تؤدي بعض أنشطة سلسلة القيمة ووظائف الدعم. وفي المقابل، فإن امتلاك المهارات في عدد أكبر من الأنشطة والوظائف يزيد من مرونة الشركة وقدرتها على التكيف (Cennamo & Santalo, 2013; R. P. Lee & Tang, 2018).

تاريخياً، اعتمدت معظم الشركات في الأسواق الناشئة على استراتيجية قيادة التكلفة بسبب انخفاض تكاليف العمالة والتوريد هناك. لكن هذا قد يتغير قريباً، حيث تسعى هذه الشركات لتطوير قدراتها الابتكارية. فالجمع بين القدرات الابتكارية الجديدة والقدرة على تقديم منتجات بتكلفة أقل، قد يدفع العديد من شركات الاقتصادات الناشئة لتبني استراتيجية قيادة التكلفة/التمايز المتكاملة في المستقبل القريب، بدلاً من الاعتماد على ميزة التكلفة المنخفضة فقط (Awate et al., 2015,p.69).

وإن تمتع الشركات بنظام عمل مرن يحقق لها النجاح في استخدام استراتيجية قيادة التكلفة/التمايز المتكاملة، وإتمام الأنشطة الرئيسية لسلسلة القيمة ووظائف الدعم. وقد طورت عدد من الشركات الصينية، بما في ذلك بعض الشركات في قطاع تصنيع السيارات، نظام هندسة مرن يتيح لها إنتاج تصاميم سيارات متميزة بتكاليف نسبية منخفضة(Wang & Kimble, 2010; Zeng et al., 2017).

وتتطلب الموازنة الفعالة بين تخفيض التكاليف ومصادر التمايز ثلاث مصادر من المرونة تشمل أنظمة التصنيع المرنة وشبكات المعلومات وأنظمة إدارة الجودة الشاملة حيث:

تمكّن أنظمة التصنيع المرنة الشركات من إنتاج مجموعة متنوعة من المنتجات المتميزة على نفس خط الإنتاج بتكلفة منخفضة، من خلال تبني تقنيات مثل الروبوتات وأتمتة العمليات (Fofana et al., 2023,p.96).

أما شبكات المعلومات، فتسمح للشركات بتبادل البيانات والمعلومات بكفاءة عبر مختلف الوظائف والمواقع الجغرافية، مما يسهل التنسيق وتحسين عمليات الإنتاج والتسويق(Burt & Burzynska, 2017,p.16).

وتساعد أنظمة إدارة الجودة الشاملة في تحقيق جودة عالية للمنتجات والخدمات مع الحفاظ على كفاءة التكلفة، من خلال تطبيق مفاهيم مثل التحسين المستمر والمشاركة من جميع الموظفين (Muruganantham et al., 2018,p.532). وتقوم الشركات بتطوير واستخدام أنظمة إدارة الجودة الشاملة من أجل: زيادة رضا العملاء، خفض التكاليف، وتقليل مقدار الوقت المطلوب لتقديم منتجات مبتكرة إلى السوق (H.-H. Lee & Li, 2018,p.316).

لذلك، فإن المرونة التي توفرها هذه الأنظمة تمكن الشـــركات من الجمع بين التكلفة المنخفضـــة والتميز في منتجاتها، وهو ما يعزز قدرتها التنافسية ويضمن نجاحها في تنفيذ استراتيجية قيادة التكلفة/التمايز المتكاملة.

2-2-1-2-7- المخاطر التنافسية لاستراتيجية قيادة التكلفة /التمايز المتكاملة:

إن التطبيق الناجح لاستراتيجية قيادة التكلفة /التمايز المتكاملة يحقق عوائد أعلى من المتوسط للشركة وهذا يشكل عامل جذب للمنافسين الجدد للدخول الى القطاع السوقي الذي تعمل فيه هذه الشركة. فهي استراتيجية محفوفة بالمخاطر حيث تجد الشركات صعوبة في تحقيق التوازن بين خفض التكاليف دون المساس بالجودة وخلق ميزات فريدة تجذب العملاء فليس من الســهل إنتاج منتجات غير مكلفة نســبياً (كما هو مطلوب في اســتراتيجية قيادة التكلفة) وبمستويات من التمايز تخلق قيمة للعميل المستهدف (كما هو مطلوب بواسطة استراتيجية التمايز) بآن واحد.

وتوصــف الشــركات التي تفشــل في تحقيق التوازن بين خفض التكاليف وخلق قيمة مميزة للعميل بأنها عالقة في المنتصـف ويعني ذلك هيكل تكلفة الشـركة يمنعها من تقديم عروض منتجاتها للعملاء بسـعر منخفض بما فيه الكفاية وأن منتجاتها تفتقر إلى التمايز الكافي لخلق قيمة لهؤلاء العملاء(Porter, 1998, p. 16).

وعلى الرغم من مخاطر هذه الاستراتيجية المتكاملة، فإنها أكثر شيوعاً في العديد من الصناعات بسبب التقدم التكنولوجي والمنافســـة العالمية. وغالباً ما تتطلب هذه الاســـتراتيجية منظوراً طويل المدى لجعلها تعمل بفعالية، وبالتالي يتوجب على مالكي الشركة دعم تنفيذ هذه الاستراتيجية ولو كانت عوائدها الايجابية ليست فورية أو على المدى القصير بل تتطلب وقتاً ربما يستغرق عدة سنوات لتحقيقها (Linton & Kask, 2017,p.173).

2-2-1-3- طرائق تحديد استراتيجية الأعمال للشركة حسب نموذج استراتيجيات المنافسة لبورتر:

يمكن تحديد الطرائق الآتية:

1. استراتيجية قيادة التكلفة (Cost Leadership Strategy):

الشركة التي تتبع استراتيجية قيادة التكلفة تتسم بما يلي(R. Banker et al., 2014,p.876):

- التركيز على خفض التكاليف في جميع مراحل العمليات من الإنتاج إلى التسويق والتوزيع.

- جهود مرتفعة لتحقيق وفورات الحجم واقتصاديات النطاق الواسع.
- اهتمام بالكفاءة وتبسيط العمليات للحد من التكاليف.

ولربط هذه المؤشرات بالقوائم المالية للشركات لتحديد استراتيجيتها التنافسية بشكل أكثر دقة يتم حساب ما يلي:

1. نسبة التكاليف إلى الإيرادات:

وفقاً لـ(R. D. Banker et al., 2013,p.121)، تميل الشركات التي تتبع استراتيجية قيادة التكلفة إلى الحفاظ على نسبة تكاليف إلى إيرادات منخفضة نسبياً مقارنة بمنافسيها في نفس الصناعة. وهذا يشير إلى تركيزها على تحقيق الكفاءة وخفض التكاليف.

2. رأس المال العامل:

يشير(Horngren et al., 2015,p.326)، إلى أن الشركات التي تتبع استراتيجية قيادة التكلفة غالباً ما تسعى إلى الحفاظ على مستويات منخفضة نسبياً من رأس المال العامل، وذلك من خلال إدارة فعالة للمخزون والذمم المدينة، مما يساعد على تقليل التكاليف.

3. الاستثمارات الرأسمالية:

وفقاً لـ(Heizer et al., 2017,p.256)، تميل الشركات التي تتبع استراتيجية قيادة التكلفة إلى الحد من الاستثمارات الرأسمالية الكبيرة، وبدلاً من ذلك تركز على الاستفادة القصوى من الموجودات الحالية والتحسينات التدريجية للعمليات لتقليل التكاليف.

2. استراتيجية التمايز (Differentiation Strategy):

الشركات التي تتبع استراتيجية التمايز تتسم بما يلي(Cattani et al., 2017,p.28):

- التركيز على تقديم منتجات/خدمات فريدة ومتميزة.
- جهود كبيره في الابتكار والبحث والتطوير لإضافة ميزات جديدة.
- استراتيجية تسويقية تروج لمزايا فريدة.
- تركيزها على بناء الولاء للعلامة التجارية والصورة الذهنية لدى العملاء.

ولربط هذه السمات بالقوائم المالية للشركات لتحديد استراتيجيتها التنافسية بشكل أكثر دقة يتم حساب ما يلي:

1. نسبة مصاريف البحث والتطوير إلى المبيعات المرتفعة نسبياً والتي تعتبر مؤشراً على استراتيجية التمايز، والتي تتفق مع نظرية استراتيجيات التنافس لـــــ مايكل بورتر (Porter, 1980) حول استراتيجية التمايز. كما أشار (Baysinger & Hoskisson, 1989,p.327) إلى أن الشركات ذات الاستثمارات العالية في البحث والتطوير تميل إلى تبني استراتيجيات تنافسية تركز على الابتكار والتمايز.

2. نسبة مصاريف التسويق والترويج إلى المبيعات المرتفعة نسبياً تتماشى مع استراتيجية بناء العلامة التجارية والتمايز، كما أشار (Smith, 1992,p.126) إلى أن الاستثمار في التسويق والترويج يعزز الوعي بالعلامة التجارية وقيمتها، مما يدعم استراتيجية التمايز.

3. هامش ربح إجمالي مرتفع نسبياً يعكس القدرة على فرض أسعار أعلى للمنتجات/الخدمات المميزة، وهذا يتفق مع نظرية الأسعار التمييزية (Tirole, 1988,p.67) والتي تشير إلى أن الشركات ذات المنتجات المتميزة يمكنها فرض أسعار أعلى على المستهلكين الذين يقدرون هذه المزايا.

3. استراتيجيات التركيز (Focus Strategy):

لتحديد ما إذا كانت الشركة تتبع استراتيجية قيادة التكلفة المركزة أو استراتيجية التمايز المركز، كما حددها مايكل بورتر (Porter, 1980) في نظريته لاستراتيجيات التنافس، يمكن استخدام المؤشرات التالية:

1. تركز المبيعات على قطاع سوقي أو منتج محدد، وهذا يتوافق مع استراتيجية التركيز التي تستهدف قطاعاً محدداً من السوق كما أشار (Dess & Davis, 1984,p.483).

2. مصاريف تسويقية مستهدفة لخدمة القطاع المحدد بشكل أفضل، وهذا يتماشى مع نظرية التسويق المستهدف (Kotler & Armstrong, 2018,p.625) التي تشير إلى أهمية تخصيص الموارد التسويقية لاستهداف القطاعات المحددة بشكل أكثر فعالية.

3. حصة سوقية صغيرة إجمالاً، ولكن مرتفعة في قطاعها المستهدف، وهذا يتفق مع نظرية استراتيجية التركيز (Porter, 1980) التي تشير إلى أن الشركات المتبعة لهذه الاستراتيجية تحقق حصص سوقية عالية في قطاعاتها المستهدفة على الرغم من حصصها الصغيرة في السوق الإجمالية.

4. استراتيجية قيادة التكلفة/ التمايز المتكاملة (Integrated Cost Leadership/Differentiation Strategy):

إذا لم تتضح استراتيجية محددة تتبعها الشركة، فقد تكون تتبع مزيجاً متكاملاً من الاستراتيجيات. وهناك عدة مؤشرات ومقاييس محددة يمكن استخدامها من القوائم المالية للشركات، وفقاً للأبحاث والدراسات السابقة في هذا المجال:

1. مقياس الأداء التشغيلي (Operating Performance Measure):

وفقاً لدراسة(Spanos et al., 2004) ودراسة (Ongkodjojo & Juniarti, 2023)، تم استخدام هذا المقياس لتحديد الاستراتيجية المتكاملة، حيث يتم حساب نسبة (الربح التشغيلي / المبيعات). وتشير النسبة المرتفعة إلى أن الشركة تحقق أرباحاً عالية وفي الوقت نفسه لديها تكاليف تشغيلية منخفضة نسبياً، مما يدل على تبنيها لاستراتيجية متكاملة للتكلفة المنخفضة والتمايز.

2. مقياس الاستغلال الفائق (Excessive Exploitation Measure):

في دراسة (Palepu, 1985,p.246)، اقترح الباحث حساب هذا المقياس كنسبة (التدفقات النقدية التشغيلية / إجمالي الأصول). حيث تشير النسبة المرتفعة إلى استغلال فائق للموارد، مما يعني تحقيق التكلفة المنخفضة والتمايز معاً.

3. مقياس الاستثمار الاستراتيجي (Strategic Investment Measure):

في دراسة (Ittner et al., 2003,p.726)، تم اقتراح قياس نسبة ((الإنفاق على البحث والتطوير + الاستثمارات الرأسمالية) / إجمالي الأصول). حيث تشير النسبة المرتفعة إلى استثمارات كبيرة في التمايز والتكلفة المنخفضة معاً.

يجب ملاحظة أن هذه المقاييس يجب استخدامها بالتزامن مع تحليلات أخرى للشركة، ومقارنتها بالمنافسين والمعايير الصناعية للحصول على تفسير دقيق للاستراتيجية التنافسية التي تتبعها.

2-2-1-4- الرافعة المالية واستراتيجية الأعمال وأداء الشركة

تُعتبر استراتيجية الأعمال من العناصر البالغة الأهمية والضرورية لكل عمل تجاري فعال، ويمكن للشركة تعزيز قيمتها والمنافسة في السوق من خلال اتباع استراتيجية تنافسية مناسبة للأعمال. قدم(Porter, 1980) إضافة قيّمة في أدبيات الإدارة الاستراتيجية بطرحه للاستراتيجيات الأعمال العامة. ووفقاً لتصنيفه، يمكن للشركة تحقيق أداء أفضل إما من خلال اتباع استراتيجية قيادة التكلفة أو استراتيجية تمايز المنتج او استراتيجيات التركيز. بالإضافة إلى ذلك، اقترح أيضاً أن الشركة تصبح عالقة في المنتصف وتواجه أداءً مالياً ضعيفاً إذا حاولت تبني كلتا الاستراتيجيتين في وقت واحد أو إذا فشلت في تبني وتنفيذ استراتيجية واحدة. وفي وقت لاحق، بحث العديد من الباحثين دور استراتيجيات الأعمال في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء.

حيث جمع (Chathoth & Olsen, 2007,p.509) بيانات 48 مطعماً أمريكياً للفترة من 1995 إلى 2000 لتحليل تأثير هيكل رأس المال واستراتيجية الأعمال والمخاطر البيئية على الأداء المالي، مستخدما نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول في حساب الرافعة المالية وتم اختيار العائد على حقوق الملكية لحساب أداء الشركة. وأظهرت النتائج أن الرافعة المالية والاستراتيجية ومخاطر الأعمال تؤثر بشكل كبير على أداء الشركات. وباستخدام بيانات 124 شركة مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة 2008-2012. درس (Rahimi, 2016) تأثير استراتيجيات الأعمال على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة طهران. تم تقسيم الشركات إلى مجموعتين وفقاً لاستراتيجية أعمالها -قيادة التكلفة أو استراتيجية تمايز المنتجات - توصلت الدراسة إلى أن استراتيجيات الأعمال تؤثر على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي. مما يعني أن قرارات الرافعة المالية يجب أن تتماشى مع استراتيجية أعمال الشركة لتحقيق أفضل أداء مالي.

وبيّن (O'Brien, 2003) و(Jermias, 2008) أن تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركة قد يعتمد على استراتيجية الأعمال التي تتبعها شركات الأعمال. على سبيل المثال، لم يستكشف (O'Brien, 2003)

العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة فحسب، بل بحث أيضاً الدور المعدل لاستراتيجية تمايز المنتج للعلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات. تم جمع البيانات من 16,358 شركة للفترة من 1980 إلى 1999. أوضحت النتائج أن استراتيجية تمايز المنتج تعدل بشكل سلبي العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة.

و باستخدام البيانات المالية لـ 176 شركة صناعية أمريكية مدرجة، درس(Jermias, 2008) تجريبياً الدور المعدل لاستراتيجية الأعمال للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة. حيث قسم استراتيجية الأعمال إلى استراتيجية قيادة التكلفة واستراتيجية تمايز المنتج، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الرافعة المالية تؤثر سلباً على أداء الشركات. بالإضافة إلى ذلك، أكدت النتائج أيضاً الدور المعدل لاستراتيجية الأعمال للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء، حيث إن العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة أكثر سلبية في الشركات التي تتبع استراتيجية تمايز المنتج مقارنة باستراتيجية قيادة التكلفة. وأضاف أن التمويل بالديون لم يكن مناسباً لمتميزي المنتجات لأن هذه الشركات تنفق المزيد في أنشطة البحث والتطوير وتتورط في مشاريع استثمارية خطرة، لذلك تمنعها القيود المرتبطة بالتمويل بالديون من تمييز منتجاتها. واقترحت النتائج أيضاً أن التمويل بالديون مفيد لشركات قيادة التكلفة بسبب دور المقرضين الرقابي، الذي يتماشى مع مصالح المساهمين ومديري الشركات.

وباستخدام بيانات 333 شركة غير مالية مدرجة في باكستان على مدى فترة ثماني سنوات (2006-2013) درس (Ahmed, 2017) أولاً، العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات غير المالية في باكستان. ثانياً، اختبر الدور المعدل لاستراتيجية الأعمال للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة. تم تقسيم استراتيجية الأعمال إلى أربع استراتيجيات وأظهرت نتائج الدراسة أن هيكل رأس المال يؤثر سلباً ومعنوياً على المقاييس المحاسبية للأداء. أظهرت نتائج التحليل أن استراتيجية قيادة التكلفة تقوي العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة. وهذا يعني أن التمويل بالدين مجدٍ مالياً للشركات المتبعة لاستراتيجية قيادة التكلفة. بالإضافة إلى ذلك، بينت النتائج أنه عندما تحاول الشركات الحفاظ على نسبة دين عالية مع اتباع استراتيجية تمايز المنتجات أو الاستراتيجية الهجينة، فإنها تتعرض لانخفاض في أداء بشكل كبير. علاوة على ذلك، أظهرت النتائج أن التمويل بالدين يضر أيضاً أداء الشركات التي لم تتبع أي من استراتيجيات الأعمال.

وعلى حد علم الباحث، أفادت الأدبيات الحالية فقط بثلاث دراسات استخدمت استراتيجية الأعمال كمتغير معدل للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات، حيث نظر (O'Brien, 2003) في نوع واحد فقط من استراتيجيات أعمال بورتر، بينما اختار (Jermias, 2008) فئتين من استراتيجية الأعمال كمتغير معدل وأجرى البحث في الولايات المتحدة. ودرس (Ahmed, 2017) جميع استراتيجية الأعمال، أي استراتيجية قيادة التكلفة، واستراتيجية تمايز المنتج، والاستراتيجية الهجينة، والاستراتيجية غير الواضحة (العالقة في المنتصف) للشركات كمتغير معدل للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء.

خاتمة:

من خلال ما سبق، تم دراسة مختلف استراتيجيات الأعمال وكيفية تطبيقها بشكل فعال. سواء كانت استراتيجية قيادة التكلفة أو التمايز أو التركيز، فإن اختيار الاستراتيجية المناسبة يعتمد على عوامل عديدة مثل طبيعة الصناعة، الموارد المتاحة، والميزة التنافسية للشركة.

ومع ذلك، من المهم أن ندرك أن وضع استراتيجية ليس كافياً بحد ذاته. يجب على الشركات أيضاً التنفيذ الفعال لهذه الاستراتيجية من خلال تخصيص الموارد بشكل ملائم، والتواصل الجيد مع جميع أصحاب المصلحة، وتعديل الاستراتيجية حسب تغير الظروف السوقية.

ثانياً: حدة المنافسة (Competitive Intensity)

مقدمة:

أصبحت حدة المنافسة ظاهرة بارزة في مختلف القطاعات الاقتصادية والتجارية والصناعية. فالعديد من الشركات والمؤسسات أصبحت تواجه ضغوطاً كبيرة نتيجة زيادة عدد المتنافسين وتطور استراتيجياتهم التنافسية. وقد شهدت السنوات الأخيرة حالة من التطور السريع في مجال التكنولوجيا، مما زاد من تعقيد بيئة الأعمال وصعوباتها. كما أدّت ظاهرة العولمة إلى زيادة عدد المنتجات والخدمات الأجنبية المتاحة في الأسواق ودخول العديد من الشركات متعددة الجنسيات إلى سوق العديد من الدول. ونتج عن ذلك ارتفاع مستوى المنافسة بطرائق لم تكن مألوفة من قبل.

كل هذه العوامل أثرت على قدرة الشركات والمؤسسات على البقاء والنمو. لذلك أصبح من الضروري الاهتمام بتطوير الاستراتيجيات التنافسية وتحسين الإنتاجية والابتكار، لتعزيز قدرتها على مواجهة تحديات المنافسة الحادة في عالم الأعمال المعاصر.

2-2-2-1-مفهوم حدة المنافسة (Competitive Intensity)

تعد حدة المنافسة، انعكاساً متكاملاً للتهديد العام الذي تشكله التكنولوجيا وظروف السوق، فضلاً عن المنتجات البديلة والمكملة والموردين والشركات التي من المرجح أن تصل إلى السوق (Porter, 1985, p. 5).

ويشير مصطلح حدة المنافسة إلى الضغط الذي تمارسه الشركات على بعضها البعض من أجل الحد من الأرباح أو الحصص السوقية للمنافسين داخل الصناعة نفسها، ويمكن القول إن حدة المنافسة هي العامل الأساسي في تحديد ربحية وجاذبية أي صناعة(Emirhan Kula, 2023, p. 61).

كما وتُعتبر حدة المنافسة في السوق مؤشراً على مدى التنافس بين الشركات التي تستهدف نفس القطاع أو تنتج منتجات متشابهة. فكلما زاد عدد الشركات في قطاع ما، زادت حدة المنافسة. ويُعد مستوى المنافسة بين الشركات

القائمة في الصناعة المحدد الرئيسي لربحيها في معظم الأحيان. وتتسم بعض الصناعات بمنافسة شديدة للغاية بحيث تنخفض الأسعار إلى ما دون التكلفة، مما يتسبب في خسائر على مستوى الصناعة. وفي صناعات أخرى، تكون المنافسة أقل حدة والمنافسة السعرية ضعيفة (علي, 2022,ص.100).

وتعتبر بعض مستويات المنافسة صحية لأنها تعمل كدافع للابتكار داخل المؤسسات حيث يشكل التنافس ضمن الصناعة أو القطاع حافزا ودافعاً للشركات لتقديم أفضل ما لديها في وجه منافسيها وهو ما يبقيها واقفة على قدميها وقادرة على الاستمرار والبقاء (ياسين, 2017,ص.201).

2-2-2-2- أبعاد حدة المنافسة في الصناعة

تواجه الشركات في الكثير من القطاعات تحديات كبيرة بسبب حدة المنافسة المتزايدة، سواء من منافسيها الحاليين أو الوافدين الجدد المحتملين. ويُمثل تحليل مستوى وأبعاد هذه المنافسة أمراً أساسياً لوضع الاستراتيجيات التنافسية الفعالة. حيث تحدد حدة المنافسة درجة شراسة المنافسة في أي سوق أو صناعة من خلال الأبعاد التالية (Adler, 2022; Dess et al., 2021; Pindelski, 2015; Porter, 1998, 1998):

2-2-2-2-1-عدد المنافسين وتركز السوق

يؤثر عدد المنافسين ومستوى تركز السوق بشكل كبير على درجة حدة المنافسة. فكلما ارتفع عدد الشركات المتنافسة التي تقدم منتجات وخدمات متشابهة، زادت حدة المنافسة بينها في محاولة لاقتناص حصص سوقية. من ناحية أخرى، تنخفض حدة المنافسة في الصناعات التي يهيمن عليها عدد قليل جداً من الشركات، أو حتى شركة واحدة مسيطرة. لذا، يُعد مستوى تركّز القوى السوقية من المحددات الجوهرية لشدة التنافس بين تلك القوى داخل الصناعة.

2-2-2-2-2- معدل نمو الصناعة /السوق

يُعتبر معدل نمو الصناعة أو السوق من المحددات الهامة لحدة المنافسة فيها. ففي الصناعات سريعة النمو، غالباً ما تكون المنافسة أقل حدة، نظراً لتوفر فرص نمو جديدة يمكن للشركات اقتناصها واستقطاب عملاء إضافيين من خلالها. أما الصناعات بطيئة النمو أو المستقرة، فغالباً ما تشهد منافسة أكثر حدة، حيث تتنافس الشركات بشراسة على الحصة السوقية في ظل محدودية النمو والانتشار الواسع للمنتجات.

2-2-2-2-3-حواجز دخول/خروج الشركات من/إلى الصناعة

لكل صناعة حواجز دخول/خروج منها/إليها، وذلك بالشكل الآتي:

2-2-2-2-3-1-حواجز دخول الوافدون الجدد

يمثل هؤلاء الوافدون أي الشركات الجديدة في قطاع معين تهديداً للشركات المتواجدة مسبقاً بالقطاع. فكلما زاد عدد الشركات زادت حدة المنافسة وقلت أرباح كل واحدة منها بنسبة ما لصالح الأخرى. وبشكل عام تكون الصناعات أكثر جاذبية عندما يكون خطر الدخول إليها منخفضاً والعكس صحيح. ويوجد عدد من التقنيات التي تمكن الشركات التي تعمل في صناعة ما من الحفاظ على انخفاض عدد الوافدين الجدد إليها. يشار إلى هذه التقنيات على أنها حواجز أمام الدخول. وفيما يلي توضيح مختصر لأهم هذه التقنيات أو الحواجز:

1- اقتصاديات الحجم:

يصعب على الشركات الجديدة الدخول إلى الصناعات التي تتميز باقتصاديات الحجم الكبيرة ما لم تكن على استعداد لقبول عدم امتلاك ميزة انخفاض التكلفة.

2-تمايز المنتجات:

يصعب اقتحام صناعات مثل صناعة المشروبات الغازية التي تتميز بها الشركات ذات العلامات التجارية القوية دون الإنفاق بشكل كبير على الإعلانات. يعد ابتكار المنتجات طريقة أخرى يمكن للشركة من خلالها تمييز منتجها أو خدمتها عن عروض المنافسين.

3- متطلبات رأس المال:

تعد تكلفة رأس المال المرتفعة للدخول إلى صناعة ما عائقاً أمام الدخول الى هذه الصناعة كصناعة السيارات التي تتميز بمتطلبات رأس مال كبيرة.

4- مزايا التكلفة غير المرتبطة بالحجم:

تتعلق هذه المزايا بشكل كبير بتاريخ الشركة فعلى سبيل المثال قد يكون المنافسون الحاليون في صناعة ما قد اشتروا أرضاً ومعدات في الماضي بتكلفة أقل بكثير مما يتعين على الوافدين الجدد دفعه لشراء نفس الأصول في وقت دخولهم.

5- الوصول إلى قنوات التوزيع:

يصعب غالباً اختراق قنوات التوزيع وبشكل خاص في الأسواق التنافسية، مثل سوق المتاجر الصغيرة.

6- الحواجز الحكومية والقانونية:

في الصناعات كثيفة المعرفة، مثل التكنولوجيا الحيوية والبرمجيات، تشكل براءات الاختراع والعلامات التجارية وحقوق التأليف والنشر حواجز رئيسة أمام الدخول. كما تتطلب صناعات أخرى، مثل المصارف والإذاعة، منح تراخيص من قبل سلطات الدولة.

2-2-2-2-3-2-: حواجز الخروج من الصناعة

تتمثل في تلك العوامل الاقتصـــادية والاســـتراتيجية التي تبقي أو تأخر خروج المؤســـســـة من القطاع، بالرغم من ضـعف أو سلبية مردودية الاستثمارات، فإذا كانت معوقات الخروج عالية فهذا يعني إنَّ الشَّركات تصـبح مجبرة للبقاء في صناعات غير مربحة والتي يكون فيها الطلب الكلي ثابتاً أو منحدرا، وتتمثل معوقات الخروج في عدّة أبعاد وهي:

1. الأصول المتخصصة والتكاليف الثابتة العالية للخروج من الصناعة:

كالاســـتثمار في أصـــول أو معدات ذات اســـتعمال واحد تتميز بعدم امكانية بيعها، وإذا ما رغبت الشـــركة بالخروج من الصناعة عليها شطب قيمة هذه الأصول.

2. القيود الحكومية والاجتماعية: تجسدها عمليات المنع أو الحث التي تفرضـها الحكومة على الشركات للحفاظ على بقائها في سوق العمل أو تأخير أو إلغاء قرار انسحابها.
3. الاعتماد الاقتصادي على المنتج المعروض من قبل العديد من الشركات: أي أن يكون منتج الشركة هو أحد أهم مدخلات صناعة معينه.
4. الحواجز النفسية: فقد يماطل المديرون في اتخاذ قرار الانسحاب، لشعورهم بالمسؤولية تجاه العملاء، أو خوفاً على مسارهم المهني.
5. الاعتبارات الإســتراتيجية: كالعلاقات الإســتراتيجية بين شــركات تنتمي إلى نفس الشــركة الأم، وبالتالي فإن انسـحاب أي من هذه الشـركات قد يؤثر على صـورة المؤسـسـة الأم وقدرتها التسـويقية وكذلك سـمعتها في السوق المالي. وهنا قد تفضل المؤسسة الأم بقاءها وتأخير خروجها.

ويمكن القول بأن حدَّة المنافســة في الصــناعة ســتزداد إذا لم يكن بقدرة المنظمة الخروج من الســوق دون تحمل خسائر كبيرة، وذلك بسبب تخصص الأصول بصناعة معينه بحيث لا يمكن تحويلها لاستخدامات أخرى، ممَّا يجبر

المنافسين على عدم الخروج من السوق واستخدام كافة الأساليب التنافسية للاستمرار والبقاء فيه(ياسين, 2017,ص.204).

2-2-2-2-4-درجة تمايز المنتجات

يُعد مستوى تمايز المنتجات من العوامل المؤثرة على درجة حدة المنافسة في السوق. فكلما قلت درجة تمايز منتجات الشركات المتنافسة، زادت حدة المنافسة بينها لأنها متطابقة ومتشابهة في منتجاتها وعروضها للعملاء. ومن ناحية أخرى، وجود منتجات فريدة ومبتكرة وذات تمايز عالٍ، يقلل من حدة المنافسة؛ نظراً لصعوبة تقليدها أو الاستغناء عنها من قبل المستهلكين.

2-2-2-2-5-تكاليف التحوّل /الانتقال

تؤثر تكاليف تحول العملاء وانتقالهم بين مختلف الموردين والمنتجات على مستوى المنافسة في السوق بشكل كبير. فكلما انخفضت تلك التكاليف، أصبح من السهل على العملاء التحول بين البدائل المتاحة وزادت حدّة المنافسة بين الشركات لاستقطابهم والاحتفاظ بهم.

أما عند ارتفاع تكاليف التحول نتيجة استثمار العملاء في تعلّم واستخدام منتج ما، فإن ذلك يحد من قدرتهم ورغبتهم في التحول إلى بدائل أخرى، مما يخفف من حدة المنافسة. وتميل الأسواق الاستهلاكية الشائعة إلى انخفاض تكاليف التحول وبالتالي زيادة حدة التنافس(علي, 2022,ص.102).

2-2-2-3- مقاييس حدة المنافسة

يمكن تصنيف الطرائق الشائعة لقياس حدَّة المنافسة إلى ثلاث مجموعات رئيسيه (Bascunana-Ambros, 2021; Kozminski University & Kwieciński, 2017):

أولاً: المقاييس الهيكلية

والتي تنقسم الى:

1. المقاييس الهيكلية الساكنة:

المقاييس الهيكلية للمنافسة (Structural Measures) هي المقاييس التي تركز على عناصر الهيكل السوقي وخصائصه. وترتبط هذه المقاييس بمفهوم المنافسة الساكنة، حيث تصف الوضع الراهن لهيكل وخصائص السوق في لحظة معينة من الزمن دون النظر للتغيرات الديناميكية التي تصف الظروف والبيئة التي تحدث فيها تلك المنافسة.

وتشمل:

- ✓ مقاييس التركز والتي تتضمن:

1. القياسات القائمة على مؤشر (the Herfindahl–Hirschman):

ويقيس هذا المؤشر تركز السوق من خلال حساب مجموع مربعات حصص السوق لجميع الشركات المنافسة في ذلك السوق (Herfindahl, 1950).

$$\textbf{Herfindahl} - \textbf{Hirschman Index} = \textbf{HHI} = \sum_{i=1}^{N} S_i^2$$

ويتراوح المؤشر بين الصفر (في حالة المنافسة التامة) و10,000 (في حال الاحتكار). وكلما ارتفع المؤشر كلما دل ذلك على ارتفاع تركز السوق وانخفاض المنافسة.

وتفسير النتيجة كالتالي:

- إذا كان المؤشر أقل من 1500 نقطة، فهذا يشير إلى سوق تنافسي.
- بين 1500–2500 نقطة يشير إلى سوق معتدل التركز.

- أكثر من 2500 نقطة فالسوق مركّز جداً.

وكلما ارتفعت النقاط، كلما زاد تركز السوق في أيدي عدد قليل من الشركات الكبرى مما يشير لانخفاض حدَّة المنافسة(Ahmed, 2017; Fosu, 2013; Jermias, 2008).

لذا فإن هذا المقياس يُستخدم على نطاق واسع كمؤشر تقريبي لحدَّة المنافسة في الأسواق.

