

دور صانع السوق في المحافظة على إستقرار أسعار الأسهم في البورصات الناشئة بورصة عمان للأوراق المالية نموذجا
The role of the market maker on market's stability in the emerging stock exchanges
Amman Stock Exchange as a model

سليم جابو^{1*}، محمد الهاشمي حجاج²،

¹ كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة العربي التبسي - تبسة، الجزائر
² كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر

تاريخ الاستلام: 2018؛ تاريخ القبول: 2018؛ تاريخ النشر: 01 جوان 2020

ملخص : تُهدف من خلال هذا البحث إلى دراسة أثر الرافعة المالية على كفاءة الشركات وفقا للمؤشر المالي التقليدي معدل العائد على الأصول ROA، وذلك بتطبيقها على عينة من الشركات الصناعية بمنطقة غرداية مكونة من 12 شركة خلال الفترة من 2010 إلى 2015، تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد وتحليل الارتباط بيرسون، لتحديد أثر نسبة الديون، نسبة الديون إلى حقوق الملكية، وحجم الشركة ومعدل النمو على معدل العائد على الأصول، وذلك بالاعتماد على البرنامج الاحصائي SPSS. ومن أهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين نسبة الديون ومعدل العائد على الأصول، وعلاقة ارتباط ايجابية بدرجة ضعيفة بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على الأصول، لذا يجب على الشركات أن تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي لزيادة العائد.
الكلمات المفتاحية : رافعة مالية، كفاءة، معدل العائد على الأصول، نسبة الديون، نسبة الديون إلى حقوق الملكية.

Abstract: in this research we aim to study the effect of financial leverage on the firms efficiency according to the traditional financial index Rate of Return on Assets ROA. by applying them to a sample of industrial firms in Ghardaia region consisting of 12 companies during the period from 2010 to 2015, To determine the impact of debt ratio, ratio of debt to equity, firm size and growth rate on the rate of return on assets, depending on the SPSS statistical program. The most important findings of the study There is a statistically significant inverse relation between the debt ratio and the rate of return on assets, And a low positive correlation between the ratio of debt to equity and return on assets, firms should therefore prefer internal finance to external financing to increase return.

Keywords: Financial Leverage, Efficiency, Rate of Return on Assets, Debt Ratio, Debt Equity Ratio;

* المؤلف المرسل.

I - تمهيد :

تعد قرارات التمويل بالنسبة للشركات من العمليات المهمة التي تتطلب دراسة جيدة ومتأنية، خاصة بالنسبة لتحديد مصدر التمويل ونسبة التمويل من كل مصدر، حيث تنقسم مصادر التمويل إلى مصدرين رئيسيين: التمويل بحقوق الملكية والتمويل بالقروض. حيث ينتج عن هذا الأخير ما يسمى بالرافعة المالية والتي تعرف بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول. وبالرغم من أن لها خاصية الاقتصاد في الضريبة ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح، إلا أنه إذا كان اعتماد الشركة على الديون بقدر ما تحتاج فإن ذلك سيؤدي إلى تحسين أدائها، إلا أن زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة دون أن يكون هناك كفاءة في استخدام هذه الأموال، أو دون توظيفها في استثمارات مربحة، ومنه تكلفة الديون تتجاوز العائد الذي ستحصل عليه الشركة، هذا يؤدي إلى زيادة مخاطر الإفلاس التي تؤثر سلباً على أداء الشركة. حيث أن الشركات تسعى دوماً للحصول على أكبر عائد وبأقل مخاطرة، ولا يتحقق إلا بكفاءتها في استخدام مواردها المتاحة (البشرية، المادية، المالية...)، وبالتوظيف الأمثل لهذه الديون من أجل تحقيق أهدافها. ومنه الصعوبة التي تواجه الشركات عند اختيار هيكل تمويلها هو تحديد تأثيره على أدائها. لذا نحاول من خلال هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الشركات الجزائرية، وذلك من خلال الإجابة على الإشكالية التالية: هل يوجد أثر للرافعة المالية على كفاءة الشركات الصناعية بولاية غرداية وفقاً للمؤشر المالي التقليدي المتمثل في العائد على الأصول (ROA)؟

