

أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم

دراسة تطبيقية على القطاع المالي المدرج في بورصة عمان

The Impact of Operating and Financial Leverage on Stock Value An Applied Study on Financial Sector listed in Amman Stock Exchange

ضياء اياد المصري¹، محمد سليم العيسى²

Diya' Eyad Almasri¹, Mohammad Salim Elessa²

^{1,2} جامعة البلقاء التطبيقية (الأردن) Diya2.almasri993@hotmail.com

Dr.Moh.Elessa@bau.edu.jo²

تاريخ الاستلام: 2020/03/12 تاريخ القبول: 2020/05/06 تاريخ النشر: 2020/06/30

الملخص: هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم الدفترية والسوقية لشركات القطاع المالي المدرجة في بورصة عمان للفترة (2013-2017) ومدى تأثير حجم الشركة على هذا الأثر، وباعتماد على البيانات المنشورة في التقارير والقوائم المالية لهذه الشركات محل الدراسة وتحليلها وصفيًا واستدلاليًا واختبار فرضيات الدراسة تم التوصل إلى نتائج الدراسة ومن أهمها: وجود أثر للرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة على كل من القيمة الدفترية والقيمة السوقية للسهم في قطاعات (البنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى)، وأن الأثر الأكبر كان في قطاع البنوك مقارنة مع القطاعات الأخرى. ومن أهم ما أوصت به الدراسة إعداد دراسات مماثلة وتطبيقها على قطاعات أخرى غير القطاع المالي.

الكلمات المفتاحية: الرافعة التشغيلية، الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، القيمة السوقية للسهم، حجم الشركة.

تصنيف *JEL*: D46; C51

Abstract:

The study aims to knowing the impact of operating and financial leverage on stock value and market value of financial sector companies listed in Amman Stock Exchange for the period of (2013-2017) and the effect of company size on this impact, based on data which published in the reports and financial statements for related companies, and after descriptive and deductive analysis for its data and hypotheses testing the study reached to many results such as: there is an impact of the operational and financial leverage and the company size on each of book value and market value of stock in sectors of (banks, insurance and other financial services), and the biggest impact was in the banking sector compared to other sectors. One of the most important recommendations is to prepare similar studies and applying it in sectors other than the financial sector.

Keywords: Operating Leverage, Financial Leverage, Book Value per Share, Market Value per Share, Company Size.

1 . مقدمة.

يعتبر القطاع المالي الداعم الأساسي الذي ينهض به الاقتصاد الوطني وذلك من خلال الدور الذي يقوم به، فهو يعمل على توفير وسائل التمويل عن طريق جمع المدخرات وتوجيهها إلى المستثمرين على شكل منح وقروض متنوعة، وتزداد أهمية هذا القطاع نتيجة للتطورات التي يشهدها في الوقت الحالي مما أدى إلى وجود عدة أدوات لاتخاذ القرارات الملائمة لتجنب المخاطر وتحقيق الأهداف وتعظيم القيمة السوقية للشركات، وتعتبر الروافع التشغيلية والمالية من أهم الأدوات المستخدمة في عملية التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات المناسبة، خاصة في تحديد حجم الإنتاج والمبيعات التي تساعد في زيادة الأرباح وبالتالي إمكانية التأثير على قيمة السهم في الشركات.

تواجه الشركات مشكلة في هيكلة التكاليف والتي تعتمد على التكلفة الثابتة والمتغيرة والذي يؤثر على صافي الربح وبالتالي سوف يؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لها، تعتبر التكلفة الثابتة مؤشراً للرافعة التشغيلية أي أنها كلما ارتفعت التكلفة الثابتة إلى إجمالي التكاليف ارتفعت الرافعة التشغيلية وبالتالي سوف يؤدي إلى ارتفاع نقطة التعادل مما يؤدي إلى زيادة المخاطر، من جهة أخرى تمثل درجة الرافعة التشغيلية مدى التغير على صافي الربح التشغيلي تجاه التغير في المبيعات وهامش المساهمة (أبو نصار، 2014).

من ناحية أخرى تواجه الشركات مشكلة في الهيكل التمويلي لوجود صعوبة عند اتخاذ القرارات المالية، فالتركيز على مصدر واحد في أموال التمويل مثل أموال المالكين يؤدي إلى هيكلة رأس مال غير ملائمة، إذ يعتبر هيكل رأس المال غير ملائم عندما لا يؤثر على القيمة السوقية للمشروع (Singhania and Seth, 2010)، لذا تقوم الشركات باستخدام الرافعة المالية التي تقوم باستخدام أموال الغير في التمويل لتعظيم أثر العائد على حقوق المساهمين (Gitman and Zutter, 2012).

مما سبق ان الغرض الأساسي من هذه الدراسة هو معرفة أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم من خلال حجم الشركة، ولمعرفة ذلك يمكن طرح التساؤلات التالية :

- 1- هل تؤثر الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة على القيمة الدفترية للسهم في البنوك؟
- 2- هل تؤثر الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة على القيمة السوقية للسهم في البنوك؟

3- هل تؤثر الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة على القيمة الدفترية للسهم في شركات التأمين؟

4- هل تؤثر الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة على القيمة السوقية للسهم في شركات التأمين؟

5- هل تؤثر الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة على القيمة الدفترية للسهم في الشركات المالية الأخرى؟

6- هل تؤثر الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة على القيمة السوقية للسهم في الشركات المالية الأخرى؟

2.1 أهمية الدراسة: يعد الهدف الأساسي للشركات هو الاستمرار من خلال تعظيم القيمة السوقية للشركة لذا تحاول الإدارة البحث على أدوات تساعد لتحقيق هذا الهدف، ومن هنا تكمن أهمية هذه الدراسة من أنها تحاول معرفة أدوات يمكن لها التأثير على قيمة السوقية للشركة وما مدى قوة وعلاقة واتجاه هذا التأثير، وبيان إذا كان بالإمكان مساعدة المدراء الماليين في اتخاذ القرارات المناسبة من خلال الاستعانة بالرافعة التشغيلية والمالية، وهل ستساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات اللازمة والاستفادة من هذه الروافع.

3.1 أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى:

1. فهم وتحليل أثر الرافعة التشغيلية والمالية على كل من القيمة الدفترية والسوقية للسهم لكل من (البنوك، شركات التأمين، الشركات المالية) بوجود متغير وسيط وهو حجم الشركة مقاس بمجموع الأصول.

2. معرفة مدى استخدام الرافعتين التشغيلية والمالية في مساعدة المدراء الماليين في اتخاذ القرارات المالية لاستغلال استخدام الأموال والأصول لتعظيم أرباح الشركات.

2. الخلفية والإطار النظري:

1.2 الرافعة التشغيلية (Operating Leverage): يرتبط مستوى الرفع التشغيلي بحصة المؤسسة من التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف حيث يكون الرفع التشغيلي أكبر كلما كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف أكبر يعني أن ارتفاع التكاليف الثابتة مرتبط بالكثافة الرأسمالية للشركة (ناصر الدين، 2011)، كما ويرى (القضاة، 2012) أن الرفع التشغيلي يحدث بزيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، كما

ويعرفها (العمرى، 2017) على أنها المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي الذي تمارسه المؤسسة، أما (البركات، 2015) فتعرفها على أنها ترتبط بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في العمليات التشغيلية، وإن استعمال الرفع التشغيلي سوف يؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة، وهذا سوف يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلى أعلى، أي أن المؤسسة بحاجة إلى تقلص خدمات أكبر أو حجم مبيعات أكبر لكي تغطي تكاليفها الثابتة (احمد خليل، 2011).

كما سبق يمكن تعريف الرافعة التشغيلية بأنها توظيف الأموال في الأصول الثابتة وذلك بهدف تقليل التكاليف المتغيرة وبذلك يصبح أي تغيير بسيط في المبيعات يؤدي إلى تغير كبير في صافي الأرباح، وتم قياس الرافعة التشغيلية بحسب (نوفل وآخرون، 2012؛ العمارنة والتهتموني، 2012؛ البركات، 2015؛ العمرى، 2017) كالتالي:

الرافعة التشغيلية = إجمالي الأصول الثابتة / إجمالي الموجودات (الأصول).

1.1.2 مزايا الرفع التشغيلي: هناك عدة مزايا للرافعة التشغيلية منها:

1. إن مزايا الرافعة التشغيلية تختلف حسب طبيعة الأوضاع الاقتصادية للمؤسسة وللسوق الذي تعمل فيه، فإذا كانت المؤسسة

بوضع تنافسي جيد، وتعمل في سوق يسوده ازدهار اقتصادي يسمح للشركة بالتوسع فإن ارتفاع قيمة الرافعة التشغيلية ستكون مؤشراً جيداً لأن أي تغير صغير في المبيعات سينتج عنه زيادة كبيرة في الأرباح، مما يساهم في تغطية التكاليف المتغيرة ويخفض التكاليف الثابتة في مجموعها (البركات، 2015).

2. إن درجة الرافعة التشغيلية التي ترتبط بسياسات تسعير السلعة في المؤسسات الصناعية وتسعير الخدمة في الشركات المالية، قد تستطيع المؤسسة التي تتميز بدرجة رافعة تشغيلية مرتفعة وتواجه كساداً في مبيعاتها وإيراداتها أن تخفض السعر قليلاً فتزيد من مبيعاتها مما يؤدي إلى زيادة أرباحها التشغيلية (ناصر الدين، 2011).