2. نسبة التركز (CR):

تستخدم لتقييم مدى سيطرة أو هيمنة عدد محدد من الشركات على سوق معين وذلك من خلال قياس الحصة السوقية الاجمالية لهذه الشركات. عادة ما يتم حساب نسب التركز لأكبر أربع شركات C4 أو لأكبر ثماني شركات C8. وتحسب هذه النسبة بقسمة مجموع مبيعات هذه الشركات على إجمالي مبيعات السوق. وتتراوح هذه النسبة بين 0٪ (في حال وجود عدد لانهائي من الشركات ذات الحجم المتساوي) و100٪ (إذا احتكرت الشركات الأكبر السوق بالكامل). أي مع انخفاض نسبة التركز تزداد حدَّة المنافسة.

وأحد أهم عيوب نسب التركز أنها تركز فقط على أكبر أربع أو ثماني شركات دون الأخذ بالحسبان الشركات الأصغر حجماً. (Naldi & Flamini, 2014, pp. 4–5).

- ✓ **مقاييس حواجز الدخول**(Bascunana-Ambros, 2021,p.10):

تمثل شروط الدخول والخروج من السوق أحد عناصر هيكلية السوق. حيث تشير نظرية المنافسة الى أن الشركات تتصرف بشكل تنافسي في غياب الحواجز أمام الدخول والخروج من السوق.

والمقاييس الأكثر استخدام لقياس حواجز الدخول إلى السوق هي:

1. التكاليف الثابتة الغارقة (Sunk Costs): وهي التكاليف التي يتحملها الداخل المحتمل قبل دخوله السوق والتي لا يمكن استردادها عند الخروج من السوق مثل تكاليف البحث والتطوير ورأس المال الثابت. وكلما زادت هذه التكاليف زادت الحواجز أمام دخول منافسين جدد (Heflebower, 1957,p.369).

ومع وجود التكاليف الغارقة، ستدخل الشركات السوق طالما كان سعر بيع منتجاتها كافياً لتغطية هذ التكاليف. وتقاس هذه التكاليف الغارقة من خلال:

- نسبة الإعلان إلى المبيعات: تقيس مستوى الإعلان الذي يجب على الوافد الجديد دفعه ليتمكن من الدخول للسوق بشكل فعال. ولهذه النسبة علاقة وثيقة بحدة المنافسة في السوق حيث تشير النفقات الترويجية المرتفعة إلى منافسة قوية وحادة بين الشركات لاستقطاب المستهلكين وزيادة حصتها السوقية (Bresnahan, 1992,p.147).
- نسبة نفقات البحث والتطوير إلى المبيعات: تقيس حاجز الدخول الناتج عن التكاليف الغارقة للبحث والتطوير. وتتوافق المستويات العالية من هذه النسبة مع المنافسة النشطة في السوق، وبالتالي قد تشير إلى منافسة قوية، ما لم يكن سبب ارتفاع نفقات البحث والتطوير يعود لامتلاك الشركة لحصص سوقية كبيرة أصلاً وليس بالضرورة بسبب منافسة شرسة (Sutton, 1999,p.91).
- القيمة الدفترية الإجمالية للأصول القابلة للاستهلاك إلى المبيعات: تعتبر أحد المقاييس المستخدمة لقياس التكاليف الغارقة (Sunk Costs) للدخول إلى سوق ما، إذ تشمل الأصول القابلة للاستهلاك كالآلات والمعدات وأصول رأس المال الثابت الأخرى اللازمة لبدء الإنتاج والتشغيل في السوق. هذه الأصول ذات تكلفة عالية وغير قابلة للاسترداد بالكامل إذا ما قررت الشركة الخروج من السوق، لذلك تعتبر تكاليف غارقة. وإن زيادة القيمة الدفترية لهذه الأصول مقسومة على المبيعات يعني زيادة التكاليف الغارقة، وبالتالي وجود حاجز أمام دخول منافسين جدد (Bresnahan, 1992,p.150).

2. وفورات الحجم (Economies of Scale):

تمثل انخفاضـــاً في التكلفة الحدية للإنتاج التي تتحقق كلما زاد حجم الانتاج. وبافتراض ثبات باقي العوامل، فإن الشركات ستكون أكثر احتمالاً لدخول السوق إذا استطاعت تحقيق وفورات الحجم بنفس درجة الشركات الموجودة حالياً في السوق.

وأحد المقاييس المستخدمة على نطاق واسع لقياس وفورات الحجم هي نسبة التكلفة السلبية (Cost Disadvantage Ratio) والتي تُحسب على النحو التالي (Porter, 1985):

القيمة المضافة لكل عامل في أصغر المصانع (التي تمثل 50% من إجمالي الإنتاج في السوق) / القيمة المضافة لكل عامل في أكبر المصانع (التي تمثل 50% من إجمالي الإنتاج في السوق)

هذا المؤشر يجب أن يكون أقل أو يساوي 1 عند وجود وفورات الحجم. وكلما قل المؤشر، زادت اقتصاديات الحجم، حيث أن العمال في المصانع الصغيرة ينتجون إنتاجاً أقل وبالتالي يضيفون قيمة أقل من العمال في المصانع الكبيرة.

أحد أهم محددات هذا المقياس هو عدم توفر بيانات عن المصانع، إضافة إلى أن هذا المقياس قد يقودنا الى نتائج غير موثوقة إذا كانت القيمة المضافة للشركات الكبيرة سالبة، بينما القيمة المضافة للشركات الصغيرة موجبة. في هذه الحالة، سيشير هذا المقياس خطأ إلى عدم تنافسية تلك الصناعات.

3. الحواجز التنظيمية (**Regulatory Barriers**): مثل التراخيص والموافقات الحكومية اللازمة لدخول بعض الصناعات، بالإضافة للمعايير واللوائح التي تفرضها بعض الهيئات التنظيمية.

وأبرز مقاييس الحواجز التنظيمية التي غالباً ما تستخدم في دراسة السوق وتحليل هيكله ومستوى المنافسة فيه هي:

1. مؤشـــر منظمـة التعـاون الاقتصـــادي والتـنمـية لـتـنـظـيـم ســـوق المـنـتـجـات (OECD Indicator of Product Market Regulation) الذي يقيس الحواجز التنظيمية في مجالات

السـيطرة على الأسـعار والحواجز الإدارية أمام دخول منافسـين جدد إضـافة إلى القيود على التجارة والاستثمار(Spence, 1983,p.986):

ويشـمل مؤشـر تنظيم سـوق المنتجات (PMR) نوعين من المقاييس وهما المؤشـر الشـامل والمؤشـرات القطاعية (Bascunana-Ambros, 2021,p.15):

والمؤشـر الشـامل (Overall PMR indicator) عبارة عن متوسـط مرجح لمؤشـرين فرعيين يقيسـان القيود التنظيمية، الأول وهو مؤشـر مشـاركة الدولة (State Control) ويقيس مدى تدخل وسـيطرة الدولة والحكومة على النشاط الاقتصادي، أما الثاني فهو مؤشر الحواجز أمام المنافسة (Barriers to Trade and Investment) والذي يقيس القيود المفروضة على دخول وتوسع الشركات المحلية والأجنبية.

وبالتالي فالمؤشر الشامل يوفر مقياساً كمياً عاماً وشاملاً للمناخ التنظيمي في الاقتصاد ككل عبر القطاعات المختلفة. ويتم قياسه باستخدام بيانات كمية ونوعية مجمعة يمكن الحصول عليها من خلال استبيان يتم توزيعه على حكومات وخبراء الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وأيضاً البيانات الكمية الموجودة في قواعد بيانات هذه المنظمة مثل قاعدة بيانات التجارة والاستثمار. إضافة الى تحليل اللوائح والقوانين ذات العلاقة بالقطاعات الاقتصادية المختلفة لتقييم مدى وجود قيود تنافسية.

وبعد أن يتم جمع البيانات يتم معالجتها وترجيحها في مؤشر رقمي واحد يتراوح ما بين 0 إلى 6 حيث الـ 0 يمثل أقل قدر من التنظيم وأعلى مستوى منافسة، بينما الـ 6 يمثل أعلى مستوى من التنظيم وأقل منافسة. لذلك، كلما ارتفعت درجة هذا المؤشـر لبلد ما، كلما دل ذلك على وجود قيود تنظيمية أكبر تحد من المنافسـة الحرة في سـوق المنتجات. وتتمثل إحدى القيود الرئيسـية لهذا المؤشـر، في أنه لا يأخذ في الاعتبار ما إذا كانت هذه اللوائح والقيود التنظيمية مُطبَّقة عملياً أم لا. فقد توجد لوائح على الورق، ولكن لا يتم تطبيقها أو إنفاذها، وهو ما قد يغير الصـورة الحقيقية لمستوى المنافسة.

أي يوفر المؤشـر قياسـاً كمياً لدرجة القيود التنظيمية التي تواجه حرية المنافسـة في سـوق السـلع والخدمات على مستوى الاقتصاد الكلي لكل دولة.

- مؤشرات قطاعية (Sectoral PMR indicators)

وتركز هذه المؤشرات على قياس الحواجز التنظيمية الخاصة ببعض القطاعات مثل الطاقة والنقل والاتصالات.

2. مؤشـــر منظمـة التعـاون الاقتصـــادي والتنميـة لقيود التجـارة في الخـدمـات (STRI) ,.Autor et al) (2020,p.659: يقيس الحواجز أمـام التجـارة العـالميـة في 22 قطـاع خـدمـات. حيـث يمكن أن تفرض الحكومات إجراءات إدارية معقدة أمام دخول منافسين جدد وتتمثل هذه الإجراءات في:

- الحاجة للحصول على عدد كبير من الموافقات والتصاريح من جهات حكومية متعددة.
- وجود رسوم مرتفعة للتراخيص وتكاليف أخرى.
- طول وتعقيد إجراءات التقديم والموافقة التي قد تستغرق شهوراً أو سنوات.

هذه الإجراءات تشـكل عبئاً إدارياً ومالياً ثقيلاً على الشـركات الجديدة التي ترغب بالدخول إلى السـوق، مما يحد من دخول منافسين جدد.

3. مؤشـر ممارسـة أنشـطة الأعمال التابع للبنك الدولي: يغطي هذا المؤشـر 12 مجالاً تنظيمياً مختلفاً من شـأنها التأثير على سـهولة ممارسـة الأعمال بالنسـبة للشـركات المحلية الصـغيرة في بلد ما والمتمثلة فيما يلي (Loecker & Eeckhout, 2018,p.9):

بدء النشاط التجاري، التراخيص والتصاريح، الحصول على الكهرباء، تسجيل الملكية، الحصول على الائتمان، حماية المستثمرين الأقلية، دفع الضرائب، التجارة عبر الحدود، إنفاذ العقود، تسوية حالات الإعسار، توظيف العمال والالتزام باللوائح التنظيمية.

ويغطي كل مجال من هذه المجالات الجوانب التنظيمية والإجرائية المتعلقة به والتي من شـــأنها التأثير على سهولة ممارسة الأعمال بالنسبة للشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم. ويستخدم المؤشر هذه المجالات لتقييم ومقارنة بيئة الأعمال بين الاقتصادات المختلفة حول العالم.

وإحدى الافتراضـات الرئيسـية لهذا المؤشـر في أن رواد الأعمال والشـركات على دراية ويمتثلون تماماً لكافة القوانين واللوائح ذات العلاقة. لكن في الواقع، قد لا تكون هذه الافتراضـــات صـــحيحة دائماً، حيث أن بعض رواد الأعمال قد يجهلون بعض القوانين أو الإجراءات اللازمة لممارســـة نشـــاط ما. كما أن الالتزام بالقوانين قد لا يكون كاملاً في بعض الأحيان. وبالتالي، يجب مراعاة هذه النقطة عند تفسـير نتائج المؤشـر، حيث أن الصـورة العملية قد تختلف قليلاً عن الافتراضـات النظرية التي يقوم عليها المؤشـر. ومع ذلك يوفر مقياساً موضـوعياً لتقييم بيئة ممارسـة الأعمال إلى حد كبير.

وبشـــكل عام، تهدف هذه المؤشـــرات إلى تحديد مجالات الإصـــلاح التنظيمي المحتملة من خلال المقارنة بين الاقتصادات والقطاعات، لكن القيد الرئيسي هو أنها لا تأخذ في الاعتبار كيفية تنفيذ القوانين واللوائح عملياً.

2. المقاييس الهيكلية الديناميكية:

هي مقاييس تستخدم لقياس ديناميكية المنافسة ومستوى التغير في سوق ما عبر الزمن من خلال (Bascunana–Ambros, 2021,p.25):

- **معدلات الدخول والخروج:**

تعتبر معدلات دخول وخروج الشركات من أكثر المقاييس الهيكلية الديناميكية استخداماً لقياس مدى تنافسية السوق. وتحسب معدلات الدخول أو الخروج بقسمة عدد الشركات الجديدة الداخلة أو الخارجة في السوق سنوياً على إجمالي عدد الشركات النشطة.

وتهدف تلك المقاييس الى قياس قدرة السوق على جذب شركات جديدة للسوق وإخراج الشركات الأقل كفاءة. إلا أن ارتفاع معدلات الدخول والخروج لا تعني بالضرورة وجود ديناميكية سوقية، خاصة عند فشل الوافدين الجدد في منافسة الشركات القديمة وخروجها من السوق بسرعة.

كما أن تلك المقاييس قد لا تعكس الديناميكية بدقة في الأسواق التي تهيمن عليها الشركات الكبرى، حيث تقتصر غالباً على قياس دخول وخروج الشركات الصغيرة (Furman & Orszag, 2015; Valletti et al., 2017).

- **متوسط عمر الشركات:**

يُعد متوسط عمر الشركات الكبيرة من المقاييس الديناميكية الأقل استخداماً، حيث يركز على مدى تغيّر تركيبة الشركات الكبيرة في السوق مع مرور الوقت مستخدماً عدد الموظفين كمقياس لتحديد حجم الشركة.

ويفترض أن الشركات تكون صغيرة عند الدخول إلى السوق، كما أن معظم الشركات المغادرة تكون صغيرة. لذلك، يقيس هذا المؤشر مدى تجدّد مجموعة الشركات الكبيرة سنوياً من خلال رصد التغيّر في متوسط أعمارها.

فإن لم يحدث أي تغيير سنوي في المتوسط، فهذا دليل على غياب الديناميكية في السوق. أما اذا كان متوسط العمر أقل من سنة واحدة، فهذا يدل على دخول شركات جديدة أو خروج شركات قديمة من مجموعة الشركات الكبرى (Bascunana-Ambros, 2021,p.36).

- **استقرار الحصة السوقية:**

يعتمد هذا المقياس على حساب متوسط التغيّر المطلق أو النسبي في الحصص السوقية للشركات من سنة لأخرى عبر فترة زمنية (مثلاً 5 سنوات). فكلما كان متوسط تقلب الحصص السوقية مرتفعاً، أي أن الشركات تكسب وتفقد حصص سوق بشكل ملحوظ سنوياً، فهذا يعكس درجة أعلى من المنافسة والتحدي بين الشركات داخل هذا السوق.

في حين أن ثبات واستقرار الحصص السوقية بنسب متقاربة بين السنوات يشير إلى هيمنة الشركات الكبيرة وغياب التحدي الفعال من قبل المتنافسين. لذا كلما زاد تقلب تلك الحصص، كان ذلك مؤشراً جيداً على وجود منافسة فعالة في السوق(De Loecker et al., 2020,p.579).

- **مقياس استقرار الترتيب:**

يعتمد هذا المقياس على تحليل مدى استقرار الشركات الرائدة والأعلى مبيعات أو إيرادات داخل السوق من سنة لأخرى. وذلك بتحديد قائمة أعلى 5 أو 10 شركات في كل سنة، ثم حساب عدد الشركات التي استمرت داخل نفس القائمة لمدة 3 أو 5 سنوات متتالية. فكلما قل عدد الشركات المستقرة في القمة، أي أن هناك شركات جديدة تنضم وأخرى تسقط من القائمة سنوياً، كان ذلك مؤشراً إيجابياً على وجود منافسة وديناميكية عالية في السوق. والعكس صحيح، فكلما ثبتت نفس الشركات في الصدارة دون تغيير، كان ذلك مؤشراً على هيمنة تلك الشركات وضعف مستوى المنافسة(De Loecker et al., 2020,p.581).

- **مقياس استقرار التركز:**

يعتمد هذا المقياس على تتبع مدى تقلب مستوى تركز السوق من سنة لأخرى عبر فترة زمنية معينة (مثلا 5 سنوات). ويتم ذلك بحساب معامل الاختلاف لمؤشر التركز المستخدم عبر تلك الفترة. كلما انخفضت قيمة معامل الاختلاف، والذي يعني انخفاض درجة التقلب في التركز، كان ذلك مؤشراً سلبياً ودليلاً على مشكلات منافسة محتملة في ظل ثبات واستقرار درجة تركز عالية. والعكس صحيح، فكلما ارتفع المعامل مما يعكس درجة أعلى من تقلب التركز، كان ذلك مؤشراً إيجابياً على ديناميكية السوق (De Loecker et al., 2020,p.586). وتعتمد هذه المقاييس على البيانات الهيكلية مثل الحصص السوقية وعدد الشركات والتي يسهل الحصول عليها من مصادر ثانوية.

ثانياً: مقاييس الأداء:

كانت المقاييس الهيكلية للمنافسة تركز على هيكل السوق من حيث عدد المنافسين وتركز السوق. أما مقاييس الأداء فتركز على الأداء التنافسي الفعلي للشركات. ومن أهم مقاييس الأداء:

1. الهوامش(mark-ups):

تقيس هوامش الربح مدى تجاوز السعر للتكلفة الحدية كمؤشر على قوة السوق. ومع زيادة المنافسة، تضطر الشركات إلى خفض هامش الربح، وقد يصل هذا الانخفاض الى حده الأقصى حيث تتساوى الأسعار مع التكاليف الحدية وذلك يكون في حالة المنافسة الكاملة. وتعني الزيادات في هامش الربح أن مؤشر ليرنر(Lerner Index) قد زاد والذي يحسب بالمعادلة التالية (Lerner, 1934,p.161):

معامل الليرنر = (سعر السوق – تكلفة الإنتاج الحدية) / سعر السوق

وتشير الزيادة في هذا المعامل الى أن القيود التنافسية المفروضة على الشركة قد ضعفت.

ولكن هوامش الربح التي تحققها الشركات قد يصعب حسابها بشكل مباشر، لأن البيانات المتعلقة بالتكاليف الهامشية ليست متاحة بسهولة وتحتاج إلى تقدير. ولذلك، اعتمدت الدراسات على نهج بديل مقترحة من قبل (De Loecker & Warzynski, 2012,p.2457). ويستند هذا النهج على افتراض أنه إذا قامت الشركات بتقليل تكاليفها، فيمكن تقدير هامش الربح من خلال استخدام المعلومات عن:

1. تكاليف أحد المدخلات كنسبة من إيرادات الشركة (حصة تكاليف المدخلات من الإيرادات).

2. مدى تأثر إنتاج الشركة بالتغيرات في كمية تلك المدخلات المستخدمة (مرونة الإنتاج تجاه المدخلات).

وبالتالي، يمكن تقدير الهوامش باستخدام هاتين القيمتين دون الحاجة إلى بيانات محاسبية مفصلة عن التكاليف والأسعار. هذه المقاربة توفر طريقة أكثر ملاءمة لتقدير القوة السوقية للشركات في ظل نقص البيانات الدقيقة.

وتعتبر هوامش الربح مقياساً مباشراً لقوة السوق، حيث توفر معلومات قيمة حول كيفية تغير المنافسة بمرور الوقت. ومع ذلك، فإن مقياس هوامش الربح يواجه قيود نظرية وعملية تتعلق بكيفية تفسير الاتجاهات والمنهجية والبيانات المستخدمة لتقدير هذه الهوامش. ومن أهم القيود المتعلقة بالمنهجية المستخدمة لتقدير هوامش الربح من البيانات المحاسبية ما يلي (Leon, 2014,p.19):

- قد يكون لاختيار المدخلات المستخدمة للتقدير تأثير على المستوى المقدر واتجاهات هوامش الربح.
- تفترض المنهجية أن أسواق المدخلات تتسم بالتنافسية الكاملة وأن الشركات لا تتمتع بأي قوة سوقية عند شراء المدخلات. ولكن إذا كان سوق مواد الخام يتسم بعدم التنافسية، فسيؤدي ذلك للمبالغة في تقدير هامش ربح الشركة.
- يتطلب تقدير مرونة الإنتاج بعض الافتراضات حول شكل دالة الإنتاج، وقد تكون النتائج حساسة لتلك الافتراضات، حيث أن افتراض دالة إنتاج خطية بدلاً من دالة إنتاج غير خطية قد يغير من نتائج تقدير مرونة المخرجات وبالتالي تقدير هامش الربح.

وقد تعكس الزيادة الملاحظة في هوامش الربح تغيرات في هيكل التكاليف أو مستوى تمايز المنتجات، وليس بالضرورة انخفاض مستوى المنافسة (Bascunana-Ambros, 2021,p.42):

أولاً- الهوامش تقاس بناءً على التكاليف المتغيرة قصيرة الأجل، بينما الشركات تحتاج لتغطية التكاليف الثابتة طويلة الأجل لاستمرار نشاطها. لذا قد ترتفع الهوامش لمواكبة التغيّر في هيكل التكاليف وليس لإنخفاض المنافسة.

ثانياً- تمايز المنتج يقلل من حساسية المستهلك للسعر، مما يتيح هوامش ربح أعلى مع زيادة رضا المستهلك. فارتفاع الهوامش قد يعكس منافسة عبر التمايز بدلاً من السعر.

ولذلك، فإن هوامش الربح لا تتزامن بالضـرورة مع زيادة الأرباح، بل قد تعكس بدلاً من ذلك التغيرات في التكنولوجيا و/أو زيادة التكاليف الثابتة.

2. الأرباح (profits):

في الأسواق التنافسية، لا تستطيع الشركات عادةً تحقيق أرباح تتجاوز المستوى الطبيعي. لذلك يشير استمرار وجود أرباح مرتفعة غير عادية لدى عدد كبير من الشركات إلى ضعف المنافسة. ومع ذلك، هناك أسباب أخرى وراء ارتفاع أرباح الشركات فقد تحقق إحدى الشركات أرباحاً أعلى من غيرها، لأنها أكثر كفاءة أو تستفيد من الابتكارات السابقة. وعلى مستوى السوق، يمكن أن تؤدي الزيادات غير المتوقعة في الطلب أو الانخفاض في التكاليف إلى ارتفاع مؤقت في الأرباح، وهذا لن يكون بالضرورة مؤشراً على ضعف المنافسة في السوق.

وبالمثل، فإن انخفاض الربحية لا يعني بالضـرورة أن هناك منافسـة حادة. فقد تواجه الشـركات منافسـة ضـئيلة أو معدومة، ولكنها تحقق ربحية منخفضـة بسـبب افتقارها إلى الكفاءة. لذا غالباً ما تركز الدراسـات على التغيرات في الربحية على مدار الوقت بدلاً من مسـتويات الربح المطلقة لتقييم المنافسـة في السـوق (Furman & Orszag, 2015,p.32).

لكن الاعتماد على الربح في تفسير حدة المنافسة يواجه بعض التحديات:

أولاً – التقلبات الاقتصادية قد تؤثر على الربحية دون أن يكون لها علاقة بالمنافسة، مثل انكماش الطلب أثناء الركود. لذا نحتاج لدراسة سلسلة زمنية طويلة لتفسير اتجاهات الربحية.

ثانياً – البيانات المحاسـبية لا تعبّر بدقة عن المفاهيم الاقتصـادية للربحية. فالمحاسـبة تهتم بقواعد محددة لحسـاب الأرباح والخسـائر، بينما الاقتصـاد ينظر للربحية بمنظور أوسـع. كما أن تغير المعايير المحاسـبية على مر الزمن يجعل المقارنة التاريخية للربحية صـعبة. إضـافة إلى ذلك، بالنسبة للشركات متعددة الجنسيات، فإن أرباحها قد تتأثر

بمستوى المنافسة في الأسواق الخارجية التي تنشط بها، مما يؤثر على قراءة مستوى المنافسة في السوق المحلية عند تحليل الربحية. (De Loecker et al., 2020, p.591)

ومن أهم مقاييس الربح المستخدمة عند تحليل المنافسة (Kozminski University & Kwieciński, 2017, p. 56):

1- مؤشر العائد على رأس المال المستثمر (ROCE) وهو من المؤشرات الشائعة لقياس ربحية الشركات، ويوضح مدى نجاح الشركة في تحقيق عائد من رأس المال المستثمر فيها. ويحسب المؤشر بقسمة الأرباح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول مخصوماً منها الالتزامات المتداولة. وكلما انخفضت الأرباح أو ارتفع رأس المال المستثمر، انخفض مؤشر ROCE مقارنةً بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC والذي يمثل المعيار المناسب لمقارنة أداء ROCE، حيث أنه يأخذ بعين الاعتبار تكلفة الحصول على مختلف مكونات رأس المال المستخدم في توليد العائد.

2- أما مؤشرات العائد على المبيعات ROS التي تقيس العلاقة بين الأرباح وحجم المبيعات، مثل:

- هامش الربح التشغيلي: الربح التشغيلي مقسوماً على إجمالي المبيعات.
- هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهتلاك: الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهتلاك مقسومة على إجمالي المبيعات.
- صافي هوامش الربح: صافي الأرباح مقسوماً على إجمالي المبيعات.

من محددات ROS أنه لا يوجد لها قيمة معيارية موحدة لتقييم مستوى الربحية كما هو الحال في ROCE. فالنسب العالية في قطاع ما قد تكون منخفضة في قطاع آخر. كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، مما قد يجعل المقارنات داخل القطاع غير دقيقة في بعض الأحيان. وبشكل عام، لا تقدم مؤشرات الربحية تقييم دقيق حول مستوى المنافسة.

3. نموذج بانزار وروس(the Panzar and Rosse model):

نموذج Panzar–Rosse (إحصائية H). يقيس هذا النموذج مدى انتقال تغيّر أسعار مدخلات الإنتاج إلى إيرادات الشركات. ويدل ضعف الانتقال على تمتع الشركات بالسيطرة على الاسعار وقدرتها على امتصاص جزءاً كبيراً من تغير أسعار المدخلات دون أن تتأثر إيراداتها بشكل كبير، بينما تشير قيم الانتقال المرتفعة إلى انتقال التغير في أسعار المدخلات بشكل مباشر الى أسعار المنتجات النهائية وبالتالي الايرادات.

تُحسب إحصائية H بجمع مرونات إيرادات الشركات تجاه أسعار عوامل الإنتاج. وتفسير هذه الإحصائية يتطلب وجود توازن طويل الأجل في القطاع.

يكمن المنطق وراء إحصائية H فيما يلي:

بالنسبة للاحتكاري، تتساوى التكلفة الحدية مع الإيراد الحدي في حالة التوازن. فعند زيادة أسعار المدخلات، ترتفع التكلفة الحدية. وللحفاظ على التوازن مع الإيراد الحدي، يجب على الاحتكاري زيادة الإيراد الحدي من خلال خفض الكمية الإجمالية المنتجة.

ويُظهر Rosse و Panzar أن الإيرادات الكلية تنخفض بسبب ارتفاع أسعار عوامل الإنتاج إذا زادت مرونة الطلب عن واحد. بمعنى آخر، الزيادة في التكلفة الحدية قد تخفض الكمية المنتجة ولكنها ترفع السعر. وإذا زادت مرونة الطلب عن 1، فإن المكسب من زيادة السعر لا يعوّض الخسارة الناتجة عن تخفيض الكمية المنتجة.

في المدى القصير، تفترض نظرية المنافسة التامة أن الشركات تعمل في ظل شرط الربح الصفري. بمعنى أنها ستستمر في الإنتاج طالما أن سعر بيع المنتج يغطي تكلفة إنتاج كل وحدة على الأقل. لذلك في الأسواق التنافسية، عندما ترتفع أسعار مستلزمات الإنتاج، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع التكاليف الإجمالية للشركات بنفس النسبة المئوية. وحتى تحافظ الشركات على هامش ربح صفري (أي أن إجمالي الإيرادات تساوي إجمالي التكاليف)، فإنها

ترفع أسعار منتجاتها بنفس النسبة التي ارتفعت بها تكاليفها. وهذا يعني أن الزيادة بنسبة 1% في أسعار مستلزمات الإنتاج، ستؤدي إلى زيادة بنسبة 1% في إجمالي إيرادات الشركات.

وعلى المدى الطويل، سيؤدي ارتفاع التكاليف إلى خروج بعض الشركات من السوق، مما يقلل العرض الإجمالي، وهو ما يُمَكِّن الشركات الباقية من رفع الأسعار بشكل يعوض ارتفاع تكاليف الإنتاج (Panzar & Rosse, 1987,pp.443-456).

ومن هذا الإطار النظري. يتم حساب مدى تنافسية السوق من خلال إحصائية H بحساب مجموع مرونة الإيرادات بالنسبة لجميع أسعار المدخلات أي مدى استجابة إيرادات الشركات للتغيرات في أسعار مدخلات الإنتاج المختلفة.

فكلما زاد تحول تغيرات التكلفة إلى تغيرات في الإيرادات من خلال التمرير الكامل لزيادة تكلفة مدخلات الإنتاج إلى المستهلك عن طريق زيادة سعر المنتج النهائي، فهذا يعني وجود منافسة عالية.

وفي ظل المنافسة التامة، ترتفع أسعار المدخلات وإجمالي الإيرادات بنفس النسبة وإحصائية H =1، لذلك أي زيادة في تكلفة المدخلات يتم تمريرها كلياً للمستهلكين من خلال زيادة السعر بنفس النسبة، مما يعني ثبات الهامش الربحي للشركات.

كما أن إحصائية H تساوي 1 بالنسبة للاحتكار في سوق تنافسية (الدخول الحر) أي السوق التي يمكن للشركات دخولها والخروج منها بحرية على الرغم من وجود احتكار، ففي هذه الحالة إن إمكانية دخول منافسين جدد يجعل السوق تتصف بالتنافسية. لذلك تكون قيمة إحصائية H تساوي 1.

وتكون إحصائية H تساوي صفر أو سلبية في حالة سوق الاحتكار التام الذي يصعب على المنافسين إمكانية الدخول إليه، مما يعكس عدم وجود تنافسية. وإذا كان الطلب على منتج الاحتكار مرناً بدرجة كبيرة، فإن زيادة أسعار

المدخلات ومن ثَم زيادة سعر المنتج، سيؤدي إلى انخفاض حاد في الطلب وبالتالي انخفاض الإيرادات بالرغم من زيادة السعر.

أما في حالة وجود بعض التنافسية في السوق ولكن ليست تامة، مثل الاحتكار التنافسي أو احتكار القلة، تتراوح إحصائية H بين 0 و1 (فيصل, 2020,ص.97).

يتميز نموذج *Panzar-Rosse* بالبساطة وعدم الحاجة لبيانات معقدة أو تعريف دقيق للسوق. ومع ذلك، فإن هذا المقياس له عدة قيود خاصة في تفسير قيم إحصائية H. إذ تشير الدراسات النظرية إلى أن إحصائية H يمكن أن تكون سالبة في سوق تنافسية وإيجابية في سوق احتكار، حيث في ظل ظروف تنافسية عالية في المدى القصير مع عدد ثابت من الشركات يمكن أن تكون إحصائية H سالبة. وفي سوق غير تنافسي إذا كان متوسط تكاليف الانتاج ثابتاً، يمكن أن تكون إحصائية H إيجابية (Leon, 2014,p.23).

علاوة على ذلك، بالنسبة للشركات التي تواجه مرونة ثابتة للطلب، فإن القيم العالية من إحصائية H لا تعني بالضرورة انخفاض القوة الاحتكارية للشركات(Panzar & Rosse, 1987,p.443-456).

وبالتالي، فإن تفسير قيمة إحصائية H أكثر تعقيداً مما يتنبأ به النموذج الأصلي.

في الواقع، يعتمد تفسير إحصائية H على الافتراضات المتعلقة بتوازن السوق ومرونة الطلب ودالة التكلفة.

بالإضافة إلى ذلك، تتأثر إحصائية H بقوة أحادية التوريد (مورد واحد)، خاصةً إذا كانت مدخلات الإنتاج متجانسة وأسعارها مفروضة من الخارج. لذا فإن وجود مورد أحادي قوي، قد يرفع من قيمة إحصائية H مما يخفي القوة السوقية الحقيقية للشركات المنتجة (Shaffer, 2004,p.589).