I - عرض الأدبيات النظرية وأهم الدراسات السابقة:

1/ الأدبيات النظرية:

كانت العلاقة بين الهيكل المالي وأداء الشركات مجال تركيز وبحث الكثير من العلماء، وذلك منذ نظرية ميلر وموديليان MM1958، حيث أثبت الباحثان في ظل سوق كفاء حيث عدم وجود ضرائب ولا تكاليف الإفلاس، أن تكلفة رأس المال لا تؤثر على هيكل رأس المال (بشكل خاص الديون) ومن ثم لا تؤثر على قيمة الشركة وأدائها، حيث دعت هذه النظرية إلى أن قيمة الشركة المقترضة تساوي قيمة الشركة غير المقترضة. لقد تم انتقاد نظرية MM1958 بسبب الافتراضات غير الواقعية، حيث أن الشركات في العالم الواقعي مضطرة لدفع الضرائب والأسواق المالية ليست مثالية¹.

وفي سنة 1963 قام ميلر وموديليان في اقتراحهما الثاني بتعديل استنتاجاتهما حول العلاقة بين قيمة الشركة وهيكلها المالي، بأن تكلفة رأس المال تؤثر على هيكل رأس المال، وبالتالي على قيمة الشركة وذلك في ظل وجود الضريبة، حيث أن الافتراض له ميزة الوفر الضريبي مما يقلل من تكلفة الاقتراض ومن ثم تعظيم أداء الشركات².

وكما سبق ذكره، بنيت اقتراحات MM على افتراض كمال سوق رأس المال حيث المعلومات متاحة للجميع، لا وجود للضرائب ولا لتكاليف الإفلاس. وبعد ذلك كان التركيز على مزايا التمويل بالدين من خلال آثار الضريبة على الشركات. وبما أن هذه الاقتراحات غير واقعية جاءت نظريات أخرى أكثر تفصيلاً

امتداداً للنظرية المصححة لـ MM1963، جاءت نظرية التوازن Trade-off Theory من قبل كل من Kraus و Litzenberger سنة 1973 و Myers سنة 1984، حيث تقترح أن هيكل رأس المال الأمثل للشركة ينشأ نتيجة التوازن بين المزايا الضريبية للديون (الوفورات الضريبية) والتكاليف المرتبطة بالديون، تتمثل تكاليف استخدام الديون في تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة، حيث تنتج تكاليف الإفلاس المحتملة عن طريق زيادة المخاطر المالية، التي تواجه الشركة كلما اعتمدت على الكثير من الديون³، وتشير نظرية التوازن إلى أن مستوى الديون الأمثل يتحقق عندما يكون الفرق بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس أقصى ما يمكن أن يكون، وعند هذه النقطة يتحدد الهيكل المالي الأمثل للشركة والذي تحقق عنده أقصى قيمة لها⁴.

في مرحلة ثانية تم دمج تكاليف الوكالة، من خلال نظرية تكلفة الوكالة التي طورها Jensen و Meckling، 1976 حيث حددا في مقالهما علاقة الوكالة على أنها عقد. بموجبه يقوم شخص أو أكثر (الموكل) باستخدام شخص آخر يدعى الوكيل لأداء بعض المهام نيابة عنه، والتي تتضمن تفويض الموكل بعض صلاحيات اتخاذ القرار إلى الوكيل⁵. تقترح هذه النظرية أن الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم قيمة الشركة من شأنه أن يساعد على التقليل من هذه تكاليف الوكالة، والتي قسمها Jensen و Meckling إلى تكاليف وكالة الأموال الخاصة الناتجة عن التضارب بين مصالح المساهمين والمسيرين؛ تكاليف وكالة الاستدانة الناتجة عن التضارب بين مصالح المساهمين والمقرضين. ويعني تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين أن المسيرين يحاولون تحقيق أهدافهم الشخصية بدلاً من تعظيم قيمة الشركة وعوائد المساهمين. يشير Jensen 1986 أنه مع ارتفاع الديون، يتعرض المسيرون لضغوط للاستثمار في مشاريع مربحة لخلق تدفق نقدي لدفع الفائدة. وبالتالي من خلال تخفيض تكلفة وكالة الأموال الخاصة، يمكن أن يكون للديون تأثير إيجابي على قيمة الشركة. من جهة أخرى إذا كانتا

