

أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للشركات- دراسة تطبيقية على شركات التأمين
المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول)

**The Impact of Financial Leverage on Companies' Financial
Performance Indicators- An Applied Study on Insurance Companies
Listed in the Saudi Financial Market (Tadawul)**

محمد الأمين محمود عبد الله

Mohammad Al-Amin Mahmoud Abdullah

أستاذ مساعد في إدارة الأعمال- كلية إدارة الأعمال- جامعة نجران- السعودية

Assistant Professor of Business Administration, College of Business Administration, Najran University, KSA
maabdullaah@nu.edu.sa

Accepted

قبول البحث

2023/12/9

Revised

مراجعة البحث

2023 /11/30

Received

استلام البحث

2023 /10/26

DOI: <https://doi.org/10.31559/GJEB2023.13.6.1>



This file is licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للشركات - دراسة تطبيقية على شركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول)

The Impact of Financial Leverage on Companies' Financial Performance Indicators- An Applied Study on Insurance Companies Listed in the Saudi Financial Market (Tadawul)

الملخص:

الأهداف: هدفت هذه الدراسة للتعرف على أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي لشركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي والمتمثلة بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. وقد تم اختيار قطاع التأمين للدور المهم الذي يلعبه هذا القطاع في الاقتصاد السعودي، وتمثلت عينة الدراسة من جميع شركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة 2019-2022. المنهجية: استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات وتفسيرها للوصول إلى استنتاجات وتوصيات. ولاختبار الفرضيات تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط. النتائج: أظهرت نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العائد المتمثل بـ (ROA, ROE)، وأن شركات التأمين لديها معدل استئانة مرتفع. الخلاصة: بناءً على هذه النتائج: تم الخروج بمجموعة من التوصيات منها ضرورة قيام شركات التأمين بدراسة وتقييم الهيكل التمويلي لديها بهدف الوصول إلى أفضل نسبة للرفع المالي والتي تحقق الأثر الإيجابي على مؤشرات الأداء المالي.

الكلمات المفتاحية: الرفع المالي؛ العائد على الأصول؛ العائد على حقوق الملكية؛ شركات التأمين السعودية.

Abstract:

Objectives: This study aimed to identify the impact of financial leverage on the financial performance indicators of insurance companies listed in the Saudi financial market, represented by return on assets and return on equity. The insurance sector was chosen for the important role that this sector plays in the Saudi economy, and the study sample consisted of all insurance companies listed on the Saudi financial market for the period 2019-2022.

Methods: The study used the descriptive analytical method to achieve the objectives of the study and to analyze and interpret the data to reach conclusions and recommendations. To test the hypotheses, a simple linear regression method was used.

Results: The results of the statistical analysis and testing of the hypotheses showed that there is a statistically significant effect of financial leverage on the return represented by (ROA, ROE), and that insurance companies have a high leverage rate.

Conclusion: A set of recommendations were made, including the need for insurance companies to study and evaluate their financing structure with the aim of reaching the best financial leverage ratio that achieves a positive impact on financial performance indicators.

Keywords: financial leverage; return on assets; return on equity; Saudi insurance companies.

المقدمة:

يتوقف الأداء المالي الكفؤ على قدرة الشركات على الوصول إلى الميزج الأمثل لهيكل رأس المال من خلال تحديد مصادر التمويل بالملكية أو الاقتراض بهدف تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد أو الربح؛ وهو ما يؤدي إلى خفض تكاليف التمويل وارتفاع معدلات الأرباح. حيث يقوم التمويل الخارجي (الاقتراض) على تضخيم حقوق الملكية من خلال زيادة العائد على أموال الاقتراض عن تكلفة هذه الأموال وذلك من خلال تمكين الشركات من استثمار أموالها بعائد أكبر من العائد السائد بالسوق، وفي ذات الوقت فإن اعتماد الاقتراض كمصدر للتمويل قد يؤدي إلى الخسارة في حالة انخفاض عائد استثمار الأموال المقترضة عن تكلفة هذه الأموال. لذلك فإن قرارات الشركات المتعلقة بالتمويل حرجة وصعبة وتحتاج إلى الدقة وتتطلب الموازنة بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي من خلال المفاضلة بين التمويل بالاقتراض والتمويل بالملكية.