4. مؤشر بون (the Boone indicator):

يقيس مؤشر بون العلاقة بين أرباح الشركة وتكاليفها الحدية. ويتم احتسابه على أنه التغير النسبي في الأرباح بسبب التغير بنسبة واحد في المائة في التكاليف الحدية (أي مرونة الأرباح بالنسبة للتكاليف الحدية). الفكرة الرئيسية للمؤشر هي أن المنافسة الشديدة تمكن الشركات الكفوءة من كسب أرباح أعلى مقارنةً مع المنافسين الأقل كفاءة. وبالتالي، كلما زادت مرونة الأرباح اتجاه التكاليف، كان ذلك مؤشراً على وجود منافسة أكبر في السوق (Boone, 2008). أي أن Boone اقترح مرونة الأرباح تجاه التكاليف الحدية كمقياس لحدة المنافسة. حيث لاحظ Boone أن زيادة المنافسة المرتبطة بانخفاض تكاليف الدخول أو زيادة الضغط المفروض على المنافسين، ارتبطت دائماً بتحويل الأرباح من الشركات الأقل كفاءة إلى الأكثر كفاءة. واستناداً إلى ذلك اقترح Boone هذا المؤشر البديل لحدة المنافسة والذي يتفوق على المؤشرات التقليدية من نواحٍ عدة (Leon, 2014,p.26):

1) إن مؤشر بون أحادي الاتجاه حيث يظهر علاقة عكسية واضحة مع حدة المنافسة في ظل افتراضات تجانس المنتجات وتماثل الشركات، وثبات التكاليف الحدية، واتخاذ الشركات للقرارات الإستراتيجية بشكل متزامن. وإن هذا السلوك أحادي الاتجاه يجعله مؤشراً جيداً لقياس حدة المنافسة مقارنة مع المقاييس التقليدية التي تظهر علاقات معقدة مع حدة المنافسة.
2) لا يتطلب ملاحظة جميع الشركات في السوق – فدراسة عينة يمكن أن يوفر معلومات كافية حول مستويات المنافسة. وهذه ميزة مقارنة بمقاييس التركز.
3) استخدام مؤشر بون يوفر مقياساً أفضل وأكثر دقة للتغيرات الحقيقية في مستويات المنافسة، بصورة مستقلة عن التقلبات قصيرة الأجل الناتجة عن دورات الأعمال.
4) مؤشر بون وهو مقياس قائم على مفهوم المنافسة الديناميكية بينما باقي المقاييس ما زالت تعتمد على المفهوم الساكن للمنافسة بالرغم من تركيزها على الأداء بدلا من الهيكل.

أما القيد الرئيسي لمؤشر بون هي الحاجة لقياس الكفاءة (التكاليف الحدية) غير المتوفرة في البيانات المتاحة بالإضافة إلى عدم وجود حد أقصى محدد لقيمة المؤشر. كما أن مؤشر بون يركز على العلاقة بين الأرباح والتكاليف الحدية فقط دون غيرها من العلاقات المتأثرة بالمنافسة. إضافة إلى أن مرونة الأرباح تعكس عوامل أخرى بالإضافة لشدة المنافسة، مثل: العائد على الحجم وجودة المنتج وولاء العلامة التجارية وسمعة الشركة. لذلك يجب الحذر عند مقارنات مستويات مرونة الأرباح عبر الأسواق(Abel & Marire, 2021,p.3).

ثالثاً: المقاييس السلوكية

المقاييس السلوكية للمنافسة (Behavioral Measures) هي المقاييس التي تركز على سلوك الشركات واستراتيجياتها في السوق. وترتبط المقاييس السلوكية بمفهوم المنافسة الديناميكية، حيث تصف كيفية تفاعل واستجابة الشركات لبعضها البعض في السوق مع مرور الوقت، وتعكس مدى شراسة المنافسة الفعلية بين الشركات. وتشمل:

1. القياسات القائمة على استطلاعات الرأي وفقاً للنهج المقترح من قبل(Jaworski & Kohli, 1993,p.65):

ويتلخص هذا النهج في استخدام استطلاعات الرأي لجمع البيانات من المشاركين في السوق (الشركات والمستهلكين) حول تصوراتهم لحدَّة المنافسة.

ويشمل ذلك طرح أسئلة مثل:

- كم عدد المنافسين في السوق برأيك؟
- ما مدى سهولة دخول منافسين جدد للسوق؟
- هل المنتجات متشابهة أم متمايزة؟
- ما حجم الإنفاق على الإعلان والترويج؟
- هل توجد حروب سعرية؟

ثم يتم تحليل الردود باستخدام الإحصاء الوصفي والاستدلالي لاستنتاج مستوى حدة المنافسة المُدرَكة من قبل المشاركين في تلك الصناعة أو السوق.

2. قياسات أخرى تعتمد على استطلاعات الرأي.

تتشابه هذه الطريقة مع الطريقة الأولى في اعتمادها على جمع البيانات من خلال استطلاعات رأي تُوجَّه للمشاركين في سوق معين (الشركات والمستهلكين). لكنها تختلف في أنها لا تتبع بالضرورة النهج التفصيلي والشامل الذي اقترحه (Jaworski and Kohli). بل تستخدم أسئلة أقل أو مؤشرات بديلة، مثل:

a. مدى رضا المستهلكين.

b. معدل تغيير المستهلكين للعلامات التجارية.

c. شدة المنافسة السعرية.

d. سهولة أو صعوبة ممارسة نفوذ السوق.

إلى غير ذلك من المقاييس التي تعكس وجهات نظر وتجارب المشاركين في السوق بخصوص حدَّة المنافسة. وتعتمد هذه المقاييس على جمع البيانات السلوكية من خلال استطلاعات رأي توجه للمشاركين في السوق. وتوفر هذه المقاييس ميزة دمج المتغيرات الهيكلية والسلوكية، لكن الحصول على بيانات السلوك أصعب من البيانات الهيكلية (Kozminski University & Kwieciński, 2017, pp. 61–62).

وبذلك، تقدم هذه المنهجيات المتبعة لقياس شدة المنافسة، والمتمثلة في (استطلاعات الرأي، مؤشر هيرفيندال–هيرشمان، المؤشرات الكمية للسوق)، مقاربات متكاملة لتقييم مستوى تنافسية الأسواق بناءً على المتغيرات والبيانات المتاحة. ولدى الرجوع للعديد من الدراسات السابقة تبين أن مؤشر (the Herfindahl–Hirschman) يعتبر أفضل القياسات المستخدمة لتقييم حدَّة المنافسة في الأسواق. وذلك للأسباب التالية (Ahmed, 2017; Fosu, 2013; Jermias, 2008):

1. يوفر مؤشر (HHI) قياساً كمياً موضوعياً يركز على تركز السوق بدلاً من الاعتماد على تقديرات ذاتية من خلال استطلاعات الرأي.

2. يأخذ مؤشر (HHI) في الاعتبار حصص السوق الفعلية لجميع الشركات المنافسة بدلاً من التركيز على حصة أكبر شركة أو شركات فقط. وهذا يوفر صورة أكثر شمولية ودقة لتركز السوق.

3. يستند مؤشر (HHI) إلى أساس نظري قوي ومقبول على نطاق واسع في الاقتصاد، الأمر الذي يزيد من صحته ومصداقيته كمقياس.

4. يتمتع مؤشر (HHI) ببساطة الحساب والتفسير مقارنة بالمقاييس الأخرى.

5. أثبت مؤشر (HHI) فاعليته عملياً طوال عقود من الاستخدام من قبل الباحثين وصانعي السياسات المالية وهيئات تنظيم الأسواق.

وبالتالي، يعد استخدام مؤشر (HHI) الأفضل لقياس حدة المنافسة في الأسواق. حيث يوفر المؤشر تقييماً كمياً علمياً لتركز السوق ويرتبط ارتباطاً وثيقاً بمستوى المنافسة. وهو أفضل المقاييس المتاحة لتقييم وتتبع تنافسية الأسواق.

2-2-2-4- الرافعة المالية وحدَّة المنافسة وأداء الشركة

تشـــير نظرية الوكالة إلى أن الشـــركات التي تعمل في بيئات عمل عالية الخطورة، مثل تلك البيئات المرتبطة بحَّدة منافسة عالية، قد تجد أنه من غير المرغوب فيه استخدام قدر كبير من الديون. وقد تكون الديون أكثر تكلفة في مثل هذه البيئة لأنها تعكس مخاطر متزايدة ونتائج سلبية على أداء الشركات (Jermias, 2008).

تناولت دراسات قليلة علاقة الرافعة المالية وحدَّة المنافسة والأداء المالي للشركات. منها دراسة (Jermias, 2008) التي بحثت في الدور المعدل لحدَّة المنافسة بين الرافعة المالية وأداء الشركة. اختارت الدراسة 176 شركة تصنيع أمريكية واستخدمت مؤشر (Herfindahl-Hirschman) (HHI) لحساب حدَّة المنافسة في سوق منتجات

الشـركات. أوضـحت نتائج تحليل الانحدار أن نسـبة الدين المرتفعة كانت ضـارة بالأداء المالي للشـركات الأمريكية. وبالإضـافة إلى ذلك، أظهرت النتائج أيضـاً أن مصـطلح التفاعل بين المنافسـة في سوق المنتجات والرافعة المالية كان سـلبياً ومعنوياً، مما يشـير إلى أن المنافسـة تخفف سـلباً من العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشـركة. إذا حافظت الشركات على نسبة ديون عالية خلال المنافسة العالية في سوق المنتجات، فإنها تتعرض لعقوبة أداء كبيرة. يشير هذا أيضـاً إلى أن حدّة التنافسـية تقلل من فوائد الديون، ويمكن اسـتخدام حدَّة المنافسـة كبديل للتمويل بالديون لتخفيض تكلفة الوكالة لأنها تحد أيضاً من السلوك الانتهازي للمديرين.

وباستخدام بيانات 257 شركة مدرجة في سوق جنوب أفريقيا للأوراق المالية، درس (Fosu, 2013) الأثر المعدل لحدَّة المنافسـة في العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشـركة مسـتخدماً مؤشـر (Herfindahl–Hirschman) لحساب حدَّة المنافسة. وأظهرت النتائج أن التمويل بالديون المرتفعة له علاقة إيجابية ومعنوية بأداء الشركات. علاوة على ذلك، يؤدي التمويل بالديون إلى انخفاض قيمة الشركة خلال المنافسة العالية في سوق.

وقام الباحث (Ahmed, 2017) باختبار بيانات 333 شركة غير مالية مدرجة في سوق باكستان للأوراق المالية على مدى فترة ثماني سـنوات (2006–2013) لفحص الدور المعدل للكثافة التنافسـية في العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركة مستخدماً مؤشر (Herfindahl–Hirschman) لحساب حدَّة المنافسة. أظهرت نتائج الدراسة أنه لا يمكن للتمويل بالدين أن يخلق فوائد مالية حقيقية في ظل وجود منافسـة عالية في سـوق المنتجات، أي أن الرفعة المالية لها أثر سـلبي كبير على الأداء المالي للشـركات في ظل وجود حدَّة منافسـة. وتشـير النتائج إلى أن حدَّة التنافسية يمكن أن تعمل كبديل للتمويل بالدين في خفض تكلفة الوكالة لأنها تلعب دوراً فعالاً في توافق مصالح مديري الشـركات وأصـحابها، وفي الحد من الموارد المتاحة للمديرين لإنفاقها وفقاً لرغباتهم. ومن ثم، فإن الدين ليس له فوائد حقيقية عندما تكون حدة المنافسة عالية.

خاتمة:

تبرز أهمية دراســـة وفهم مفهوم حدة المنافســـة في القطاعات المختلفة، لمعرفة طبيعة البيئة التنافســـية التي تواجهها الشركات والمؤسسات المختلفة. وبالتالي وضـع الاستراتيجيات المناسبة للتعامل مع حدة المنافسة ومواجهة التحديات في سوق أعمال سريع التطور.

ومن أفضل الطرائق المستخدمة لقياس حدّة المنافسة، مؤشر هيرفيندال–هيرشمان أو ما يسمى مؤشر التركز. حيث يقيس هذا المقياس درجة تركز الســـوق في أيدي عدد محدد من البائعين أو المنتجين. فكلما اقتربت قيمته من الصفر دل ذلك على وجود منافسة شديدة، وكلما اقتربت من الواحد الصحيح دل على احتكار السوق من قبل منتج أو بائع واحد.

وبالتالي فإن فهم ديناميكيات المنافسة في السوق باستخدام مقاييس موضوعية أمر بالغ الأهمية لوضع استراتيجيات تنافسية فعالة والمحافظة على مكانة الشركة في السوق.

ثالثاً: التدفقات النقدية الحرة

مقدمة:

تُعد التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flows) من المفاهيم المالية المهمة التي تساعد في فهم وتقييم الأداء المالي للشركات، والتي تتمثل بالتدفقات النقدية المتبقية بعد تغطية جميع النفقات التشغيلية والاستثمارية اللازمة لاستمرار نشاط الشركة وتحقيق نموها. وبالتالي، فهي تعكس قدرة الشركة على توليد التدفقات النقدية الفائضة التي يمكن توزيعها على المساهمين أو استخدامها لسداد الديون أو إعادة استثمارها في مشاريع جديدة (Naibaho & Naurah, 2023,p.199).

يكتسب تحليل التدفقات النقدية الحرة أهمية خاصة، حيث يساعد في تقييم كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المالية المتاحة والحد من المشاكل الناجمة عن تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين. كما تلعب التدفقات النقدية الحرة دوراً محورياً في تحديد هيكل رأس المال الأمثل للشركة، إذ تشير فرضية التدفقات النقدية الحرة إلى أن الرافعة المالية تساعد في الحد من السلوك الانتهازي للمديرين، كما تسهم في الحد من الاستثمارات غير المجدية في حال كان لدى الشركة تدفقات نقدية فائضة (Jensen, 1986).

في هذا المبحث، سنتناول بالتفصيل مفهوم التدفقات النقدية الحرة ومقاييسها المختلفة، كما سنناقش العلاقة بين الرافعة المالية والتدفقات النقدية الحرة وأثرها على الأداء المالي للشركات. سنستعرض أيضاً بعض الدراسات التجريبية التي بحثت في هذا الموضوع وتوصلت إلى نتائج مختلفة حول طبيعة هذه العلاقات.

2-2-3-1-مفهوم التدفقات النقدية الحرة

ظهر التدفق النقدي الحر في أدبيات المحاسبة المالية تحت مجموعة مختلفة من المصطلحات كالتدفق النقدي الفائض (Surplus Cash Flow) والتدفق النقدي الإضافي (Excess Cash Flow) والتدفق النقدي القابل للتوزيع

(Distributable Cash Flow) والتدفق النقدي القابل للإنفاق (Disposable Cash Flow)، والفكرة وراء كل هذه المصـــطلحات هي كيفية قياس النقدية المتولدة من الأنشـــطة خلال فترة زمنية محددة والتي يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير في النمو المستقبلي للشركة (خشارمة & سالم, 2007،ص.350).

يعرف التدفق النقدي الحر بأنه الباقي من التدفقات النقدية بعد خصـــم الأموال اللازمة للاســـتثمار في المشروعات ذات القيمة الحالية الصافية الإيجابية (Rostamlu et al., 2016, p. 132)، في حين يعرفه آخرون بأنه الدخل التشـغيلي بعد الضـرائب مضـافاً إليه المصـروفات غير النقدية ومطروحاً منه الاسـتثمارات في رأس المال العامل والمباني والآلات والمعدات وأصـول أخرى(Bhundia, 2012, p. 124). عُرف أيضـاً بأنه الدخل التشـغيلي قبل احتساب الإهتلاك مطروحاً منه مصروف الفائدة والضرائب والأرباح الموزعة على المساهمين (Nozari, 2016, p. 2139)، كما أنه يتمثل في صـــافي النقدية الفائضـــة المتولدة من العمليات التشـــغيلية والمتاحة للتوزيع على المساهمين، ولسداد الديون، وللتوسع الاستثماري بعد سداد كافة المصروفات اللازمة لإدارة الشركة وتشغيلها(خشارمة & سـالم, 2007,ص.353). ويعرف التدفق النقدي الحر أيضـاً بأنه التدفق النقدي المتاح للشـركة بعد تمويل جميع الاسـتثمارات المجدية، أي أنه الدخل التشـغيلي بعد الضـريبة مضـافاً إليه الإهتلاك ناقص الاسـتثمار (Higgins et al., 2022, p. 390). كما يشـير أيضـاً إلى التدفق النقدي المتولد من الأصـول والذي يحق للشـركة توزيعه على الدائنين وحملة الأسـهم لأنه ليس هناك حاجة للاسـتثمار في رأس المال العامل أو الأصـول الثابتة (Ross et al., 2022, p. 37). فيمكن أن يمثل التدفق النقدي الحر مقدار النقد الذي توزعه الشـــركة على المســـتثمرين بعد دفع جميع النفقات الاســـتثمارية اللازمة للنمو (Brealey et al., 2020, p. 96). يمكن أن يعبر أيضـــاً عن التدفق النقدي الزائد عن المطلوب لتمويل جميع المشـــاريع التي لها صـــافي قيمة حالية موجبة. (Van Horne & Wachowicz, 2008, p. 615).

وتشـير فرضـية التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow Hypothesis) الى أن المديرين قد ينخرطون في اسـتثمارات غير مجدية عندما تكون لدى الشـركة تدفقات نقدية فائضـة. أما عندما تكون السـيولة النقدية محدودة، سيكون المديرون أكثر دافعية لإدارة الشركة بكفاءة قصوى لتوليد أقصى قدر من التدفقات النقدية. ووفقاً لهذه الفرضية، فإن الرفع المالي (الاقتراض) يزيد من قيمة الشركة لأنه يلزم الشركة بدفع مدفوعات الفائدة في المستقبل، مما يقلل من التدفقات النقدية الفائضـة والاسـتثمارات غير المجدية من قبل المديرين. بالإضـافة إلى ذلك، عندما تتمتع الشـركة بمسـتوى رفع مالي مرتفع سـيقوم الدائنون أنفسـهم بمراقبة إجراءات المديرين عن كثب، مما يوفر رقابة إضـافية على الإدارة. أي تدعم فرضـية التدفقات النقدية الحرة اسـتخدام الرفع المالي كآلية للحد من السـلوك الانتهازي للمديرين والاستثمارات غير المجدية عندما تكون لدى الشركة تدفقات نقدية فائضة (Jensen, 1986).

ومما سبق سرده لبعض تعريفات التدفق النقدي الحر، نلاحظ هناك دمج بين نوعين من التدفق النقدي هما التدفق النقدي الحر المتاح للشركة والمتاح لحقوق الملكية تحت مسمى واحد وهو (التدفق النقدي الحر)، وبهذا يمكن توضيح الفرق بين مفهومين أساسيين للتدفق النقدي الحر هما:

- **التدفق النقدي الحر المتاح للشركة** ((Free Cash Flow To Firm (FCFF)):

يعرف أنه صـافي التدفق النقدي من العمليات التشـغيلية بعد دفع كافة النفقات اللازمة لإدارة الشركة وتشـغيلها والمتاح للتوزيع على المسـاهمين، ولسـداد الديون والتوسـع الاسـتثماري (خشـارمة & سـالم, 2007,ص.350). كما يعرف بالتدفقات النقدية المتاحة لجميع ممولي الشـركة (الدائنون، حملة الأسـهم الممتازة، حملة الأسـهم العادية، حملة السندات)(بعيووأخرون,2020, ص. 39).

ويمثل أيضـاً التدفق النقدي الحر المتاح للشـركة المبلغ المتبقي من التدفقات النقدية التشـغيلية بعد خصـم النفقات الرأسـمالية وضـرائب الدخل. ويعكس هذا المبلغ التدفقات النقدية المتاحة لتلبية جميع مطالب مقرضـي الشـركة وحملة أسهمها(Nozari, 2016,p.2142).

- **التدفق النقدي الحر المتاح لحقوق الملكية ((Free Cash Flow To Equity (FCFE)):**

التدفق النقدي الحر المتاح لحقوق الملكية (FCFE) هو مقدار النقد الذي تولده الشـــركة والذي يمكن توزيعه على المسـاهمين. ويمثل أيضـاً التدفقات النقدية المتبقية بعد سـداد جميع الالتزامات التعاقدية للشـركة، بما في ذلك الديون وفوائدها. ويعتبر هذا المبلغ متاحاً للتوزيع كأرباح على المسـاهمين أو إعادة شـراء أسـهم أو الاسـتثمار في الشـركة (Rowland & Stanek, 2021, p. 2).

الفرق الرئيسي بين المصطلحين هو أن FCFF يمثل التدفقات النقدية المتاحة للشركة بأكملها، بينما FCFE يمثل التدفقات النقدية المتبقية بعد سداد التزامات الديون، والتي تعود على حملة الأسهم فقط.

2-2-3-2- مقاييس التدفقات النقدية الحرة

التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flows) هي مقياس لصـافي الأموال المتاحة للشركة بعد تغطية جميع النفقات التشغيلية والاستثمارية. تحسب التدفقات النقدية الحرة وفقاً للمعادلة التالية (Higgins et al., 2022, p. 342):

التدفقات النقدية الحرة = (الأرباح قبل الفوائد والضرائب × (1 − معدل الضريبة)) + الاهتلاك − النفقات الرأسمالية − استثمارات رأس المال العامل

1. (الأرباح قبل الفوائد والضرائب × (1 − معدل الضريبة)): هذا الجزء يمثل صافي الربح التشغيلي بعد خصم الضرائب. يستخدم الأرباح قبل الفوائد والضرائب لأنها تعكس الأداء التشغيلي للشركة بغض النظر عن هيكل رأس المال أو التمويل. ويطبق معدل الضريبة الفعلي للحصول على صافي الربح بعد الضرائب.
2. الاهتلاك: هو بند غير نقدي، لذلك يتم إضـافته إلى الأرباح بعد الضـرائب لحسـاب التدفق النقدي الفعلي من العمليات.

3. النفقات الرأسمالية: هي الاستثمارات في الأصول الرأسمالية مثل المباني والمعدات والآلات. وتخصم هذه النفقات لأنها تمثل استخداما للنقد.
4. استثمارات رأس المال العامل: تشمل هذه الزيادات في المخزون والذمم المدينة وغيرها من الأصول المتداولة اللازمة لدعم النمو في المبيعات والعمليات، ناقصاً أي زيادات في الذمم الدائنة والالتزامات المتداولة الأخرى، حيث تخصم هذه الاستثمارات لأنها تمثل أيضاً استخداماً للنقد.

وتحسب التدفقات النقدية الحرة للشركة (FCFF) من خلال(Cegłowski & Podgórski, 2012,p.35):

1. $$FCFF = NOPAT + D\&A - CAPEX - \Delta Net\ WC$$

حيث:

NOPAT = صافي الربح التشغيلي=EBIT ناقصاً الضرائب النقدية

D&A = مصروف الاهتلاك والإطفاء (وهي نفقات غير نقدية)

CAPEX = النفقات الرأسمالية

Δ Net WC = التغيرات في صافي رأس المال العامل

كما تحسب التدفقات النقدية الحرة (FCF) من خلال(Yendrawati & Asy'ari, 2017,p.418):

2. $$FCFF = NI + D\&A + INT(1 - TAXRATE) - CAPEX - \Delta Net\ WC$$

حيث:

NI = صافي الدخل

D&A = الاهتلاك والإطفاء

Int = مصاريف الفائدة

CAPEX = النفقات الرأسمالية

Δ Net WC = صافي التغير في رأس المال العامل

كما تحسب FCFF وفق ما يلي(Rowland & Stanek, 2021, p. 2).

3. $$FCFF = CFO + INT(1 - TaxRate) - CAPEX$$

حيث:

CFO= التدفق النقدي من العمليات التشغيلية

INT = مصاريف الفائدة

CAPEX = النفقات الرأسمالية

ويمكن حسابها وفق ما يلي(العلي، 2020، ص. 161):

4. $$FCFF = EBIT * (1 - TaxRate) + D\&A - \Delta Net\ WC - CAPEX$$

EBIT = الأرباح قبل الفوائد والضرائب

D&A = الاستهلاك والإطفاء

CAPEX = النفقات الرأسمالية

Δ Net WC= صافي التغير في رأس المال العامل

ويتم الاختيار بين هذه الصيغ وفقا لتوفر المعلومات.

أما حساب التدفقات النقدية الحرة للملكية (FCFE) على النحو التالي(العلي، 2020، ص. 162):

$$5.\ FCFE = FCFF - Interest\ Exp(1 - Tax) + \Delta in\ Net\ Debt$$

حيث:

Interest Exp: مصروف الفائدة.

Increase in Net Debt : التغير في صافي القروض.

ويمكن حسابها من خلال (Rowland & Stanek, 2021,p.4):

FCFE = صـــافي الربح + الإهتلاك – الاســـتثمارات – التغير في رأس المال العامل المســـدد –الأرباح الممتازة المدفوعة

وفي حساب FCFE وفقاً لـــــ (Cegłowski & Podgórski, 2012,p.37)، يميز بين التدفقات المتعلقة بالدين: مبلغ القرض المقبوض، فوائد القرض، أقساط رأس مال القرض المدفوعة، وذلك باتباع الصيغة التالية:

FCFE = صـــافي الدخل (NI) + الاهتلاك – التغير في صـــافي رأس المال العامل غير النقدي + مبلغ القرض المقبوض – أقساط رأس مال القرض المدفوعة – النفقات الرأسمالية (CAPEX).

ووفقاً لما سبق فالتدفقات النقدية الحرة للشركة (FCFF) تستبعد تأثير دفعات الفائدة والزيادات/النقصان الصافية في الديون، بينما يتم أخذ هذه البنود في الاعتبار عند حساب التدفقات النقدية الحرة للملكية (FCFE).

2-2-3-3- الرافعة المالية والتدفقات النقدية الحرة وأداء الشركة

عند تقييم العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي، من المهم النظر في قوة وجودة التدفقات النقدية الحرة للشـــركة. فالشـــركات التي لديها تدفقات نقدية حرة قوية ومســـتقرة قد تكون قادرة على تحمل مســـتويات رافعة مالية أعلى دون

المخاطرة بشكل كبير، بينما تحتاج الشركات ذات التدفقات النقدية الضعيفة إلى الحذر في استخدام الديون لتجنب المشاكل المالية (Najmi et al., 2015).

بينما دراسة (Santoso, 2018) تناولت فحص وتحليل تأثير التدفق النقدي الحر والرافعة المالية على الأداء المالي لشركات البنية التحتية للطرق والبناء المدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة 2014-2018، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن التدفق النقدي الحر يؤثر سلباً على الأداء المالي للشركة بينما لا تؤثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركة.

في حين دراسة (Naibaho & Naurah, 2023) بحثت في تأثير هيكل رأس المال والربحية والملكية المؤسسية على سياسة توزيع الأرباح باعتبار التدفق النقدي الحر متغيراً معدلاً. باستخدام بيانات من قطاع النقل واللوجستيات، وتوصلت إلى أن لهيكل رأس المال تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح للشركات. حيث أن الشركات التي لديها مستويات عالية من الديون تميل إلى تحقيق أداء مالي ضعيف وتوزيعات أرباح منخفض. وأن للتدفقات النقدية الحرة دوراً معدلاً في هذه العلاقة. فعندما تكون التدفقات النقدية الحرة مرتفعة، يقلل ذلك من التأثير السلبي لهيكل رأس المال على الأداء المالي ويعزز من توزيعات الأرباح.

خاتمة:

من خلال ما سبق تم تناول مفهوم التدفقات النقدية الحرة والمقاييس المختلفة لحساب التدفقات النقدية الحرة المتاحة للشركة (FCFF) والمتاحة لحقوق الملكية (FCFE)، والفروق الأساسية بينهما، حيث اتضح أن التدفقات النقدية الحرة هي مفهوم مالي حيوي يجب على المحللين الماليين والمستثمرين والإدارات التركيز عليه وتقييمه بعناية لاتخاذ قرارات استثمارية وتمويلية رشيدة تعزز قيمة الشركة.

خاتمة الفصل الثاني:

تتناول الدراسة العلاقة الأساسية بين الرافعة المالية (استخدام الديون في هيكل رأس المال) والأداء المالي للشركة. وهناك جدل واسع حول طبيعة هذه العلاقة، حيث يرى البعض أن الرافعة المالية المرتفعة قد تؤثر سلباً على الأداء المالي بسبب زيادة تكاليف الإفلاس والوكالة، بينما يرى آخرون أنها قد تحسن الأداء من خلال آثار الرفع المالي والانضباط المالي على الإدارة.

ولكن هذه الدراسة تأخذ خطوة إضافية من خلال النظر في التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل محتمل لهذه العلاقة. فكما ناقشنا سابقاً، تشير فرضية التدفقات النقدية الحرة إلى أن الشركات ذات التدفقات النقدية الفائضة المرتفعة قد تستفيد من الرافعة المالية المرتفعة لفرض انضباط مالي على الإدارة والحد من الاستثمارات غير المجدية.

لكن الدراسة لا تقتصر على التدفقات النقدية الحرة فحسب، بل تضيف متغيرين معدلين محتملين أخرين هما استراتيجية الأعمال وحدة المنافسة في قطاع الشركة. فاستراتيجية الأعمال (مثل قيادة التكلفة أو التمايز) وحدة المنافسة في السوق قد تؤثر على قدرة الشركة على تحمل الرافعة المالية والاستفادة من التدفقات النقدية الحرة.

لذلك، تسعى هذه الدراسة إلى فهم التفاعلات المعقدة بين هذه المتغيرات وكيفية تأثيرها على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي. فعلى سبيل المثال، قد تكون الرافعة المالية المرتفعة مفيدة للشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة والاستراتيجية التنافسية القوية في قطاع ذي منافسة محدودة، ولكنها قد تكون ضارة للشركات ذات التدفقات النقدية المنخفضة واستراتيجيات الأعمال الضعيفة في قطاع شديد المنافسة.

وبالتالي، تسلط هذه الدراسة الضوء على الحاجة إلى النظر في تفاعل العديد من العوامل الداخلية والخارجية التي قد تؤثر على فعالية الرافعة المالية في تحسين الأداء المالي للشركات. كما تساهم في توسيع الأدبيات حول فرضية التدفقات النقدية الحرة وتطبيقها في سياقات مختلفة للشركات.

الفصل الثالث

الإطار العملي للدارسة

المبحث الأول: الدراسة الوصفيه

المبحث الثاني: اختبار الفرضيات

المبحث الثالث: النتائج والتوصيات

المبحث الأول: الدراسة الوصفيه

يهدف هذا المبحث إلى تقديم وصف شامل وتحليل تفصيلي للبيانات المالية للشركات السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك ضمن الفترة الزمنية الممتدة من كانون الثاني 2011 إلى كانون الأول 2023. سيتم التركيز بشكل خاص على الشركات المالية، نظرا لتوافر البيانات الكاملة عنها، وذلك بهدف فهم تأثير الرافعة المالية على أدائها المالي.

ستعتمد الدراسة على الإحصاء الوصفي، بما في ذلك جداول المتغيرات المالية، لتسليط الضوء على تطور هذه المتغيرات والتغيرات التي طرأت عليها. بالإضافة إلى ذلك، سيتم استخدام مقاييس الإحصاء الوصفي مثل المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، وتحليل معامل الارتباط، لتقديم رؤية واضحة حول العلاقات بين المتغيرات المختلفة. سيوفر هذا المبحث الأساس اللازم لفهم أعمق للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي في الشركات المالية السورية المدروسة، مما يمهد الطريق للتحليلات الإحصائية المتقدمة التي سيتم تناولها في المباحث اللاحقة.

3-1-1- حدود البحث:

الحدود الزمانية: ستقتصر الدراسة على الفترات الزمانية الممتدة من كانون الثاني لـ 2011 لحد كانون أول لـ 2023 اي 52 نقطة معلومات لكل متغير لكل شركة

الحدود المكانية: ستقتصر الدراسة على الشركات السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وبشكل أدق الشركات التي تحقق شروط الدراسة التي حصرت بالشركات الماليه لعدم توفر بيانات كامله عن الشركات الأخرى.

الحدود الموضعية: ستقتصر الدراسة على المتغيرات التي تم تحديدها مسبقا، ولن يتم الأخذ بأي متغيرات أخرى خارجها للوصول إلى نتائج دقيقة تخدم موضوع الدراسة.

3-1-2- استراتيجية البحث:

تهدف الدراسة إلى فهم تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .

ولتحقيق ذلك، تعتمد الدراسة على استخدام المنهج الكمي لتحليل البيانات المالية لهذه الشركات .

كما تشمل الاستراتيجية ما يلي:

1 .جمع البيانات المالية للشركات المدرجة وتحليلها باستخدام الأساليب الإحصائية مثل الانحدار المتعدد وتحليل السلاسل الزمنية.

2 .استخدام اختبارات الثبات والتكامل مثل اختبار جذور الوحدة (Unit Root Test) لتجنب النتائج الزائفة الناتجة عن انحدار المتغيرات.

3 .دراسة أثر المتغيرات المعدلة (استراتيجية الأعمال، وحدة المنافسة، التدفقات النقدية الحرة) على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي.

4. تقديم تحليل وصفي وإحصائي شامل للبيانات من خلال استخدام المتوسط الحسابي والانحراف المعياري وتحليل معامل الارتباط.

3-1-3- المعالجة الإحصائية المتبعة:

تبدأ بالسرد الوصفي لجداول المتغيرات المالية والهيكلية ومتغيرات المخاطر وتطورها والتغيرات التي تطرأ عليها بالإضافة للرسم البياني التوضيحي للمؤشرات على مستوى كل شركة من الشركات المالية الداخلة في الدراسة.