لديوهي وسيلة فعالة للحد من الصراع بين المساهمين والمسيرين، إلا أنها تزيد من تضارب المصالح بين المساهمين والمقرضين. ينشأ هذا التضارب لأن الالديون يمكن أن تدفع المساهمين للاستثمار على حساب المخاطرة. بالإضافة إلى ذلك ذكر Myers أنه عندما يكون الدين مرتفعاً، فإننا لمقرضين سيحتاجون إلى أسعار فائدة أعلى للتعويض عن ارتفاع مخاطر الافلاس أو قلة الاستثمار. لذلك يكون للديون تأثير سلبي على قيمة الشركة.⁶

تنص نظرية الالتقاط التدريجي **The Picking Order Theory** التي طورها كل من **Myers** و**Majluf** 1984، أن الشركات تفضل وبشدة استخدام المصادر الداخلية للتمويل (التمويل الذاتي)، ويفضل عدم اللجوء إلى المصادر الخارجية إلا في حالة عدم تغطية المصادر الداخلية للاحتياجات المالية.⁷ حيث تفترض وجود عدم التماثل في المعلومات بين المسيرين والمستثمرين الخارجيين. واعتماد الشركات على ترتيب الأفضلية بين مختلف مصادر التمويل التي تلجأ إليها لتمويل المشاريع الاستثمارية.⁸ وذلك بدءاً بالتمويل الذاتي ثم اللجوء إلى الاستدانة وأخيراً إصدار أسهم جديدة.⁹ ويعود سبب اللجوء إلى الاستدانة في المرتبة الثانية إلى مشكل عدم التماثل في المعلومات، الذي تواجهه الشركة عند اختيارها للتمويل الخارجي، حيث يمكن هذا المصدر من التقليل منه نسبياً، كما تعد الاستدانة أيضاً المصدر الخارجي الأرخص مقارنة بإصدار الأسهم، وهي بمثابة إشارة إيجابية عن قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها.¹⁰

2/ الأدبيات التطبيقية لعلاقة الرافعة المالية بالكفاءة:

كما ورد في الإطار النظري، فإن معظم النظريات تتفق على أن مستوى الديون يؤثر على أداء الشركة، من جهة أخرى هذه العلاقة أثار جدلا في الأدبيات التطبيقية التي توصلت إلى استنتاجات مختلفة بهذا الشأن، نسردها منها ما يلي:

1.2. علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وأداء الشركة:

تشير بعض الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وأداء الشركة، إذ وجد **Joshua Abor** 2005 الذي درس العلاقة بين هيكل رأس المال وربحية الشركات المدرجة في بورصة غانا، تأثير إيجابي كبير للديون مقاسة بنسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على ربحية الشركة. اختبر **Mwalati Solomon** 2013 وآخرون تأثير نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على الأداء، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية وقوية بين متغيرات الدراسة. كما درس **Mubeen, Akhtar** 2014 تأثير هيكل رأس المال مقاسا بنسبة الديون إلى حقوق الملكية على الأداء المالي مقاسا بنسبة العائد على الأصول و نسبة العائد على حقوق الملكية، حيث أظهرت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية و ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والأداء المالي.

2.2. علاقة سلبية بين الرافعة المالية والكفاءة:

دراسات أخرى أظهرت علاقة سلبية بين هيكل رأس المال وأداء الشركة، حيث قام **Joshua Abor** 2007 بنفس الدراسة على عينة من الشركات الصغيرة والمتوسطة في غانا وجنوب إفريقيا، تشير النتائج إلى أن هيكل رأس المال خاصة الديون الطويلة الأجل وإجمالي الديون يؤثر سلبا على أداء الشركات محل الدراسة، يعني ذلك أنه للحد من تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، قد تستخدم الشركات نسب ديون أعلى من المستوى المناسب، مما يؤدي إلى انخفاض أداؤها. وجدت **Bistrova** 2011، **Lace** و **Peleckiene** علاقة سلبية بين مستوى الدين وربحية رأس المال، وعليه ينبغي على الشركات حثباستخداما لأموال خارجية إذا كان بإمكانها استخدام الأموال الداخلية، وهذا ما يدعم نظرية الالتقاط التدريجي. في دراسة لعينة من الشركات الأردنية المدرجة في سوق الأوراق المالية عمان، توصل الباحثان **Hayajneh** و **Soumadi** 2012 إلى أن هيكل رأس المال يرتبط سلبا مع أداء الشركات محل الدراسة. كما أنه لا يوجد فرق كبير لتأثير الرافعة المالية بين الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة والشركات ذات الرافعة المالية المنخفضة على أداؤها. في دراسة أخرى توصل الباحثان **Maka** و **Mwang** 2014 إلى أن الرافعة المالية المرتفعة تؤثر سلبا على الأداء. نفس النتيجة توصل إليها كل من **Eneke** و **Raluca-Georgiana** 2014، وتوفيق عبد الجليل 2014.