على ضوء ما سبق، وبناء على الدور الهام للرفع المالي وأثره على الأداء المالي، وبسبب وجود الكثير من الشركات التي تفشل في أعمالها نتيجة عدم التخطيط الصحيح لهيكلها المالي مما أدى بها إلى إنهاء أعمالها؛ فقد دعت الحاجة إلى التطرق لهذا الموضوع من خلال البحث في أثر الرفع المالي على الأداء المالي لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول).

مشكلة الدراسة:

تلعب شركات التأمين دوراً مهماً في الحياة الاقتصادية في المملكة العربية السعودية، لعظم ما تقوم به من استثمارات وتفعيل الحياة الاقتصادية، ولذلك كان الاهتمام بتوفير الأموال اللازمة لتحقيق أهدافها وأغراضها في ظل ندرة الموارد المتوفرة لدى الشركات، وهذا يتطلب من الشركات الموازنة بين مصادر التمويل الداخلي والخارجي المتمثل في القروض وذلك لتأثيرها على معدل الرفع المالي فزيادة الرفع يؤدي إلى زيادة المخاطرة كما يعظم من الربحية، وبالتالي تكمن مشكلة الدراسة في معرفة أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي في شركات التأمين السعودية، وعليه تتلخص مشكلة الدراسة في الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

ما هو أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول)؟
ويتفرع منه الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو أثر الرفع المالي على العائد على الأصول لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول)؟
- ما هو أثر الرفع المالي على العائد على حقوق الملكية لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول)؟

أهداف الدراسة:

دراسة أثر الرفع المالي لشركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول) على مؤشرات أدائها المالي والمتمثلة في العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

أهمية الدراسة:

يعتبر تحديد أثر الرفع المالي على الأداء المالي من المؤشرات المالية الهامة والتي تحتاج إلى الاهتمام بها ودراستها من قبل المدراء الماليين في الشركات بسبب تأثيرها الكبير على القرارات الهامة المتخذة من قبل إدارات الشركات والمستثمرين وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة في اختيار أسلوب التمويل الذي يؤدي إلى تضخم الاداء المالي بشكل عام والعائد على حقوق الملكية بشكل خاص، لذلك تنبع أهمية الدراسة من الأهمية العلمية لموضوع الدراسة، وذلك من خلال المساهمة النظرية والتطبيقية التي تسعى الدراسة إلى تحقيقها من خلال إبراز أثر الرفع المالي على الأداء المالي، كما تنبع أهمية الدراسة من الدور الهام الذي تلعبه الأموال المقترضة في زيادة قيمة الشركات خاصة في حال توظيف هذه الأموال في المجالات الأكثر عائداً للشركة، وبالتالي فإنه من المهم تسليط الضوء على الرفع المالي وأثره على الأداء المالي والذي يؤثر بدوره على مستقبل وأداء الشركات.

فرضيات الدراسة:

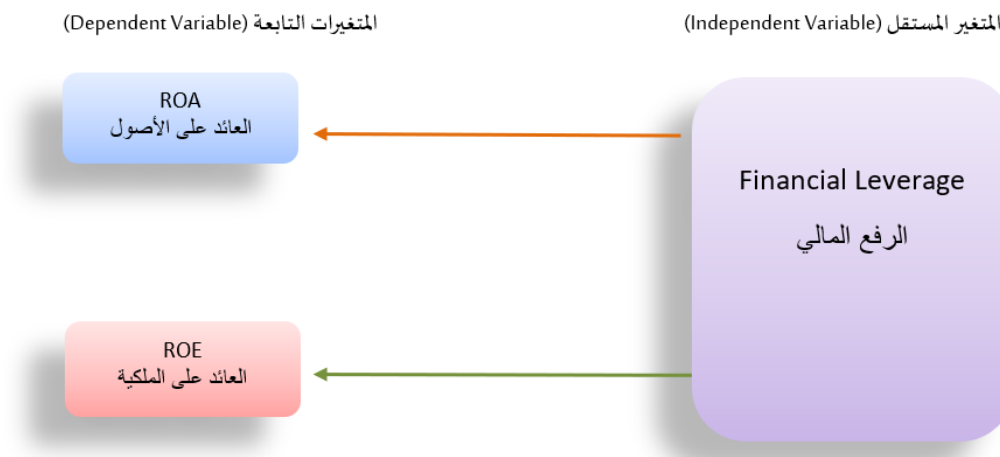
بناءً على مشكلة الدراسة وأهدافها تم صياغة الفرضيات التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد على الأصول لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول).
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول).