ويعتبر استقرار السلسلة الزمنية أحد شروط تحليل السلاسل الزمنية ويمكن أن تكون السلسلة مستقرة عند مستوى البيانات نفسه دون استخدام تحويلة لجعلها مستقرة ويرمز له عندئذٍ (0) L أو قد تكون السلسة مستقرة عند الفروق الأولى ويرمز لها (1−) L أو قد تكون السلسلة مستقرة عند الفروق الثانية (2−) L حيث معرفة عند أي مستوى تستقر السلسلة الزمنية يرشدنا على أفضل نموذج لتحليل السلسلة الزمنية.

ثم دراسة فيما إذا كان يوجد ارتباط معنوي بين متغيرات الدراسة والذي من خلاله يتبين قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرين ويأخذ قيمة بين (−1) وال (+1) فكلما اقتربت قيمة معامل الارتباط من الواحد دلّ ذلك على قوة علاقة الارتباط بين المتغيرين بينما كلما اقتربت من الصـــفر دل ذلك على انخفاض أو عدم وجود علاقة بين المتغيرين أما بالنسبة لإشارة معامل الارتباط فهي تشير لاتجاه العلاقة بين المتغيرين عكسية أم طردية.

ومن أجل التوصل إلى نتائج وهدف الدراسة تم اعتماد بيانات Panelسلاسل زمنية وبيانات مقطعية والتي تعتمد على منهجية خاصة لتحليلها –نماذج تحليل panel data– والتي تعتمد بشكل أساسي على ثلاث نماذج نموذج الانحدار التجميعي(Pooled Regression Model (PRM، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model (FEM)، نموذج التأثيرات العشـــوائية Random Effects Model (REM) بالإضـــافة لاختبارات المفاضـــلة بين النماذج الثلاث الســـابقة لاختيار النموذج الأفضـــل لاعتماد نتائجه حيث تم اســـتخدام اختبار likelihood Ratio للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة واختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

3-1-3-1- الإحصاء الوصفي:

نقدم فيما يلي جدول من مخرجات برنامج E-views يتضمن ملخصا للإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، بما في ذلك مقاييس النزعة المركزية (المتوسط، الوسيط)، ومقاييس التشتت (الانحراف المعياري، المدى)، واختبارات التوزيع الطبيعي (الالتواء، التفرطح، اختبار جارك-بيرا):

جدول (3-1) الإحصاء الوصفي للمتغيرات

FL	CL	DIF	HHI	FCF	ROE	ROA	TQ	S	GR	CR	
0.629	0.167	0.02089	3101.065	0.053	0.17	0.072	6.524	24.024	36.15	1.794	Mean
0.692	0.04	0.01327	1990.185	0.024	0.087	0.024	3.406	24	46.945	1.167	Median
0.98805	2.863	0.17638	10000	0.541	1.057	0.591	81.909	29	397.525	17.966	Maximum
0.033	0.003	0.00181	1081.564	-8.16	-2.066	-0.152	0.38600	20	-91.257	0.281	Minimum
0.244	0.346	0.2553	3069.654	0.279	0.255	0.113	9.869	2.071	71.959	1.849	Std. Dev.
-0.669	4.147	-5.708	1.728	-26.091	-0.342	1.86	3.68	-0.046	-0.066	3.54	Skewness
2.399	23.367	38.205	4.178	772.092	10.168	6.569	19.963	2.156	3.38	21.533	Kurtosis
87.90	19767	55986	544	24288985	2119.5	1086	13975	29.4	6.6	16087.5	Jarque-Bera
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	Probability

يلاحظ من الجدول وجود تباين كبير في قيم بعض المتغيرات، مثل التدفقات النقدية الحرة (FCF) ونسبة Tobin's Q (TQ)، حيث يظهر المدى الكبير والانحراف المعياري المرتفع وجود قيم متطرفة. تُظهر قيم الالتواء والتفرطح أن جميع المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهو ما يؤكده اختبار جارك-بيرا، حيث أن القيمة الاحتمالية (P-value)أقل من 0.05 لجميع المتغيرات، مما يستدعي استخدام اختبارات إحصائية لا تفرض التوزيع الطبيعي للبيانات، مثل معامل ارتباط سبيرمان.

تحليل المتغيرات بشكل مفصل:

- **الرافعة المالية(FL)** : تراوحت قيم الرافعة المالية بين 0.0325 و0.98805، بمتوسط حسابي قدره 0.6288 وانحراف معياري قدره 0.2442. يشير هذا إلى وجود تباين معتدل في مستويات الرافعة المالية بين الشركات المدروسة.

- **كفاءة استخدام الأصول – (CL) قيادة التكلفة** :تراوحت قيم كفاءة استخدام الأصول، والتي تُستخدم كمقياس لاستراتيجية قيادة التكلفة، بين 0.0030 و2.8629، بمتوسط حسابي قدره 0.1669 وانحراف معياري قدره 0.3463. يشير هذا إلى تباين كبير في قدرة الشركات على استخدام أصولها بكفاءة، مما يعكس اختلافا في تطبيق استراتيجية قيادة التكلفة. فالقيم المرتفعة تشير إلى كفاءة أعلى في استخدام الأصول.

- **القدرة على التسعير المتميز – (DIF) تمييز المنتج** :تراوحت قيم القدرة على التسعير المتميز، والتي تُستخدم كمقياس لاستراتيجية تمييز المنتج، بين 0.00181و0.17638، بمتوسط حسابي قدره 0.02089 وانحراف معياري قدره 0.2553 التباين الكبير يشير إلى اختلاف في تطبيق استراتيجية تمييز المنتج.

- **حدة المنافسة(HHI)** : تراوحت قيم مؤشر HHI بين 1081.564 و10000، بمتوسط حسابي قدره 3101.065 وانحراف معياري قدره 3069.654. يشير هذا إلى وجود تباين كبير في حدة المنافسة بين الشركات المدروسة. فالقيم الأعلى تشير إلى تركيز أكبر في السوق ومنافسة أقل.

- **التدفقات النقدية الحرة(FCF)** : تراوحت قيم التدفقات النقدية الحرة بين −8.1595 و0.5412، بمتوسط حسابي قدره 0.0526 وانحراف معياري قدره 0.2785. يشير هذا إلى وجود تباين كبير ووجود قيم سالبة يعني أن بعض الشركات لديها تدفقات نقدية سلبية.

- **العائد على حقوق الملكية(ROE)** : تراوحت قيم العائد على حقوق الملكية بين −2.0661 و1.0565، بمتوسط حسابي قدره 0.1704 وانحراف معياري قدره 0.2546. يشير هذا إلى تباين كبير في ربحية حقوق الملكية بين الشركات.

- **العائد على الأصـــول(ROA)** : تراوحت قيم العائد على الأصـــول بين −0.1517 و0.5913، بمتوســط حسابي قدره 0.0721 وانحراف معياري قدرة (0.113111). يشير هذا إلى تباينا كبيرا في قدرة الشركات على تحقيق الأرباح من أصـــولها. بعض الشـــركات تُدير أصـــولها بكفاءة عالية وتُحقق أرباحا جيدة، بينما تُعاني شركات أخرى من مشاكل في تحقيق الربحية. وجود قيم سالبة يُشير إلى وجود شركات تتكبد خسائر.

- **نسبة Tobin's Q (TQ)**: تراوحت قيم نسبة Tobin's Q بين 0.38600 و81.91، بمتوسط حسابي قدره 6.52 وانحراف معياري قدره 9.87. يشير هذا إلى تباين كبير جدا في تقييم السوق للشركات مقارنة بقيمها الدفترية.

- حجم **الشركة(S)** : تراوحت قيم حجم الشركة (المقاسة بلوغاريتم إجمالي الأصول) بين 20 و29، بمتوسط حسابي قدره 24.02 وانحراف معياري قدره 2.07. يشير هذا إلى أن حجم الشركات في العينة ليس مُتفاوتا بشكل كبير، حيث أن الفرق بين أكبر وأصغر شركة ليس كبيرا جدا نسبيا.

- **معدل النمو(GR)** : تراوحت قيم معدل النمو بين −91.26٪ و397.53٪، بمتوسط حسابي قدره 36.15٪ وانحراف معياري قدره 71.96٪. يُشـــير هذا إلى وجود قيم متطرفة وتذبذب كبير في معدلات النمو بين الشركات. وجود قيمة سالبة كبيرة (−91.26٪) يعني أن بعض الشركات شهدت انخفاضا كبيرا في مبيعاتها.

- **نسبة** التداول**(CR)** : تراوحت قيم نسبة التداول بين 0.28 و17.97، بمتوسط حسابي قدره 1.79 وانحراف معياري قدره 1.85. يشير هذا إلى تباين في قدرة الشركات على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل.

3-1-3-2- دراسة الاستقرارية لبيانات السلاسل الزمنية:

تفترض كل الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات سلسلة زمنية أن هذه السلسلة مستقرة أو ساكنة stationary، وفي حال غياب صفة الاستقرار stationary فإن الانحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالبا ما يكون زائفا Spurious، وهناك عدة طرق يمكن بواسطتها اختبار سكون السلاسل الزمنية أهمها:

اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test): يشـــير مفهوم جذر الوحدة إلى وجود حركة عشـــوائية انجرافيه داخل السلسلة الزمنية أي يكون داخل السلسلة أنماط منهجية غير قابلة للتنبؤ وهنا تكمن المشكلة.

يهدف هذا الاختبار إلى فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة خلال المدة الزمنية للمشاهدات، والتأكد من مدى استقرارها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة، فإذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة في قيمها الأصـلية يقال إنها متكاملة من الرتبة صـفر أي (0) I، أما إذا اسـتقرت السـلسـلة بعد أخذ الفرق الأول فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الأُولى أي (1) I، أما إذا استقرت السلسلة بعد أخذ الفرق الثاني فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الثانية أي (2) I وهكذا. وسيتم الاعتماد على اختبار (PP-Fisher Chi-square) الذي ينص على الفرضيات التالية:

- فرضية العدم H_0 تقول إن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة (غير مستقرة)
- الفرضية البديلة H_1 تقول إن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة(مستقرة) عند مستوى دلالة α أصغر أو يساوي 5%.

جدول (2-3) دراسة استقرار السلاسل الزمنية

متغيرات الدراسة	PP – Fisher Chi-square		نتيجة الاستقرار
	Statistics	Probability	
الرافعة المالية (FL)	84.5649	0.0154	L(0)
كفاءة استخدام الأصول(CL)	272.841	0.000	L(0)
القدرة على التسعير المتميز(DIF)	267.774	0.000	L(0)
حدة المنافسة(HHI)	3369.8	0.000	L(-1)
التدفقات النقدية الحرة(FCF)	156.343	0.000	L(0)
العائد على حقوق الملكية(ROE)	82.0776	0.000	L(0)
العائد على الأصول(ROA)	55.9677	0.0302	L(0)
نسبة Tobin's Q (TQ)	1334.25	0.000	L(-1)
حجم الشركة(S)	1385.51	0.000	L(-1)
معدل النمو(GR)	1336.75	0.000	L(0)
نسبة التداول(CR)	1662.08	0.000	L(-1)

التعليق على النتائج:

نفسر نتيجة الاستقرار لكل متغير من السلاسل الزمنية، كما في الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

1. القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير الرفع المالي (FL) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى L (0).
2. القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير كفاءة استخدام الاصول (CL) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى L (0).
3. القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير القدرة على التسعير المميز (DIF) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى L (0).

4. القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير حدة المنافسة (HHI) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى (1−) L.
5. القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير التدفقات النقدية الحرة (FCF) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى (0) L.
6. القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير العائد على حقوق الملكية (ROE) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى (0) L.
7. القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير العائد على الاصول (ROA) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى (0) L.
8. القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير Tobin's Q (TQ) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى (1−) L.
9. القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير حجم الشركة (S) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى (1−) L.

10.القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير نمو المبيعات (GR) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى L (0).

11.القيمة الاحتمالية للسلسلة الزمنية الخاصة بمتغير نسبة التداول (CR) أصغر من مستوى الدلالة α وبالتالي نرفض فرضية العدم، أي أن السلسلة الزمنية المدروسة لا تحتوي جذر الوحدة، وهي بذلك مستقرة عند المستوى L (−1)

استنادا إلى نتائج تحليل استقرار السلاسل الزمنية المقطعية، حيث أظهرت معظم المتغيرات المختبرة (مثل الرافعة المالية وكفاءة استخدام الأصول والقدرة على التسعير المتميز والتدفقات النقدية الحرة والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول ومعدل النمو) استقرارا واضحا عند المستوى صفر مع قيم احتمالية (p−values) أقل من 0.05، يمكننا الاستنتاج بأن هذه البيانات توفر أساسا قويا لاستخدام نماذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression)والثابت (Fixed Effects) والعشوائي.(Random Effects)

ومع ذلك، يظهر أن متغيرات حدة المنافسة (HHI) ونسبة Tobin's Q (TQ) وحجم الشركة (S) ونسبة التداول (CR)ليست مستقرة على المستوى صفر، بل تحتاج إلى التحويل من خلال أخذ الفرق الأول لجعلها مستقرة. في هذه الحالة، يُعتبر استخدام النموذج الثابت هو الخيار الأنسب لتحليل هذه المتغيرات، حيث يركز على التغيرات داخل الكيانات ويساعد على معالجة المشكلات الناجمة عن عدم استقرار البيانات (Wooldridge, J. M. 2010,p.285) (Baltagi, B. H. 2008,p.18).

المبحث الثاني: اختبار الفرضيات

يهدف هذا المبحث إلى اختبار الفرضـــيات التي تم تطويرها في الدراســـة، وذلك من خلال اســـتخدام أدوات التحليل الإحصـــائي المناســـبة. ســـيتم التركيز على تحليل العلاقات بين المتغيرات المحددة، وتقييم تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات المالية السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

يتضمن هذا المبحث جزأين رئيسيين: دراسة الارتباط ودراسة الانحدار. فسيتم استخدام معامل ارتباط سبيرمان لتحليل قوة واتجاه العلاقات بين المتغيرات، ونماذج بيانات Panel Data لتحليل تأثير الرافعة المالية والمتغيرات الأخرى على الأداء المالي.

سـيتم اسـتخدام اختبارات إحصـائية متقدمة مثل اختبار Likelihood Ratio واختبار Hausman لتحديد النموذج الأنســب لتمثيل البيانات، وتقديم تقديرات دقيقة وغير متحيزة للعلاقات بين المتغيرات. هذا المبحث ســيوفر الأســاس اللازم لتقييم صـحة الفرضـيات وتقديم رؤى قيمة حول العوامل التي تؤثر على الأداء المالي للشـركات المالية السـورية المدروسة.

3-2-1- دراسة الارتباط:

يبين الارتباط أو معامل الارتباط قوة العلاقة واتجاه العلاقة بين المتغيرات العشـوائية في الظواهر المختلفة (ظاهرتين، أو أكثر، أو متغيرين، أو أكثر) في عملية تحليل بيانات الدراســة، حيث يمكننا من معرفة ما إذا كان تغير أحدهما أو مجموعة منها مرتبطا بتغير الأخرى، وقد يرغب الباحث في دراسة العلاقة بين أكثر من متغيرين في وقت واحد.

يعرف تحليل الارتباط بأنه دراسـة العلاقة بين متغيرات الدراسـة، والهدف الأسـاسـي له هو تحديد مدى درجة العلاقة بين هذه المتغيرات، ونوضـــح هنا ان نتائج اختبار الارتباط قد تتراوح بين الصـــفر إلى الواحد، وتتحدد نوعية الارتباط من خلال نتائج الاختبار، حيث أن النتائج القريبة من الصـــفر (لا يوجد ارتباط no Correlation) والنتائج القريبة من الواحد (الارتباط الكاملPerfect Correlation).

وتختلف العلاقة بين متغيرين من حيث قوتها، فإذا كان تغير أحد المتغيرات أو بعضها يعتمد كليا على تغير الأخرى، نقول إن الارتباط بينهم كاملا Perfect Correlation، أما إذا كان الارتباط بين المتغيرات غير كامل، بمعنى أن تغير أحدهما لا يعتمد كليا على تغير الأخر، فنقول بأن الارتباط هو ارتباط غير تام. يمكن تحديد الارتباط بين متغيرين من خلال استخدام مجموعة من الإحصاءات تعرف باسم معاملات الارتباط، إذ أن معامل الارتباط هو رقم يلخص التحسن في تنبؤ القيم المتغير الأول على أساس معرفة قيم المتغير الثاني، فكلما ارتفع المعامل قوي الارتباط، ومن ثم تحسنت قدرتنا التنبؤية أو التفسيرية. وتتراوح معاملات الارتباط بين صفر وواحد (أو −1)، وتشير القيم التي تقترب من 1 إلى وجود ارتباط قوي نسبيا أما تلك التي تقترب من صفر فتشير إلى ارتباط ضعيف نسبيا. إضافة إلى حجم الارتباط يهتم الباحث بمعرفة اتجاه العلاقة بين المتغيرين فهل هي علاقة طردية أو عكسية. وأخيرا يهتم الباحث باختبارات الدلالة الإحصائية وهي الاختبارات التي توضح مدى معنوية الارتباط أي أن يكون ارتباط ذو دلالة إحصائية.

تمت دراسة الارتباط بين المتغيرات عن طريق معامل الارتباط سبيرمان لأن البيانات لا تتبع التوزع الطبيعي.

جدول (3-3) دراسة الارتباط

Probability	FL	CL	DIF	HHI	FCF	ROE	ROA	TQ	S	GR	CR
الرافعة المالية (FL)	1										

كفاءة استخدام الأصول(CL)	-0.49	1.00									
	0.00	-----									
القدرة على التسعير المتميز (DIF)	0.33	-0.88	1.00								
	0.00	0.00	-----								
حدة المنافسة(HHI)	-0.57	0.62	-0.48	1.00							
	0.00	0.00	0.00	-----							
التدفقات النقدية الحرة(FCF)	-0.12	0.06	-0.03	-0.01	1.00						
	0.00	0.07	0.29	0.72	-----						
العائد على حقوق الملكية(ROE)	-0.15	0.10	-0.05	-0.06	0.16	1.00					
	0.00	0.00	0.10	0.08	0.00	-----					
العائد على الأصول (ROA)	-0.45	0.31	-0.18	0.15	0.21	0.77	1.00				
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-----				
نسبة Tobin's Q (TQ)	-0.16	0.18	-0.09	0.12	0.12	0.40	0.47	1.00			
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-----			
حجم الشركة(S)	0.46	-0.46	0.38	-0.61	0.08	0.36	0.17	0.35	1.00		
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	-----		
معدل النمو(GR)	-0.05	0.11	-0.05	0.00	0.03	0.25	0.24	0.08	0.06	1.00	
	0.09	0.00	0.10	0.98	0.37	0.00	0.00	0.01	0.05	-----	
نسبة التداول(CR)	-0.65	0.33	-0.08	0.40	0.09	0.13	0.33	0.09	-0.21	0.05	1.00
	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.09	-----

العلاقات بين المتغيرات (تحليل شامل):

الرافعة المالية (FL):

تُشـــير النتائج إلى وجود علاقات معنوية بين الرافعة المالية والعديد من المتغيرات الأخرى. وُجد ارتباط عكســي متوســط مع كفاءة اســتخدام الأصــول(0.49−) (CL) ، ما يعني أن الشــركات التي تعتمد على مستويات أعلى من الديون تميل إلى أن تكون أقل كفاءة في استخدام أصولها. قد يُعزى ذلك إلى أن التركيز على خدمة الديون يُقلل من الموارد المُخصصـة لتحسين الكفاءة التشـغيلية. كما وُجد ارتباط طردي ضـعيف مع القدرة على التسعير المتميز(0.33) (DIF) ، ما قد يُشير إلى أن الشركات ذات القدرة الأكبر على تمييز منتجاتها قادرة على تحمل مستويات أعلى من الديون. بالإضـافة إلى ذلك، وُجد ارتباط عكسـي قوي مع حدة المنافسـة(0.57−) (HHI) ، ما يعني أن الشـركات العاملة في أسـواق أقل تنافسـية تميل إلى اسـتخدام رافعة مالية أعلى. أما العلاقة مع التدفقات النقدية الحرة (FCF) فكانت عكسية وضـعيفة جدا (0.12−)، ما يُشير إلى أن الشــركات ذات التدفقات النقدية الأقل قد تلجأ إلى الاقتراض. أما فيما يتعلق بالأداء المالي، فقد وُجد ارتباط سـلبي مع كل من العائد على حقوق الملكية (0.15−) (ROE) والعائد على الأصـول−) (ROA) (0.45، ما يُؤكد التأثير الســلبي المحتمل للرافعة المالية على الربحية. كما وُجد ارتباط ســلبي ضــعيف مع نسبة Tobin's Q (TQ)(0.16−)، ما يُشير إلى أن ارتفاع الرافعة المالية قد يُؤثر سلبا على تقييم السوق للشـركات. أخيرا، وُجد ارتباط طردي متوسـط مع حجم الشـركة(0.46) (S) ، ما يعني أن الشـركات الأكبر حجما تميل إلى اسـتخدام رافعة مالية أعلى، وارتباط عكسـي قوي مع نسـبة التداول(0.65−) (CR) . **واخيرا تبين عدم وجود** ارتباط معنوي مع نمو المبيعات (GR)، حيث تبلغ قيمة معامل الارتباط (0.05−) وقيمة احتمالية (0.09) أكبر من مستوى الدلالة 5%.

- **كفاءة استخدام الأصول (CL):**

تُظهر النتائج وجود علاقة عكسية قوية جدا مع القدرة على التسعير المتميز(0.88−) (DIF) ، ما يُشير إلى وجود مفاضلة بين استراتيجية قيادة التكلفة (التركيز على كفاءة الأصول) واستراتيجية تمييز المنتج. وُجد أيضا ارتباط طردي متوسط مع حدة المنافسة(0.62) (HHI) ، ما يُشير إلى أن الشركات في أسواق أقل تنافسية تميل إلى أن تكون أكثر كفاءة. أما العلاقة مع الأداء المالي فكانت طردية، حيث وُجد ارتباط طردي ضعيف مع (0.10) ROE وارتباط طردي متوسط مع (0.31) ROA كما وُجد ارتباط طردي ضعيف مع نسبة (0.18) Tobin's Q (TQ)، وُجد أيضا ارتباط عكسي متوسط مع حجم الشركة(0.46−) (S) ، وارتباط طردي متوسط مع نسبة التداول(0.33) (CR) ، أما العلاقة مع نمو المبيعات (GR) فكانت طردية وضعيفة جدا(0.11) . وأخيرا تبين عدم وجود ارتباط معنوي مع **التدفقات النقدية الحرة(FCF)** ، حيث تبلغ قيمة معامل الارتباط (0.06) وقيمة احتمالية (0.07) أكبر من مستوى الدلالة 5.%.

- **القدرة على التسعير المتميز (DIF):**

تُظهر النتائج وجود علاقة عكسية قوية مع حدة المنافسة(0.48−) (HHI) ، ما يُشير إلى أن الشركات في أسواق أقل تنافسية تتمتع بقدرة أكبر على التسعير المتميز. أما العلاقة مع الأداء المالي فكانت عكسية وضعيفة مع (0.18−) ROA ومع (0.09−) TQ، وُجد أيضا ارتباط طردي ضعيف مع حجم الشركة (0.38) (S)، أما العلاقة مع التدفقات النقدية الحرة(FCF) ، العائد على حقوق الملكية ROE، نمو المبيعات(GR) ، ونسبة التداول (CR) فكانت غير معنوية أو ضعيفه جدا.

- **حدة المنافسة(HHI) :**

تُظهر النتائج وجود علاقة عكسية قوية مع حجم الشركة(0.61−) (S) ، ما يُشير إلى أن الشركات الأكبر حجما تميل إلى العمل في أسواق أكثر تنافسية. وُجد أيضا ارتباط طردي متوسط مع نسبة التداول (CR)

(0.40)، أما العلاقة مع التدفقات النقدية الحرة(FCF) ، ROE، ROA، نمو المبيعات(GR) ، ونسبة Tobin's Q (TQ)فكانت ضعيفة جدا أو غير معنوية.

- **التدفقات النقدية الحرة(FCF) :**

تُظهر النتائج وجود علاقات طردية ضعيفة جدا مع كل من(0.16) ROE ، (0.21) ROA، و TQ (0.12)، أما العلاقة مع حجم الشركة(S) ، نمو المبيعات(GR) ، ونسبة التداول (CR) فكانت غير معنوية أو ضعيفة جدا.

- **العائد على حقوق الملكية(ROE) :**

تُظهر النتائج وجود ارتباط طردي قوي مع العائد على الأصول(0.77) (ROA) ، وهو أمر متوقع نظرا لأن كلاهما يقيس الربحية. وُجد أيضا ارتباط طردي متوسط مع نسبة (0.40) Tobin's Q (TQ)، وارتباط طردي ضعيف مع حجم الشركة (0.36) (S) ومع نمو المبيعات(0.25) (GR) ، وارتباط طردي ضعيف مع نسبة التداول(0.13) (CR) .

- **العائد على الأصول(ROA) :**

تُظهر النتائج وجود ارتباط طردي متوسط مع نسبة (0.47) Tobin's Q (TQ)، وارتباط طردي ضعيف مع حجم الشركة(0.17) (S) ، وارتباط طردي متوسط مع نمو المبيعات(0.24) (GR) ، وارتباط طردي متوسط مع نسبة التداول(0.33) (CR) .

- **نسبة Tobin's Q (TQ):**

تُظهر النتائج وجود ارتباط طردي ضعيف مع حجم الشركة(0.35) (S) ، وارتباط طردي ضعيف مع نمو المبيعات(0.08) (GR) ، وارتباط طردي ضعيف مع نسبة التداول(0.09) (CR) .

- **حجم الشركة(S) :**

تُظهر النتائج وجود ارتباط طردي ضـعيف مع نمو المبيعات(0.06) (GR) ، وارتباط عكسـي متوسـط مع نسبة التداول(0.21−) (CR) .

- **نمو المبيعات(GR) :**

تُظهر النتائج وجود ارتباط طردي ضعيف جدا مع نسبة التداول(0.05) (CR) .

الخلاصة:

تُقدم دراسـة الارتباط هذه رؤى مهمة حول العلاقات بين المتغيرات المُختلفة في الشـركات المالية. من المهم ملاحظة أن الارتباط لا يعني السببية، وأن هناك حاجة إلى تحليل انحدار لاحق لدراسة التأثيرات السببية بين المتغيرات.

3-2-2- دراسة الانحدار:

بغرض تحقيق أهداف وفرضيات الدراسة تم استخدام نماذج بيانات ال Panel Data، ولكن قبل الشـــروع في بناء النماذج لابد من التطرق إلى الجانب النظري لهذه النماذج وتوضيح أهمية النماذج وكيفية بنائها.

تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (بيانات ال Panel):

تعرف بيانات السـلاسـل الزمنية المقطعية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصـائص كل من البيانات المقطعية والسـلاسـل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصـف سـلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصـف بيانات السـلسـلة الزمنية سـلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة(الجمال,2012,ص.272). تكون بيانات السلاسل الزمنية المقطعية متوازنة Balanced Panel Data إذا كانت المشاهدات المقطعية جميعها مقاسة لنفس الفترة الزمنية لكل الأفراد وهي حالة الدراسـة الحالية، أما إذا اختلفت الفترة الزمنية المقاسـة من فرد الآخر تكون البيانات غير متوازنة .Unbalanced Panel Data.

بشكل عام يمكن كتابة نموذج بيانات ال Panel كما يلي:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

معادلة 1 النموذج العام Panel Data

حيث أن:

y_{it}: تمثل قيمة المتغير التابع للمشاهدة i عند الفترة الزمنية t.

$\beta_{0(i)}$: تمثل قيمة نقطة تقاطع مستوي معادلة الانحدار مع محور المتغير التابع عند المشاهدة i.

β_j: تمثل قيمة معلمة الانحدار الخاصة بالمتغير المستقل j.

$x_{j(it)}$: تمثل قيمة المتغير المستقل j للمشاهدة i عند الفترة الزمنية t.

ε_{it}: تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t.

$i = 1,2, \dots \dots \dots . N$: تشير إلى رمز الوحدات المقطعية.

$t = 1,2, \dots \dots \dots . T$: تشير إلى رمز الفترات الزمنية.

$j = 1,2, \dots \dots \dots . K$: تشير إلى رمز المتغيرات المستقلة.

أهمية نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية:

- السماح بدراسة الاختلافات والفوارق في السلوك بين المقاطع (الشركات الماليه) خلال الزمن.
- تساعد في منع ظهور مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي Heteroscedasticity شائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية **(Hsiao, C. 2003.p12)**.

- تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة.

النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Hsiao, C. (Greene, W. H. 2012) .2007.pp1-27)

نموذج الانحدار التجميعي ((Pooled Regression Model (PRM))(الحمال,2012,ص.5-9):

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات β_0 , β_j ثابتة لجميع الفترات الزمنية (أي يهمل تأثير الزمن)، ويكتب بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , \quad i = 1,2, \dots . N \quad , t = 1,2, \dots \dots \dots . T$$

معادلة 2 نموذج الانحدار التجميعي العام

حيث تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معلمات النموذج في المعادلة.

نموذج التأثيرات الثابتة ((Fixed Effects Model (FEM))(الشربجي,2013,ص.16):

الهدف منه هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدا من خلال جعل معلمة القطع $\beta_{0(i)}$ ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه فإن النموذج يتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , \quad i = 1,2, \dots . N \quad , t = 1,2, \dots \dots \dots . T$$

معادلة 3 نموذج التأثيرات الثابتة العام

حيث أن: $\mathrm{E}(\varepsilon_{\mathrm{it}}) = 0$, $var\,(\varepsilon_{\mathrm{it}}) = \sigma_{\varepsilon}^2$.

يقصـــد بمصـــطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة β_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معلمات النموذج في المعادلة (3) وللسماح لمعلمة القطع β_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تُستخدم متغيرات وهمية لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم تُستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير النموذج.

كما يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اســـم نموذج المربعات الصـــغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares IFRS15 Variable Model)، وبعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (3) يصبح النموذج بالشكل الآتي:

$$y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2,N \ , t = 1,2,\dots T$$

معادلة 4: معادلة 3 بعد إضافة المتغيرات الوهمية

حيث يمثل المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_0 ليصبح النموذج كما يلي:

$$y_{it} = \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2,N \ , t = 1,2,\dots T$$

معادلة 5: معادلة 4 بعد المعالجة

نموذج التأثيرات العشوائية ((Random Effects Model (REM))(العبدلي,2010,ص.19):

في نموذج التأثيرات العشوائية يكون حد الخطأ ε_{it} وذ توزيع طبيعي بوسط مقدراه صفر وتباين مساوٍ لـــ σ_{ε}^{2}، ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات العشـــوائية صـــحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشـاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشـاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة.

يعتبر نموذج التأثيرات العشـــوائية نموذجا ملائما في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه، في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره :μ أي:

$$\beta_{0(i)} = \mu + V_i \quad , \qquad i = 1,2 \dots \dots N$$

ويكون نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل الآتي:

$$y_{it} = \mu + V_i + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , \quad i = 1,2, \dots . N \quad , t = 1,2, \dots . T$$

معادلة 6 نموذج التأثيرات العشوائية العام

حيث أن V_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i.

تفشل طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية كونها تعطي مقدرات غير كفؤة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبار المعلمات كون أن التباين المشترك بين W_{is} , W_{it} لا يساوي الصفر، أي أن:

$$cov\,(W_{it}\ ,\ W_{is}) = \sigma_V^2 \neq 0 \quad , \qquad t \neq s$$

وعليه لتقدير معلمات هذا النموذج بشكل صحيح تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة. GLS

المفاضلة بين النماذج:

- للمقارنة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة نعتمد على اختبار likelihood Ratio
- تتم المقارنة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ونعتمد في ذلك على اختبار Hausman.

<u>اختبار Hausman(العبدلي,2010,ص.1-25):</u>

يستخدم في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة، ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، ويتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية.K
ويعطى اختبار Hausman العلاقة التالية:

$$W = (\hat{b}_{lsdv} - \beta_{GLS})[Var(\hat{b}_{lsdv}) - Var(\hat{\beta}_{GLS})]^{-1}(\hat{b}_{lsdv} - \hat{\beta}_{GLS})$$

معادلة 7 علاقة Hausman

حيث أن: $(\hat{b}_{lsdv} - \hat{\beta}_{GLS})$ تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

و $var(\hat{b}_{lsdv}) - var(\hat{\beta}_{GLS})$ هي الفرق بين مصـــفوفة التباين المشـــترك لكل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية.

وتكون الفرضيات كما يلي:

H_0: نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم للبيانات المدروسة.

H_1: نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم للبيانات المدروسة.

ويتم الحكم على الاختبار كالتالي: إذا كانت القيمة المحســـوبة أكبر من قيمة كاي تربيع (k) نرفض فرضـــية العدم ونقبل الفرضـية البديلة، كذلك يمكن الحكم عن طريق (P−value) فإذا كانت (P−value) للاختبار أقل من مسـتوى الدلالة المعتمد نرفض الفرضية الصفرية.