بالإضافة إلى ما سبق هناك دراسات وجدت علاقة غير خطية بين هيكل رأس المال وأداء الشركة، حيث توصل **Laurent Weill** 2003 في دراسة لعينة من شركات التصنيع لثلاث دول أوروبية (فرنسا، ألمانيا وإيطاليا)، إلى أن هناك علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والكفاءة للشركات الفرنسية والألمانية، بينما علاقة عكسية بالنسبة للشركات الإيطالية. وجد **Rehman** 2012 أن هناك علاقة إيجابية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية مع العائد على الأصول ونمو المبيعات، و علاقة سلبية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية مع العائد على السهم وهامش الربح الصافي و العائد على حقوق الملكية. كما توصل **Sunday Igbinos** 2015 في دراسة لعينة من الشركات المدرجة في

سوق نيجيريا للأوراق المالية أن الديون الطويلة ترتبط إيجابيا مع ROA في المدى القصير وسلبا في المدى الطويل، هذا يعني أن الشركات محل الدراسة تستخدم الديون طويلة الأجل في المدى القصير بهدف زيادة الربحية والإيرادات، لكن في المدى الطويل ولأنها تصبح أكثر ربحية تلجأ إلى مصدر داخلي للتمويل.

II - الطريقة والأدوات :

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات الصناعية الجزائرية خلال فترة 2010 إلى 2015، وشملت عينة الدراسة 12 شركة صناعية توافرت لها البيانات اللازمة الكاملة خلال فترة الدراسة، بعد استبعاد 8 شركات لعدم توفر الشرط الأساسي وهو اعتماد الشركات محل الدراسة على الديون المالية في هيكل تمويلها. حيث تم استخراج البيانات من الميزانيات وجداول حسابات النتائج والتي تم الحصول عليها من السجل التجاري الوطني بالجزائر.

ولتحديد أثر الرافعة المالية على كفاءة الشركات وفقا للمقاييس المحاسبية التقليدية، تم استخدام المتغيرات التالية:

1. المتغيرات الرئيسية: وتمثل في:

المتغير التابع: الكفاءة، وتعتبر المتغير الرئيسي للدراسة ويتم قياسها من خلال:

معدل العائد على الأصول ROA وهو نسبة النتيجة الصافية إلى إجمالي الأصول

المتغير المستقل: الرافعة المالية، ويتم قياسها من خلال نسبتين مائيتين:

نسبة الديون (DR) = Debt Ration = إجمالي الديون / إجمالي الأصول

نسبة الديون إلى حقوق الملكية (DER) = Debt-Equity Ration = إجمالي الديون / الأموال الخاصة

2. المتغيرات الثانوية المستقلة: جاء في بعض الدراسات السابقة أن حجم ومعدل نمو الشركة يمكن أن يؤثر على كفاءة الشركة لذا تم

استخدامهما كمتغيرات ثانوية مستقلة بناء على دراسة (Tifow, Sayilir 2015)، ويتم قياسها كالآتي:

حجم الشركة = اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول

معدل النمو = مبيعات السنة الحالية t - مبيعات السنة السابقة (t-1) / مبيعات السنة السابقة (t-1)

فرضيات الدراسة:

استنادا إلى أدبيات البحث ولتحقيق أهداف الدراسة يتم صياغة الفرضيات البديلة الآتية:

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون والعائد على الأصول (ROA) للشركات الصناعية بمنطقة غرداية.