3. إن المؤسسة التي تصل إلى قيمة إيرادات أكبر من نقطة التعادل ولديها رافعة تشغيلية مرتفعة فإن الزيادة في كمية المبيعات أو زيادة تقديم الخدمات المصرفية والمالية ستؤدي إلى زيادة أكبر من الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وهي حالة جيدة.

4. تتحقق الفائدة من الرفع التشغيلي عند زيادة الإيرادات الكلية للمؤسسة من خلال استغلال التكاليف الثابتة وتخفيض التكاليف المتغيرة.

2.2 الرافعة المالية (Financial Leverage): يطلق على الرافعة المالية استخدام

الدين أو أموال الغير الأمر الذي يترتب عليه أعباء ثابتة متمثلة بالفوائد على الدين ويتوجب على المؤسسة تسديد الدين وفوائده بحسب ("احمد خليل"، 2011)، وتعرف الرافعة المالية بأنها نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير أي الاعتماد على الاقتراض من أجل التمويل المالي لاحتياجات المؤسسة حسب (مسعودي، 2017)، كما تعرف أنها نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي (EPS) Earning Per Share بسبب تغير نسبة معينة تحدث في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب وفقاً ل(ناصر الدين، 2011)، ويعرفها (القضاة، 2012) أنها نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وعرفها (الراوي وحيد، 2012) بأنها استخدام الاقتراض المالي لزيادة القدرة الإستثمارية للمؤسسة سواء كانت مؤسسة معنوية أو شخصية، كما وإن الرافعة المالية تُعبر عن نسبة القروض إلى مجموع الالتزامات وبالتالي فهي عبارة عن قيمة استخدام التمويل المالي بالإستدانة لتمويل بعض الأصول الثابتة، وهي أيضاً تمويل مالي يتم من خلالها زيادة مستوى رأس المال العامل عن طريق الاقتراض الخارجي، إلا أن البعض قد اعتبرها تقتصر على تأثير الديون أو الالتزامات طويلة الأجل فقط والبعض يعتبر أن الرافعة المالية تشمل قياس إجمالي الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول مثل (Achchuthan and Jasinthan, 2012)، ويتضح من التعاريف السابقة أن الرافعة المالية تعرف بأنها مدى استخدام الشركات أموال الغير أو الاقتراض في تمويل الأصول لزيادة الأرباح، ويمكن قياس الرافعة المالية بحسب (البركات، 2015) كالتالي:

الرافعة المالية = إجمالي الالتزامات / إجمالي الموجودات (الأصول)

1.2.2 المزايا والوفورات التي تحققها الرافعة المالية للمؤسسة: إن الرافعة المالية إذا تم

استخدامها بطريقة سليمة وموضوعية فإنها تحقق مزايا وعوائد أفضل على الأصول مقارنة مع ما تتحمله المؤسسة من تكلفة ثابتة على الاقتراض وفوائد الاقتراض، الأمر الذي يترتب عليه تحقيق المزايا التالية (ناصر الدين، 2011؛ ناصر الدين، 2011):

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق الإيجابي بين قيمة العائد على الاستثمار وتكلفة الاقتراض.

- ضمان استمرار سيطرة المساهمين الحاليين على مجلس الإدارة للمؤسسة.
- ضمان عدم مشاركة مساهمين جدد في توزيعات الارباح على المساهمين السابقين والتي يمكن ان تجنيها المؤسسة.
- الاستفادة من ميزة تخفيض العبء الضريبي نتيجة خصم تكلفة الاقتراض من الدخل الخاضع للضريبة.
- إمكانية اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادة تأمها بأموال ذات قوة شرائية متدنية خاصة في اوقات التضخم والانكماش الاقتصادي.
- تحسين السمعة الائتمانية وزيادة القدرة على الاقتراض من المؤسسات المالية.

3.2 قيمة السهم: يعد السهم العادي جزء من ملكية الشركة فعندما يقوم مستثمر بشراء أسهم من شركة ما فكأنه يملك جزء من هذه الشركة، ويحمل صاحب الأسهم مجموعة من الإمتيازات أهمها أنه له حق في التصويت عن كل سهم مملوك ويمكن للمستثمر أن يؤثر في مسار الشركة مما يؤثر على أرباح الشركة بالتالي يؤثر على قيمة السهم، ومن الممكن أن يحقق السهم إيراد من خلال الأرباح الموزعة من الشركة لحملة الأسهم أو من خلال بيع السهم بسعر أعلى من سعر السوق إذ يتأثر سعر السهم بالعرض والطلب في السوق، وهناك عدة قيم تسند للسهم منها القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية للسهم (البراجنة، 2009).

1.3.2 القيمة الدفترية للسهم Book Value: ترتبط القيمة الدفترية للسهم بحقوق الملكية للشركة وتعرف بأنها ما يتوقع أن يحصل عليه حامل الأسهم في حال تم تصفية الشركة، ويتم حساب القيمة الدفترية للسهم عن طريق معرفة الفرق بين الأصول والالتزامات مقسومة على عدد الأسهم العادية

في الشركة مستثنى منها الأسهم الممتازة (نصر، 2015)، إن زيادة القيمة الدفترية للسهم تعد مؤشراً جيداً للإستثمار في الشركة لأن ذلك يدل على أن الشركة قد حققت أرباح في السنوات السابقة مما أدى إلى إرتفاع إحتياطيات الشركة الذي زاد بدوره قيمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) والعكس صحيح (الكيلاني، 2007)، والمعادلة التالية هي لحساب القيمة الدفترية للسهم:

القيمة الدفترية للسهم = إجمالي حقوق الملكية (حقوق المساهمين) / عدد الأسهم العادية

2.3.2 القيمة السوقية للسهم Market value: القيمة السوقية للسهم هي القيمة

التي يتم التبادل فيها في السوق المالي وتعد هذه القيمة متغيرة أي أنها في تغير مستمر إذ تتأثر هذه القيمة بقيمة الشركة وحجمها وتتأثر بالعرض والطلب أي عدد الأسهم المتاحة للإستثمار وعدد المستثمرين الذين يرغبون في شراء

الأسهم، إن ارتفاع القيمة السوقية للسهم يعد مؤشراً إيجابياً لوضع الشركة إذ يفسر ارتفاعها بارتفاع أرباح الشركة مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة وزيادة موثوقيتها وبالتالي زيادة المستثمرين فيها (لطرش، 2010؛ الكيلاني، 2007).

3.3.2 العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم: جاء في (نصر، 2015) وغيره ان هناك

عدة عوامل تؤثر على القيمة السوقية للسهم منها:

1- توزيعات الأرباح: تعد توزيع الأرباح من أكثر العوامل أهمية في التأثير على القيمة السوقية للسهم إذ يفضل المستثمرون في الحصول على أرباح الأسهم نهاية كل سنة والذي بشأنه يرفع قيمة الشركة، أما في حال عدم توزيع الأرباح في حال كان ناتج عن سوء الوضع المالي للشركة هذا يؤدي إلى التأثير بشكل سلبي على القيمة السوقية للسهم (البراجنة، 2009).

2- التوقعات المستقبلية للشركة: في حال كان الوضع المالي للشركة جيد هذا يدل على الأرباح المتوقعة في السنوات القادمة والذي بشأنه يرفع القيمة السوقية للسهم والعكس صحيح (نصر، 2015).

3- الحالة الاقتصادية العامة: في حال الإنتعاش الإقتصادي أي النمو الإقتصادي يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم والذي يزيد من قيمة السهم، أما في حالة الركود الإقتصادي يؤدي إلى انخفاض النشاطات الاقتصادية الذي بدوره يقلل الطلب على الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم (البراجنة، 2009).

4- معدل دوران السهم: وهو عدد مرات تداول الأسهم في السوق المالي وله علاقة طردية مع سعر السهم السوقي لأن ارتفاع معدل دوران السهم يدل على إقبال المستثمرين على شراء الأسهم مما يزيد سعر السهم السوقي (الكيلاني، 2007).

5- حالة العرض والطلب: وهي تعتمد على جميع العوامل السابقة، ففي حين ارتفاع عرض الأسهم أكثر من طلبها يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، أما في حال زيادة الطلب على الأسهم يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

6- نسبة الدين: تعد ديون الشركة من الأعباء أي مصاريف الفوائد والتي من شأنها التأثير على دخل الشركة وبالتالي التأثير على حصة السهم الواحد من الأرباح والذي بدوره يمكن أن يؤثر على القيمة السوقية للسهم (النعمي وآخرون، 2011).

4.2 حجم الشركة Company Size: تسعى العديد من الشركات التوسع والنمو من خلال زيادة حجم الشركة وخفض التكاليف وإن هذا النمو يزيد من المنافسة بين الشركات وزيادة قيمتها السوقية، ويزداد هذا النمو والزيادة في الحجم من خلال ظروف داخلية مثل توفر موارد فائضة وظروف خارجية مثل تزايد الطلب على نشاط الشركة (ياسين، 2015). ويتم قياسه بمجموع موجودات الشركة، ويمكن استخدام مقاييس أخرى مثل القيمة الدفترية للشركة، القيمة السوقية للشركة، إجمالي المبيعات وعدد العاملين، وفي هذه الدراسة تم اختيار مجموع الموجودات لقياس حجم الشركات وقد تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي (log) من أجل جعل توزيع موجودات الشركة أكثر ميلاً للتوزيع الطبيعي (شبيطة وحداد، 2010)، وتم اعتماد هذا المقياس في عدة دراسات سابقة، منها دراسة (Hossain, 2008) ودراسة (Hussainey et al, 2011) ودراسة (الشرقطلي، 2010) ودراسة (نور، 2003)

إن مقاييس حجم الشركة المختلفة قد لا تكون بديلة لبعضها وأن كل مقياس يمكن أن يعبر عن طاقة الشركة بشكل مختلف، وهذا الاختلاف إن كان متزايد أو متناقص يمكن أن يؤثر على إداء الشركة وقيمتها السوقية (الخطيب، 2010).