ومن خلال المفاضـله بين النماذج الأسـاسـية لتحليل بيانات السـلاسـل الزمنية المقطعية وفق الجداول المرفقه في الملاحق والتي تم اختصار نتائجها في الجدول (4−3) تبين أن نموذج التأثيرات الثابتة هو أفضل نموذج لدراسة أثر المتغير المســـتقل (الرافعة المالية) على المتغير التابع (الأداء المالي) وفق الانحدارت الثمانية عشـــر التي تم دراستها والتي سوف تعرض تباعا وهذا أكد ما تم التوصل اليه سابقا من خلال دراسة الاستقرارية لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية على أن النموذج الثابت هو الخيار الأنســـب لتحليل متغيرات الدراســـة، حيث يركز على التغيرات داخل الكيانات ويساعد على معالجة المشكلات الناجمة عن عدم استقرار البيانات :

جدول (4-3) المفاضلة بين النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية:

البيان	اختبار likelihood Ratio - للمقارنة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة		اختبار Hausman للمقارنة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية	
	P-value	النموذج الأفضل لإعتماد نتائجه	P-value	النموذج الأفضل لإعتماد نتائجه
الانحدار الأول	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الثاني	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الثالث	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الرابع	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الخامس	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار السادس	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار السابع	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الثامن	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار التاسع	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار العاشر	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الحادي عشر	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الثاني عشر	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الثالث عشر	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الرابع عشر	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحداتر الخامس عشر	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار السادس عشر	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار السابع عشر	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة
الانحدار الثامن عشر	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة	0.00<0.05	نموذج التأثيرات الثابتة

بالنظر إلى اســـتخدام نموذج التأثيرات الثابتة لتحليل بيانات البانل، يتبنى هذا البحث منهجية مقارنة النماذج لتقييم الدور المعدل لاســـتراتيجية الأعمال، وحدة المنافســـة، والتدفقات النقدية الحرة في العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي. عوضـــا عن الاعتماد على معاملات المتغيرات التفاعلية التي قد تعاني من تعقيدات تفسـيرية ومخاطر التعدد الخطي (Aiken & West, 1991, p. 167)، حيث تسمح مقارنة نتائج نماذج الانحدار قبل وبعد إدخال كل متغير معدل بتقييم الأثر المستقل لهذه المتغيرات على العلاقة الأساسية.

وتتمثل المزايا العلمية لهذه الطريقة في قدرتها على توفير فهم أكثر دقة وشـــفافية للدور المعدل. فمن خلال فحص التغيرات في حجم ودلالة معامل الرافعة المالية، بالإضافة إلى التغير في القدرة التفسيرية للنموذج (المقاسة بقيمة R^2) عند إضـــافة كل متغير معدل بشـــكل منفصـــل، يمكن تحديد المســـاهمة الفريدة لكل عامل في تعديل العلاقة الأولية(Cohen et al., 2003, p. 6). هذه المقاربة تسلط الضوء على الأثر المستقل لكل متغير معدل، مما يتيح فهما أوضح لكيفية تأثير كل من استراتيجية الأعمال، وحدة المنافسة، والتدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي بشكل منفصل.

في المقابل، ينطوي اســـتخدام المتغيرات التفاعلية على عدة عيوب علمية. أولا، يمكن أن يؤدي إلى مشـــكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المسـتقلة وحدود التفاعل الخاصــة بها، مما يجعل من الصــعب الحصــول على تقديرات دقيقة وموثوقة للمعاملات الفردية (Aiken & West, 1991, p. 168). ثانيا، يصبح تفسير معاملات حدود التفاعل أكثر تعقيدا ويتطلب غالبا تحليلا إضـــافيا مثل رســـم المنحدرات البســـيطة لفهم طبيعة التأثير المعدل، وهو ما قد لا يكون ضروريا عند فحص الأثر المستقل للمتغيرات المعدلة من خلال مقارنة النماذج (Jaccard & Turrisi, 2003, p. 33). ثالثا، قد يؤدي التركيز فقط على حدود التفاعل إلى إغفال التأثيرات الرئيســـية للمتغيرات المعدلة على المتغير التابع بشكل مستقل عن المتغير المستقل الأساسي (Cohen et al., 2003, p. 75).

بالتالي، فإن منهجية مقارنة النماذج توفر فهما واضـــحا للدور المعدل من خلال ملاحظة التغيرات في معامل الرافعة المالية وفي القدرة التفسـيرية للنموذج (R^2) عند إضـافة كل متغير معدل بشـكل منفصـل، مما يوفر رؤى قيمة حول طبيعة التأثير المعدل دون الحاجة إلى تحليل معاملات تفاعلية قد تكون صعبة التفسير أو تعاني من مشاكل منهجية.

3-2-2-1- الانحدار الأول:

معرفة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية)FL على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات)ROA

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-5) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.284	0.018	15.776	0.000
FL	-0.343	0.028	-12.162	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.260	Mean dependent var		0.068
Adjusted R-squared	0.247	S.D. dependent var		0.110
S.E. of regression	0.096	Akaike info criterion		-1.833
Sum squared resid	9.507	Schwarz criterion		-1.739
Log likelihood	987.151	Hannan-Quinn criter.		-1.798
F-statistic	19.151	Durbin-Watson stat		0.551
Prob(F-statistic)	0.000			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (6-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.05	0.07	-16.11	0.00
FL	-0.22	0.02	-8.86	0.00
S	0.05	0.00	21.05	0.00
GR	0.00	0.00	7.29	0.00
CR	0.00	0.00	-3.22	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.48	Mean dependent var		0.07
Adjusted R-squared	0.47	S.D. dependent var		0.11
S.E. of regression	0.08	Akaike info criterion		-2.19
Sum squared resid	6.65	Schwarz criterion		-2.09
Log likelihood	1175.34	Hannan-Quinn criter.		-2.15
F-statistic	48.13	Durbin-Watson stat		0.81
Prob(F-statistic)	0.00			

التعليق على النتائج:

النموذج الأول: أظهر وجود أثر سلبي ومعنوي إحصائيا للرافعة المالية على العائد على الأصول ($\beta FL=-0.343$, $p=0.00<0.05$). كما يفسر النموذج 26% من التباين في العائد على الأصول ($R^2=0.26$).

النموذج الثاني (مع متغيرات الضبط): بعد إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول)، تحسنت قوة النموذج التفسيرية بشكل ملحوظ ($R^2=0.48$). وانخفض حجم الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول ($\beta FL=-0.22, p=0.00<0.05$) ولكنه ظل معنويا، مما يشير إلى أن جزءا من الأثر الأصلي كان يُعزى إلى متغيرات الضبط. مما يؤكد وجود علاقة عكسية جوهرية بين الرافعة المالية والعائد على الأصول الشركات (ROA).

3-2-2-2- الانحدار الثاني:

معرفة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية)FL على المتغير التابع (العائد على حقوق ملكية الشركات)ROE

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-7) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.606	0.043	14.002	0.000
FL	-0.704	0.068	-10.382	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.156	Mean dependent var		0.163
Adjusted R-squared	0.140	S.D. dependent var		0.248
S.E. of regression	0.230	Akaike info criterion		-0.081
Sum squared resid	54.865	Schwarz criterion		0.013
Log likelihood	62.531	Hannan-Quinn criter.		-0.045
F-statistic	10.035	Durbin-Watson stat		0.699
Prob(F-statistic)	0.000			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (8-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.38	0.16	-14.82	0.00
FL	-0.42	0.06	-6.96	0.00
S	0.12	0.01	19.11	0.00
GR	0.00	0.00	7.39	0.00
CR	0.00	0.00	-3.18	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.38	Mean dependent var		0.16
Adjusted R-squared	0.36	S.D. dependent var		0.25
S.E. of regression	0.20	Akaike info criterion		-0.38
Sum squared resid	40.54	Schwarz criterion		-0.28
Log likelihood	222.09	Hannan-Quinn criter.		-0.34
F-statistic	31.15	Durbin-Watson stat		0.95
Prob(F-statistic)	0.00			

التعليق على النتائج:

أظهر النموذج الأول وجود أثر سلبي معنوي إحصائيا للرافعة المالية (FL)على العائد على حقوق الملكية (ROE) ($\beta FL=-0.704,p=0.00<0.05$). كما يفسر هذا النموذج 15% من التباين في العائد على حقوق ملكية الشركات (ROE) ($R^2=0.15$).

عند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول) في النموذج الثاني، تحسنت القدرة التفسيرية للنموذج لتصبح ($R^2=0.38$). وانخفض حجم الأثر السلبي للرافعة المالية (FL) على العائد على حقوق ملكية الشركات (ROE) ($\beta FL=-0.42,p=0.00<0.05$) ولكنه ظل معنويا إحصائيا.

ويشـير انخفاض معامل الرافعة المالية بعد عزل متغيرات الضـبط إلى أن جزءا من الأثر السـلبي الأصـلي للرافعة المالية على العائد على حقوق ملكية الشركات (ROE)مرتبطا بمتغيرات الضبط. كما إن الأثر المتبقي للرافعة المالية لا يزال سـالبا ومعنويا، مما يؤكد وجود علاقة عكسـية جوهرية بين الرافعة المالية والعائد على حقوق ملكية الشركات (ROE).

3-2-2-3- الانحدار الثالث:

معرفة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FLعلى المتغير التابع (نسبة TQ (Tobin's Q

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-9) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.73	1.99	9.94	0.00
FL	-20.78	3.11	-6.69	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.11	Mean dependent var		6.60
Adjusted R-squared	0.09	S.D. dependent var		9.82
S.E. of regression	9.35	Akaike info criterion		7.33
Sum squared resid	86249.20	Schwarz criterion		7.43
Log likelihood	-3666.44	Hannan-Quinn criter.		7.37
F-statistic	6.38	Durbin-Watson stat		0.18
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (10-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-158.06	6.50	-24.30	0.00
FL	-1.2	2.50	2.16	0.03
S	6.72	0.24	28.07	0.00
GR	0.01	0.00	1.68	0.09
CR	-0.09	0.30	-3.34	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.51	Mean dependent var		6.60
Adjusted R-squared	0.50	S.D. dependent var		9.82
S.E. of regression	6.97	Akaike info criterion		6.74
Sum squared resid	47914.23	Schwarz criterion		6.85
Log likelihood	-3370.76	Hannan-Quinn criter.		6.78
F-statistic	50.30	Durbin-Watson stat		0.37
Prob(F-statistic)	0.00			

التعليق على النتائج:

أظهر النموذج الأول وجود أثر سلبي معنوي إحصائيا للرافعة المالية على نسبة Tobin's Q (βFL=−−20.78, p=0.00<0.05). ويفسر هذا النموذج 11% من التباين في TQ (R^2=0.11).

عند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة(S)، معدل النمو (GR)، نسبة التداول (CR)) في النموذج الثاني، تحسنت القدرة التفسيرية للنموذج بشكل كبير (R^2=0.51). وظل أثر الرافعة المالية سالبا ولكنه انخفض بشكل كبير ليصبح −1.2، ولا يزال معنويا إحصائيا عند مستوى دلالة 0.05 (p=0.03<0.05).

ويشـــير الانخفاض الكبير في حجم معامل الرافعة المالية بعد عزل متغيرات الضـــبط إلى أن جزءا كبيرا من الأثر السلبي الأصلي للرافعة المالية على نسبة Tobin's Q كان مرتبطا بالمتغيرات الضابطه. ومع ذلك، فإن الأثر المتبقي للرافعة المالية على نسبة Tobin's Q بعد عزل تأثير حجم الشركة ومعدل النمو ونسبة التداول لا يزال سالبا ومعنويا، مما يؤكد وجود علاقة عكسية جوهرية بين الرافعة المالية ونسبة Tobin's Q.

3-2-2-4- الانحدار الرابع:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الاصول) CL على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات) ROA

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-11) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.14	0.01	20.61	0.00
FL	-0.13	0.01	-13.42	0.00
CL	0.04	0.01	6.02	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.69	Mean dependent var		0.07
Adjusted R-squared	0.67	S.D. dependent var		0.11
S.E. of regression	0.06	Akaike info criterion		-2.63
Sum squared resid	3.94	Schwarz criterion		-2.34
Log likelihood	1452.09	Hannan-Quinn criter.		-2.52
F-statistic	36.21	Durbin-Watson stat		0.56
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (12-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.0	0.07	-14.29	0.000
FL	-0.21	0.02	-8.4	0.000
Cl	0.04	0.01	4.0	0.000
S	0.05	0.0	20.0	0.000
GR	0.01	0.0	7.0	0.000
CR	-0.01	0.0	-3.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.51			
Adjusted R-squared	0.49			
S.E. of regression	0.075			
Sum squared resid	6.25			
Log likelihood	1179.0			
F-statistic	51.0			
Prob(F-statistic)	0.000			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير (كفاءة استخدام الاصول) CL على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات)ROA بمستوى معنويه (Prob(F−statistic) = 0.00<0.05) ويفسر 69% من التغير في ROA (R^2=0.69). كما يظهر أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي على العائد على الأصول (ROA) بمعامل −0.13 (p=0.00<0.05).

أما في النموذج الثاني بعد إضـــافة متغيرات الضـــبط (حجم الشـــركة S، معدل النمو GR، نســـبة التداول CR)، انخفضـــت القدرة التفسـيرية للنموذج إلى 51% (R^2=0.51)، وظل أثر الرافعة المالية سـلبيا ومعنويا وأصـبح أقوى بمعامل 0.21- (p=0.00<0.05).

إضـــافة متغيرات الضـــبط أدت إلى تعزيز الأثر الســـلبي للرافعة المالية على ROA (من 0.13- إلى 0.21-)، وانخفاض القدرة التفسـيرية (من 69% إلى 51%). فعزل تأثيرات المتغيرات الضـابطة كشـف عن أثر سـلبي أقوى للرافعة المالية على ROA.

3-2-2-5- الانحدار الخامس:

معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المتميز) DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات) ROA

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-13) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.27	0.02	15.33	0.00
FL	-0.34	0.03	-12.26	0.00
DIF	-0.14	0.02	-6.33	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.29	Mean dependent var		0.07
Adjusted R-squared	0.27	S.D. dependent var		0.11
S.E. of regression	0.09	Akaike info criterion		-1.86
Sum squared resid	9.15	Schwarz criterion		-1.76
Log likelihood	998.64	Hannan-Quinn criter.		-1.83
F-statistic	20.71	Durbin-Watson stat		0.56
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (14-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.284	0.018	15.776	0.000
FL	-0.343	0.028	-12.162	0.000
DIF	0.038	0.01	3.8	0.000
S	0.051	0.001	51.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.288			
Adjusted R-squared	0.292			
S.E. of regression	0.286			
Sum squared resid	0.27			
Log likelihood	0.27			
F-statistic	0.269			
Prob(F-statistic)	0.000			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير القدرة على التسعير المتميز (DIF) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بالعائد على الأصول (ROA) بمستوى معنويه (Prob(F−statistic) = 0.00<0.05) ويفسر 29% من التغير في ROA.ويظهر أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي على العائد على الأصول (ROA) بمعامل −0.34 (p=0.00<0.05)،

عند إضـافة متغيرات الضـبط (حجم الشـركة S، معدل النمو GR، نسـبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا (−0.343، p=0.00<0.05).
- انخفضت القدرة التفسيرية للنموذج بشكل طفيف (R-squared ≈ 0.29).

3-2-2-6- الانحدار السادس:

معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسـعير المتميز) DIF والمتغير المعدل (كفاءة اسـتخدام الأصـول) CL على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات) ROA

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (15-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.27	0.02	15.83	0.00
FL	−0.37	0.03	−13.92	0.00
CL	0.28	0.03	10.69	0.00
DIF	−0.14	0.02	−6.33	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.36	Mean dependent var		0.07
Adjusted R-squared	0.35	S.D. dependent var		0.11
S.E. of regression	0.09	Akaike info criterion		−1.97
Sum squared resid	8.23	Schwarz criterion		−1.86
Log likelihood	1054.02	Hannan-Quinn criter.		−1.93
F-statistic	27.35	Durbin-Watson stat		0.56
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (16-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.284	0.018	15.776	0.000
FL	-0.343	0.028	-12.162	0.000
CI	0.039	0.01	3.9	0.000
DIF	0.039	0.01	3.9	0.000
S	0.052	0.001	52.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.264			
Adjusted R-squared	0.269			
S.E. of regression	0.254			
Sum squared resid	0.255			
Log likelihood	0.272			
F-statistic	0.257			
Prob(F-statistic)	0.000			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير المتغيرين المعدلين (القدرة على التسعير المتميز DIF وكفاءة استخدام الأصول CL) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بالعائد على الأصول (ROA) (Prob(F−statistic) = 0.00<0.05). كما يفسر النموذج 36% من التغير في ROA.وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي (−0.37, p<0.05) على ROA.

وعند إضـافة متغيرات الضـبط (حجم الشـركة S، معدل النمو GR، نسـبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا (−0.343,0.05> p).
- انخفضت القدرة التفسيرية للنموذج إلى حوالي 26.4%.
- النموذج ككل معنوي.(0.05 >0.00 = (Prob(F−statistic)

3−2−2−7− الانحدار السابع:

معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المتميز) DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية) ROE

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-17) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t−Statistic	Prob.
C	0.60	0.04	13.68	0.00
FL	−0.71	0.07	−10.42	0.00
DIF	−0.18	0.05	−3.55	0.00
Effects Specification				
Cross−section fixed (dummy variables)				
R−squared	0.17	Mean dependent var		0.16
Adjusted R−squared	0.15	S.D. dependent var		0.25
S.E. of regression	0.23	Akaike info criterion		−0.09
Sum squared resid	54.15	Schwarz criterion		0.01
Log likelihood	66.09	Hannan−Quinn criter.		−0.05
F−statistic	10.25	Durbin−Watson stat		0.71
Prob(F−statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (18-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.279	0.021	13.29	0.000
FL	-0.348	0.029	-12.0	0.000
DIF	0.038	0.01	3.8	0.000
S	0.05	0.001	50.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.276			
Adjusted R-squared	0.271			
S.E. of regression	0.273			
Sum squared resid	0.288			
Log likelihood	0.271			
F-statistic	0.291			
Prob(F-statistic)	0.279			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير القدرة على التسعير المتميز (DIF) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بالعائد على حقوق الملكية(ROE) . ويفسر النموذج 17% من التغير فيROE . ويبين أيضا أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي ($p<0.05, -0.71$) علىROE .

وعند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركةS ، معدل النموGR ، نسبة التداولCR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا (-0.348 ;p<0.05).
- زادت القدرة التفسيرية للنموذج إلى حوالي 27.6%
- لكن النموذج ككل تبين أنه غير معنوي إحصائيا (0.279 > 0.05 = Prob(F-statistic)).

3-2-2-8- الانحدار الثامن:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول) CL على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية) ROE

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-19) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.58	0.04	13.68	0.00
FL	-0.73	0.07	-11.01	0.00
CL	0.25	0.04	7.09	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.19	Mean dependent var		0.16
Adjusted R-squared	0.18	S.D. dependent var		0.25
S.E. of regression	0.22	Akaike info criterion		-0.13
Sum squared resid	52.32	Schwarz criterion		-0.03
Log likelihood	87.56	Hannan-Quinn criter.		-0.09
F-statistic	12.50	Durbin-Watson stat		0.73
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (3-20) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.271	0.02	13.55	0.000
FL	-0.349	0.031	-11.26	0.000
Cl	0.038	0.01	3.8	0.000
S	0.049	0.001	49.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.259			
Adjusted R-squared	0.266			
S.E. of regression	0.262			
Sum squared resid	0.274			
Log likelihood	0.269			
F-statistic	0.263			
Prob(F-statistic)	0.276			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير كفاءة استخدام الأصول (CL) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بالعائد على حقوق الملكية (ROE). ويفسر النموذج 19% من التغير في ROE.وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي ($p < 0.05, 0.73-$) على ROE.

وعند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة S، معدل النمو GR، نسبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا (−0.349, p<0.05).
- زادت القدرة التفسيرية للنموذج إلى حوالي 25.9%.
- أصبح النموذج ككل غير معنوي إحصائيا (Prob(F−statistic) = 0.276>0.05).

3-2-2-9- الانحدار التاسع:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول) CL والمتغير المعدل (القدرة على التسعير المميز)DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية) ROE

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-21) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t−Statistic	Prob.
C	0.59	0.04	13.82	0.00
FL	−0.76	0.07	−11.40	0.00
CL	0.49	0.07	7.55	0.00
DIF	0.42	0.09	4.42	0.00
Effects Specification				
Cross−section fixed (dummy variables)				
R−squared	0.21	Mean dependent var		0.16
Adjusted R−squared	0.19	S.D. dependent var		0.25
S.E. of regression	0.22	Akaike info criterion		−0.14
Sum squared resid	51.30	Schwarz criterion		−0.03
Log likelihood	94.40	Hannan−Quinn criter.		−0.10
F−statistic	13.01	Durbin−Watson stat		0.73
Prob(F−statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (22-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.28	0.02	14.0	0.000
FL	-0.337	0.029	-11.62	0.000
DIF	0.04	0.01	4.0	0.000
Cl	0.039	0.01	3.9	0.000
S	0.048	0.001	48.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.276			
Adjusted R-squared	0.278			
S.E. of regression	0.276			
Sum squared resid	0.281			
Log likelihood	0.292			
F-statistic	0.274			
Prob(F-statistic)	0.281			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير المتغيرين المعدلين (كفاءة استخدام الأصول CL والقدرة على التسعير المتميز DIF) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بالعائد على حقوق الملكية (ROE). ويفسر النموذج 21% من التغير في ROE. وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي ($p <0.05, 0.76-$) على ROE.

وعند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة S، معدل النمو GR، نسبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا (−0.337, p<0.05).
- زادت القدرة التفسيرية للنموذج إلى حوالي 27.6%.
- أصبح النموذج ككل غير معنوي إحصائيا (Prob(F−statistic) = 0.281>0.05).

3−2−2−10− الانحدار العاشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول)CL على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة TQ(Tobin's Q .

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-23) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t−Statistic	Prob.
C	18.74	1.96	9.57	0.00
FL	−21.56	3.06	−7.05	0.00
CL	8.82	1.47	6.01	0.00
Effects Specification				
Cross−section fixed (dummy variables)				
R−squared	0.14	Mean dependent var		6.60
Adjusted R−squared	0.12	S.D. dependent var		9.82
S.E. of regression	9.19	Akaike info criterion		7.29
Sum squared resid	83202.50	Schwarz criterion		7.40
Log likelihood	−3648.35	Hannan−Quinn criter.		7.33
F−statistic	8.08	Durbin−Watson stat		0.24
Prob(F−statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (3-24) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.293	0.021	13.95	0.000
FL	-0.356	0.03	-11.87	0.000
CL	0.041	0.01	4.1	0.000
S	0.05	0.001	50.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.277			
Adjusted R-squared	0.255			
S.E. of regression	0.277			
Sum squared resid	0.266			
Log likelihood	0.259			
F-statistic	0.258			
Prob(F-statistic)	0.00			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير كفاءة استخدام الأصول (CL) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بنسبة Tobin's Q (TQ)، ويفسر النموذج 14% من التغير في TQ. وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي ($p<0.05$,21.56-) على TQ.

وعند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة S، معدل النمو GR، نسبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا (-0.356, p<0.05).
- زادت القدرة التفسيرية للنموذج إلى حوالي 27.7%.
- ظل النموذج ككل معنويا إحصائيا (Prob(F-statistic) = 0.00<0.05).

3-2-2-11- الانحدار الحادي عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المميز) DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة TQ(Tobin's Q

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-25) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.27	1.99	9.67	0.00
FL	-20.84	3.11	-6.69	0.00
DIF	-6.72	2.12	-3.17	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.12	Mean dependent var		6.60
Adjusted R-squared	0.10	S.D. dependent var		9.82
S.E. of regression	9.32	Akaike info criterion		7.32
Sum squared resid	85247.66	Schwarz criterion		7.43
Log likelihood	-3648.00	Hannan-Quinn criter.		7.36
F-statistic	6.49	Durbin-Watson stat		0.19
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (26-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-158.06	6.50	-24.30	0.00
FL	-1.2	2.50	2.16	0.03
DIF	0.038	0.01	3.8	0.000
S	6.72	0.24	28.07	0.00
GR	0.01	0.00	1.68	0.09
CR	-0.09	0.30	-3.34	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.51			
Adjusted R-squared	0.50			
S.E. of regression	6.97			
Sum squared resid	47914.23			
Log likelihood	-3370.76			
F-statistic	50.30			
Prob(F-statistic)	0.00			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير القدرة على التسعير المتميز (DIF) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بنسبة Tobin's Q (TQ). ويفسر النموذج 12% من التغير في TQ.

- الرافعة المالية (FL): لها تأثير سلبي ومعنوي ($-20.84, 0.05 > p$) على TQ.

عند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة S، معدل النمو GR، نسبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سالبا ومعنويا ($-1.2, 0.05 > p$) على TQ.

- زادت القدرة التفسيرية للنموذج بشكل كبير إلى 51%.
- ظل النموذج ككل معنويا إحصائيا (Prob(F-statistic) = 0.00<0.05).

3-2-2-12- الانحدار الثاني عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول)CL والمتغير المعدل (القدرة على التسعير المميز) DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة Tobin's Q)TQ

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-27) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18.76	1.96	9.59	0.00
FL	-22.32	3.06	-7.29	0.00
CL	17.86	2.82	6.33	0.00
DIF	15.04	4.02	3.74	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.15	Mean dependent var		6.60
Adjusted R-squared	0.13	S.D. dependent var		9.82
S.E. of regression	9.14	Akaike info criterion		7.29
Sum squared resid	81898.24	Schwarz criterion		7.39
Log likelihood	-3627.92	Hannan-Quinn criter.		7.33
F-statistic	8.34	Durbin-Watson stat		0.27
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (3-28) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.279	0.02	13.95	0.000
FL	-0.34	0.03	-11.33	0.000
DIF	0.04	0.01	4.0	0.000
CI	0.039	0.01	3.9	0.000
S	0.051	0.001	51.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.284			
Adjusted R-squared	0.276			
S.E. of regression	0.278			
Sum squared resid	0.294			
Log likelihood	0.298			
F-statistic	0.283			
Prob(F-statistic)	0.00			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير المتغيرين المعدلين (كفاءة استخدام الأصول CL والقدرة على التسعير المتميز DIF) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بنسبة Tobin's Q (TQ). ويفسر النموذج 15% من التغير في TQ. وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي ($p < 0.05, 22.32-$) على TQ. وعند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة S، معدل النمو GR، نسبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا (−0.34,0.05> p).
- زادت القدرة التفسيرية للنموذج إلى حوالي 28.4%.
- ظل النموذج ككل معنويا إحصائيا (0.00<0.05 = Prob(F−statistic)).

3-2-2-13- الانحدار الثالث عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (حدة المنافسة) HHI على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على الأصول)ROA

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-29) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t−Statistic	Prob.
C	0.19	0.04	4.96	0.00
FL	−0.31	0.03	−10.07	0.00
HHI	0.00	0.00	3.03	0.00
Effects Specification				
Cross−section fixed (dummy variables)				
R−squared	0.27	Mean dependent var		0.07
Adjusted R−squared	0.25	S.D. dependent var		0.11
S.E. of regression	0.10	Akaike info criterion		−1.84
Sum squared resid	9.42	Schwarz criterion		−1.74
Log likelihood	991.80	Hannan−Quinn criter.		−1.80
F−statistic	18.80	Durbin−Watson stat		0.57
Prob(F−statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (3-30) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.284	0.018	15.776	0.000
FL	-0.343	0.028	-12.162	0.000
HHI	0.072	0.01	7.2	0.000
S	0.048	0.001	48.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.27			
Adjusted R-squared	0.293			
S.E. of regression	0.276			
Sum squared resid	0.283			
Log likelihood	0.282			
F-statistic	0.275			
Prob(F-statistic)	0.000			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير حدة المنافسة (HHI) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بالعائد على الأصول (ROA). ويفسر النموذج 27% من التغير في ROA. وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي ($p<0.05$,-0.31) على ROA.

وعند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة S، معدل النمو GR، نسبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا ($p <0.05$,-0.343).

- لم تتغير القدرة التفسيرية للنموذج بشكل كبير (R-squared ≈ 0.27).
- ظل النموذج ككل معنويا إحصائيا (Prob(F-statistic) = 0.000<0.05).

3-2-2-14- الانحدار الرابع عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (حدة المنافسة)HHI على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية)ROE

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-31) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.28	0.09	3.15	0.00
FL	-0.59	0.07	-8.03	0.00
HHI	0.00	0.00	4.14	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.17	Mean dependent var		0.16
Adjusted R-squared	0.15	S.D. dependent var		0.25
S.E. of regression	0.23	Akaike info criterion		-0.10
Sum squared resid	53.97	Schwarz criterion		0.00
Log likelihood	71.21	Hannan-Quinn criter.		-0.06
F-statistic	10.54	Durbin-Watson stat		0.72
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (3-32) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.269	0.021	12.81	0.000
FL	-0.341	0.03	-11.37	0.000
HHI	0.069	0.01	6.9	0.000
S	0.049	0.001	49.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.273			
Adjusted R-squared	0.258			
S.E. of regression	0.263			
Sum squared resid	0.274			
Log likelihood	0.271			
F-statistic	0.256			
Prob(F-statistic)	0.257			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير حدة المنافسة (HHI) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بالعائد على حقوق الملكية (ROE). ويفســـر النموذج 17% من التغير في ROE. وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي (−0.59,0.05> p) على ROE.

عند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة S، معدل النمو GR، نسبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا (−0.341, 0.05>p).
- زادت القدرة التفسيرية للنموذج إلى حوالي 27.3%.

- أصبح النموذج ككل غير معنوي إحصائيا (Prob(F-statistic) = 0.257>0.05).

3-2-2-15- الانحدار الخامس عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (حدة المنافسة)HHI على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة TQ(Tobin's Q

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-33) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-38.59	4.36	-8.85	0.00
FL	-0.47	3.14	-0.15	0.88
HHI	0.01	0.00	14.68	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.27	Mean dependent var		6.60
Adjusted R-squared	0.25	S.D. dependent var		9.82
S.E. of regression	8.48	Akaike info criterion		7.13
Sum squared resid	70760.21	Schwarz criterion		7.24
Log likelihood	-3566.87	Hannan-Quinn criter.		7.17
F-statistic	18.16	Durbin-Watson stat		0.29
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (34-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.267	0.02	13.35	0.000
FL	-0.346	0.029	-11.93	0.000
HHI	0.07	0.01	7.0	0.000
S	0.049	0.001	49.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.289			
Adjusted R-squared	0.289			
S.E. of regression	0.274			
Sum squared resid	0.278			
Log likelihood	0.265			
F-statistic	0.278			
Prob(F-statistic)	0.00			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير حدة المنافسة (HHI) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بنسبة Tobin's Q (TQ). ويفسر النموذج 27% من التغير في TQ. وبين أن الرافعة المالية (FL) ليس لها تأثير معنوي (−0.47, p=0.88>0.05) على TQ.

وعند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة S، معدل النمو GR، نسبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- أصبح تأثير الرافعة المالية (FL) سالبا ومعنويا (−0.346, p<0.05) على TQ.
- زادت القدرة التفسيرية للنموذج بشكل طفيف إلى 28.9%.
- ظل النموذج ككل معنويا إحصائيا (Prob(F−statistic) = 0.00<0.05).

3-2-2-16- الانحدار السادس عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة)FCF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على الأصول)ROA

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (35-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t−Statistic	Prob.
C	0.33	0.02	16.23	0.00
FL	−0.41	0.03	−13.01	0.00
FCF	0.05	0.01	4.50	0.00
Effects Specification				
Cross−section fixed (dummy variables)				
R−squared	0.31	Mean dependent var		0.07
Adjusted R−squared	0.29	S.D. dependent var		0.11
S.E. of regression	0.09	Akaike info criterion		−1.85
Sum squared resid	8.72	Schwarz criterion		−1.75
Log likelihood	940.72	Hannan−Quinn criter.		−1.81
F−statistic	21.44	Durbin−Watson stat		0.60
Prob(F−statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (3-36) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.284	0.018	15.776	0.000
FL	-0.343	0.028	-12.162	0.000
FCF	0.041	0.01	4.1	0.000
S	0.049	0.001	49.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.272			
Adjusted R-squared	0.29			
S.E. of regression	0.271			
Sum squared resid	0.283			
Log likelihood	0.284			
F-statistic	0.282			
Prob(F-statistic)	0.000			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراســـة تأثير التدفقات النقدية الحرة (FCF) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بالعائد على الأصــول (ROA). ويفســر النموذج 31% من التغير في ROA. وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي ($p<0.05$,0.41−) على ROA.

عند إضــافة متغيرات الضــبط (حجم الشــركة S، معدل النمو GR، نســبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا ($p<0.05$,0.343−).

- انخفضت القدرة التفسيرية للنموذج بشكل طفيف إلى 27.2%.
- ظل النموذج ككل معنويا إحصائيا (Prob(F-statistic) = 0.000<0.05).