منهجية الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على منهجية البحث الوصفي التحليلي الملائم لأغراض البحث، وتم الاطلاع على أدبيات الدراسات النظرية والميدانية، ونظراً لطبيعة بيانات الدراسة، سيقوم الباحث بإجراء التحليل الإحصائي والمالي اللازم للمتغيرات من خلال البيانات المالية للشركات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة، وباستخدام البرامج الإحصائية المتخصصة.

متغيرات الدراسة:



مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من شركات المساهمة السعودية (قطاع التأمين) المدرجة في بورصة سوق المال السعودي (تداول)، إذ بلغ عدد شركات التأمين المدرجة في تداول (27 شركة) في نهاية عام 2022، وسيتم استخدام أسلوب الحصر الشامل لتغطية جميع مجتمع الدراسة. وقد تم اختيار القطاع التأمين كونه من أهم القطاعات المكونة للسوق المالي السعودي.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في الجوانب التالية:

- **حد الموضوع:** اقتصرت الدراسة الحالية على دراسة أثر الرفع المالي على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.
- **الحد المكاني:** شركات المساهمة السعودية (قطاع التأمين) المدرجة في سوق المال السعودي (تداول)
- **الحد الزمني:** تقتصر هذه الدراسة على التقارير المالية المنشورة لشركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2019 – 2022م.

أساليب جمع البيانات ومصادر الدراسة:

تعتمد الدراسة على المصادر الثانوية في جمع البيانات، وتم استخدام الأدوات الآتية للحصول على البيانات وهي:

- التقارير والنشرات الصادرة عن سوق المال السعودي للفترة (2019 – 2022).
- التقارير السنوية، والنشرات الإحصائية الدورية لشركات التأمين السعودية للفترة (2019 – 2022).
- الكتب والمراجع والدراسات السابقة التي تناولت متغيرات الدراسة.

الإطار النظري والدراسات السابقة:

الإطار النظري:

هيكل رأس المال (Capital Structure):

تعتبر جميع العناصر المحاسبية ما عدا الالتزامات المتداولة في جانب الالتزامات وحقوق الملكية في الميزانية العمومية هي مصادر للأموال (Gitman, 2012, 523)، وهذا يعني أن مفهوم هيكل التمويل يتكون من أولاً: حقوق الملكية وتتألف مصادرها من الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة، والأسهم الممتازة أن وجدت، وثانياً: أموال مقترضة وهي ديون والتزامات مالية على الشركة تجاه مقرضها وأموال يتم الحصول عليها من خلال الاقتراض وتتألف مصادرها من الائتمان التجاري، والقروض المصرفية قصيرة وطويلة الأجل والسندات التي تصدرها المنشأة (القضاة، 2012، 22).

حيث أن مفهوم الهيكل المالي هو أكثر المفاهيم تعقيداً عند اتخاذ القرارات المالية وذلك بسبب علاقته المتداخلة مع بعض القرارات للمفاهيم المالية الأخرى، فاتخاذ قرارات مالية غير جيدة فيما يخص الهيكل المالي للشركة يصبح هناك تكلفة عالية لرأس المال وبالتالي يؤدي ذلك إلى انخفاض صافي القيمة الحالية NPVs وجعل العديد من هذه المشاريع غير مقبول أو مجدي اقتصادياً. (Gitman, Zutter, 2012, 523).