بعد إجمالي الأصول أحد المقاييس الهامة والأساسية لقياس حجم الشركة وهو عبارة عن الموارد الإقتصادية المملوكة في الشركة، والتي يمكن الاستفادة منها في العمليات التشغيلية والمستقبلية، ويشكل إجمالي الأصول مجموع أحد جانبي الميزانية بالكامل وينقسم لأصول ملموسة وغير ملموسة (الخطيب، 2010).

5.2 الدراسات السابقة: سوف يتم عرض بعض الدراسات السابقة في البيئة الأردنية

والبلدان الأخرى وسوف نلاحظ بأن أغلب الدراسات اعتمدت على الروافع التشغيلية والمالية على متغيرات تابعة مختلفة منها المخاطر، صافي الأرباح، معدل دوران الأصول، والعوائد، توزيع الأرباح، ربحية السهم العادي والقيمة السوقية للسهم، وجاءت هذه الدراسة مكملية للدراسات السابقة إذ اعتمدت على الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة على متغيرات القيمة السوقية

والدفترية للسهم في بيئة أردنية وكانت نتائج هذه الدراسة موافقة مع بعض الدراسات السابقة وبعضها مخالف، وهذا ما سوف يتم مناقشته لاحقاً.

ولعل من أبرز الدراسات الحالية دراسة (علي و ابراهيم، 2017) بعنوان: "أثر الرفع التشغيلي على المخاطر المنتظمة دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في السوق المصرية للأوراق المالية" والتي هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مدى تأثير الرفع التشغيلي على المخاطر المنتظمة للشركات المدرجة في السوق المصري للأوراق المالية، اعتمدت الدراسة على بيانات القوائم المالية لجميع الشركات المدرجة في سوق مصر للأوراق المالية والبالغ عددها 227 للفترة (2010-2015)، وقد

توصلت الدراسة إلى وجود أثر للرفع التشغيلي على المخاطر المنتظمة، ووجود اختلاف في أثر الرفع التشغيلي على المخاطر المنتظمة باختلاف مقاييس الرفع التشغيلي، وأخيراً لا يوجد اختلاف في أثر الرفع التشغيلي على المخاطر المنتظمة باختلاف مقاييس المخاطر المنتظمة، وأوصت الدراسة الشركات مراعاة تركيب هيكل التكاليف بما يتناسب مع قدرتها في تحمل الخطر المنتظم وذلك لأن أي تغير في الرفع التشغيلي سيزيد من حساسية عائد أسهم الشركة.

وجاءت دراسة (العمرى، 2017) بعنوان : أثر الرافعتين التشغيلية والمالية على مكونات نظام ديوبونت حول العائد على الأصول، إذ هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير الرافعة التشغيلية على هامش صافي الربح ومعدل دوران الأصول ومعرفة تأثير الرافعة المالية على هامش صافي الربح ومعدل دوران الأصول، إذ تكونت عينة الدراسة من 29 شركة من الشركات المساهمة الصناعية العامة

والمدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2013 - 2015، ومن أهم ما أوجدته الدراسة أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية على كل من معدل دوران الأصل والعائد على الأصل، ووجود أثر ذي دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية على هامش الربح في الشركات الصناعية التحويلية، وأوجدت بعدم وجود أثر للرافعة المالية على هامش الربح ومعدل دوران الأصل ووجود أثر للرافعة المالية على العائد على الأصول في الشركات الصناعية الإستخراجية وقطاع الصناعة ككل، ومن أهم توصيات الدراسة هي حث الشركات على تخفيض التكاليف وزيادة استغلال الأصول لزيادة الطاقة التشغيلية وتعتظيم الأرباح والإستفادة من الديون في تحديث الأصول لزيادة إنتاجيتها.

وبينت دراسة (البركات، 2015) بعنوان: أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية، إلى بيان أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على الملكية وحصة السهم من الأرباح (ROA, ROE, EPS) وكذلك بيان أثر الرفع المالي والتشغيلي على المخاطر النظامية في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، تم استخدام البيانات المالية للشركات في الفترة 2000-2011 إذ بلغ عددها 55 شركة صناعية، استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وكانت نتائج الدراسة بعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على المخاطر النظامية ووجود أثر للرفع المالي على كل من (ROA, ROE, EPS)، وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على المخاطر النظامية، وعدم وجود أثر للرفع التشغيلي لكل من (ROA, ROE, EPS)، وأوصت الدراسة بعدة توصيات منها البحث عن فرص استثمارية جديدة لاستغلال ما يمكن ان يتوفر من تمويل طويل الأجل عن طريق الغير، والإستفادة من مزايا الرفع المالي.

وأوضحت دراسة (ريم، 2015) بعنوان: مدى تأثير الرافعة المالية على تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للاوراق المالية خلال الفترة (2009-2013)، إلى اختبار العلاقة بين نسب الرافعة المالية والأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة قطر معتمدة على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، وهدفت أيضاً إلى اختبار العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية باستخدام نسبة توبن، وقد اعتمدت الدراسة على البيانات في القوائم المالية والتقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة قطر والبالغ عددها 20 شركة للفترة 2009-2013، واختبار الفرضيات والوصول إلى النتائج استخدم الباحثان نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر بين المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغيرات التابعة كل على حدة (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للشركات)، كما أظهرت النتائج بوجود أثر بين المتغيرات المستقلة كل على حدة مع العائد على الأصول، ووجود وعلاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى حقوق الملكية والديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية) على القيمة السوقية للشركات، وقد أوصت الدراسة

إدارة الشركات بدراسة الهيكل المالي للوصول إلى التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركات.

أما دراسة (الزبون وخزاعلة 2015)، بعنوان: " أثر الرفع المالي والتدفقات النقدية التشغيلية وحجم الشركة على توزيع الأرباح دراسة تطبيقية في البنوك التجارية الأردنية للفترة (2000-2011)، هدفت إلى بيان أثر كل من (الرفع المالي، والتدفقات النقدية التشغيلية، وحجم البنك، وربحية البنك، وحساسية التدفقات النقدية، ملكية البنك والسعة الائتمانية) على المتغير التابع توزيعات الأرباح للبنوك التجارية الأردنية المتمثل بنسبة (نسبة الربح الموزع لكل سهم/ العائد لكل سهم)، ونسبة (الأرباح النقدية الموزعة/ إجمالي الأصول)، حيث خرجت الدراسة بوجود أثر لكل من حجم البنك وربحية البنك على توزيع الأرباح في البنوك التجارية الأردنية، وعدم وجود أثر للرفع المالي على توزيع الأرباح في البنوك التجارية الأردنية، أما المتغيرات الأخرى لم يكن لها أي تأثير على توزيعات الأرباح، وأوصت الدراسة البنوك قيد الدراسة بمعرفة محددات توزيعات الأرباح والتي تؤثر في توزيع الأرباح السنوية، ليتواءم مع الإمكانيات والمشاريع المستقبلية بالمصارف بالإضافة إلى ملائمتها مع الظروف الاقتصادية المحيطة.

وبينت دراسة (القضاة، 2012) بعنوان: تأثير الرافعة المالية والتشغيلية والمخاطر على قيمة الشركات، حالة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، أثر كل الرافعة المالية والتشغيلية والمخاطر على قيمة الشركات،

واعتمدت الدراسة على البيانات المالية للشركات الصناعية خلال الفترة 2010-2012، وأظهرت نتائج الدراسة وجود تباين بين كل من درجة الرفع التشغيلي والرفع المالي والمخاطر المالية وقيمة المنشآت الصناعية ووجود أثر إيجابي وذو دلالة احصائية بين درجة الرفع التشغيلي وقيمة الشركة، كما خرجت الدراسة أن للرفع المالي أثر سلبي وغير دال احصائياً على قيمة الشركة وأن للمخاطر النظامية أثر سلبي ذو دلالة احصائية على قيمة الشركة.

وهدف دراسة (ناصر الدين، 2011) بعنوان: أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، إلى التعرف على تأثير كل من الرافعة التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، ولتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحث على البيانات المالية للشركات المساهمة للفترة 2005 - 2009 ، اشتملت الدراسة على جميع القطاعات ومنها: القطاع

المالي، القطاع الصناعي والقطاع الخدمي، واختبار الفرضيات اعتمد الباحث على الأساليب الإحصائية مثل المتوسط الحسابي وتحليل الانحدار الخطي، وأظهرت نتائج الدراسة عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية على ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة المبحوثة، وأظهرت أيضاً عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للرافعة المالية على ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة

المبحوثة، وأوصت الدراسة إدارات الشركات الترشيد في الانفاق على الموجودات الثابتة من أجل تحقيق هيكل تكاليف متوازن، الموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال المقرضة والعائد على الأصول.