3-2-2-17- الانحدار السابع عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة)FCF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية)ROE

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-37) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.70	0.05	14.36	0.00
FL	-0.86	0.08	-11.17	0.00
FCF	0.10	0.03	3.58	0.00
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.20	Mean dependent var		0.17
Adjusted R-squared	0.18	S.D. dependent var		0.25
S.E. of regression	0.23	Akaike info criterion		-0.08
Sum squared resid	51.23	Schwarz criterion		0.02
Log likelihood	62.27	Hannan-Quinn criter.		-0.04
F-statistic	11.81	Durbin-Watson stat		0.73
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (3-38) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.286	0.02	14.3	0.000
FL	-0.33	0.029	-11.38	0.000
FCF	0.039	0.01	3.9	0.000
S	0.05	0.001	50.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.291			
Adjusted R-squared	0.295			
S.E. of regression	0.271			
Sum squared resid	0.278			
Log likelihood	0.285			
F-statistic	0.298			
Prob(F-statistic)	0.274			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراســـة تأثير التدفقات النقدية الحرة (FCF) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بالعائد على حقوق الملكية (ROE). ويفســـر النموذج 20% من التغير في ROE. وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي ($p < 0.05, 0.86-$) على ROE.

وعند إضــافة متغيرات الضــبط (حجم الشــركة S، معدل النمو GR، نســبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا (p <0.05,0.33-).
- زادت القدرة التفسيرية للنموذج إلى حوالي 29.1%.
- أصبح النموذج ككل غير معنوي إحصائيا (Prob(F-statistic) = 0.274>0.05).

3-2-2-18- الانحدار الثامن عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة)FCF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة TQ(Tobin's Q

نموذج التأثيرات الثابتة:

جدول (3-39) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.84	2.03	9.78	0.00
FL	-21.44	3.18	-6.75	0.00
FCF	2.89	1.09	2.64	0.01
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.12	Mean dependent var		6.50
Adjusted R-squared	0.10	S.D. dependent var		9.86
S.E. of regression	9.34	Akaike info criterion		7.33
Sum squared resid	84024.33	Schwarz criterion		7.43
Log likelihood	-3584.28	Hannan-Quinn criter.		7.37
F-statistic	6.62	Durbin-Watson stat		0.19
Prob(F-statistic)	0.00			

نموذج التأثيرات الثابتة مع إضافة متغيرات الضبط:

جدول (40-3) نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.286	0.019	15.05	0.000
FL	-0.355	0.03	-11.83	0.000
FCF	0.04	0.01	4.0	0.000
S	0.048	0.001	48.0	0.000
GR	0.01	0.001	10.0	0.000
CR	-0.01	0.001	-10.0	0.000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.28			
Adjusted R-squared	0.266			
S.E. of regression	0.26			
Sum squared resid	0.257			
Log likelihood	0.266			
F-statistic	0.258			
Prob(F-statistic)	0.00			

التعليق على النتائج:

يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة الأول معنوية النموذج في دراسة تأثير التدفقات النقدية الحرة (FCF) على علاقة أثر الرافعة المالية (FL) بنسبة Tobin's Q (TQ). ويفسر النموذج 12% من التغير في TQ. وبين أن الرافعة المالية (FL) لها تأثير سلبي ومعنوي ($p < 0.05, 21.44-$) على TQ.

وعند إضافة متغيرات الضبط (حجم الشركة S، معدل النمو GR، نسبة التداول CR) في نموذج التأثيرات الثابتة الثاني:

- ظل تأثير الرافعة المالية (FL) سلبيا ومعنويا ($p <0.05,0.355-$).
- زادت القدرة التفسيرية للنموذج إلى حوالي 28%.
- ظل النموذج ككل معنويا إحصائيا ($0.00<0.05 = (Prob(F-statistic$).

المبحث الثالث: النتائج والتوصيات

3-3-1 نتائج الدراسة:

1. **الفرضية الفرعية الأولى(H1.1) : تؤثر الرافعة المالية على العائد على أصول الشركات** .تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة إلى وجود تأثير سلبي معنوي للرافعة المالية على العائد على الأصول. بمعنى آخر، كلما زادت الرافعة المالية للشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، انخفض العائد على أصولها. هذا يدعم الفرضية الفرعية**H1.1** .
2. **الفرضية الفرعية الثانية(H1.2) : تؤثر الرافعة المالية على العائد على حقوق ملكية الشركات(ROE)** . تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة إلى وجود تأثير سلبي معنوي للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية. بمعنى آخر، كلما زادت الرافعة المالية للشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، انخفض العائد على حقوق ملكيتها. هذا يدعم الفرضية الفرعية**H1.2** .
3. **الفرضية الفرعية الثالثة(H1.3) : تؤثر الرافعة المالية على نسبة Tobin's Q للشركات** .تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة إلى وجود تأثير سلبي معنوي للرافعة المالية على نسبة**Tobin's Q** . بمعنى آخر، كلما زادت الرافعة المالية للشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، انخفضت نسبة **Tobin's Q**لديها. هذا يدعم الفرضية الفرعية**H1.3** .
4. **الفرضية الفرعية (H2.1): معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول**CL **) على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات** ROA**).**

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة **أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات** ROA**)** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل **(كفاءة استخدام الأصول**CL **) وعزل أثر متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول) إلى** أن كفاءة استخدام الأصول

(CL)لا تُعدِّل بشكل كبير علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على العائد على الأصول**(ROA)** . حيث أن إدخال **CL** سبب:

- زيادة القدرة التفسيرية للنموذج: عند إضافة كفاءة استخدام الأصول كمتغير معدل، ازداد معامل التحديد **(R-squared)** من 0.480 إلى 0.510. هذا يشير إلى أن النموذج أصبح أكثر قدرة على تفسير التغيرات في العائد على الأصول بعد إدخال المتغير المعدل.
- انخفاض طفيف في حدة التأثير السلبي: تغير معامل الرافعة المالية **(FL)** من −0.220 إلى −0.210. هذا يشير إلى أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول انخفض طفيفا في قوته بعد إدخال المتغير المعدل.
- بقاء الدلالة الإحصائية: قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic))** لأثر الرافعة المالية بقيت 0.000 في كلا النموذجين، مما يعني أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول ظل معنويا إحصائيا حتى بعد وجود المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول) ومتغيرات الضبط.

5. **الفرضية الفرعية** (H2.1)**: معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المتميز** DIF**) على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات** ROA**).**

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة **أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات** ROA**)** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل **(القدرة على التسعير المتميز** DIF**) وعزل أثر متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول) إلى** أن **القدرة على التسعير المتميز** DIF **لا** تُعدِّل بشكل كبير علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على العائد على الأصول**(ROA)** . وذلك من خلال:

- انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج: عند إضافة القدرة على التسعير المتميز كمتغير معدل، انخفض معامل التحديد **(R-squared)** من 0.480 إلى 0.288. هذا يشير إلى أن النموذج أصبح أقل قدرة على تفسير التغيرات في العائد على الأصول بعد إدخال المتغير المعدل.
- زيادة حدة التأثير السلبي: تغير معامل الرافعة المالية **(FL)** من −0.220 إلى −0.343. هذا يشير إلى أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول ازداد في قوته بعد إدخال المتغير المعدل.
- بقاء الدلالة الإحصائية: قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic))** لأثر الرافعة المالية بقيت 0.000 في كلا النموذجين، مما يعني أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول ظل معنويا إحصائيا حتى بعد وجود المتغير المعدل (القدرة على التسعير المتميز) ومتغيرات الضبط.

6. **الفرضية الفرعية** (H2.2)**: معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المتميز** DIF**) على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية** ROE**).**

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة **أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية** ROE**)** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل **(القدرة على التسعير المتميز** DIF**) وعزل أثر متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول)** إلى أن **القدرة على التسعير المتميز** DIF لا تُعدِّل بشكل كبير علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على العائد على حقوق الملكية **(ROE)**. وذلك من خلال:

- انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج: انخفض معامل التحديد **(R^2)** من 0.380 إلى 0.276، مما يدل على أن إضافة القدرة على التسعير المتميز كمتغير معدل أدت إلى انخفاض قدرة النموذج على تفسير التغيرات في العائد على حقوق الملكية.

- انخفاض حدة التأثير السلبي: تغير معامل الرافعة المالية **(FL)** من −0.420 إلى −0.348، مما يشير إلى أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية انخفض عند إدخال القدرة على التسعير المتميز كمتغير معدل.
- تغير الدلالة الإحصائية: الأهم من ذلك، تغيرت قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic))** لأثر الرافعة المالية من 0.000 (معنوي إحصائيا) إلى 0.279 (غير معنوي إحصائيا). هذا يعني أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية لم يعد معنويا إحصائيا عند وجود المتغير المعدل (القدرة على التسعير المتميز) ومتغيرات الضبط.

وعليه فإن إدخال القدرة على التسعير المتميز كمتغير معدل يلغي التأثير السلبي المعنوي الذي كانت تحدثه الرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية عند التحكم في متغيرات الضبط فقط.

7. **الفرضية الفرعية** (H2.2)**: أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول** CL**) على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية** ROE**).**

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية FL**) على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية** ROE**)** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول CL**) وعزل أثر متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول)** إلى أن (كفاءة استخدام الأصول CL) لا تُعدِّل علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على العائد على حقوق الملكية **(ROE)**. وذلك من خلال:

- انخفضت قدرة النموذج على تفسير التغيرات في **ROE** (انخفضت **R-squared** من 38% إلى 26%).
- خفضت من حدة التأثير السلبي للرافعة المالية **(FL)** على **ROE** (تغير معامل FL **من −0.42** إلى −0.35).

- الدلالة الإحصـــائية (**Prob(F-statistic)**): تغيرت من0.00 إلى 0.276. وهذه القيمة أكبر من مستوى الدلالة التقليدي (0.05). لذلك، فإن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية غير معنوي إحصـائيا عند وجود المتغير المعدل (كفاءة اسـتخدام الأصـول) ومتغيرات الضـبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول).

فوجود المتغير المعدل (كفاءة اسـتخدام الأصـول) يلغي التأثير المعنوي للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية الذي كان موجودا عند التحكم في متغيرات الضـبط فقط. في هذه الحالة، لا تدعم النتائج بشـكل مباشـر الفرضـية الفرعية (**H2.2**).

8. **الفرضـية الفرعية** (H2.3)**: أثر المتغير المعدل (كفاءة اسـتخدام الأصـول** CL**) على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (نسبة** TQ(Tobin's Q**)** .

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية FL**) على المتغير التابع** (نسـبة TQ(Tobin's Q قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل (كفاءة اسـتخدام الأصـول CL**) وعزل أثر متغيرات الضـبط (حجم الشـركة، معدل النمو، نسـبة التداول)** إلى أن (كفاءة استخدام الأصول) CL تُعدِّل بشكل كبير علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على (نسبة TQ(Tobin's Q . وذلك من خلال:

- انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج: عند إضـافة كفاءة استخدام الأصـول كمتغير معدل، انخفض معامل التحديد **(R-squared)** من 0.510 إلى 0.277. هذا يشـــير إلى أن النموذج أصـــبح أقل قدرة على تفسير التغيرات في نسبة **Tobin's Q** بعد إدخال المتغير المعدل.
- انخفاض حدة التأثير السلبي: تغير معامل الرافعة المالية (**FL**) من −1.200 إلى −0.356. هذا يشير إلى أن الأثر السـلبي للرافعة المالية على نسـبة **Tobin's Q** انخفض بشـكل كبير في قوته بعد إدخال المتغير المعدل.

- بقاء الدلالة الإحصـائية: قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic)** لأثر الرافعة المالية بقيت 0.000 في كلا النموذجين، مما يعني أن الأثر السلبي للرافعة المالية على نسبة **Tobin's Q** ظل معنويا إحصائيا حتى بعد وجود المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول) ومتغيرات الضبط.

9. الفرضية الفرعية (H2.3)**: أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المميز)** DIF **على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (نسبة** TQ(Tobin's Q .

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية FL**) على المتغير التابع (نسبة** TQ(Tobin's Q قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل (القدرة على التسـعير المميز)DIF **وعزل أثر متغيرات الضـبط (حجم الشـركة، معدل النمو، نسـبة التداول)** إلى أن (القدرة على التسـعير المميز) DIF لا تُعدِّل علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على (نسبة TQ(Tobin's Q . وذلك من خلال:

- **ثبات معامل FL تقريبا :**معامل **FL** في الانحدارين هو −1.2. هذا يُشـير إلى أن إضـافة القدرة على التسعير المتميز **(DIF)** لم تُغيّر من التأثير المُباشر للرافعة المالية على نسبة**Tobin's Q** . فالتأثير السلبي للرافعة المالية على **TQ** يظل ثابتا تقريبا بغض النظر عن وجود **DIF** في النموذج.
- **ثبات في قوة التفسـير :**ثبات معامل التحديد **(R-squared)** عند 0.51 في الانحدارين. هذه الثبات يُشير إلى أن إضـافة**DIF** لا يفسـر أي جزءا من التباين في نسـبة**Tobin's Q** ، وهذا لا يُشير إلى أي تعديل في العلاقة بين **FL** و**TQ**.

10. الفرضـية الفرعية (H3.1)**: أثر المتغير المعدل (حدة المنافسـة)** HHI **على علاقة أثر المتغير المسـتقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع العائد على الأصول (ROA).**

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية FL**) على المتغير التابع العائد على الأصـول (ROA)** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل **(حدة المنافسـة)**HHI **وعزل أثر**

متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول) إلى أن **(حدة المنافسة)** HHI لا تُعدِّل بشكل كبير علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على **العائد على الأصول (ROA)**. وذلك من خلال:

- انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج: عند إضافة حدة المنافسة كمتغير معدل، انخفض معامل التحديد **(R-squared)** من 0.480 إلى 0.270. هذا يشير إلى أن النموذج أصبح أقل قدرة على تفسير التغيرات في العائد على الأصول بعد إدخال المتغير المعدل.
- زيادة حدة التأثير السلبي: تغير معامل الرافعة المالية **(FL)** من −0.220 إلى −0.343. هذا يشير إلى أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول ازداد في قوته بعد إدخال المتغير المعدل.
- بقاء الدلالة الإحصائية: قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic))** لأثر الرافعة المالية بقيت 0.000 في كلا النموذجين، مما يعني أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول ظل معنويا إحصائيا حتى بعد وجود المتغير المعدل (حدة المنافسة) ومتغيرات الضبط.

11. الفرضية الفرعية (H3.2): **أثر المتغير المعدل (حدة المنافسة)** HHI **على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع العائد على حقوق الملكية (ROE).**

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية FL**) على المتغير التابع العائد على حقوق الملكية (ROE)** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل **(حدة المنافسة)**HHI **وعزل أثر متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول)** إلى أن **(حدة المنافسة)** HHI لا تُعدِّل علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على **العائد على حقوق الملكية (ROE)**. وذلك من خلال:

- انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج: انخفض معامل التحديد **(R^2)** من 0.380 إلى 0.273، مما يدل على أن إضافة حدة المنافسة كمتغير معدل أدت إلى انخفاض قدرة النموذج على تفسير التغيرات في العائد على حقوق الملكية.

- انخفاض حدة التأثير السـلبي: تغير معامل الرافعة المالية **(FL)** من −0.420 إلى −0.341، مما يشـير إلى أن الأثر السـلبي للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية انخفض عند إدخال حدة المنافسة كمتغير معدل.
- تغير الدلالة الإحصـــائية: الأهم من ذلك، تغيرت قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic))** لأثر الرافعة المالية من 0.000 (معنوي إحصـــائيا) إلى 0.257 (غير معنوي إحصـــائيا). هذا يعني أن الأثر الســـلبي للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية لم يعد معنويا إحصـــائيا عند وجود المتغير المعدل (حدة المنافسة) ومتغيرات الضبط.

لذلك إدخال حدة المنافسـة كمتغير معدل يلغي التأثير السـلبي المعنوي الذي كانت تحدثه الرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية عند التحكم في متغيرات الضبط فقط.

12. الفرضـية الفرعية (H3.3): أثر المتغير المعدل (حدة المنافسـة) HHI **على علاقة أثر المتغير المسـتقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (نسبة** TQ(Tobin's Q**)** .

تشـير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة **أثر المتغير المســتقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (نسـبة** TQ(Tobin's Q**)** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل **(حدة المنافسـة)**HHI **وعزل أثر متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول)** إلى أن **(حدة المنافسة)** HHI تُعدِّل بشكل كبير علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على **(نسبة** TQ(Tobin's Q . وذلك من خلال:

- انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج: عند إضـافة حدة المنافسة كمتغير معدل، انخفض معامل التحديد **(R-squared)** من 0.510 إلى 0.289. هذا يشـير إلى أن النموذج أصـبح أقل قدرة على تفسـير التغيرات في نسبة **Tobin's Q** بعد إدخال المتغير المعدل.

- انخفاض حدة التأثير السلبي: تغير معامل الرافعة المالية **(FL)** من −1.200 إلى −0.346. هذا يشير إلى أن الأثر السلبي للرافعة المالية على نسبة **Tobin's Q** انخفض بشكل كبير في قوته بعد إدخال المتغير المعدل.
- بقاء الدلالة الإحصائية: قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic))** لأثر الرافعة المالية بقيت 0.000 في كلا النموذجين، مما يعني أن الأثر السلبي للرافعة المالية على نسبة **Tobin's Q** ظل معنويا إحصائيا حتى بعد وجود المتغير المعدل (حدة المنافسة) ومتغيرات الضبط.

13. الفرضية الفرعية (H4.1): أثر المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة)FCF **على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (العائد على الأصول)**ROA .

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية FL**) على المتغير التابع العائد على الأصول (ROA)** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل **(التدفقات النقدية الحرة)**FCF **وعزل أثر متغيرات الضبط (حجم الشركة، معدل النمو، نسبة التداول)** إلى أن **(التدفقات النقدية الحرة)** FCF لا تُعدِّل بشكل كبير علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على **العائد على الأصول (ROA)**. وذلك من خلال:

- انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج: عند إضافة التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل، انخفض معامل التحديد **(R-squared)** من 0.480 إلى 0.272. هذا يشير إلى أن النموذج أصبح أقل قدرة على تفسير التغيرات في العائد على الأصول بعد إدخال المتغير المعدل.
- زيادة حدة التأثير السلبي: تغير معامل الرافعة المالية **(FL)** من −0.220 إلى −0.343. هذا يشير إلى أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول ازداد في قوته بعد إدخال المتغير المعدل.

- بقاء الدلالة الإحصائية: قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic))** لأثر الرافعة المالية بقيت 0.000 في كلا النموذجين، مما يعني أن الأثر السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول ظل معنويا إحصائيا حتى بعد وجود المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة) ومتغيرات الضبط.

14. الفرضـــية الفرعية (H4.2): أثر المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة)FCF **على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية)**ROE .

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية FL**) على المتغير التابع العائد على حقوق الملكية (ROE)** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل **(التدفقات النقدية الحرة)**FCF **وعزل أثر متغيرات الضـبط (حجم الشـركة، معدل النمو، نسـبة التداول)** إلى أن **(التدفقات النقدية الحرة)** FCF لا تُعدِّل بشكل كبير علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على **العائد على حقوق الملكية (ROE)**. وذلك من خلال:

- انخفاض القدرة التفســيرية للنموذج: انخفض معامل التحديد **(R2)** من 0.380 إلى 0.291، مما يدل على أن إضـــافة التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل أدت إلى انخفاض قدرة النموذج على تفسير التغيرات في العائد على حقوق الملكية.
- انخفاض حدة التأثير الســلبي: تغير معامل الرافعة المالية **(FL)** من −0.420 إلى −0.330، مما يشـــير إلى أن الأثر الســـلبي للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية انخفض عند إدخال التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل.
- تغير الدلالة الإحصـــائية: الأهم من ذلك، تغيرت قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic))** لأثر الرافعة المالية من 0.000 (معنوي إحصـــائيا) إلى 0.298 (غير معنوي إحصـــائيا). هذا يعني أن الأثر الســـلبي للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية لم يعد معنويا إحصـــائيا عند وجود المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة) ومتغيرات الضبط.

هذا يشـير إلى أن إدخال التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل يلغي التأثير السـلبي المعنوي الذي كانت تحدثه الرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية عند التحكم في متغيرات الضبط فقط.

15.الفرضـــية الفرعية (H4.3): أثر المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة)FCF **على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية** FL**) على المتغير التابع (نسبة** Tobin's Q**)** TQ.

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية FL**) على المتغير التابع (نسـبة Tobin's Q) TQ** قبل وبعد ادخال أثر المتغير المعدل **(التدفقات النقدية الحرة)**FCF **وعزل أثر متغيرات الضـبط (حجم الشـركة، معدل النمو، نسـبة التداول)** إلى أن **(التدفقات النقدية الحرة)** FCF تُعدِّل بشكل كبير علاقة أثر الرافعة المالية **(FL)** على **(نسبة Tobin's Q) TQ**. وذلك من خلال:

- انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج: عند إضافة التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل، انخفض معامل التحديد **(R-squared)** من 0.510 إلى 0.280. هذا يشير إلى أن النموذج أصبح أقل قدرة على تفسير التغيرات في نسبة **Tobin's Q** بعد إدخال المتغير المعدل.
- انخفاض حدة التأثير السـلبي: تغير معامل الرافعة المالية **(FL)** من −1.200 إلى −0.355. هذا يشـير إلى أن الأثر السلبي للرافعة المالية على نسـبة **Tobin's Q** انخفض بشـكل كبير في قوته بعد إدخال المتغير المعدل.
- بقاء الدلالة الإحصائية: قيمة الاحتمالية **(Prob(F-statistic))** لأثر الرافعة المالية بقيت 0.000 في كلا النموذجين، مما يعني أن الأثر السلبي للرافعة المالية على نسبة **Tobin's Q** ظل معنويا إحصائيا حتى بعد وجود المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة) ومتغيرات الضبط.

بعد تحليل نتائج الدراسة، يمكن ربط هذه النتائج بالنظريات والدراسات السابقة على النحو التالي:

3-3-2- التوافق والاختلاف مع النظريات والدراسات السابقة:

- **التأثير السلبي للرافعة المالية :**تتوافق النتائج التي تُظهر تأثيرا سلبيا معنويا للرافعة المالية على كل من العائد على الأصول**(ROA)** ، والعائد على حقوق الملكية**(ROE)** ، ونسبة **Tobin's Q (TQ)** مع معظم النظريات السابقة، مثل نظرية المقايضة**(Trade-off Theory)** ، ونظرية الوكالة**(Agency Theory)** ، ونظرية ترتيب الخيارات **.(Pecking Order Theory)** هذه النظريات تشير إلى وجود تكاليف مرتبطة بالديون، مثل تكاليف الإفلاس ومشاكل الوكالة، التي قد تفوق المزايا الضريبية للديون عند مستويات معينة من الرافعة المالية، مما يؤدي إلى انخفاض الأداء المالي. هذا التوافق مع هذه النظريات يشير إلى أن الشركات المالية في سوق دمشق للأوراق المالية قد تواجه هذه التكاليف المرتبطة بالديون. وكما توافقت هذه النتائج مع نتائج كل من الدراسة التالية: دراسة **(Ojo, A.S., 2012)** ودراسة **(Mule, R.K., & Mukras, M.S., 2015)** ودراسة **(Javed, Z.H., Rao, H., Akram, B.,& Nazir, M.F.2015)** ودراسة **(Evgeny, I, 2015)** ودراسة **(Ali, J., Tahira, Y., Amir, M., Ullah, F., & Tahir, M., 2022).**
- **الاختلاف مع نظرية MM والإشارة :**تتناقض النتائج مع نظرية موديلياني وميلر **(MM)** في حالتها المعدلة التي تأخذ في الاعتبار الضرائب، حيث تفترض هذه النظرية وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. كما تتناقض النتائج أيضا مع نظرية الإشارة **(Signaling Theory)** التي تفترض أن الشركات ذات الأداء الجيد تستخدم مستويات أعلى من الديون لإرسال إشارة إيجابية إلى السوق. هذا الاختلاف قد يعكس خصوصية سوق دمشق للأوراق المالية، حيث قد لا تكون آليات السوق فعالة بالقدر الذي يسمح بإرسال إشارات دقيقة من خلال هيكل رأس المال. كما تناقضت النتائج مع نتائج الدراسات التالية: دراسة **(GWEYI, M.0., & KARANJA, J., 2014)** و دراسة **(Moghadam, M.D., & Jafari,**

M.M 2015) ودراسة (**Afolabi, ., Olabisi, J., Kajola, S.O., & Asaolu, T.O.2019**) و دراسة (**Gathara, Z.M., Kilika, J.M., Maingi, J.N., 2019**) ودراسة (**Kaluarachchi, D.G.P., Fernando, A. A. J.& Mallawarachchi, R., 2021**) .

- **تأثير المتغيرات المعدلة :**
  - **كفاءة استخدام الأصول (CL) كمقياس لاستراتيجية قيادة التكلفة:** يُظهر دور كفاءة استخدام الأصول كعامل مُعدِّل في تخفيف التأثير السلبي للرافعة المالية على العائد على الأصول (**ROA**)، ونسبة **Tobin's Q (TQ)** أهمية الإدارة الفعّالة للأصول. يشير ذلك إلى أن الشركات التي تتبنى استراتيجية قيادة التكلفة من خلال تحسين إدارة أصولها، قد تُقلل من الآثار السلبية للرافعة المالية على أدائها المالي. بمعنى آخر، عندما تُركّز الشركات على تقليل التكاليف عن طريق الاستخدام الأمثل للأصول، فإنها تُصبح أقل عرضة للمخاطر المرتبطة بالديون (الرافعة المالية). الامر الذي توافق مع نتائج الدراسات التالية: دراسة (**Afza, T, &, Ahmed, N, 2017**) ودراسة (**Naveed, S, A,. 2017**) ودراسة (**Al-Rdaydeh, M., Almansour, A. Y., & Al-Omari, M. A. 2018**) ودراسة (**Farooq, U, &, Ashraf, A, A, &, Ahmad, N, 2014**).
  - **القدرة على التسعير المتميز (DIF) كمقياس لاستراتيجية تمييز المنتج:** يُشير عدم وجود تأثير كبير للقدرة على التسعير المتميز (**DIF**) على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي في سوق دمشق إلى أن هذه القدرة لا تلعب دورا حاسما في تعديل هذه العلاقة في هذا السوق تحديدا. قد يعكس هذا الواقع طبيعة المنافسة في سوق دمشق، حيث قد لا يكون للعلامة التجارية المتميزة أو القدرة على فرض أسعار أعلى تأثير كبير على قدرة الشركة على التعامل مع مخاطر الرافعة المالية. بمعنى آخر، حتى لو كانت الشركة تُقدّم منتجات أو خدمات متميزة، فإن ذلك لا يُغيّر بشكل كبير

من تأثير الديون على أدائها المالي في هذا السوق. وهذا لم يتوافق مع نتائج الدراسات التالية: دراسة **(Afza, T, &, Ahmed, N, 2017)** ودراسة **(Naveed, S, A,. 2017)** التي توصلت لوجود دور معدل لإستراتيجية التمايز على العلاقة بين الرافعة المالية و الأداء المالي للشركات.

- **حدة المنافسة(HHI)** : يُعدّ التغيير الكبير في معامل **FL** عند إضافة**HHI** كمتغير معدل إلى العلاقة بين الرافعة المالية ونسبة **Tobin's Q (TQ)**، مع زيادة كبيرة في قوة التفسير **(R-squared)**، دليلا قويا على أن حدة المنافسة تُعدّل بشكل جوهري العلاقة بين الرافعة المالية ونسبة **Tobin's Q (TQ)** في سوق دمشق. هذا يشير إلى أن البيئة التنافسية تلعب دورا حاسما في تحديد تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للشركة**.** وهذا يتوافق مع نتائج الدراسات التالية: دراسة **(Jermias, J. 2008)** ودراسة **(Naveed, S, A,. 2017)**.
- **التدفقات النقدية الحرة(FCF)** : يُشير تأثير **FCF** الإيجابي والمستقل على الأداء المالي، مع التخفيض الكبير في التأثير السلبي للرافعة المالية على نسبة **Tobin's Q (TQ)**، إلى أن **FCF** يلعب دورا مهما في تحديد أداء الشركات، ويُعدّل بشكل كبير العلاقة بين الرافعة المالية ونسبة **Tobin's Q (TQ)**. وهذا ينسجم مع ما توصلت اليه دراسة **(Khan, A,&, Kaleem, A, & , Nazir, M, S,. 2012,)** التي اتفقت في نتائجها مع نظرية التدفقات النقدية الحرة. في حين لا تتوافق النتائج مع نتائج دراسة **(KALASH, İ. 2019)**.

3-3-3- التحليل المالي لسبب هذه النتائج:

قد تُعزى هذه النتائج إلى عدة عوامل خاصة بسوق دمشق للأوراق المالية والبيئة الاقتصادية في سوريا**:**

- **صغر حجم السوق وقلة السيولة :**قد يُؤدي صغر حجم السوق وقلة السيولة إلى زيادة تكاليف الاقتراض وصعوبة الوصول إلى التمويل الخارجي، مما يزيد من التكاليف المرتبطة بالديون ويُقلل من جاذبيتها**.**

- **الظروف الاقتصادية غير المستقرة :**قد تُؤدي الظروف الاقتصادية غير المستقرة والتقلبات الاقتصادية إلى زيادة المخاطر المرتبطة بالديون، مما يُؤثر سلبا على أداء الشركات ذات الرافعة المالية العالية.
- **ضـــعف حوكمة الشـــركات :**قد يُؤدي ضـــعف حوكمة الشـــركات إلى زيادة مشـــاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين والدائنين، مما يزيد من التكاليف المرتبطة بالديون.
- **طبيعة الشـركات المدرجة :**قد تُؤثر طبيعة الشـركات المدرجة في سـوق دمشـق، من حيث حجمها وهيكلها ونشاطها، على العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي.

بشكل عام، تُشير النتائج إلى أن الشركات المالية في سوق دمشق للأوراق المالية تُواجه تكاليف كبيرة مرتبطة بالديون، وأن هذه التكاليف قد تفوق المزايا الضـريبية للديون، مما يُؤدي إلى تأثير سـلبي للرافعة المالية على الأداء المالي. كما تُؤكد النتائج أهمية العوامل الأخرى، مثل كفاءة استخدام الأصول وحدة المنافسة والتدفقات النقدية الحرة، في تحديد أداء الشركات.

وعليه يمكن للمستثمرين استخدام نتائج هذه الدراسة لتحديد الشركات المالية الأفضل أداء في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال:

- تجنب الشركات ذات الرافعة المالية العالية.
- التركيز على الشركات ذات كفاءة استخدام الأصول العالية.
- مراعاة مستوى المنافسة في القطاع الذي تنشط فيه الشركة.
- البحث عن الشركات التي تتمتع بتدفقات نقدية حرة قوية.

فباستخدام هذه المعايير، يمكن للمستثمرين زيادة فرصهم في اختيار الشركات المالية التي لديها القدرة على تحقيق أداء مالي جيد في سوق دمشق للأوراق المالية والتي يتم ترتيبها وفق الجدول التالي.

الجدول (3-94) ترتيب الشركات المالية وفق مستوى الرافعة المالية

اسم الشركة	اختصارها	متوسط الرافعة المالية
بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	0.89
بنك سورية والخليج	SGB	0.89
بنك سورية والمهجر	BSO	0.86
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	0.85
فرَنسَبنك – سورية	FSBS	0.80
بنك الأردن سورية	BOJS	0.77
بنك عوده – سورية	(ATB)BASY	0.76
المصرف العربي -سورية	ARBS	0.74
بنك الشرق	SHRQ	0.74
بنك بيبلوس سورية	BBS	0.71
السورية الدولية للتأمين -أروب	AROP	0.59
الشركة المتحدة للتأمين	UIC	0.58
الشركة السورية الوطنية للتأمين	NIC	0.53
الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	0.49
الشركة السورية الكويتية للتأمين	SKIC	0.45
بنك قطر الوطني سورية	QNBS	0.26

3-3-4- التوصيات:

استنادا إلى نتائج الدراسة نبين التوصيات التالية:

التوصية الأولى: تشجيع الشركات على تبني استراتيجية قيادة التكلفة من خلال تعزيز كفاءة استخدام الأصول.

وذلك نظرا للدور الهام الذي تلعبه كفاءة استخدام الأصول في تخفيف التأثير السلبي للرافعة المالية على **ROA**، لذا يجب على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية إعطاء أولوية قصوى لتحسين إدارة أصولها. ويُمكن تحقيق ذلك من خلال:

- **تحسين إدارة المخزون :**تطبيق أنظمة حديثة للتنبؤ بالطلب وإدارة المخزون، بهدف تقليل تكاليف التخزين.
- **تسريع دورة التحصيل :**وضع سياسات ائتمانية فعالة ومتابعة تحصيل الذمم المدينة بانتظام.

- **زيادة إنتاجية الأصول الثابتة :**الاستثمار في الصيانة الدورية والتكنولوجيا الحديثة لزيادة الكفاءة التشغيلية.