وتجدر الإشارة هنا إلى نظرية (M&M 1958) التي تعتبر من أهم الإنجازات في أدبيات التمويل، إذ قام موديلياني وميلر عام 1958 بمجموعة من الافتراضات مفادها أن الهيكل التمويلي لا علاقة له بالقيمة السوقية للشركة في حال عدم أخذ الضرائب بعين الاعتبار، إذ أن القرار التمويلي لا يعتمد على انخفاض القيمة السوقية للشركة أو ارتفاعها، وفي وقت لاحق أضاف موديلياني وميلر الضرائب على الشركات وتم التوصل بأن يجب على الشركات

أن تستخدم الديون في هيكلها التمويلي بنسبة 100%، وذلك أن الفائدة الأساسية من استخدام الديون ينبع من الخصم الضريبي ما يسمى بالدرع الضريبي لفوائد الاقتراض (Tax Shelter)، لكن تعرضت هذه النظرية للكثير من الانتقادات لعدم واقعية الافتراضات ومن أبرز الانتقادات تلك المتعلقة بتجاهل تكاليف الوكالة والإفلاس، وفي عام 1977 طور ميلر بمفرده نموذجاً مكماً للنموذج السابق ليشمل معدل الضرائب على دخل الأفراد وعلى دخل الشركات وتأثير ذلك على تكلفة الاقتراض، وتتوصل ميلر إلى أن إدخال ضرائب الأفراد يقلل لكنه لا يلغي من منافع الاقتراض للشركات المساهمة العامة (Modigliani, Miller, 1958, 261-297)

الرفع المالي (Financial Leverage):

الرفع المالي بحسب (Gitman, Zutter, 2012, 516) هو استخدام الشركة تكاليف تمويلية ثابتة من أجل تعظيم أثر التغير في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) على صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة (EPS)، وتم قياس الرفع المالي في هذه الدراسة بحسب (Ross, et al, 2003, 66) كالتالي:

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الإلتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

مزايا الرفع المالي:

يُن (ناصر الدين، 2011، 19) أن من أهم مميزات الرفع المالي؛ تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار، أيضاً المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة، بالإضافة إلى عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة، والاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتوزيع من الضريبة، وذكر (صافي، موسى، 2009، 160) أنه في أوقات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.

ومن هنا تتبين أهمية الرفع المالي كأحد أهم الأساليب المتاحة للشركة لتحسين أرباحها حيث أن المبرر الأساسي للشركة هو تعظيم القيمة السوقية للمساهمين وأصحاب المشروع عن طريق زيادة قيمة الأسهم بالسوق، ومن خلال ذلك يتبين أن المستثمرين ينظرون إلى أدوات الدين على أنها أقل خطراً من أدوات التمويل بالملكية، ذلك فإن معدل الفائدة على الدين يكون أقل من العائد المطلوب على الأسهم العادية (نصيرات، 2012، 16).

العائد (Return): العائد بحسب (آل شبيب، 2007، 153) هو عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي، والعائد يكون على شكل عوائد فعلية أو عوائد متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل أو عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلاً، وينجم عن كل استثمار عائد وقد يكون هذا العائد إيجابياً أو سلبياً، ويتكون العائد من:

العائد على الأصول (Return On Assets (ROA)) وتسمى أيضاً (Return On Investment)

العائد على الأصول بحسب (حداد، 2007، 85) هو قياس العلاقة بين صافي الربح وحجم الأصول، أي مدى قدرة الدينار المستثمر في الأصول على توليد الأرباح التشغيلية. وبذلك فإنه يعكس كفاءة أنشطة العمليات والأنشطة الاستثمارية وليس الأنشطة التمويلية. وتم قياس هذه النسبة في هذه الدراسة كما يلي:

$$ROA = \frac{\text{صافي ربح متاح لحملة أسهم عادية}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

تعتبر هذه النسبة مؤشراً على نسبة القوة الإيرادية للأصول المستثمرة في الشركة، أو يمكن القول إنها تقيس مدى كفاءة الإدارة في استثمار الأموال التي تحصل عليها الشركة من كل مصادر التمويل الخارجية والداخلية لذا هي نسبة لقياس ربحية الشركة بشكل عام (مطر، 2010، 46). وأشار (آل شبيب، 2007، 110) أن هذه النسبة تقيس ربحية المشروع إلى إجمالي الاستثمارات في المشروع التي وضعت على شكل أصول، وتقيس قدرة الإدارة على تحقيق العائد على الأموال المتاحة للمشروع مهما كان مصدرها، فتهدف هذه النسبة إلى بيان العلاقة بين الأرباح التي يحققها المشروع وبين الأموال المستثمرة فيه سواء أكانت هذه الأموال مقترضة أو مملوكة بشكل دائم أو مؤقت، وحتى نستخرج هذه النسبة يتطلب الأمر تعديل صافي الربح بمقدار الفوائد التي يدفعها المشروع عن الأموال المقترضة، لاستبعاد أثر الأنشطة التمويلية، ولغرض احتساب هذه النسبة بدقة يمكن استخدام متوسط الأصول بدلاً من قيمة الأصل في نهاية المدة إذ أن الرقم في النهاية قد لا يعبر عن واقع حال الأصول التي ساهمت في تحقيق الربح طوال العام، ويمكن اعتماد هذا المؤشر للمقارنة بين تكلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار لغرض اتخاذ قرارات تحديد مصادر أموال للمشروع كما أنها تعكس كفاءة القرارات التشغيلية