أما دراسة (Saho, 2017)، بعنوان: "Management and Analysis of Financial Leverage for Market Value of "Shares for Jordanian Service's Companies التي هدفت إلى بيان أثر الرفع المالي على القيمة السوقية للسهم في الشركات الخدمية الأردنية، اعتمدت الدراسة على البيانات المالية لمدة 15 سنة للفترة 2000-2015 للشركات المدرجة في بورصة عمان، و استخدمت (نسبة المطلوبات على الموجودات) و(نسبة إجمالي المطلوبات على حقوق الملكية) للتعبير عن الأداء المالي للشركات، واستخدمت الانحدار المتعدد للوصول إلى النتائج، وتوصل الدراسة بوجود أثر للرافعة المالية على القيمة السوقية للسهم، أوصت الدراسة بإجراء دراسات مماثلة في الأسواق المالية وفي عينة أكبر للتعرف على تأثير الرافعة المالية على القيمة السوقية للسهم.

أما دراسة (Iqbal et al, 2016)، بعنوان: "Impact of Leverages on Share Price: Evidence from Cement Sector of Pakistan التي هدفت هذه الدراسة لتحديد أثر مقاييس الرافعة المالية المختلفة على السعر السهم في قطاع الأسمت في بورصة باكستان، اعتمدت الدراسة على البيانات المالية للشركات للفترة 2005-2015، إذ اعتمدت على 4 مقاييس للرافعة المالية كمتغير مستقل (نسبة الديون، نسبة الدين إلى حقوق الملكية، القيمة السوقية للشركة، درجة الرافعة المالية)، وسعر السهم كمتغير تابع، وحجم الشركة كمتغير وسيط، أظهرت نتائج الدراسة بأن نسبة الدين ودرجة الرافعة المالية لها تأثير سلبي وكبير

على سعر السهم وتشير أن الزيادة في الديون ليس لها تأثير جيد للقيمة السوقية للسهم، وبينت الدراسة أن حجم الشركة له تأثير مهم على سعر السهم.

وأوضحت دراسة (Patel, 2014)، بعنوان: "Impact of Leverage on Profitability: A Study of Sabar Dairy" إلى تحليل وفهم تأثير الروافع على ربحية معمل الصبار لإنتاج الألبان والحليب الهندية، وتبحث الدراسة العلاقة بين الرافعة التشغيلية والرافعة المالية والرافعة الكلية على العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول والعائد على السهم، وتم الاعتماد على بيانات الشركة المالية للفترتين 1985-1986 و 2013-2014، تم تحليل البيانات بالطرق الإحصائية كالوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الارتباط، توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية والمالية والرافعة الكلية على العائد على السهم والعائد على حقوق الملكية ووجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية والرافعة الكلية على العائد على الأصول، وعدم وجود أثر للرافعة المالية على العائد على الأصول.

وهدف دراسة (Saleem et al., 2013) بعنوان: "Leverage (Financial and Operating) Impact on profitability of oil and gas sector of SAARC Countries" إلى فهم وتحليل تأثير الرافعة المالية على ربحية شركات النفط والغاز في منظمة اتحاد جنوب آسيا للتعاون الإقليمي (SAARC)، تم قياس الربحية بالعائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار والعائد على الأصول، استخدمت الدراسة البيانات المالية للشركات للفترة 2001-2010، واختبار فرضيات الدراسة تم الاعتماد على الأساليب الإحصائية مثل: الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، اختبار تحليل الانحدار البسيط، اختبار التباين (ANOVA) واختبار t، أظهرت النتائج بوجود تأثير كبير ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على العائد على الأصول والعائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، أي الرافعة المالية هي عامل مهم يؤثر على ربحية المنظمات والتي يمكن من خلالها زيادة ثروة المساهمين.

وأخيراً هدفت دراسة (Achchuthan and Jasinthan, 2012)، بعنوان: "Impact of Financial Operating Leverage on the Financial Performance: Special Reference to Lanka Orix Leasing Company Plc in

Sri -Lanka" إلى بيان أهمية العلاقة بين الرفع المالي والتشغيلي على الأداء المالي المتمثل بنسبة الربح التشغيلي والربح الصافي والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، في شركة أوريكس للتأجير في سريلانكا، وهدفت الدراسة أيضاً إلى إيجاد أهم العوامل التي تحدد الرفع المالي والتشغيلي للفترة 2001 – 2012، تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد وتحليل الارتباط لمعرفة التأثيرات والعلاقة بين المتغيرات في الدراسة، وأظهرت النتائج إلى وجود أثر ذو دلالة احصائية بين الرفع المالي والأداء المالي، كذلك عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية بين الرفع التشغيلي والأداء المالي في الشركة.

6.2 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة: من خلال استعراض للدراسات السابقة نجد أن موضوع الدراسة يُعد من الموضوعات التي حظيت باهتمام الباحثين، ويمكن إبراز ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة باعتماد الدراسة الحالية على أسلوب المسح لجميع الشركات للقطاع المالي مقارنة مع الاعتماد على أسلوب العينة أو دراسة الحالة، كما واعتمدت على بيانات منشورة وفعلية من واقع القوائم المالية للشركات ولفترة زمنية جيدة وهي 5 سنوات.

3. منهجية الدراسة: تعتبر هذه الدراسة دراسة مسحية تطبيقية تحليلية للبيانات ذات العلاقة والمنشورة في القوائم المالية للشركات المالية المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2017 وهدفها الرئيس هو تحليل أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم (القيمة الدفترية والقيمة السوقية للسهم) بوجود متغير وسيط (حجم الشركة) وتعتمد على تحليل الانحدار المتعدد والذي يعتبر ملائم لعنوان وهدف الدراسة، واعتمد الباحثان في دراستهما على أسلوب المنهج الوصفي والمنهج الاستدلالي.

1.3 مجتمع الدراسة: يتألف مجتمع الدراسة من جميع الشركات في القطاع المالي المدرجة في بورصة عمان ويشتمل على (البنوك، شركات التأمين، شركات مالية أخرى) والذي يبلغ عددها (112) شركة حسب دليل الشركات لعام 2018 والصادرة عن هيئة الأوراق المالية والمنشورة على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان وعلى الرابط الإلكتروني التالي [https://beta.exchange.jo/ar/company_guide/information:](https://beta.exchange.jo/ar/company_guide/information) أو من خلال الموقع الجديد: <https://www.ase.com.jo/ar> من ناحية أخرى يتألف القطاع المالي الأردني المدرج في بورصة عمان من (122) شركة مالية.

قام الباحثان بإجراء مسح شامل لبيانات الشركات في مجتمع الدراسة ثم تم تقسيم القطاع إلى 3 أنواع من الشركات (البنوك، شركات التأمين، الشركات المالية الأخرى) وتبين لهما أن هناك (15) شركة لا تتوفر فيها الشروط اللازمة لتحقيق أهداف الدراسة، حيث تم استبعادها من التحليل وذلك حسب الأسس التالية:

1. أن تكون الشركة مدرجة في بورصة عمان للفترة 2013 - 2017.

1. أن تتوفر عنها البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة.

2. تم استثناء الشركات التي يوجد نقص في بياناتها المنشورة في بورصة عمان.

3. تم استثناء الشركات التي تم تصفيتها.

وبعد مراجعة الشروط سألغة الذكر تم استبعاد (15) شركة إذ تكون مجتمع الدراسة من (97) شركة تنطبق عليها معايير الدراسة، والتي مثلت ما نسبته (86.6%) من مجتمع الدراسة والجدول رقم (1) يبين شركات القطاع المالي المدرجة في بورصة عمان الشركات التي استوفت شروط الدراسة والمقسمة إلى 3 قطاعات فرعية (البنوك، شركات التأمين، الشركات المالية الأخرى).

الجدول رقم (1): أعداد شركات القطاع المالي المدرجة في بورصة عمان والشركات التي تنطبق عليها معايير الدراسة

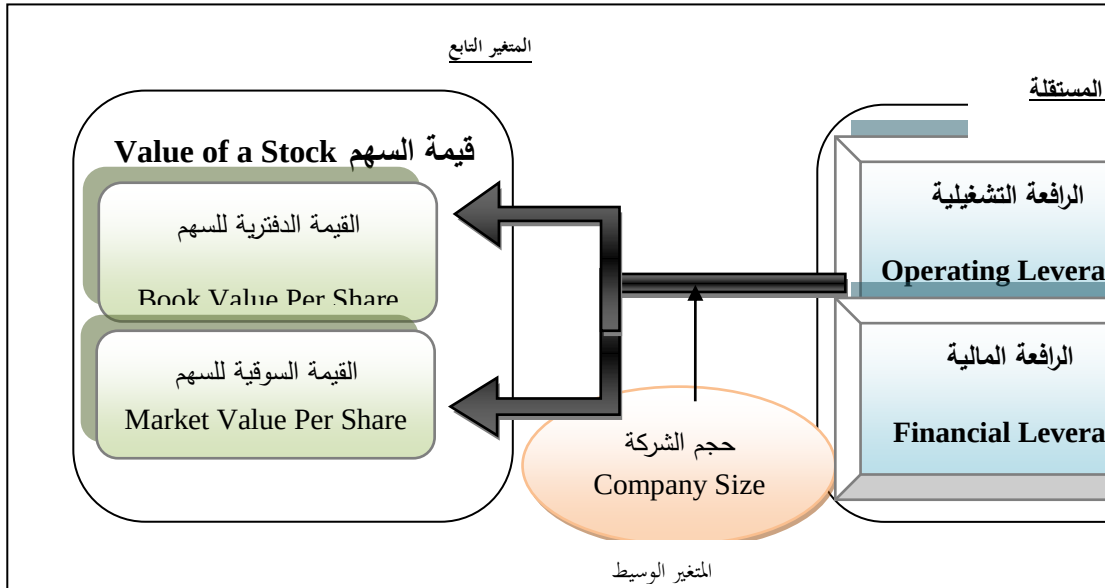
القطاع	عدد الشركات المالية المدرجة في بورصة	الشركات التي استوفت شروط الدراسة
البنوك	16	15
شركات التأمين	23	22
شركات مالية أخرى	73	60
المجموع	112	97

المصدر: من اعداد الباحثان بالرجوع الى www.exchange.jo

من خلال الجدول (1) يتبين أنه وجد هناك بعض الشركات لم تستوفي شروط الدراسة ومنها مثلاً البنوك التي استوفت الشروط هي 15 من أصل 16 بنك، وأن البنك الوحيد الذي لم يستوفي الشروط هو البنك العربي الإسلامي ويعود السبب لوجود نقص في البيانات المنشورة خلال فترة جمع بيانات الدراسة، وهذا السبب ينطبق أيضاً على شركات التأمين فالشركة الوحيدة التي لم تستوفي الشروط هي شركة الأراضي المقدسة للتأمين، إضافة الى نفس الأسباب في الشركات المالية الأخرى.