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على الأصول (ROA) للشركات الصناعية بمنطقة غرداية.

بالنسبة لطريقة تحليل بيانات الدراسة تم تطبيق تحليل الارتباط، وتحديد ارتباط بيرسون لقياس درجة الارتباط بين المتغيرات، وتطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد-طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، لاختبار الفرضيات حول العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الشركات محل الدراسة، تم صياغة نموذج على النحو التالي:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 DR + \beta_2 DER + \beta_3 SZ + \beta_4 GR + \varepsilon \dots \dots \dots \text{eq 1}$$

حيث أن:

β_0 : قيمة المعامل الثابت.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة.

ROA: معدل العائد على الأصول.

DR: نسبة الديون إلى إجمالي الأصول.

DER: نسبة الديون إلى الأموال الخاصة.

SZ: حجم الشركة.

GR: معدل النمو.

ε : الخطأ المعياري.

II - النتائج ومناقشتها :

1. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (01) الوصف الاحصائي لمتغيرات الدراسة المستخدمة في التحليل، إذ بلغ متوسط نسبة العائد على الأصول 6.72% مع انحراف معياري قدره 0.05، وحد أدنى وأقصى عند 4.90%-17.35% على التوالي. تشير نسبة ROA الموجبة إلى أن الشركات كانت في المتوسط تحقق أرباح، في مقابل أن بعض الشركات كانت تحقق خسارة كما هو واضح من خلال أدنى قيمة، وهذا يشير إلى ضعف أداء هذه الشركات. بلغ متوسط نسبة الديون 53.70% وهي نسبة مرتفعة جدا، في حين بلغت أدنى وأقصى قيمة لهذه النسبة 17.11% و 85.01% على التوالي، مما يدل على وجود تباين في استخدام الرافعة المالية. القيمة الدنيا والقصوى لنسبة الديون إلى حقوق الملكية هي 24.17% و 1323.23% على التوالي، وهي تشير إلى التباين الكبير جدا في توليفة الديون-حقوق الملكية بين شركات عينة الدراسة. كما أظهرت النتائج متوسط نمو الشركات 10.32% بانحراف معياري قدره 0.26، حيث تراجع في مستوى نمو بعض الشركات، لكن نلاحظ من خلال أعلى قيمة لنمو المبيعات وقدرت بـ 139.78% أن بعض الشركات حققت نموا مرتفعا ما يدل على أداء تشغيلي كفؤ. تشير البيانات الاحصائية إلى الحد الأدنى والأقصى لحجم الشركة وهو 16.05% و 19.46% على التوالي، أي أن حجم شركات عينة الدراسة منخفض، حيث بلغ متوسط حجم الشركة 17.68%، ما يدل على أن حجم أصول الشركات قريبة من بعضها البعض من حيث القيمة.

2. تحليل معامل الارتباط بيرسون:

يوضح الجدول رقم(2) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، حيث أن المتغيرات المستقلة ترتبط بالمتغير التابع بدرجات متفاوتة، إذ نلاحظ أن معامل الارتباط بين DER والأداء مقاسا بـ ROA موجب وبدرجة تصل إلى 0.44، ومنه الاعتماد عليه إلى حد ما في تفسير التغير الذي يطرأ على أداء الشركة. في حين أن معامل الارتباط بين DR وROA سالب وضعيف بلغ 0.045-، وبما أن هذا الارتباط ضعيف فلا يمكن الاعتماد عليه في تفسير التغير الذي يطرأ على أداء الشركة. أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة الثانوية فنلاحظ أن معامل الارتباط بين حجم الشركة والأداء موجب وبدرجة ضعيفة، بينما سالب وبدرجة ضعيفة أيضا بين النمو والأداء.

3. تحليل الانحدار:

أظهرت نتيجة اختبار Durbin-Watson علاقة الارتباط الذاتي Auto-correlation بين البواقي معامل 1.171، ويعني ذلك عدم وجود أدلة على علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين البواقي لمتغيرات هذه المعادة وبذلك يمكن إجراء اختبار الانحدار المتعدد لبيان أثر الرافعة المالية على الأداء مقاسا بالعائد على الأصول ROA.