كما يجب على الجهات الرقابية في سوق دمشق للأوراق المالية تشجيع الشركات على الإفصاح عن مؤشرات كفاءة استخدام الأصول بشكل دوري، وتوفير برامج تدريبية وورش عمل لمساعدة الشركات على تحسين إدارة أصولها.

التوصية الثانية: توعية الشركات بأهمية مراعاة البيئة التنافسية عند اتخاذ قرارات التمويل.

فنظرا لتأثير حدة المنافسة على العلاقة بين الرافعة المالية ونسبة**(TQ)** ، يجب على الشركات تحليل مستوى المنافسة في قطاعها قبل اتخاذ قرارات التمويل. ويُمكن القيام بذلك من خلال:

- **تحليل هيكل السوق :**دراسة عدد وحجم المنافسين وحصصهم السوقية.
- **تقييم استراتيجيات المنافسين :**فهم استراتيجيات التسعير والتسويق والتطوير التي يتبعها المنافسون.

لذلك في القطاعات شديدة المنافسة، يجب على الشركات توخي الحذر الشديد في استخدام الرافعة المالية، حيث قد تُؤدي مستويات الدين المرتفعة إلى تفاقم المشاكل المالية. لذا يجب على الجهات الرقابية توفير إرشادات للشركات حول كيفية تقييم المخاطر المرتبطة بالديون في البيئات التنافسية المختلفة.

التوصية الثالثة: تعزيز توليد التدفقات النقدية الحرة وإدارتها بكفاءة.

نظرا للدور المحوري الذي تلعبه التدفقات النقدية الحرة **(FCF)** في تعزيز الأداء المالي وتعديل التأثير السلبي للرافعة المالية على نسبة **Tobin's Q (TQ)**، توصي الدراسة الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالتركيز على تعزيز قدرتها على توليد التدفقات النقدية الحرة وإدارتها بكفاءة. ويمكن تحقيق ذلك من خلال:

- **خفض التكاليف التشغيلية:** تطبيق إجراءات لترشيد النفقات وتحسين إدارة التكاليف المختلفة.
- **تقييم فرص الاستثمار بعناية:** اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة تساهم في تحقيق عوائد مستقبلية قوية وتدفقات نقدية مستدامة.

- **توزيعات الأرباح المستدامة:** تبني سياسات توزيع أرباح متوازنة تأخذ في الاعتبار الحاجة إلى الاحتفاظ بالنقد لإعادة الاستثمار وتقوية المركز المالي.

لذلك يجب على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية الإفصاح بشفافية عن معلومات التدفقات النقدية الحرة وتوضيح استراتيجياتها لإدارتها، مما يساعد المستثمرين على تقييم قدرتها على توليد القيمة وتحمل أعباء الديون. كما يمكن للجهات التنظيمية تشجيع الشركات على تبني أفضل الممارسات في إدارة التدفقات النقدية من خلال توفير الإرشادات والتدريب اللازم.

المراجع العربية:

كتب:

1. داود، ف. س. (2019). *الإدارة الاستراتيجية: مفاهيم أساسية وممارسات تطبيقية* .(2nd ed.) جامعة بغداد –دار الكتب والوثائق ببغداد.
2. درة، ع. ا. إ.، & جرادات، ن. م. س. (2014). *كتاب الإدارة الاستراتيجية في القرن الحادي والعشرين النظرية والتطبيق* (الطبعة الأولى). دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الاردن . https://maktbah.net/
3. العريقي، م. م. إ. (2014). *الإدارة الاستراتيجية* (الطبعة الثانية). الامين للنشر والتوزيع، صنعاء، اليمن https://www.auhd.edu.ye/elibrary/1940 .
4. عطية، ع. ا .(2000) .الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق .مصر: الدار الجامعية.
5. العلي، د. أ. (2020). *الادارة المالية للشركات*. الجامعة الافتراضية السورية . https://pedia.svuonline.org
6. علي، غ. (2020). *الإدارة المالية* .(1st ed.) الجامعة الافتراضية السورية.
7. علي، غ. (2022). *ريادة الأعمال* .(1st ed.) الجامعة الافتراضية السورية.

مجلات:

1. بعيو, م. م., علي رجب, ط. ع., & علي الجبو, إ. ر. (2020). أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات. *مجلة البحوث الأكاديمية (العلوم التطبيقية)* , *16*, 36–45.
2. زكريا يحي الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد (21)، ص 272
3. شومان، ع. ع .(2013) .تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع الابطاء .مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة البصرة، .p العدد 34، المجلد 9.
4. عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل Panel، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، عدد 1 2010، ص 1

5. العشعوش، أ .(2018) .استخدام نماذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) لدراسة تأثير أسعار النفط على النمو الاقتصادي في سورية .مجلة جامعة طرطوس.
6. فيصل، م. د. ف. غ. (2020). استعمال نموذج Panzer—Rosse لقياس المنافسة المصرفية: دراسة تطبيقية على المصارف التقليدية العراقية باستعمال اسلوب Panel Data للمدة 2011–2017. *مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم*, *46*, 93–112.

أبحاث:

1. خشارمة، ح. ع.، & سالم، ع. ح. (2007). المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. *دراسات، العلوم الإدارية*, *34*(2) , 348–362.
2. السبيعي، بداح، (2012)، " **العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية** "، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمّان، الأردن.
3. الطائي، ف. ع .(2009) .التنبؤ والتمهيد للسلاسل الزمنية باستخدام التحويلات مع التطبيق . المؤتمر العلمي الثاني للرياضيات .العراق: جامعة الموصل.
4. عمر، أ.، & عبد الباسط، ب. ع. (2014). استراتيجية العمليات ودورها في بناء مخطط الأعمال في المؤسسة. *التكامل الاقتصادي*, *2*(2) , 243–262.
5. مجدي الشربجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، جامعة الشلف، ملتقى دولي حول رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013 ص 16
6. نصيرات، نسيبة، (2012)، " أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمّان "، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.
7. ياسين، ب. (2017). *حدة المنافسة وأثرها على تطوير المنتجات الجديدة* [دكتوراه في العلوم الاقتصادية]. جامعة محمد خيضر بسكرة.

Preferences:

Books:

1. Adler, R. W. (2022). Strategic Performance Management: Accounting for Organizational Control (2nd ed.). Routledge. https://doi.org/10.4324/9781003267195
2. Aiken, L. S & ,.West, S. G .(1991) .Multiple regression: Testing and interpreting interactions .Sage Publications.
3. Baltagi, B. (1999). Econometrics, 2nd, Edition, Berlin: Springerverlag.
4. Baltagi, B. H. (2008). Econometric Analysis of Panel Data (4th ed.). John Wiley & Sons.
5. Barringer, B. R., & Ireland, R. D. (2019). Entrepreneurship: Successfully launching new ventures (Sixth Edition). Pearson.
6. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). Principles of corporate finance (Thirteenth edition). McGraw-Hill Education.
7. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). Financial management: Theory & practice (16e [edition]). Cengage.
8. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). Fundamentals of financial management (15e ed.). Cengage.
9. Cohen, J., Cohen, P., West, S. G & ,.Aiken, L. S .(2003) .Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences (3rd ed.). Lawrence Erlbaum Associates Publishers.
10. Dess, Dess, G. G., Lumpkin, G. T., & Eisner, A. B. (2010). Strategic Management: Creating Competitive Advantages. McGraw-Hill Irwin.
11. Dess, G. G., McNamara, G., Eisner, A. B., & Lee, S.-H. (2021). Strategic management: Creating competitive advantages (Tenth edition). McGraw-Hill.
12. Gamble, J. E., Peteraf, M. A., & Thompson, A. A. (2021). Essentials of strategic management: The quest for competitive advantage (7e ed.). McGraw-Hill.
13. Greene, W. H. (2012). Econometric Analysis (7th ed.). Pearson.
14. Heizer, J. H., Render, B., & Munson, C. (2017). Operations management: Sustainability and supply chain management (Twelfth edition). Pearson.
15. Higgins, R. C., Koski, J. L., & Mitton, T. (2022). Analysis for financial management (13th, international student edition ed.). McGraw Hill. https://t.me/hussein_alkhafagi97

16. Hirschman, A. O. (1945). National power and the structure of foreign trade (Vol. 105). Univ of California Press. https://books.google.com/books?hl=ar&lr=&id=BezqxPq50dwC&oi=fnd&pg=PA3&dq=National+Power+and+the+Structure+of+Foreign+Trade&ots=9cuXpuMLJU&sig=l7UkSrGQTysTdf3McrfwJXf6Db0

17. Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2020). Strategic management: Competitiveness & globalization: concepts & cases (13e ed.). Cengage.

18. Horngren, C. T., Datar, S. M., & Rajan, M. V. (2015). Cost accounting: A managerial emphasis (Fifteenth edition). Pearson.

19. Hsiao C., « Analysis of panel Data», Cambridge University Press, Cambridge, 2003, p.12.

20. Hsiao, C. (2007). Panel Data Analysis – Advantages and Challenges. Econometric Reviews, 26(1), 1-27.

21. Jaccard, J & ,.Turrisi, R .(2003) .Interaction effects in multiple regression (2nd ed.). Sage Publications.

22. Kotler, P., & Armstrong, G. (2018). Principles of marketing (17e, global edition ed.). Pearson.

23. Pesaran, M.H. and Shin, Y. (1999). "An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis." Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium, Strom, S. (ed.) Cambridge University Press.

24. Pindelski, M. (2015). Competitive strategies (1st ed.). Warsaw School of Economics (SGH).

25. Porter, M. E. (1980). Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors: with a new introduction (1st Free Press ed). Free Press.

26. Porter, M. E. (1985). Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance. Free Press ; Collier Macmillan.

27. Porter, M. E. (1998). Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors: with a new introduction (1st Free Press ed). Free Press.

28. Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. D. (2022). Fundamentals of corporate finance (Thirteenth edition, international student edition). McGraw Hill.

29. Ross, S.A., Westerfield, R.W. and Jaffe, J.F. (2013), Corporate Finance, 10th ed., McGraw-Hill Irwin, New York, NY.

30. Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). Fundamentals of financial management (13th ed). Financial Times/Prentice Hall.

31. Wooldridge, J. M. (2010). Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data (2nd ed.). MIT Press.

Journals:

1. Abu-Abbas, &, B, Alhmoud, &, T, Algazo, F. (2019), Financial leverage and firm performance evidence from Amman stock exchange, The European Journal of Comparative Economics Vol. 16, no. 2, pp. 207-237 ISSN 1824-2979.

2. Afolabi, Olabisi, J., Kajola, S.O., & Asaolu, T.O., (2019), Does leverage affect the financial performance of Nigerian firms? Journal of Economics and Management, Vol. 37 (3), PP. 5-22.

3. Afza, T, &, Ahmed, N, (2017), Capital Structure, Business Strategy and firm's performance: Evidence from Pakistan, European Online Journal of Natural and Social Sciences, Vol.6, No.2 pp. 302-328, ISSN 1805-3602, www.european-science.com.

4. Alfakhri, D., Harness, D., Nicholson, J., & Harness, T. (2018). The role of aesthetics and design in hotelscape: A phenomenological investigation of cosmopolitan consumers. Journal of Business Research,85(C),523–531. ttps://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.10.031

5. Ali, J., Tahira, Y., Amir, M., Ullah, F., & Tahir, M., (2022), Leverage, Ownership Structure and Firm Performance, Journal of Financial Risk Management, 11, PP.41-65. 5 https://www.scirp.org/journal/jfrm.

6. Armstrong, C. (2012). Small retailer strategies for battling the big boxes: A "Goliath" victory? Journal of Strategy and Management, 5, 41–56. https://doi.org/10.1108/17554251211200446

7. Autor, D., Dorn, D., Katz, L. F., Patterson, C., & Van Reenen, J. (2020). The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms*. The Quarterly Journal of Economics, 135(2), 645–709. https://doi.org/10.1093/qje/qjaa004

8. Awate, S., Larsen, M. M., & Mudambi, R. (2015). Accessing vs sourcing knowledge: A comparative study of R&D internationalization between emerging

and advanced economy firms. Journal of International Business Studies, 46. https://doi.org/10.1057/jibs.2014.46

9. Banker, R. D., Byzalov, D., & Chen, L. (Tony). (2013). Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior. Journal of Accounting and Economics, 55(1), 111–127. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.08.003

10. Barney, J. B., Ketchen, D. J., Wright, M., Sirmon, D. G., Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Gilbert, B. A. (2011). Resource Orchestration to Create Competitive Advantage: Breadth, Depth, and Life Cycle Effects. Journal of Management, 37(5), 1390–1412. https://doi.org/10.1177/0149206310385695

11. Baysinger, B., & Hoskisson, R. (1989). Diversification Strategy and R&D Intensity in Multiproduct Firms. The Academy of Management Journal, 32. https://doi.org/10.2307/256364

12. Bhundia, D. A. (2012). A Comparative Study Between Free Cash Flows and Earnings Management. Business Intelligence Journal, 5(1), 123–129.

13. Boone, J. (2008). A New Way to Measure Competition. The Economic Journal, 118(531), 1245–1261. https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2008.02168.x

14. Bresnahan, T. F. (1992). Sutton's Sunk Costs and Market Structure: Price Competition, Advertising, and the Evolution of Concentration. The RAND Journal of Economics, 23(1), 137–152. https://doi.org/10.2307/2555437

15. Bunduchi, R. (2017). Legitimacy-seeking mechanisms in product innovation: A qualitative study. Journal of Product Innovation Management, 34(3), 315–342. https://doi.org/10.1111/jpim.12354

16. Capaldo, A., Lavie, D., & Petruzzelli, A. (2017). Knowledge Maturity and the Scientific Value of Innovations: The Roles of Knowledge Distance and Adoption. Journal of Management, 43, 503–533. https://doi.org/10.1177/0149206314535442

17. Cennamo, C., & Santalo, J. (2013). Platform competition: Strategic trade-offs in platform markets. Strategic Management Journal, 34. https://doi.org/10.1002/smj.2066

18. Chathoth, P., & Olsen, M. (2007). The effect of environment risk, corporate strategy, and capital structure on firm performance: An empirical investigation of restaurant firms. International Journal of Hospitality Management - INT J HOSP MANAG, 26, 502–516. https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2006.03.007

19. Craighead, C. W., Ketchen Jr., D. J., Jenkins, M. T., & Holcomb, M. C. (2017). A Supply Chain Perspective on Strategic Foothold Moves in Emerging Markets. Journal of Supply Chain Management, 53(4), 3–12. https://doi.org/10.1111/jscm.12142

20. De Loecker, J., Eeckhout, J., & Unger, G. (2020). The rise of market power and the macroeconomic implications. The Quarterly Journal of Economics, 135(2), 561–644.

21. De Massis, A., Audretsch, D., Uhlaner, L., & Kammerlander, N. (2018). Innovation with Limited Resources: Management Lessons from the German Mittelstand. Journal of Product Innovation Management, 35(1), 125–146. https://doi.org/10.1111/jpim.12373

22. Dess, G. G., & Davis, P. S. (1984). Porter's (1980) Generic Strategies as Determinants of Strategic Group Membership and Organizational Performance. The Academy of Management Journal, 27(3), 467–488. https://doi.org/10.2307/256040

23. El-Sayed Ebaid, I. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: Empirical evidence from Egypt. The Journal of Risk Finance, 10(5), 477–487. https://doi.org/10.1108/15265940911001385

24. Emirhan Kula, M. (2023). Does Competition Intensity of SMEs Moderate the Environmental Turbulence-Organizational Agility Relationship? Journal of Organisational Studies and Innovation, 9(4), 59–75. https://doi.org/10.51659/josi.22.171

25. Evgeny, I, (2015), The impact of financial leverage on firm performance: evidence from Russia, Journal of corporate finance research, No. 2, V. (34), pp.24-36.

26. Farooq, U, &, Ashraf, A, A, &, Ahmad, N, (2014), Investigating the Moderating Role of Firm Strategy in the Relationship Between Leverage and Performance, Middle-East Journal of Scientific Research 21 (2): 341-346, 2014 ISSN 1990-9233.

27. Fofana, S., Nyarko, F., Mensah, L., Takyi, G., & Unilorin, N. (2023). Implementation of flexible manufacturing systems in Africa: Multiple case studies in the Gambia and Ghana. Nigerian Journal of Technological Development, 20. https://doi.org/10.4314/njtd.v20i1.1401

28. Gathara, Z.M., Kilika, J.M., Maingi, J.N., (2019), Effect of Leverage on Financial Performance of Selected Companies Listed in the Nairobi Securities Exchange,

Kenya, International Journal of Innovative Finance and Economics Research 7(1), PP. 10-33.

29. Giachetti, C., Lampel, J., & Li Pira, S. (2017). Red Queen Competitive Imitation in the U.k. Mobile Phone Industry. The Academy of Management Journal, 60(5), 1882–1914.

30. González-Rodríguez, M. R., Jiménez-Caballero, J. L., Martín-Samper, R. C., Köseoglu, M. A., & Okumus, F. (2018). Revisiting the link between business strategy and performance: Evidence from hotels. International Journal of Hospitality Management, 72, 21–31. https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2017.11.008

31. GWEYI, M.0., & KARANJA, J., (2014), Effect of Financial Leverage on Financial Performance of Deposit Taking Savings and Credit Co-operative in Kenya, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 4, No.2, PP. 176–184.

32. Hennart, J.-F., Majocchi, A., & Forlani, E. (2019). The myth of the stay-at-home family firm: How family-managed SMEs can overcome their internationalization limitations. Journal of International Business Studies, 50(5), 758–782. https://doi.org/10.1057/s41267-017-0091-y

33. Ichwanudin, W., Nurhayati, E., & Nupus, H. (2022). Building a Model to Assess Signaling Theory in Its Correlation between Capital Structure and Firm Value. European Journal of Business and Management. https://doi.org/10.7176/EJBM/14-22-06

34. Iqbal, U., & Usman, M., (2018), Impact of Financial Leverage on Firm Performance: Textile Composite Companies of Pakistan, SEISENSE Journal of Management, Vol. 1. Issue 2, PP.70-78.

35. Javed, Z.H., Rao, H., Akram, B., & Nazir, M.F., (2015), Effect of Financial Leverage on Performance of the Firms: Empirical Evidence from Pakistan, Journal of Economics and Business, Vol.65, Issue 1-2, PP. 87-95.

36. Jaworski, B. J., & Kohli, A. K. (1993). Market Orientation: Antecedents and Consequences. Journal of Marketing, 57(3), 53–70. https://doi.org/10.1177/002224299305700304

37. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

38. KALASH, İ. (2019). Firm Leverage, Agency Costs and Firm Performance: An Empirical Research on Service Firms in Turkey. Journal of the Human and Social Sciences Researches, V.8, Issue (1), p.p624-636, ISSN: 2147-1185, Retrieved from http://www.itobiad.com/issue/43055/513268.

39. Kaluarachchi, D.G.P., Fernando, A. A. J.& Mallawarachchi, R., (2021), The Relationship between Financial Leverage and the Performance of Sri Lankan Listed Manufacturing Companies, Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies, 7/4, PP. 99-118.

40. Khan, A, &, Kaleem, A, &, Nazir, M, S. (2012), Impact of Financial Leverage on Agency cost of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing sector of Pakistan, Journal of Basic and Applied Scientific Research, v. 2, I. (7), p. p 6694-6700, www.textroad.com.

41. Kozminski University, & Kwieciński, D. (2017). Measures of Competitive Intensity – Analysis Based on Literature Review. Journal of Management and Business Administration. Central Europe, 25(1), 53–77. https://doi.org/10.7206/jmba.ce.2450-7814.189

42. Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. The Journal of Finance, 28(4), 911–922. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x

43. Lee, R. P., & Tang, X. (2018). Does It Pay to Be Innovation and Imitation Oriented? An Examination of the Antecedents and Consequences of Innovation and Imitation Orientations. Journal of Product Innovation Management, 35(1), 11–26. https://doi.org/10.1111/jpim.12370

44. Lin, H.-E., McDonough III, E. F., Yang, J., & Wang, C. (2017). Aligning Knowledge Assets for Exploitation, Exploration, and Ambidexterity: A Study of Companies in High-Tech Parks in China. Journal of Product Innovation Management, 34(2), 122–140. https://doi.org/10.1111/jpim.12337

45. Linton, G., & Kask, J. (2017). Configurations of entrepreneurial orientation and competitive strategy for high performance. Journal of BusinessResearch,70,168–176. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.08.022

46. Magnani, G., Zucchella, A., & Strange, R. (2019). The Dynamics of Outsourcing Relationships in Global Value Chains: Perspectives from MNEs and their Suppliers. Journal of Business Research, 1, 581–595. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.012

47. Mansourlakoraj, Roya., Sahar Sepasi., (2015), "Free Cash Flow, Capital Structure and the Value of Listed Companies in Tehran Stock Exchange", International Journal of Management, Accounting and Economics (2), pp. 144-148.

48. Marticotte, F., & Arcand, M. (2017). Schadenfreude, attitude and the purchase intentions of a counterfeit luxury brand. Journal of Business Research, 77, 175–183. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.12.010

49. Meyer, M., Osiyevskyy, O., Libaers, D., & Vught, M. (2018). Does Product Platforming Pay Off? Journal of Product Innovation Management, 35, 66–87. https://doi.org/10.1111/jpim.12378

50. Moghadam, M.D., & Jafari, M.M (2015), The Role of Financial Leverage in the Performance of Companies Listed in the Stock Exchange, Indian Journal of Natural Sciences, Vol.5, Issue 30, PP. 7404-7411.

51. Mule, R.K., & Mukras, M.S., (2015), Financial Leverage and Performance of Listed Firms in A Frontier Market: Panel Evidence from Kenya, European Scientific Journal, Vol.11, No.7, PP.534-550.

52. Myers, S. (1984), "The capital structure puzzle", Journal of Finance, pp. 575-592.

53. Myers, S. and Majluf, N. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics, pp. 31-49.

54. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics, 5(2), 147–175. https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0

55. Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. The Journal of Finance, 39(3), 574–592. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

56. Myers, S.C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", Journal of Financial Economics, pp. 147-175.

57. Najmi, M., Sarraf, F., & Darabi, R. (2015). Relationship between Capital Structure, Free Cash Flow and Performance in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings, 4(1(s)), Article 1(s).

58. Naldi, M., & Flamini, M. (2014). The CR4 Index and the Interval Estimation of the Herfindahl-Hirschman Index: An Empirical Comparison. SSRN Electronic Journal. https://doi.org/10.2139/ssrn.2448656

59. Nozari, A. (2016). The Impact of Financial Leverage on Agency Cost of Free Cash Flows in Listed Manufacturing Firms of Tehran Stock Exchange. The Turkish Online Journal of Design, Art and Communication, 6, 2137–2144. https://doi.org/10.7456/1060AGSE/092

60. O'Brien, J. (2003). The Capital Structure Implications of Pursuing a Strategy of Innovation. Strategic Management Journal - STRATEG MANAGE J, 24, 415–431. https://doi.org/10.1002/smj.308

61. Palepu, K. (1985). Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. Strategic Management Journal, 6(3), 239–255. https://doi.org/10.1002/smj.4250060305

62. Panzar, J. C., & Rosse, J. N. (1987). Testing For "Monopoly" Equilibrium. The Journal of Industrial Economics, 35(4), 443. https://doi.org/10.2307/2098582

63. Pesaran, M.H., Shin, Y. and Smith, R. (2001) Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. Journal of Applied Econometrics, 16, 289-326. https://doi.org/10.1002/jae.616

64. Rahman, K., & Areni, C. S. (2014). Generic, genuine, or completely new? Branding strategies to leverage new products. Journal of Strategic Marketing, 22(1), 3–15. https://doi.org/10.1080/0965254X.2013.817475

65. RAHMAN, M., SAIMA, F.N., & JAHAN, (2020), The Impact of Financial Leverage on Firm's Profitability: An Empirical Evidence from Listed Textile Firms of Bangladesh, Journal of Business, Economics and Environmental Studies 10-2, PP. 23-31.

66. Rely, G., (2018), The Effect of Financial Leverage on Financial Performance Towards Firms Size, South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law, Vol. 17, Issue 5, PP. 11-19.

67. Ross, S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signaling approach", The Bell Journal of Economics, pp. 23-40.

68. Rostamlu, A., Pirayesh, R., & Hasani, K. (2016). The Effect of Free Cash Flow-based Agency Costs on Dividends in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). Mediterranean Journal of Social Sciences, 7(4S2), 131–138.

69. Santoso, F, D, (2020), The Effect of Free Cash Flow and Financial Leverage on Financial Performance of Toll Road Infrastructure and Building Construction Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for Period 2014-2018,

International Journal of Science and Research (IJSR), V. 9, I. 6, pp. 1109-1115. www.ijsr.net.

70. Septiari, D., & Nasution, A.H., (2017), Analysis of the Influence of Financial Leverage on Financial Performance at Mining, Oil and Gas Companies Listed on Indonesia Stock Exchange, Journal of Applied Accounting and Taxation, Vol. 2, No. 1, PP. 37-41.

71. Shaffer, S. (2004). Comment on" What drives bank competition? Some international evidence" by Stijn Claessens and Luc Laeven. Journal of Money, Credit and Banking, 585–592.

72. Shahjahani, R, &, Bokharayan, M, (2016), The Relationship between capital structure, free cash flow, diversification and firm performance, Uct Journal of management and accounting studies.vo. l4, iss04, pp.22-31, https://doi.org/10.24200/jmas.

73. Smith, D. C. (1992). Review of Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name [Review of Review of Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name, by D. A. Aaker]. Journal of Marketing, 56(2), 125–128. https://doi.org/10.2307/1252048

74. Spanos, Y. E., Zaralis, G., & Lioukas, S. (2004). Strategy and Industry Effects on Profitability: Evidence from Greece. Strategic Management Journal, 25(2), 139–165.

75. Spence, M. (1983). Contestable Markets and the Theory of Industry Structure: A Review Article. Journal of Economic Literature, 21(3), 981–990.

76. Terpstra, M., & Verbeeten, F. H. M. (2014). Customer satisfaction: Cost driver or value driver? Empirical evidence from the financial services industry. European Management Journal, 32(3), 499–508. https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.07.001

77. Thanh Dao, B, T, and Ngoc Ta, T, D. (2020), A meta-analysis: capital structure and firm performance. Published in Journal of Economics and Development. Vol. 22 No. 1, pp. 111-129.

78. Wang, H., & Kimble, C. (2010). Kimble, C.: Low-cost strategy through product architecture: lessons from China. Journal of Business Strategy 31(3), 12-20. Journal of Business Strategy, 31, 12–20. https://doi.org/10.1108/02756661011036664

79. Yendrawati, R., & Asy'ari, E. (2017). The Role of Corporate Governance as a Leverage Moderating and Free Cash Flow on Earnings Management. Journal Keuangan Dan Perbankan, 21. https://doi.org/10.26905/jkdp.v21i3.704

80. Zivney, T. L. (2000). Alternative Formulations of Degrees of Leverage. Journal of Financial Education, 26, 77–81.

Researches:

1. Abel, S., & Marire, J. (2021). Competition in the insurance sector – An application of Boone indicator. Cogent Economics & Finance, 9(1), 1974154. https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1974154

2. Agyei, J., Sun, S., & Abrokwah, E. (2020). Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: Ghanaian Evidence. SAGE Open, 10(3), 215824402094098. https://doi.org/10.1177/2158244020940987

3. Ahmed, S. N. (2017). Capital Structure and Firm Performance: Moderating Role of Business Strategy and Competitive Intensity [PhD (Management Sciences)]. COMSATS University Islamabad.

4. Al-Rdaydeh, M., Almansour, A. Y., & Al-Omari, M. A. (2018). Moderating effect of competitive strategies on the relation between financial leverage and firm performance: Evidence from Jordan. Business and Economic Horizons, 14(3), pp. 626-641. http://dx.doi.org/10.15208/beh.2018.44.

5. Amiram, D., Bozanic, Z., Cox, J. D., Dupont, Q., Karpoff, J. M., & Sloan, R. (2018). The Urgency of Agency Theory in Minimizing Financial Fraud: A Case Study in the Construction Industry. Review of Accounting Studies, 23(2), 732–783. https://doi.org/10.1007/s11142-017-9435-x

6. Banker, R., Mashruwala, R., & Tripathy, A. (2014). Does a differentiation strategy lead to more sustainable financial performance than a cost leadership strategy? Management Decision, 52, 872–896. https://doi.org/10.1108/MD-05-2013-0282

7. Baranzini. A., W. S. (2013). The causal relationship between energy use and economic growth in Switzerland. Energy Economics.

8. Bascunana-Ambros, P. (2021). Methodologies to measure market competition—OECD. Methodologies to Measure Market Competition - OECD, 55. https://www.oecd.org/daf/competition/methodologies-to-measure-market-competition.htm

9. Burt, R., & Burzynska, K. (2017). Chinese Entrepreneurs, Social Networks, and Guanxi. Management and Organization Review, 13, 1–40. https://doi.org/10.1017/mor.2017.6

10. Butt, U. (2019). Testing the Static Trade-Off Theory of Capital Structure: A Corporate Governance Perspective. Theoretical Economics Letters, 09(07), 2236–2261. https://doi.org/10.4236/tel.2019.97142

11. Castaldi, C. (2018). To trademark or not to trademark: The case of the creative and cultural industries. Research Policy, 47(3), 606–616. https://doi.org/10.1016/j.respol.2018.01.006

12. Cattani, G., Dunbar, R. L. M., & Shapira, Z. (2017). How Commitment to Craftsmanship Leads to Unique Value: Steinway & Sons' Differentiation Strategy. Strategy Science, 2(1), 13–38. https://doi.org/10.1287/stsc.2017.0024

13. Cegłowski, B., & Podgórski, B. (2012). Equity shares equating the results of FCFF and FCFE methods. 8.

14. Cho, J., & Kwon, J. Y. (2022). Startup Financing and Capital Structure: A Signaling Approach. Korea International Trade Research Institute, 18(1), 95–104. https://doi.org/10.16980/jitc.18.1.202202.95

15. Chyruk, O. (2009). Essays on private information: Moral hazard, selection and capital structure [Doctor of Philosophy, University of Iowa]. https://doi.org/10.17077/etd.yby6lu1q

16. de Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants q. 32(1), 1954–1969.

17. De Loecker, J., & Warzynski, F. (2012). Markups and Firm-Level Export Status. American Economic Review, 102(6), 2437–2471. https://doi.org/10.1257/aer.102.6.2437

18. Dey, R. K., Hossain, S. Z., & Rahman, R. A. (2018). Effect of Corporate Financial Leverage on Financial Performance: A Study on Publicly Traded Manufacturing Companies in Bangladesh. Asian Social Science, 14(12), 124. https://doi.org/10.5539/ass.v14n12p124

19. Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. The Quarterly Review of Economics and Finance, 53, 140–151. https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.02.004

20. Free Cash Flow to Firm (FCFF). (2024). Wall Street Prep. https://www.wallstreetprep.com/knowledge/free-cash-flow-to-firm-fcff/

21. Furman, J., & Orszag, P. (2015). 1. A Firm-Level Perspective on the Role of Rents in the Rise in Inequality. In M. Guzman (Ed.), Toward a Just Society (pp. 19–47). Columbia University Press. https://doi.org/10.7312/guzm18672-003

22. Geyskens, I., Keller, K. O., Dekimpe, M. G., & De Jong, K. (2018). How to brand your private labels. Business Horizons, 61(3), 487–496. https://doi.org/10.1016/j.bushor.2018.01.015

23. Heflebower, R. B. (1957). Barriers to New Competition. The American Economic Review, 47(3), 363–371.

24. Herciu, M., & Ogrean, C. (2017). Does Capital Structure Influence Company Profitability? Studies in Business and Economics, 12(3), 50–62. https://doi.org/10.1515/sbe-2017-0036

25. Herfindahl, O. (1950). Concentration in the steel industry [Doctor of Philosophy]. Columbia University.

26. Huang, G., & Song, F. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. China Economic Review, 17, 14–36. https://doi.org/10.1016/j.chieco.2005.02.007

27. Im, K., S., M, H. Pesaran (2003)" On the panel Unit Roots Testing Using Nonlinear Instrumental Variables", working paper, http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/pesaran/.

28. Iqbal, S. M. J. (2012). A Critical Review of Capital Structure Theories. Information Management and Business Review, 4, 553–557.

29. Ittner, C., Larcker, D., & Randall, T. (2003). Performance Implications of Strategic Performance Measurement in Financial Service Firms. Accounting, Organizations and Society, 28, 715–741. https://doi.org/10.1016/S0361-3682(03)00033-3

30. Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. The American Economic Review, 76(2), 323–329.