2.3 انموذج ومتغيرات الدراسة: يمثل الشكل (1) أنموذج الدراسة لمتغيرات الدراسة والعلاقة بينها، إذ تتمثل المتغيرات المستقلة بالرافعة التشغيلية والمالية، أما المتغيرات التابعة تتمثل بالقيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية للسهم، وأثر حجم الشركة كمتغير وسيط على العلاقة بين المتغير المستقل والتابع.

الشكل رقم (1): أنموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثان بالرجوع الى (مرصلي، 2016؛ العمري، 2017؛ ناصر الدين، 2011؛ الشرفطلي 2010)

3.3 فرضيات الدراسة: لغرض تحليل البيانات تم اختبار الفرضيات التالية والتي تم تقسيمها إلى 3 قطاعات فرعية (البنوك، شركات تأمين، شركات مالية أخرى) انسجاماً مع تقسيمات القطاع المالي وبياناته المستخرجة من بورصة عمان.

1. البنوك المدرجة في بورصة عمان:

H01: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

H02: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

2. شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان:

H03: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

H04: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

3. الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان:

H05: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

H06: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم في الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

4.3 مصادر جمع البيانات والمعلومات: استندت الدراسة على المصادر الأولية في جمع البيانات اللازمة لتحقيق أهداف الدراسة بما يتلائم مع نموذج الدراسة، إذ تم الحصول على قيم المتغيرات المستقلة والتابعة المتغير الوسيط من التقارير والقوائم المالية السنوية للقطاع المالي المنشورة في الموقع الإلكتروني لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام (2013-2017)، وتم الرجوع والاستعانة بالمصادر الثانوية ممثلة بالكتب والمؤلفات العلمية والأبحاث المنشورة، والأطروحات والرسائل الجامعية، كما تم الاستعانة بالمواقع الإلكترونية المتوفرة على شبكة الانترنت مثل: (EBSCO، وقواعد البيانات المختلفة للحصول على أحدث الأبحاث والدراسات حول موضوع الدراسة).

5.3 أداة الدراسة: أداة الدراسة هي الوسيلة التي استخدمتها الدراسة من أجل جمع البيانات اللازمة لقياس المتغير المستقل والمتمثل بـ (الرافعة التشغيلية والرافعة المالية) كذلك قياس المتغير التابع (قيمة السهم) والمتمثل بـ (القيمة السوقية للسهم، والقيمة الدفترية للسهم) وتم

إضافة متغير وسيط والمتمثل بـ(حجم الشركة)، وقد تم الاعتماد على القوائم المالية المدرجة في بورصة عمان من خلال تقارير

الإفصاح المالي السنوي خلال الفترة الممتدة من عام 2013 إلى عام 2017 كأداة رئيسية لجمع البيانات بهدف الحصول على البيانات والموضح في الجدول رقم (2).

الجدول رقم (2): متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغير	نوعه	طريقة قياسه
الرافعة التشغيلية	مستقل	إجمالي الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول
الرافعة المالية	مستقل	إجمالي الالتزامات/ إجمالي الأصول
القيمة السوقية للسهم	تابع	مجموع القيمة السوقية/ عدد الأسهم المكتتب بها
القيمة الدفترية للسهم	تابع	مجموع حقوق المساهمين/ عدد الأسهم المكتتب بها
حجم الشركة	وسيط	إجمالي الموجودات (إجمالي الأصول)

المصدر: من إعداد الباحثان بالرجوع إلى (البركات ، 2015؛ العمري، 2017؛ www.exchange.jo؛ شبيطة وحداد، 2010).

6.3 الأساليب الإحصائية المستخدمة: استعانت الدراسة برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) في معالجة وتحليل البيانات للإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها وتحقيق أهداف الدراسة، بعد تفريغ المؤشرات والنسب والبيانات المالية من القوائم المالية إلى جداول البرنامج، وذلك لتطبيق الأساليب والاختبارات والتوزيعات والمؤشرات الإحصائية ومنها التالية:

- **مقاييس الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistic Measures):** لاستخراج المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية وتباين أدنى وأعلى قيمة وغيرها.
- **تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression):** وذلك لاختبار أثر أكثر من متغير مستقل على متغير تابع.
- **تحليل (ANOVA):**
- **اختبار (Variance Inflation Factor) VIF:** وذلك لاختبار عدم تداخل المتغيرات المستقلة للدراسة، واختبار قوة بناء أنموذج الدراسة.
- **توزيع (F) وتوزيع (T):**

- اختبار (Kolmogorov-Smirnov) للتأكد من التوزيع الطبيعي.
- اختبار معامل الارتباط (Correlation): تم اختبار فرضيات الدراسة حول معامل الارتباط لمعرفة فيما إذا كان أن المتغير ذو دلالة إحصائية أو يختلف عن قيمة صفر.
- اختبار معامل التحديد: تم الاعتماد على معامل التحديد لمعرفة قوة تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع.

4. الاختبارات ومناقشة النتائج:

1.4 اختبار التوزيع الطبيعي:

تم إجراء اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات التي تم جمعها وذلك للتأكد إذا ما كانت البيانات تقع تحت التوزيع الطبيعي أم لا وكانت النتائج كما هي موضحة في الجدول رقم (3).

الجدول رقم (3): اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات بالاعتماد على اختبار (K-S)

المتغيرات	الرافعة التشغيلية	الرافعة المالية	القيمة السوقية للسهم	القيمة الدفترية للسهم	حجم الشركة
N	485	485	485	485	485
Kolmogorov-Smirnov	1.151	1.252	1.179	1.322	1.339
Sig	0.142	0.087	0.124	0.061	0.059

المصدر: من اعداد الباحثان بالرجوع الى مخرجات برنامج spss v.21

بناءً على بيانات الاختبار الموضحة في الجدول (3) أعلاه والتي تشير إلى أن توزيع البيانات كان طبيعياً، حيث بلغت قيمة Sig لجميع المتغيرات قيمة أكبر من 5% وقيم اختبار K-S لجميع الأبعاد أقل من (5). كما تفسر نظرية النهاية المركزية (Central Limit Theorem) والتي تبين انه إذا اخترنا جميع العينات الممكنة من مجتمع ما، وحسبنا الوسط الحسابي لكل عينة، فإننا سنجد توزيع جميع الأوساط الحسابية لهذه العينات قريب من التوزيع الطبيعي حتى لو لم يكن التوزيع الأصلي للمجتمع قريباً من التوزيع الطبيعي ولكن يفضل أن يكون في كل عينة (30) مشاهدة على الأقل (Berenson and Levine, 1992).

2.4 اختبار فرضيات الدراسة:

1.2.4 نتائج اختبار الفرضية الأولى: البنوك المدرجة في بورصة عمان المالي:

$H_{0.1}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

$H_{1.1}$: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة. تم اختبار الفرضية باستخدام اختبار (Multiple Linear Regression). وكانت نتائج الاختبار كما هي موضحة في الجدول رقم (4):

جدول رقم (4): نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد لأثر الرافعة المالية والتشغيلية وحجم الشركة على القيمة الدفترية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان

المتغير التابع	ملخص النموذج Model Summery		تحليل التباين ANOVA			جدول المعاملات Coefficient					
	R ² معامل التحديد	R معامل الارتباط	F	F Sig	Df	T Sig	T	Beta	الخطأ المعياري	B Slope	البيان
القيمة الدفترية للسهم	0.724	0.851	61.956	*0.00	71/3	*0.00	-8.779		2.259	-19.834	الثابت (Constant)
						*0.00	-5.219	-0.400	0.490	-2.558	الرافعة المالية
						*0.029	-2.229	-0.161	12.846	-28.633	الرافعة التشغيلية
						*0.00	10.615	0.916	0.252	2.674	حجم الشركة
* معنوي عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)											
قيمة F الجدولية= (2.66)						قيمة T الجدولية= (1.9925) +/-					

المصدر: من اعداد الباحثان بالرجوع الى مخرجات برنامج spss v.21

يمثل الجدول (4) إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية والرافعة المالية وحجم الشركة على القيمة الدفترية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان، حيث بلغ مستوى الدلالة ($\text{sig}=0.00$)، ويمكن الوصول إلى نفس النتيجة من خلال قيمة F والبالغة (61.956) وهي اكبر من قيمتها الجدولية والبالغة (2.66) ومعنوية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) وهو ما يمثل أيضا معنوية هذا النموذج عند درجة حرية (71/3). وتشير قيمة R^2 والبالغة (0.724) إلى ان الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة قد فسرت ما نسبته (72.4%) من التغير الحاصل في القيمة الدفترية للسهم في قطاع البنوك والباقي ما نسبته (27.6%) يرجع لأخطاء عشوائية وعوامل

أخرى لم تأخذها هذه الدراسة، كما بلغ معامل الارتباط $R=85.1\%$ مما يشير إلى وجود علاقة قوية بين (الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة) والقيمة الدفترية للسهم.