نلاحظ من الجدول رقم (3) وجود أهمية ذات دلالة احصائية لاختبار F statistics وتساوي 21.643 عند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ وهي أصغر من مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ، ومنه النموذج معنوي.

كما نلاحظ أن معامل الارتباط بيرسون بين المتغير التابع ROA والمتغيرات المستقلة (SZ، GR، DER، DR) يساوي 0.751، ومعامل التحديد R^2 يساوي 0.564. بمعنى أن المتغيرات (SZ، GR، DER، DR) تستطيع تفسير ما يقارب 56.4% من التغيرات التي تطرأ على ROA، والباقي تفسره متغيرات أخرى، لم يتضمنها النموذج والتي تم التعبير عنها بالخطأ المعياري ϵ . كما نلاحظ أن المعالم المقدرة في النموذج β_0 ، β_1 ، β_2 ، β_3 ، β_4 لها دلالة احصائية عند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ وهي أصغر من مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ، ومنه نستنتج أن المعنوية الجزئية للنموذج متوفرة. ومعادلة الانحدار المتعدد المقدرة الآتية تظهر قيمة واتجاه علاقة المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع:

$$ROA = 0.629 - 0.245DR + 0.011DER - 0.027SZ + 0.044GR + \epsilon$$

من خلال النموذج أعلاه يتضح لنا أن العلاقة بين نسبة الديون DR ومعدل العائد على الأصول ROA عكسية، بمعنى عندما ترتفع نسبة الديون بوحدة واحدة ينخفض معدل العائد على الأصول بمقدار 0.245. وهذا ما أكدته تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة. أما بالنسبة للعلاقة بين DER و ROA فهي طردية إذ بلغت قيمة التغير المقدر 0.011، حيث كلما ارتفعت نسبة الديون إلى حقوق الملكية بوحدة واحدة ارتفع معدل العائد على الأصول بـ 0.011. وبالرغم من أن مقدار التغير ليس مرتفع لكن هناك علاقة موجبة بين المتغيرين، وهذا يشير إلى أن الأصول التي يتم تمويلها بالديون لديها عوائد موجبة لكن ليست مرتفعة.

فيما يخص المتغيرات المستقلة الثانوية فنلاحظ علاقة عكسية بين حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول، حيث كلما ارتفع حجم الشركة بوحدة واحدة يصاحبه انخفاض في معدل العائد على الأصول بـ 0.027، ما يدل على أن الشركات عينة الدراسة لا تستغل أصولها

بشكل فعال لتحسين أداؤها. كما هناك علاقة إيجابية بين معدل النمو ومعدل العائد على الأصول، إذ بلغت قيمة التغير المقدر 0.044، حيث كلما ارتفع معدل النمو بوحدة واحدة ارتفع معدل العائد على الأصول بـ 0.044.

IV- الخلاصة :

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون ومعدل العائد على الأصول، حيث أنه كلما ارتفعت نسبة الديون بوحدة واحدة ينخفض معدل العائد على الأصول بمقدار 24.5%، العلاقة السلبية تشير إلى رغبة الشركات في تمويل أنشطتها من خلال زيادة عمليات الاقتراض، لكن الإفراط في الاقتراض يؤدي إلى ظهور مخاطر الإفلاس التي تقلل من الوفر الضريبي ومن ثم الحد من أداء الشركة. أيدت هذه النتيجة دراسة M.soumadi2012، والتي وجدت علاقة عكسية بين نسبة الديون ومعدل العائد على الأصول، وقد تعارضت هذه النتيجة مع نتيجة دراسة كل من soshua Abor 2005 و Mwalatisolomon 2013، ويرجع التباين في هذه النتائج إلى اختلاف ظروف الشركات والفترة في الدراسة. هذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى التي تنص على أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون والعائد على الأصول (ROA) للشركات محل الدراسة.

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على العائد على الأصول، حيث كلما ارتفعت نسبة الديون إلى حقوق الملكية بوحدة واحدة ارتفع معدل العائد على الأصول بمقدار 1.10%. تشير العلاقة الموجبة إلى أن الأصول التي يتم تمويلها بالديون لديها عوائد ليست مرتفعة كثيرا وذلك واضح من خلال مقدار التغير 1.10%، لذا يجب على الشركات أن تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي لزيادة العائد. وهذه النتيجة اتفقت مع نتيجة دراسة Mubeen, Akhtar2014، و Rehman2012، وتعارضت مع نتيجة دراسة Raluca.Mosco2014 التي وجدت علاقة عكسية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية على العائد على الأصول. هذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية التي تنص على أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على الأصول (ROA) للشركات محل الدراسة.