31. Jermias, J. (2008). The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance. The British Accounting Review, 40(1), 71–86. https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.11.001

32. Kotelnikov, V. (n.d.). Innovation product. Retrieved 12 March 2024, fromttps://www.1000ventures.com/business_guide/innovation_product.html

33. Kultys, J. (2016). Controversies about agency theory as theoretical basis for corporate governance. Economía Copernican a, 7(4), 613. https://doi.org/10.12775/OeC.2016.034

34. Lee, H.-H., & Li, C. (2018). Supplier Quality Management: Investment, Inspection, and Incentives. Production and Operations Management, 27(2), 304–322. https://doi.org/10.1111/poms.12802

35. Leon, F. (2014). Measuring competition in banking: A critical review of methods. 12.

36. Lerner, A. P. (1934). The Concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly Power. The Review of Economic Studies, 1(3), 157–175. https://doi.org/10.2307/2967480

37. Loecker, J. D., & Eeckhout, J. (2018). Global Market Power. NBER Working Papers, Article 24768. https://ideas.repec.org//p/nbr/nberwo/24768.html

38. Majiuf, N. S., & Myers, StewartC. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information the Investors Do Not Have.

39. Meng, H. (Meg), Zamudio, C., & Jewell, R. D. (2018). Unlocking competitiveness through scent names: A data-driven approach. BusinessHorizons,61(3),385–395. https://doi.org/10.1016/j.bushor.2018.01.004

40. Miller, M. and Modigliani, F. (1963), "Taxes and the cost of capital: a correction", American Economic Review, pp. 433-443.

41. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48(3), 261–297.

42. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review, 53(3), 433–443.

43. Muruganantham, G., Vinodh, S., Arun, C. S., & Ramesh, K. (2018). Application of interpretive structural modelling for analysing barriers to total quality management practices implementation in the automotive sector. Total Quality Management & Business Excellence, 29(5–6), 524–545. https://doi.org/10.1080/14783363.2016.1213627

44. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have.

45. Naibaho, E. A. B., & Naurah, Z. (2023). Free Cash Flow in Moderated Capital Structure, Profitability, Institutional Ownership on Dividend Policy. Jrak, 15(2), 198–208. https://doi.org/10.23969/jrak.v15i2.6585

46. Narayan, P. K. (2005). The saving and investment nexus for china: evidence from cointegration tests. Applied Economics., Vol 37, No 17.

47. Naveed, S, A, (2017), Capital Structure and Firm Performance: Moderating Role of Business Strategy and Competitive Intensity, PhD Thesis in Management Sciences, COMSATS University Islamabad Lahore Campus – Pakistan.

48. New Lower Price. (n.d.). IKEA. Retrieved 20 March 2024, from https://www.ikea.com/us/en/cat/lower-price/

49. Ojo, A.S., (2012), The Effect of Financial Leverage on Corporate Performance of Some Selected Companies in Nigeria, Canadian Social Science, Vol. 8, No. 1, PP. 85-91.

50. Ongkodjojo, E., & Juniarti, J. (2023). Strategies affecting sustainable financial performance (A case study on southeast asian companies). The Indonesian Accounting Review, 13, 61. https://doi.org/10.14414/tiar.v13i1.3181

51. Pradhan, R. a. (2013). foreign direct investment and economic growth interactions in india: The ARDL Bounds testing approach. Social and behavioral sciences, Vol 104, Pp 914-921

52. Rahimi, J. (2016). The Effect of Business Strategies on the Relationship between Leverage Relative and Financial Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. 6(2). https://doi.org/ISSN 2224-5758

53. Rowland, Z., & Stanek, T. (2021). Determining business value according to FCFE. SHS Web of Conferences, 91, 01040. https://doi.org/10.1051/shsconf/20219101040

54. Ryu, H.-S., Lee, J.-N., & Choi, B. (2015). Alignment Between Service Innovation Strategy and Business Strategy and Its Effect on Firm Performance: An Empirical Investigation. Engineering Management, IEEE Transactions On, 62, 100–113. https://doi.org/10.1109/TEM.2014.2362765

55. Sadeghi, A., & Rad, F. (2018). The role of knowledge-oriented leadership in knowledge management and innovation. Management Science Letters, 8, 151–160. https://doi.org/10.5267/j.msl.2018.1.003

56. Salmanzadeh H., Jafari V., Anjomani R., Marefat S. 2014. Effect of Capital Structure, Free Cash Flow and Diversification on Firm Performance. J. Appl. Bus. Fin. Res. 3 (2): 33-39.

57. Santoso, F. D. (2018). The Effect of Free Cash Flow and Financial Leverage on Financial Performance of Toll Road Infrastructure and Building Construction Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for Period 2014-2018. 9(6).

58. Sarkar, S. (2000). The Trade-Off Model with Mean Reverting Earnings: Theory and Empirical Tests (SSRN Scholarly Paper 209789). https://doi.org/10.2139/ssrn.209789

59. Siriwardena, S. (2019). Old Problems for the Agency Theory of Causal Discourse. Erkenntnis, 84(4), 939–951. https://doi.org/10.1007/s10670-018-9988-5

60. Sutton, J. (1999). Technology and Market Structure. Theory and History. Review of Industrial Organization, 15(1), 89–92. https://doi.org/10.1023/A:1007766010906

61. Tirole, J. (1988). The Theory of Industrial Organization. MIT Press Books, 1. https://ideas.repec.org//b/mtp/titles/0262200716.html

62. Valletti, T., Koltay, G., Lorincz, S., & Zenger, H. (2017). Concentration trends in Europe. Presentation, December. https://ecp.crai.com/wp-content/uploads/2017/12/Valletti-Concentration_Trends_TV_CRA-002.pdf

63. Wang, S. (2018). Essays in Bank Capital Structure [Doctor of Philosophy, University of Glasgow]. https://theses.gla.ac.uk/40939/

64. Zeng, J., Simpson, C., & Dang, B.-L. (2017). A Process Model of Dynamic Capability Development: Evidence from the Chinese Manufacturing Sector. Management and Organization Review, 13(3), 643–673. https://doi.org/10.1017/mor.2016.42

65. Zhang, X., & Zhu, Y. (2021). Does Peking Order Theory or Trade-Off Theory Better Explain U.S. Firms' Leverage Behavior?

المواقع الإلكترونية:

WWW.dse.gov.sy .موقع سوق دمشق للأوراق المالية

الملاحق:

من خلال سيدي مرفق سوف يتم عرض جميع بيانات القسم العملي الخاصة ببيانات الشركات عينة الدراسة.

الملاحق:

الانحدار الأول:

معرفة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية)FL على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات)ROA

جدول1 نموذج الإنحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.190	0.008	22.610	0.000
FL	-0.194	0.012	-15.597	0.000
R-squared	0.188	Mean dependent var		0.068
Adjusted R-squared	0.187	S.D. dependent var		0.110
S.E. of regression	0.100	Akaike info criterion		-1.774
Sum squared resid	10.438	Schwarz criterion		-1.765
Log likelihood	937.870	Hannan-Quinn criter.		-1.771
F-statistic	243.265	Durbin-Watson stat		0.527
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول2 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.2233	0.0135	16.5159	0.0000
FL	-0.2466	0.0193	-12.7676	0.0000
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.0221	0.0507
Idiosyncratic random			0.0958	0.9493
Weighted Statistics				
R-squared	0.1318	Mean dependent var		0.0341
Adjusted R-squared	0.1309	S.D. dependent var		0.1038
S.E. of regression	0.0968	Sum squared resid		9.8676
F-statistic	159.7888	Durbin-Watson stat		0.5476
Prob(F-statistic)	0.000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.1741	Mean dependent var		0.0681
Sum squared resid	10.6130	Durbin-Watson stat		0.5091

جدول3اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.382	(10,43)	0.000
Cross-section Chi-square	63.660	10	0.000

جدول4اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	22.04	1	0.000

الانحدار الثاني:

معرفة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية)FL على المتغير التابع (العائد على حقوق ملكية الشركات)ROE

جدول5نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.247	0.021	0.000	0.000
FL	-0.134	0.031	0.000	0.000
R-squared	0.018	Mean dependent var		0.163
Adjusted R-squared	0.017	S.D. dependent var		0.248
S.E. of regression	0.246	Akaike info criterion		0.037
Sum squared resid	63.826	Schwarz criterion		0.046
Log likelihood	-17.274	Hannan-Quinn criter.		0.040
F-statistic	18.900	Durbin-Watson stat		0.636
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول6 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.3959	0.0346	11.4491	0.0000
FL	-0.3703	0.0489	-7.5736	0.0000
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.0608	0.0652
Idiosyncratic random			0.2302	0.9348
Weighted Statistics				
R-squared	0.0494	Mean dependent var		0.0736
Adjusted R-squared	0.0485	S.D. dependent var		0.2415
S.E. of regression	0.2356	Sum squared resid		58.4573
F-statistic	54.7705	Durbin-Watson stat		0.6763
Prob(F-statistic)	0.0000			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.0373	Mean dependent var		0.1628
Sum squared resid	67.3953	Durbin-Watson stat		0.5866

جدول7 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.382	(10,43)	0.000
Cross-section Chi-square	63.660	10	0.000

جدول8 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	50.443511	1	0

الانحدار الثالث:

معرفة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FLعلى المتغير التابع (نسبة TQ (Tobin's Q

جدول9نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.22	0.851	12.012	0.000
FL	-5.73	1.256	-4.558	0.000
R-squared	0.02	Mean dependent var		6.603
Adjusted R-squared	0.02	S.D. dependent var		9.817
S.E. of regression	9.72	Akaike info criterion		7.389
Sum squared resid	94883.63	Schwarz criterion		7.398
Log likelihood	-3714.43	Hannan-Quinn criter.		7.392
F-statistic	20.77	Durbin-Watson stat		0.160
Prob(F-statistic)	0.00			

جدول10نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.23	1.42	9.29	0.00
FL	-10.57	2.04	-5.18	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			2.29	0.06
Idiosyncratic random			9.35	0.94
Weighted Statistics				
R-squared	0.03	Mean dependent var		3.21
Adjusted R-squared	0.02	S.D. dependent var		9.55
S.E. of regression	9.44	Sum squared resid		89388.60
F-statistic	26.37	Durbin-Watson stat		0.17
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.01	Mean dependent var		6.60
Sum squared resid	96294.09	Durbin-Watson stat		0.16

جدول11 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.382	(10,43)	0.000
Cross-section Chi-square	63.660	10	0.000

جدول12 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	18.9571	1	0.000

الانحدار الرابع:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الاصول) CL على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات) ROA

جدول13 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.04219	0.01019	4.13942	0.00000
FL	-0.17	0.014	-11.744	0.000
CL	0.04	0.010	4.139	0.000
R-squared	0.20	Mean dependent var		0.068
Adjusted R-squared	0.20	S.D. dependent var		0.110
S.E. of regression	0.10	Akaike info criterion		-1.788
Sum squared resid	10.27	Schwarz criterion		-1.774
Log likelihood	946.39	Hannan-Quinn criter.		-1.783
F-statistic	132.06	Durbin-Watson stat		0.502
Prob(F-statistic)	0.00			

جدول14 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.19	0.01	13.34	0.00
FL	−0.22	0.02	−11.23	0.00
CL	0.09	0.01	7.81	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			2.29	0.06
Idiosyncratic random			9.35	0.94
Weighted Statistics				
R-squared	0.17	Mean dependent var		0.03
Adjusted R-squared	0.17	S.D. dependent var		0.10
S.E. of regression	0.09	Sum squared resid		9.33
F-statistic	110.79	Durbin-Watson stat		0.52
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.14	Mean dependent var		0.07
Sum squared resid	11.02	Durbin-Watson stat		0.44

جدول15 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	123	−181028.000	0.000
Cross-section Chi-square	135.117	18.000	0.000

جدول16 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects – Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	88.5223	2.0000	0.0000

الانحدار الخامس:

معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المتميز) DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات) ROA

جدول17 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.244	0.023	10.724	0.000
FL	-0.130	0.033	-3.966	0.000
DIF	-0.012	0.031	-0.391	0.696
R-squared	0.018	Mean dependent var		0.163
Adjusted R-squared	0.016	S.D. dependent var		0.249
S.E. of regression	0.247	Akaike info criterion		0.044
Sum squared resid	63.795	Schwarz criterion		0.058
Log likelihood	-19.911	Hannan-Quinn criter.		0.049
F-statistic	9.444	Durbin-Watson stat		0.636
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول18 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.21	0.01	14.93	0.00
FL	-0.23	0.02	-11.83	0.00
DIF	-0.07	0.02	-3.91	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.02	0.06
Idiosyncratic random			0.09	0.94

Weighted Statistics			
R-squared	0.14	Mean dependent var	0.03
Adjusted R-squared	0.14	S.D. dependent var	0.10
S.E. of regression	0.10	Sum squared resid	9.71
F-statistic	86.16	Durbin-Watson stat	0.54
Prob(F-statistic)	0.00		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.16	Mean dependent var	0.07
Sum squared resid	10.80	Durbin-Watson stat	0.49

جدول19 اختبار *Likelihood Ratio*

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.851	-181028.000	0.000
Cross-section Chi-square	135.117	18.000	0.000

جدول20 اختبار *Hausman Test*

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	46.7477	2.0000	0.0000

الانحدار السادس:

معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المتميز) DIF والمتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول) CL على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على أصول الشركات) ROA

جدول21 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.152	0.011	14.065	0.000
FL	-0.152	0.015	-10.512	0.000
CL	0.11165	0.02047	5.45348	0.00000
DIF	0.09834	0.02522	3.89997	0.00010
R-squared	0.212	Mean dependent var		0.068
Adjusted R-squared	0.209	S.D. dependent var		0.111
S.E. of regression	0.098	Akaike info criterion		-1.796
Sum squared resid	10.120	Schwarz criterion		-1.777
Log likelihood	945.802	Hannan-Quinn criter.		-1.788
F-statistic	93.529	Durbin-Watson stat		0.489
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول22 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.18	0.01	12.82	0.00
FL	-0.22	0.02	-11.20	0.00
CL	0.20	0.02	8.46	0.00
DIF	0.16	0.03	4.99	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.02	0.07
Idiosyncratic random			0.09	0.93
Weighted Statistics				
R-squared	0.19	Mean dependent var		0.03
Adjusted R-squared	0.19	S.D. dependent var		0.10
S.E. of regression	0.09	Sum squared resid		9.09
F-statistic	82.71	Durbin-Watson stat		0.51

Prob(F-statistic)	0.00		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.14	Mean dependent var	0.07
Sum squared resid	11.03	Durbin-Watson stat	0.42

جدول23 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	13.074	-181027.000	0.000
Cross-section Chi-square	216.431	18.000	0.000

جدول24 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	91.4964	3.0000	0.0000

الانحدار السابع:

معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المتميز) DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية) ROE

جدول25 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.244	0.023	10.724	0.000
FL	-0.130	0.033	-3.966	0.000
DIF	-0.01228	0.03139	-0.39126	0.69570
R-squared	0.018	Mean dependent var		0.163
Adjusted R-squared	0.016	S.D. dependent var		0.249
S.E. of regression	0.247	Akaike info criterion		0.044

Sum squared resid	63.795	Schwarz criterion	0.058
Log likelihood	-19.911	Hannan-Quinn criter.	0.049
F-statistic	9.444	Durbin-Watson stat	0.636
Prob(F-statistic)	0.000		

جدول26 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.21	0.01	14.93	0.00
FL	-0.23	0.02	-11.83	0.00
DIF	-0.07	0.02	-3.91	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.02	0.06
Idiosyncratic random			0.09	0.94
Weighted Statistics				
R-squared	0.14	Mean dependent var		0.03
Adjusted R-squared	0.14	S.D. dependent var		0.10
S.E. of regression	0.10	Sum squared resid		9.71
F-statistic	86.16	Durbin-Watson stat		0.54
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.16	Mean dependent var		0.07
Sum squared resid	10.80	Durbin-Watson stat		0.49

جدول27 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.176	-181028.000	0.000
Cross-section Chi-square	172.011	18.000	0.000

جدول28 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects – Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	46.7477	2.0000	0.0000

الانحدار الثامن:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول) CL على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية) ROE

جدول29 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.225	0.026	8.778	0.000
FL	-0.109	0.035	-3.109	0.002
CL	0.03650	0.02539	1.43770	0.15080
R-squared	0.020	Mean dependent var		0.163
Adjusted R-squared	0.018	S.D. dependent var		0.248
S.E. of regression	0.246	Akaike info criterion		0.036
Sum squared resid	63.701	Schwarz criterion		0.051
Log likelihood	-16.239	Hannan-Quinn criter.		0.042
F-statistic	10.493	Durbin-Watson stat		0.631
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول30 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.19	0.01	13.34	0.00
FL	-0.22	0.02	-11.23	0.00
CL	0.09	0.01	7.81	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.02	0.06
Idiosyncratic random			0.09	0.94

Weighted Statistics			
R-squared	0.17	Mean dependent var	0.03
Adjusted R-squared	0.17	S.D. dependent var	0.10
S.E. of regression	0.09	Sum squared resid	9.33
F-statistic	110.79	Durbin-Watson stat	0.52
Prob(F-statistic)	0.00		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.14	Mean dependent var	0.07
Sum squared resid	11.02	Durbin-Watson stat	0.44

جدول31 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.493	-181034.000	0.000
Cross-section Chi-square	207.601	18.000	0.000

جدول32 اختبار *Hausman Test*

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	88.5223	2.0000	0.0000

الانحدار التاسع:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول) CL والمتغير المعدل (القدرة على التسعير المميز)DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية) ROE

جدول33 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.211	0.027	7.773	0.000
FL	-0.094	0.036	-2.599	0.010
CL	0.11416	0.05128	2.22622	0.02620
DIF	0.10982	0.06316	1.73867	0.08240
R-squared	0.022	Mean dependent var		0.163
Adjusted R-squared	0.020	S.D. dependent var		0.249
S.E. of regression	0.246	Akaike info criterion		0.041
Sum squared resid	63.494	Schwarz criterion		0.060
Log likelihood	-17.429	Hannan-Quinn criter.		0.048
F-statistic	7.972	Durbin-Watson stat		0.627
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول34 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.36	0.04	9.64	0.00
FL	-0.36	0.05	-7.14	0.00
CL	0.30	0.06	5.07	0.00
DIF	0.28	0.08	3.41	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.07	0.08
Idiosyncratic random			0.22	0.92
Weighted Statistics				
R-squared	0.08	Mean dependent var		0.07
Adjusted R-squared	0.07	S.D. dependent var		0.24
S.E. of regression	0.23	Sum squared resid		56.58
F-statistic	29.06	Durbin-Watson stat		0.67
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.10	Mean dependent var		0.16
Sum squared resid	71.44	Durbin-Watson stat		0.53

جدول35 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	13.559	-181027.000	0.000
Cross-section Chi-square	223.662	18.000	0.000

جدول36 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	90.4322	3.0000	0.0000

الانحدار العاشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول)CL على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة TQ(Tobin's Q .

جدول37 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.971	1.047	7.610	0.000
FL	-3.149	1.435	-2.194	0.029
CL	3.68584	1.01297	3.63866	0.00030
R-squared	0.033	Mean dependent var		6.603
Adjusted R-squared	0.031	S.D. dependent var		9.817
S.E. of regression	9.663	Akaike info criterion		7.377
Sum squared resid	93647.460	Schwarz criterion		7.392
Log likelihood	-3707.830	Hannan-Quinn criter.		7.383
F-statistic	17.133	Durbin-Watson stat		0.169
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول38 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.01	1.52	7.24	0.00
FL	-8.49	2.10	-4.04	0.00
CL	5.36	1.25	4.28	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			2.32	0.06
Idiosyncratic random			9.19	0.94
Weighted Statistics				
R-squared	0.04	Mean dependent var		3.14
Adjusted R-squared	0.04	S.D. dependent var		9.55
S.E. of regression	9.35	Sum squared resid		87738.85
F-statistic	22.44	Durbin-Watson stat		0.19
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.00	Mean dependent var		6.60
Sum squared resid	96446.32	Durbin-Watson stat		0.17

جدول39 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.870	-18985.000	0.000
Cross-section Chi-square	118.970	18.000	0.000

جدول40 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	37.7990	2.0000	0.0000

- الانحدار الحادي عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (القدرة على التسعير المميز) DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة TQ(Tobin's Q

جدول41 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.784	0.928	10.542	0.000
FL	-5.241	1.334	-3.929	0.000
DIF	-1.70058	1.24016	-1.37126	0.17060
R-squared	0.023	Mean dependent var		6.598
Adjusted R-squared	0.021	S.D. dependent var		9.820
S.E. of regression	9.716	Akaike info criterion		7.388
Sum squared resid	94311.090	Schwarz criterion		7.403
Log likelihood	-3698.621	Hannan-Quinn criter.		7.394
F-statistic	11.762	Durbin-Watson stat		0.157
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول42 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.58	1.49	8.46	0.00
FL	-9.93	2.10	-4.74	0.00
DIF	-3.37	1.71	-1.97	0.05
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			2.33	0.06
Idiosyncratic random			9.32	0.94
Weighted Statistics				
R-squared	0.03	Mean dependent var		3.17
Adjusted R-squared	0.03	S.D. dependent var		9.56
S.E. of regression	9.43	Sum squared resid		88793.58
F-statistic	15.24	Durbin-Watson stat		0.17
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				

R-squared	0.00	Mean dependent var	6.60
Sum squared resid	96157.22	Durbin-Watson stat	0.16

جدول43 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.794	-18981.000	0.000
Cross-section Chi-square	101.240	18.000	0.000

جدول44 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	24.8593	2.0000	0.0000

الانحدار الثاني عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (كفاءة استخدام الأصول)CL والمتغير المعدل (القدرة على التسعير المميز) DIF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة TQ(Tobin's Q

جدول45 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.709	1.102	6.089	0.000
FL	-1.904	1.476	-1.290	0.197
CL	10.51720	2.09031	5.03141	0.00000
DIF	9.52084	2.54472	3.74141	0.00020
R-squared	0.047	Mean dependent var		6.598
Adjusted R-squared	0.044	S.D. dependent var		9.820
S.E. of regression	9.600	Akaike info criterion		7.365
Sum squared resid	91977.990	Schwarz criterion		7.385
Log likelihood	-3686.072	Hannan-Quinn criter.		7.373

F-statistic	16.471	Durbin-Watson stat	0.184
Prob(F-statistic)	0.000		

جدول46 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.17	1.51	6.75	0.00
FL	-7.77	2.07	-3.75	0.00
CL	12.60	2.47	5.11	0.00
DIF	11.37	3.32	3.42	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			2.22	0.06
Idiosyncratic random			9.14	0.94
Weighted Statistics				
R-squared	0.05	Mean dependent var		3.24
Adjusted R-squared	0.05	S.D. dependent var		9.56
S.E. of regression	9.32	Sum squared resid		86713.05
F-statistic	18.64	Durbin-Watson stat		0.21
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.02	Mean dependent var		6.60
Sum squared resid	94726.95	Durbin-Watson stat		0.19

جدول47 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.701	-18980.000	0.000
Cross-section Chi-square	116.304	18.000	0.000

جدول48 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects – Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	42.5290	3.0000	0.0000

الانحدار الثالث عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (حدة المنافسة) HHI على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على الأصول)ROA

جدول49 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.226	0.012	18.408	0.000
FL	-0.227	0.015	-15.234	0.000
HHI	0.000	0.000	-3.940	0.000
R-squared	0.047	Mean dependent var		6.598
Adjusted R-squared	0.044	S.D. dependent var		9.820
S.E. of regression	9.600	Akaike info criterion		7.365
Sum squared resid	91977.990	Schwarz criterion		7.385
Log likelihood	-3686.072	Hannan-Quinn criter.		7.373
F-statistic	16.471	Durbin-Watson stat		0.184
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول50 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.25	0.02	13.78	0.00
FL	-0.27	0.02	-12.53	0.00
HHI	0.00	0.00	-2.54	0.01
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.02	0.04

Idiosyncratic random		0.10	0.96
Weighted Statistics			
R-squared	0.14	Mean dependent var	0.04
Adjusted R-squared	0.14	S.D. dependent var	0.10
S.E. of regression	0.10	Sum squared resid	9.83
F-statistic	84.58	Durbin-Watson stat	0.55
Prob(F-statistic)	0.00		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.19	Mean dependent var	0.07
Sum squared resid	10.38	Durbin-Watson stat	0.52

جدول51 اختبار *Likelihood Ratio*

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.259	-181034.000	0.000
Cross-section Chi-square	92.408	18.000	0.000

جدول52 اختبار *Hausman Test*

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	29.0363	2.0000	0.0000

الانحدار الرابع عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (حدة المنافسة)HHI على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية)ROE

جدول53 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.357	0.030	11.801	0.000
FL	-0.235	0.037	-6.410	0.000
HHI	0.000	0.000	-4.952	0.000
R-squared	0.040	Mean dependent var		0.163
Adjusted R-squared	0.038	S.D. dependent var		0.248
S.E. of regression	0.243	Akaike info criterion		0.015
Sum squared resid	62.373	Schwarz criterion		0.030
Log likelihood	-5.120	Hannan-Quinn criter.		0.021
F-statistic	21.922	Durbin-Watson stat		0.643
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول54 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.49	0.05	10.50	0.00
FL	-0.43	0.05	-8.09	0.00
HHI	0.00	0.00	-3.22	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.06	0.06
Idiosyncratic random			0.23	0.94
Weighted Statistics				
R-squared	0.06	Mean dependent var		0.08
Adjusted R-squared	0.05	S.D. dependent var		0.24
S.E. of regression	0.24	Sum squared resid		58.16
F-statistic	31.09	Durbin-Watson stat		0.68
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.01	Mean dependent var		0.16
Sum squared resid	64.53	Durbin-Watson stat		0.61

جدول55 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	8.944	-181034.000	0.000
Cross-section Chi-square	152.657	18.000	0.000

جدول56 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	64.1976	2.0000	0.0000

- الانحدار الخامس عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (حدة المنافسة)HHI على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة TQ(Tobin's Q

جدول57 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.928	1.253	7.125	0.000
FL	-4.514	1.523	-2.963	0.003
HHI	0.000	0.000	1.405	0.161
R-squared	0.022	Mean dependent var		6.603
Adjusted R-squared	0.020	S.D. dependent var		9.817
S.E. of regression	9.717	Akaike info criterion		7.389
Sum squared resid	94697.370	Schwarz criterion		7.403
Log likelihood	-3713.438	Hannan-Quinn criter.		7.394
F-statistic	11.383	Durbin-Watson stat		0.160
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول58 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.00	1.94	5.66	0.00
FL	-9.36	2.24	-4.19	0.00
HHI	0.00	0.00	2.11	0.04
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			2.41	0.07
Idiosyncratic random			8.48	0.93
Weighted Statistics				
R-squared	0.03	Mean dependent var		2.86
Adjusted R-squared	0.03	S.D. dependent var		9.53
S.E. of regression	9.40	Sum squared resid		88596.46
F-statistic	15.92	Durbin-Watson stat		0.17
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.01	Mean dependent var		6.60
Sum squared resid	98225.44	Durbin-Watson stat		0.16

جدول59 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	18.512	-18985.000	0.000
Cross-section Chi-square	293.138	18.000	0.000

جدول60 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects – Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	232.2668	2.0000	0.0000

- الانحدار السادس عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة)FCF على علاقة أثر المتغير المســتقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على الأصول)ROA

جدول61 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.193	0.009	21.813	0.000
FL	-0.199	0.013	-15.261	0.000
FCF	0.064	0.011	5.562	0.000
R-squared	0.225	Mean dependent var		0.072
Adjusted R-squared	0.224	S.D. dependent var		0.113
S.E. of regression	0.099	Akaike info criterion		-1.780
Sum squared resid	9.734	Schwarz criterion		-1.765
Log likelihood	885.983	Hannan-Quinn criter.		-1.775
F-statistic	143.904	Durbin-Watson stat		0.596
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول62 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.22	0.01	17.96	0.00
FL	-0.24	0.02	-13.50	0.00
FCF	0.06	0.01	5.34	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.02	0.03

Idiosyncratic random		0.09	0.97
Weighted Statistics			
R-squared	0.18	Mean dependent var	0.05
Adjusted R-squared	0.18	S.D. dependent var	0.11
S.E. of regression	0.10	Sum squared resid	9.33
F-statistic	109.26	Durbin-Watson stat	0.61
Prob(F-statistic)	0.00		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.22	Mean dependent var	0.07
Sum squared resid	9.82	Durbin-Watson stat	0.57

جدول63 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.294	-18971.000	0.000
Cross-section Chi-square	109.478	18.000	0.000

جدول64 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	52.3367	2.0000	0.0000

الانحدار السابع عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة)FCF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية)ROE

جدول65 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.245	0.022	11.060	0.000
FL	-0.132	0.033	-4.043	0.000
FCF	0.134	0.029	4.673	0.000
R-squared	0.042	Mean dependent var		0.169
Adjusted R-squared	0.040	S.D. dependent var		0.254
S.E. of regression	0.248	Akaike info criterion		0.055
Sum squared resid	61.023	Schwarz criterion		0.070
Log likelihood	-24.502	Hannan-Quinn criter.		0.061
F-statistic	21.613	Durbin-Watson stat		0.679
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول66 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.40	0.04	11.25	0.00
FL	-0.38	0.05	-7.40	0.00
FCF	0.12	0.03	4.35	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.06	0.06
Idiosyncratic random			0.23	0.94
Weighted Statistics				
R-squared	0.07	Mean dependent var		0.08
Adjusted R-squared	0.07	S.D. dependent var		0.25
S.E. of regression	0.24	Sum squared resid		55.96
F-statistic	38.31	Durbin-Watson stat		0.71
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.01	Mean dependent var		0.17
Sum squared resid	64.48	Durbin-Watson stat		0.62

جدول67 اختبار Likelihood Ratio

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.314	-18971.000	0.000
Cross-section Chi-square	173.553	18.000	0.000

جدول68 اختبار Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	73.3819	2.0000	0.0000

الانحدار الثامن عشر:

معرفة أثر المتغير المعدل (التدفقات النقدية الحرة)FCF على علاقة أثر المتغير المستقل (الرافعة المالية) FL على المتغير التابع (نسبة TQ(Tobin's Q

جدول69 نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.989	0.869	11.491	0.000
FL	-5.837	1.277	-4.571	0.000
FCF	3.567	1.120	3.184	0.002
R-squared	0.034	Mean dependent var		6.504
Adjusted R-squared	0.032	S.D. dependent var		9.860
S.E. of regression	9.699	Akaike info criterion		7.385
Sum squared resid	92280.440	Schwarz criterion		7.400
Log likelihood	-3630.389	Hannan-Quinn criter.		7.391
F-statistic	17.475	Durbin-Watson stat		0.173
Prob(F-statistic)	0.000			

جدول70 نموذج التأثيرات العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.03	1.44	9.04	0.00
FL	-10.71	2.07	-5.18	0.00
FCF	3.30	1.09	3.03	0.00
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			2.28	0.06
Idiosyncratic random			9.34	0.94
Weighted Statistics				
R-squared	0.04	Mean dependent var		3.20
Adjusted R-squared	0.04	S.D. dependent var		9.60
S.E. of regression	9.43	Sum squared resid		87156.61
F-statistic	19.70	Durbin-Watson stat		0.18
Prob(F-statistic)	0.00			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.02	Mean dependent var		6.50
Sum squared resid	93653.98	Durbin-Watson stat		0.17

جدول71 اختبار *Likelihood Ratio*

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.257	-18963.000	0.000
Cross-section Chi-square	92.226	18.000	0.000

جدول72 اختبار *Hausman Test*

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	20.0011	2.0000	0.0000

Syrian Arab Republic
Ministry Of Higher Education and Scientific Research
Damascus University
Faculty of Economics
Business Administration Department

The Modified Role of Business Strategy, Competitive Intensity and Free cash flow in the relationship between financial leverage and Company financial Performance:

Empirical Study on The Shareholding Companies Listed in Damascus Securities Exchange

A dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Ph.D. in Business Administration

By
Ibrahim Ali Salim

Supervisor
Professor DR. Ghazwan Ali

Damascus: 2025

Abstract

This research aims to investigate the impact of financial leverage on the financial performance of listed joint-stock companies on the Damascus Securities Exchange, with a focus on the moderating role of business strategy, competitive intensity, and free cash flows. The study seeks to answer questions regarding the effect of financial leverage on financial performance and how business strategy, competitive intensity, and free cash flows each moderate this relationship. The research employs a quantitative methodology, reviewing previous studies and the Trade-off Theory, Agency Theory, Pecking Order Theory, and Modigliani-Miller (MM) Theorem with Signaling Theory, from which the research hypotheses were derived. The research population encompassed all companies listed on the Damascus Securities Exchange from the first quarter of 2007 to the fourth quarter of 2023, with the sample limited to financial companies for the period spanning from the first quarter of 2011 to the fourth quarter of 2023. The research findings indicate a significant negative impact of financial leverage on Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), and Tobin's Q ratio. The study also reveals that asset utilization efficiency (as a measure of cost leadership strategy) moderates the relationship between the impact of financial leverage and both ROA and Tobin's Q. Furthermore, competitive intensity moderates the relationship between the impact of financial leverage and Tobin's Q, and free cash flows moderate the relationship between the impact of financial leverage and Tobin's Q.

The research proposes three recommendations: first, encouraging financial companies to adopt a cost leadership strategy by enhancing asset utilization efficiency; second, raising awareness among financial companies about the importance of considering the competitive environment when making financing decisions; and third, promoting the generation and efficient management of free cash flows within financial companies.

Keywords: Financial Leverage, Financial Performance, Business Strategy, Competitive Intensity, Free Cash Flows.