2.2.4 نتائج اختبار الفرضية الثانية: البنوك المدرجة في بورصة عمان المالي:

$H_{0.2}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

$H_{1.2}$: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

تم اختبار الفرضية باستخدام اختبار (Multiple Linear Regression). وكانت نتائج الاختبار كما هي موضحة في الجدول رقم (5) ادناه.

يمثل الجدول (5) نتائج الاختبار الإحصائي لنموذج هذه الفرضية والمتمثل بوجود عدة متغيرات وهي (الرافعة المالية والرافعة التشغيلية وحجم الشركة) ومتغير تابع وأحد يمثل (القيمة السوقية للسهم). ويشير الجدول إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية والرافعة المالية وحجم الشركة على القيمة السوقية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان، حيث بلغ مستوى الدلالة $(sig=0.00)$ ، وبناء على ما سبق وبما أن مستوى الدلالة $(0.00) > (0.05)$ فإننا نرفض الفرضية العدمية $(H_{0.2})$ ، ونقبل الفرضية البديلة $(H_{1.2})$ ، وهذه النتيجة هي إجابة عن السؤال الثاني من أسئلة الدراسة.

ويمكن الوصول إلى نفس النتيجة من خلال قيمة F والبالغة (49.966) وهي أكبر من قيمتها الجدولية والبالغة (2.66) ومعنوية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ وهو ما يمثل أيضاً معنوية هذا النموذج عند درجة حرية (71/3). وتشير قيمة R^2 والبالغة (0.679) إلى أن الرافعة التشغيلية والمالية قد فسرت ما نسبته (67.9%) من التغير الحاصل في القيمة السوقية للسهم في البنوك، والباقي ما نسبته (32.1%) يرجع لأخطاء عشوائية وعوامل أخرى لم تأخذها هذه الدراسة، كما بلغ معامل الارتباط $R=82.4\%$ مما يشير إلى وجود علاقة قوية بين الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة والقيمة السوقية للسهم.

3.2.4 نتائج اختبار الفرضية الثالثة: شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان المالي:

$H_{0.3}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

جدول رقم (5): نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد لأثر الرافعة المالية والتشغيلية وحجم الشركة على القيمة السوقية للسهم في البنوك المدرجة في بورصة عمان

المتغير التابع	ملخص النموذج Model Summery		تحليل التباين ANOVA			جدول المعاملات Coefficient					
	R ² معامل التحديد	R معامل الارتباط	F	F Sig	Df	T Sig	T	Beta	الخطأ المعياري	B Slope	البيان
القيمة السوقية للسهم	0.679	0.824	49.966	*0.00	71/3	*0.00	-10.098		4.025	-40.648	الثابت (Constant)
						*0.00	-6.249	-0.516	0.873	-5.456	الرافعة المالية
						0.165	1.403	0.109	22.888	32.110	الرافعة التشغيلية
						*0.00	11.359	1.056	0.449	5.098	حجم الشركة
* معنوي عند مستوى (α≤0.05)											
قيمة F الجدولية= (2.66)							قيمة T الجدولية= (1.9925) +/-				

المصدر: من اعداد الباحثان بالرجوع الى مخرجات برنامج spss v.21

$H_{1.3}$: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة. تم اختبار الفرضية باستخدام اختبار (Multiple Linear Regression). وكانت نتائج الاختبار كما هي موضحة في الجدول رقم (6):

جدول رقم (6): نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد لأثر الرافعة المالية والتشغيلية وحجم على القيمة الدفترية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

المتغير التابع	ملخص النموذج Model Summery		تحليل التباين ANOVA			جدول المعاملات Coefficient					
	R ² معامل التحديد	R معامل الارتباط	F	F Sig	Df	T Sig	T	Beta	الخطأ المعياري	B Slope	البيان

القيمة الدفترية للسهم	0.611	0.782	55.524	*0.00	106/3	*0.00	-6.438		0.827	-5.327	الثابت (Constant)
						*0.00	-6.846	-0.427	0.230	-1.574	الرافعة المالية
						*0.013	-2.513	-0.159	0.380	-0.956	الرافعة التشغيلية
						*0.00	9.283	0.570	0.112	1.038	حجم الشركة
* معنوي عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)											
قيمة F الجدولية = (2.68)						قيمة T الجدولية = (1.981) +/-					

المصدر: من اعداد الباحثان بالرجوع الى مخرجات برنامج spss v.21

يمثل الجدول (6) نتائج الاختبار الإحصائي لنموذج هذه الفرضية والمتمثل بوجود عدة متغيرات مستقلة وهي (الرافعة المالية والرافعة التشغيلية وحجم الشركة) ومتغير تابع واحد يمثل (القيمة الدفترية للسهم). ويشير الجدول إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية والرافعة المالية وحجم الشركة على القيمة الدفترية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان، حيث بلغ مستوى الدلالة ($\text{sig} = 0.00$)، وهذه النتيجة هي إجابة عن السؤال الثالث من أسئلة الدراسة وحيث ثبت وجود أثر للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في شركات التأمين تعزى لحجم الشركة.

ويمكن الوصول إلى نفس النتيجة من خلال قيمة F والبالغة (55.524) وهي أكبر من قيمتها الجدولية والبالغة (2.68) ومعنوية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) وهو ما يمثل أيضا معنوية هذا النموذج عند درجة حرية (106/3). وتشير قيمة R^2 والبالغة (0.611) إلى الرافعة التشغيلية والمالية قد فسرت ما نسبته (61.1%) من التغير الحاصل في القيمة الدفترية للسهم، والباقي ما نسبته (38.9%)

يرجع لأخطاء عشوائية وعوامل أخرى لم تأخذها هذه الدراسة، كما بلغ معامل الارتباط $R = 78.2\%$ مما يشير إلى وجود علاقة قوية بين (الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة) والقيمة الدفترية للسهم.

4.2.4 نتائج اختبار الفرضية الرابعة: شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان المالي:

$H_{0.4}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

H_{1.4}: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة. تم اختبار الفرضية باستخدام اختبار (Multiple Linear Regression). وكانت نتائج الاختبار كما هي في الجدول رقم (7):

جدول رقم (7): نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد لأثر الرافعة المالية والتشغيلية وحجم الشركة على القيمة السوقية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان

المتغير التابع	ملخص النموذج Model Summery		تحليل التباين ANOVA			جدول المعاملات Coefficient					
	R ² معامل التحديد	R معامل الارتباط	F	F Sig	Df	T Sig	T	Beta	الخطأ المعياري	B Slope	البيان
القيمة السوقية للسهم	0.432	0.657	26.874	*0.00	106/3	*0.00	-7.238		1.618	-11.711	الثابت (Constant)
						0.573	0.565	0.043	0.450	0.254	الرافعة المالية
						*0.015	-2.471	-0.189	0.744	-1.838	الرافعة التشغيلية
						*0.00	8.107	0.602	0.219	1.774	حجم الشركة
* معنوي عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)											
قيمة F الجدولية= (2.68)						قيمة T الجدولية= (1.981) +/-					

المصدر: من اعداد الباحثان بالرجوع الى مخرجات برنامج spss v.21

يمثل الجدول (7) نتائج الاختبار الإحصائي لنموذج هذه الفرضية والمتمثل بوجود عدة متغيرات مستقلة وهي (الرافعة المالية والرافعة التشغيلية وحجم الشركة) ومتغير تابع وأحد يمثل (القيمة السوقية للسهم). ويشير الجدول إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية والرافعة المالية على القيمة السوقية للسهم في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة، حيث بلغ مستوى الدلالة ($\text{sig} = 0.00$)، وبناء على ما سبق فإننا نرفض الفرضية العدمية ($H_{0.4}$)، ونقبل الفرضية البديلة ($H_{1.4}$)، وترتبط هذه النتيجة مع السؤال الرابع من أسئلة الدراسة.

ويمكن الوصول إلى نفس النتيجة من خلال قيمة F والبالغة (26.874) وهي أكبر من قيمتها الجدولية والبالغة (2.68) ومعنوية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) وهو ما يمثل أيضا معنوية

هذا النموذج عند درجة حرية (106/3). وتشير قيمة R^2 والبالغة (0.432) إلى أن الرافعة التشغيلية والمالية قد فسرت ما نسبته (43.2%) من التغير الحاصل في القيمة السوقية للسهم، والباقي ما نسبته (56.8%) يرجع لأخطاء عشوائية وعوامل أخرى لم تأخذها هذه الدراسة، كما بلغ معامل الارتباط $R=65.7\%$ مما يشير إلى وجود علاقة مرتفعة بين (الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة) والقيمة السوقية للسهم.

5.2.4 نتائج اختبار الفرضية الخامسة: الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان المالي:

$H_{0.5}$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

$H_{1.5}$: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

تم اختبار الفرضية باستخدام اختبار (Multiple Linear Regression). وكانت نتائج الاختبار كما هي موضحة في الجدول رقم (8) ادناه.