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول، حيث أنه كلما ارتفعت نسبة الديون بوحدة واحدة ينخفض معدل العائد على الأصول بمقدار 2.70%، تشير العلاقة العكسية بين حجم الشركة والأداء إلى أن الشركة لا تستخدم أصولها بشكل فعال لتحسين أداؤها. فهي تتمتع بوفرات حجم سالبة.

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل النمو على العائد على الأصول، حيث كلما ارتفع معدل النمو بوحدة واحدة ارتفع معدل العائد على الأصول بـ 4.40%. هذا يعني أن فرص الاستثمار المتاحة للشركات لم يتم استغلالها بالكامل لتعظيم العائد.

- ملاحق :

الجدول رقم (1) : الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

	ROA	ROE	DR	DER	SZ	GR
Moyenne	0,06725	0,549822	0,537025	3,731939	17,689	0,103279
Minimum	-0,049	-0,2391	0,1711	0,2417	16,05	-0,5189
Maximum	0,1735	3,2751	0,8501	13,2323	19,46	1,3978
Ecart type	0,0505917	0,6856305	0,1810421	2,9669761	1,05136	0,2667808
N	72	72	72	72	72	72

المصدر: مخرجات برنامج SPSS v25

الجدول رقم (2) : مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

variables	ROA	DR	DER	SZ	GR
ROA	1				
DR	-0,045	1			
DER	0,444	0,645	1		
SZ	-0,327	-0,689	-0,576	1	
GR	0,237	0,138	0,19	-0,007	1

المصدر: استنادا إلى مخرجات برنامج SPSS v25

الجدول رقم (3) تحليل الانحدار المتعدد لأثر الرافعة المالية على العائد على الأصول

	B	t	Sig.
(Constante)	0,629	5,681	0
DR	-0,245	-7,123	0
DER	0,011	5,843	0
SZ	-0,027	-4,811	0
GR	0,044	2,785	0,007
F		21,643	
R		0,564	
Durbin-Watson		1,171	
N		72	

المصدر: استنادا إلى مخرجات برنامج SPSS v25

- الإحالات والمراجع :

¹TifowAbdulkadirAli,SayilirOzlem, « Capital Structure and Firm Performance: An Analysis of Manufacturing Firms in Turkey», Eurasian Journal of Business and Management, v3, No 4, 2015, p 13.

²Soumadi Mustafa, Hayajneh Osama Suhail, «Capital Structure and Corporate Performance Empirical Study on the Public Jordanian Shareholdings Firms Listed in the Amman Stock», European Scientific Journal, v 8, No.22, 2006, p 175.

³Henry Kimathi, Mukaria, « Effect of Leverage on Performance of Non-financial Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange», Journal of Finance and Accounting, v 3, No 5, 2015, p 134.

⁴عبد الكريم بوحادة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، غ منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 99.

⁵ Michael c. Jensen, William H. Meckling, theory of the firm :«Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», Journal of Financial Economics, October, 1976, v3, No4, p 308.

⁶Thi Phuong Vy L, «Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance A Study of Vietnamese Listed Firms», thesis of doctorat of Business Administration, University of Western Sydney, 2015, p 44.

⁷Ibid., p 43.

⁸Robert Goffin, Principes de Finance Moderne, 2^{ème} Edition, Economica, Parais, 1999, p 307.

⁹Myers. S.C, Majluf. N.S, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», Journal of Financial Economics, 1984, p 189.

¹⁰ذهبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 97.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

سليم جابو، محمد الهاشمي حجاج (2020). دور صانع السوق في المحافظة على إستقرار أسعار الأسهم في البورصات الناشئة بورصة عمان للأوراق المالية نموذجاً، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية. المجلد 06 (العدد 01). الجزائر: جامعة قاصدي مرياح ورقلة. ص.ص25-32.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقاً لـ **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.

المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

Algerian Review of Studies in Accounting and Finance is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.