يمثل الجدول (8) نتائج الاختبار الإحصائي لنموذج هذه الفرضية والمتمثل بوجود عدة متغيرات مستقلة وهي (الرافعة المالية والرافعة التشغيلية وحجم الشركة) ومتغير تابع وأحد يمثل (القيمة الدفترية للسهم). ويشير الجدول إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية والرافعة المالية على القيمة الدفترية للسهم في الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة، حيث بلغ مستوى الدلالة ($\text{sig} = 0.00$)، وبناء على ما سبق وبما أن مستوى الدلالة ($0.00 > 0.05$) فإننا نرفض الفرضية العدمية ($H_{0.5}$)، ونقبل الفرضية البديلة ($H_{1.5}$) حيث ثبت وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم في الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان وتعزى لحجم الشركة وهذه النتيجة هي إجابة عن السؤال الخامس من أسئلة الدراسة.

جدول رقم (8): نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد لأثر الرافعة المالية والتشغيلية وحجم الشركة على القيمة الدفترية للسهم في الشركات المالية المدرجة في بورصة عمان

المتغير التابع	ملخص النموذج Model Summery		تحليل التباين ANOVA			جدول المعاملات Coefficient					
	R ² معامل التحديد	R معامل الارتباط	F	F Sig	Df	T Sig	T	Beta	الخطأ المعياري	B Slope	البيان
القيمة الدفترية للسهم	0.181	0.426	21.871	0.00*	3/296	0.758	0.309		0.191	0.059	الثابت (Constant)
						*0.00	7.994-	0.519-	0.086	0.686-	الرافعة المالية
						0.389	0.863-	0.045-	0.181	0.156-	الرافعة التشغيلية
						*0.00	5.708	0.370	0.032	0.183	حجم الشركة
*معنوي عند مستوى (α≤0.05)											
قيمة F الجدولية = (2.60)							قيمة T الجدولية = (1.960) +/-				

المصدر: من اعداد الباحثان بالرجوع الى مخرجات برنامج spss v.21

ويمكن الوصول إلى نفس النتيجة من خلال قيمة F والبالغة (21.871) وهي أكبر من قيمتها الجدولية والبالغة (2.60) ومعنوية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) وهو ما يمثل أيضاً معنوية هذا النموذج عند درجة حرية (3/296). وتشير قيمة R² والبالغة (0.181) إلى الرافعة التشغيلية والمالية قد فسرت ما نسبته (18.1%) من التغير الحاصل في القيمة الدفترية للسهم، والباقي ما نسبته (81.9%) يرجع لأخطاء عشوائية وعوامل أخرى لم تأخذها هذه الدراسة، كما بلغ معامل الارتباط R = (42.6%) مما يشير إلى وجود علاقة متوسطة بين (الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة) والقيمة الدفترية للسهم.

6.2.4 نتائج اختبار الفرضية السادسة: الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان المالي:

H_{0.6}: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم في الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

H_{1.6}: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم في الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة.

تم اختبار الفرضية باستخدام اختبار (Multiple Linear Regression). وكانت نتائج الاختبار كما هي موضحة في الجدول رقم (9) ادناه.

جدول رقم (9): نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد لأثر الرافعة المالية والتشغيلية وحجم الشركة على القيمة السوقية للسهم في الشركات المالية المدرجة في بورصة عمان

المتغير التابع	ملخص النموذج Model Summery		تحليل التباين ANOVA			جدول المعاملات Coefficient					
	R ² معامل التحديد	R معامل الارتباط	F	F Sig	Df	T Sig	T	Beta	الخطأ المعياري	B Slope	البيان
القيمة السوقية للسهم	0.048	0.219	4.956	0.002	296/3	0.923	0.097		0.261	0.025	الثابت (Constant)
						*0.018	-2.383	-0.167	0.117	-0.279	الرافعة المالية
						*0.043	2.037	0.116	0.247	0.504	الرافعة التشغيلية
						*0.002	3.082	0.216	0.044	0.135	حجم الشركة
قيمة F الجدولية = (2.60)							قيمة T الجدولية = +/- (1.960)				

المصدر: من اعداد الباحثان بالرجوع الى مخرجات برنامج spss v.21

يمثل الجدول (9) نتائج الاختبار الإحصائي لنموذج هذه الفرضية وتمثل بوجود عدة متغيرات مستقلة وهي (الرافعة المالية والرافعة التشغيلية وحجم الشركة) ومتغير تابع وأحد يمثل (القيمة السوقية للسهم). ويشير الجدول إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية والرافعة المالية على القيمة السوقية للسهم في الشركات المالية الأخرى المدرجة في بورصة عمان تعزى لحجم الشركة، حيث بلغ مستوى الدلالة ($\text{sig} = 0.002$)، وبناء على ما سبق وبما أن مستوى الدلالة (0.002) < (0.05) فإننا نرفض الفرضية العدمية ($H_{0.6}$)، ونقبل الفرضية البديلة ($H_{1.6}$)، وهذه النتيجة هي إجابة عن السؤال الأخير من أسئلة الدراسة.

ويمكن الوصول إلى نفس النتيجة من خلال قيمة F والبالغة (4.956) وهي أكبر من قيمتها الجدولية والبالغة (2.60) و معنوية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) وهو ما يمثل معنوية هذا النموذج عند درجة حرية (296/3). وتشير قيمة R² والبالغة (0.048) إلى أن الرافعة

التشغيلية والمالية قد فسرت ما نسبته (4.8%) من التغير الحاصل في القيمة السوقية للسهم، والباقي ما نسبته (95.2%) يرجع لأخطاء عشوائية وعوامل أخرى لم تأخذها هذه الدراسة، كما بلغ معامل الارتباط $R=21.9\%$ مما يشير إلى وجود علاقة ضعيفة بين (الرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة) والقيمة السوقية للسهم.

5. الاستنتاجات:

بعد تحليل البيانات تم الوصول إلى عدة نتائج والموضحة في الجدول (10) والموضح ادناه.

جدول رقم (10): استنتاجات اختبارات الفرضيات

النتيجة	الفرضية	قيمة Sig	قيمة معامل التحديد R^2
يوجد أثر	H_{01} لا يوجد أثر للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم تعزى لحجم الشركة.	0.00	72.4%
يوجد أثر	H_{02} لا يوجد أثر للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم تعزى لحجم الشركة.	0.00	67.9%
يوجد أثر	H_{03} لا يوجد أثر للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم تعزى لحجم الشركة.	0.00	61.1%
يوجد أثر	H_{04} لا يوجد أثر للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم تعزى لحجم الشركة.	0.00	43.2%
يوجد أثر	H_{05} لا يوجد أثر للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم تعزى لحجم الشركة.	0.00	18.1%
يوجد أثر	H_{06} لا يوجد أثر للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة السوقية للسهم تعزى لحجم الشركة.	0.002	4.8%

المصدر: من اعداد الباحثان بالرجوع الى مخرجات برنامج spss v.21

نلاحظ من الجدول (10) ما يلي:

- تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع أقوى بإضافة متغير وسيط وهو حجم الشركة مقاساً بمجموع الأصول، وكان هذا التأثير أكبر في قطاع البنوك إذ بلغت قيمة R^2 (72.4%) في الأثر على القيمة الدفترية، وبلغت قيمة R^2 (67.9%) في الأثر على القيمة السوقية للسهم، وبهذا تبين أن البنوك هي الأكبر بمجموع أصولها مقارنة مع قطاع التأمين وقطاع الشركات المالية الأخرى، هذا يدل على أن كلما زاد حجم الشركة بمجموع أصولها زاد الأثر الإيجابي للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية والسوقية للسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان، ويمكن تفسير الأثر لكل من الرافعة التشغيلية والمالية على أن قطاع البنوك يقوم باستغلال وتوظيف

الأصول بطريقة جيدة في العمليات التشغيلية لتوليد إيراد أعلى مقارنة مع قطاع التأمين والشركات المالية الأخرى، وأن البنوك الأكثر استفادة من مزايا الرفع المالي وأنها تقوم باستخدام أموال الغير لتمويل استثماراتها.

- كان أقل أثر للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية للسهم في قطاع الشركات المالية الأخرى، إذ بلغت قيمة R^2 (18.1%) في الأثر على القيمة الدفترية للسهم وبلغت R^2 (4.8%) في الأثر على القيمة السوقية للسهم، ويمكن تفسير انخفاض القيمة في هذا القطاع بانخفاض انتاجية الأصول الثابتة في توليد الإيراد وعدم توظيف الأصول بطريقة جيدة في العمليات التشغيلية، وأن الشركات المالية لم تقم بالاستفادة من مزايا الرفع المالي بشكل كبير إذ تتمثل في الميزة الضريبية للإقتراض والتي تقوم على أساس أن القروض المستخدمة في تمويل أصول الشركة تعتبر كنفقة ضريبية وتخصم قبل الربح الخاضع للضريبة.

1.5 مقارنة النتائج الحالية مع نتائج الدراسات السابقة: ويمكن مقارنة النتائج الحالية مع الدراسات السابقة فمثلاً تتوافق الدراسة الحالية مع دراسة (ريم، 2015) و (Saho, 2017) التي أثبتت بوجود أثر بين الرافعة المالية على القيمة السوقية للشركة، وموافقة مع دراسة (القضاة، 2012) التي توصلت إلى وجود أثر إيجابي بين درجة الرفع التشغيلي وقيمة الشركة. وتختلف عن دراسة (Barkat, 2014) إذ أظهرت الدراسة بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وقيمة السوقية للسهم.

2.5 التوصيات: على ضوء ما توصلت له الدراسة من نتائج، خرجت الدراسة بمجموعة من التوصيات تمثلت بالتالي:

- كان قطاع البنوك أكبر في التأثير للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية والسوقية للسهم مقارنة مع القطاعات الفرعية الأخرى وذلك بإضافة متغير حجم الشركة. وبهذا توصي هذه الدراسة المدراء الماليين في شركات التأمين والشركات المالية الأخرى في الاهتمام والاستخدام الأمثل لأصول الشركات واستغلال الطاقة المتاحة وذلك لتوليد الإيرادات وزيادة الأرباح وزيادة قيمتها السوقية.

- كان قطاع الشركات المالية الأخرى أقل تأثير للرافعة التشغيلية والمالية على القيمة الدفترية والسوقية للسهم مقارنة مع القطاعات الأخرى. لذلك توصي هذه الدراسة الشركات المالية بإعادة النظر ودراسة وتحليل الهيكل التمويلي والتكاليفي لها بهدف الوصول إلى أفضل نسب

للروافع المالية والتشغيلية لضمان تأثيرهما الإيجابي في زيادة وتحسين قيمة للسهم في الشركات ، وبالتالي زيادة ثروة المساهمين.

- توصي هذه الدراسة بأهمية إدراك المستثمرين وحملة الأسهم أنهم احد المستفيدين من استخدام الاهتمام بادارة المديونية في تمويل أصول الشركة لأنها تعمل على زيادة أرباح الشركة وزيادة حصتها السوقية مما يزيد من القيمة السوقية لأسهم الشركة.

- توصي هذه الدراسة بإعداد دراسات مماثلة والأخذ بعين الاعتبار عوامل أخرى غير الرافعة التشغيلية والمالية ودراسة أثرها على القيمة الدفترية والسوقية للسهم مثل ربحية الشركة، توزيعات الأرباح.

- توصي هذه الدراسة بتكرار الدراسة وتطبيقها على قطاعات أخرى غير القطاع المالي بنفس المتغيرات وذلك للتأكد من النتائج التي تم الوصول إليها بإضافة متغير وسيط مثل حجم الشركة، معدل النمو، الأرباح، كما وتوصي بتكرار الدراسة الحالية مع الأخذ بعين الاعتبار عوامل بسيطة ومتحركة أخرى.

- توصي هذه الدراسة ببحث الشركات المدرجة في سوق عمان المالي بإدراج قوائم مالية مفصلة وغير إجمالية في التكاليف لبيان قيم كل من التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة وذلك لأغراض البحث العلمي حيث ان هذه التفصيلات تدخل في احتساب معادلات لقياس بعض المتغيرات الهامة.

- توصي هذه الدراسة ببحث الشركات في القطاع المالي المدرجة في بورصة عمان للقيام والالتزام بنشر قوائمها المالية ضمن الفترة المقررة وعدم الانقاص من نشر المعلومات والتي تعتبر هامة للبحث العلمي والمستثمرين وكافة المستخدمين الآخرين.

6. المصادر والمراجع

1.6 المصادر والمراجع باللغة العربية:

- أبو نصار، محمد. (2014). المحاسبة الإدارية. الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الاردن.
- "أحمد خليل"، إسلام فيصل أحمد. (2011). أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الاردنية وعلى سياساتها في توزيع الارباح (دراسة اختبارية). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

- البراجنة، أمجد. (2009). اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- البركات، إسراء. (2015). أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة البلقاء التطبيقية، السلط، الأردن.
- الخطيب، محمد. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة. الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن.
- الراوي، عادل وحديد، محمد. (2012). أهمية الرافعة التشغيلية والمالية في تعظيم أرباح المشاريع الصناعية دراسة تطبيقية. مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 4 (9)، 305-325.
- ريم، أسماء. (2015). مدى تأثير الرافعة المالية على تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2013). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- الزبون، وسام وخزاعلة، أحمد. (2015). أثر الرفع المالي والتدفقات النقدية التشغيلية وحجم الشركة على توزيع الأرباح دراسة تطبيقية في البنوك التجارية الأردنية للفترة (2000-2011). مجلة المنارة للبحوث والدراسات، 21(1).
- سميرة، لطرش. (2010). كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية. رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، قسنطينة، الجزائر.
- شبيطة، دعاء وحداد، فايز. (2010). تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم دراسة تطبيقية على بورصة عمان. مجلة دراسات العلوم الإدارية، 37(1)، 204-221.
- الشرقطلي، هدى محمد. (2010). أثر الخصخصة على الأداء المالي للشركات الأردنية وارتباط ذلك بنوع وحجم وتطور الشركة في السوق. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق
- علي، غداون وإبراهيم، سماح. (2017). أثر الرفع التشغيلي على المخاطر المنتظمة (دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في السوق المصرية للأوراق المالية). مجلة جامعة تشرين للمبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 39(5)، 325-346.
- العمارنة، أسماء إبراهيم والتهتموني، فاروق رفيق. (2012). العلاقة بين العائد والخاطر - دراسة تطبيقية لدراسة أثر الروافع على عوائد الشركات الأردنية. المجلة العربية للإدارة، المجلد 32(2)، 25-43.
- العمرى، ثابت. (2017). أثر الرافعتين التشغيلية والمالية على مكونات نظام ديوبونت حول العائد على الأصول. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

-القضاة، خالد. (2012). تأثير الرافعة المالية والتشغيلية والمخاطر على قيمة الشركات: حالة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

-الكيلاي، قيس. (2007). التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم : (دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 1998-2002). الإداري "العلوم الإدارية". (109) : 93-125.

-مرصلي، ماجي. (2016). أثر استخدام رافعتي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية "دراسة حالة مؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته " GIPLAIT " بسعيدة. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة، الجزائر.

-مسعودي، سميرة. (2017). أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة مؤسسة صائم للدقيق والقمح. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أم البواقي، عين البيضاء، الجزائر.

-ناصر الدين، محمد. (2011). أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

-نصر، خالد. (2015). أثر الإعلان عن توزيع الأرباح و ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن.

-النعمي، محمد، الحادين حامد والأعرج عدنان. (2011). أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2004-2009. مجلة الفكر المحاسبي، 2(15)، 283-301.

-نور، عبدالناصر. (2003). العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها الانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية. مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، 17(1)، 41-67.

-نوفل، موسى، القاضي، نعيم، مطر، موسى والنسور، اسراء. (2012). تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية باستخدام معدل العائد للفترة من 1997-2007. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، 20(2)، 211-244.

-ياسين، زهير (2015). أثر حجم الشركات في مبدأ الإفصاح المحاسبي. مجلة دنانير، 1(7)، 458-489.

2.6 المصادر والمراجع باللغة الإنجليزية:

- Achchuthan, S. and Jasinthan, T. (2012). **Impact of Financial and Operating Leverage on the Financial Performance: Special Reference**

to Lanka Orix Leasing Company Plc in Sri-Lanka. International Journal of Engineering Sciences Paradigms and Researches, 1(1), 118 - 127.

– Barakat, A. (2014). **The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies).** Research Journal of Finance and Accounting, 5(1), 55-66

– Berenson, M.L. and Levine, D.M. (1992). **Basic Business Statistics: Concepts and Applications**, New Jersey: Prentice Hall International Inc.

– Gitman, L., Michael and Chad J. Zutter. (2012). **Principle of Managerial finance**, 13th Edition, Person, Publishers, New York.

– Hossain, Mohammed. (2008). **The extent of disclosure in annual reports of banking companies: The case of India.** European Journal of Scientific Research, 23(4), 660-681.

– Hussainey, khaled, Elsayed, Mohamed, and Abdel Razik, Marwa. (2011). **Factors affecting corporate social responsibility disclosure in Egypt.** Corporate Ownership & Control, 8(4), 432- 443.

– Iqbal, A., Raza, H., Farrukh, M. and Mubeen, M., (2016). **Impact of Leverages on Share Price: Evidence from Cement Sector of Pakistan.** Industrial Engineering Letters, 6(6), 44-48.

– Patel, J. B. (2014). **Impact of Leverage on Profitability: A Study of Sabar Dairy.** Research Hub-International Multidisciplinary Research Journal, 1(3), 1-6.

– Saho, M, A. (2017). **Management and Analysis of Financial Leverage for Market Value of -Shares for Jordanian Service's Companies.** Global Journal of Management and Business Research: A Administration and Management, 17(5), 87-91.

– Saleem, Q., Rahman, R. and Sultana, N. (2013). **Leverage (Financial and Operating) Impact on profitability of oil and gas sector of SAARC Countries.** American Based Research Journal, 1(3), 29-56.

– Singhania, Monica and Seth, Abir. (2010). **Financial Leverage and Investment Opportunities in India: An Empirical Study,** International Research Journal of Finance and Economics, (40), 136-148.

3.6 المواقع الإلكترونية:

- https://beta.exchange.jo/ar/company_guide/information

- <https://www.ase.com.jo/ar>

- <http://www.cbj.gov.jo/Pages/viewpage.aspx?pageID=141>

-

<https://www.mit.gov.jo/EchoBusV3.0/SystemAssets/PDFs/AR/Departements/insurance/Annual-Report-2017.pdf>

- <https://www.exchange.jo>