العائد على حقوق الملكية (Return On Equity (ROE)):

العائد على حقوق الملكية بحسب (عباس، 2008، 141) هو قياس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، ويأخذ هذا المقياس بعين الاعتبار أثر النشاطات التشغيلية والتمويلية، وتستخدم كتب الإدارة المالية تسميات أخرى تعطي نفس المضمون مثل العائد على القيمة المضافة، أو العائد على أموال أصحاب المشروع وهو مقياس لمدى كفاءة العاملين في استغلال أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح التي يرضون بها ويتم حساب العائد على حقوق الملكية في هذه الدراسة بحسب المعادلة التالية:

$$ROE = \frac{\text{صافي ربح متاح لحملة أسهم عادية}}{\text{صافي حقوق المساهمين}}$$

وذكر (Brigham, Eheret, 2011, 100) أن المساهمين يقدمون استثماراتهم وأموالهم للشركة متطلعين لتحقيق عائد مرتفع على استثماراتهم، ومن هنا يتبين لنا دور هذه النسبة بمدى تحقيق تطلعات المستثمرين، وأشار (Gitman, Zutter, 2012, 82) أن هذه النسبة تقيس العائد على كل دينار مستثمر من حاملي الأسهم العادية وكلما كانت هذه النسبة عالية كانت أفضل للمساهمين، وذكر (حداد، 2007، ص 86) أن هذا المقياس يأخذ بعين الاعتبار أثر النشاطات التشغيلية والتمويلية. وإذا لم يكن هناك ديون في الهيكل المالي للشركة فإن معدل العائد على حقوق الملكية يساوي معدل العائد على الأصول. كذلك أشار (العامري، 2010، ص 50) أن العائد على حقوق الملكية؛ هو المقياس النهائي للربحية ويمثل مقياس الأداء الكلي للمنشأة، بما فيه التشغيلي والمالي وحظي هذا المؤشر باهتمام كبير من قبل الإدارة المالية لكونه يقيس مدى تحقيق الهدف الذي تسعى إليه ألا وهو معدل العائد على الأموال المستثمرة من قبل المالكين والذي يعد المعيار لتعظيم ثروتهم.

الدراسات السابقة:

- دراسة الحمدوني والصبيحي (2012) بعنوان: "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، دراسة في عينة من الشركات الاردنية المساهمة" هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي ومدى تأثيره على عائد السهم وهيكل رأس المال وصولاً إلى الهيكل الأمثل لرأس المال. اعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لاختبار العلاقة بين الرفع المالي وكل من (المخاطرة النظامية مقاسة بمعامل بيتا، والمخاطرة الكلية مقاسة بالانحراف المعياري، وربحية السهم الواحد) في الشركات المساهمة الأردنية المسجلة في سوق عمان للفترة ما بين 2005 و2009. ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر دال إحصائياً للرفع المالي على المخاطرة النظامية، وذلك بناء على العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة النظامية. وجود علاقة دالة إحصائياً بين الرفع المالي والمخاطرة الكلية للسهم، ووجود علاقة طردية دالة إحصائياً بين الرفع المالي وربحية السهم الواحد. وتوصلت الدراسة لمجموعة من التوصيات أهمها قيام الشركات باستخدام خيارات مختلفة للتمويل كالسندات والأسهم الممتازة والقروض المصرفية طويلة الأجل وذلك للاستفادة منها في تحسين ربحية السهم الواحد، وتشجيع البنوك وشركات التأمين باستثمار فوائض أموالها في عمليات تمويل الشركات وخاصة التمويل طويل الأجل وذلك باستغلال فرص الاستثمار لزيادة ربحية الشركات.
- دراسة (Innocent et al., 2014) بعنوان: "The Effect of Financial Leverage on Financial Performance: Evidence of Quoted Pharmaceutical Companies in Nigeria" هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي لشركات الأدوية في نيجيريا، وقد تكونت عينة الدراسة من (3) شركات أدوية توفرت لديها بيانات مالية لفترة الدراسة التي امتدت ما بين 2001 و2012. وتكونت الدراسة من متغيرين، المتغير المستقل ويمثل الرافعة المالية وتم قياسها من خلال (نسبة الدين، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية، ونسبة تغطية الفائدة). في حين كان المتغير التابع هو الأداء المالي وتم قياسه من خلال مؤشر العائد على الأصول. وتم الحصول على البيانات الثانوية من القوائم المالية (قائمة الدخل الشامل وقائمة المركز المالي) لشركات الأدوية المختارة المذكورة في بورصة نيجيريا. واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي. وأظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي لنسبة الديون ونسبة الدين إلى حقوق الملكية على العائد على الأصول، في حين تبين وجود تأثير إيجابي لنسبة تغطية الفائدة على العائد على الأصول، كما أظهرت نتائج الدراسة أن جميع المتغيرات المستقلة كان لها تأثير كبير على أداء الشركات المالية لقطاع الأدوية. وأوصت الدراسة بضرورة أن تتضمن قرارات الشركة المالية ما يتوافق مع أهداف تعظيم الدخل بشكل ينعكس على تعظيم أرباح الشركة، كما أوصت الدراسة بضرورة اختيار المستوى الأمثل لمقدار تمويل الديون في المزيج المالي للشركة لما لذلك من تأثير على الاستخدام الأفضل لأصول الشركة.
- دراسة (Dimisyqiyan et al., 2017) بعنوان: "The Effect of Financial Leverage on Firm Value and Market Risk Research on Consumer Goods Industries Listed In Indonesian Stock Exchange in The Year of 2010-201" هدفت الدراسة إلى البحث في أثر الرفع المالي على الأداء المالي ومخاطر السوق، وقامت الدراسة باختيار مجموعة من نسب الأداء المالي المتمثلة بكل من (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم)، كما وتم قياس الرفع المالي من خلال (نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية، ونسبة المديونية)، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تكونت عينة الدراسة من (13) شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة إندونيسيا وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (2010-2012)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية على كل من الأداء المالي المقاس من خلال (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم) ومخاطر السوق، في حين تبين عدم وجود أثر للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المديونية على الاداء المالي المقاس من خلال (العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم)، فيما تبين وجود أثر سلبي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المديونية على الاداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية، كما وأظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي للرفع المالي المقاس من خلال نسبة المديونية على مخاطر السوق، وأوصت الدراسة بإجراء المزيد من الدراسات حول العوامل المؤثرة على الاداء المالي من خلال الاعتماد على النسب المالية الأخرى وخاصة المشتقة من قائمة التدفقات النقدية.

- دراسة (Mohamed, 2016) بعنوان: "Effect of Financial Leverage on Financial Performance of non-Financial Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange" هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وتكونت عينة الدراسة من (48) شركة غير مالية مدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وقامت الدراسة باستخدام بيانات ثمانية تم الحصول عليها من البيانات المالية السنوية للشركات، خلال الفترة الممتدة ما بين 2011 و 2015 وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية دالة إحصائيًا بين الرفع المالي والأداء المالي، كما تبين وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة ولأداء المالي، ووجود علاقة إيجابية بين السيولة والأداء المالي للشركات غير المالية. وأوصت الدراسة بضرورة أن تستخدم المنشآت الحد الأدنى من مستوى الديون أو تحديد مستوى الدين الأمثل الذي يجب استخدامه، والعمل على استقطاب الكفاءات الإدارية الجيدة بهدف تنمية أداء الشركات.
- دراسة النجار (2013) بعنوان: "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة اختبارية" هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك وفقًا لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية وهي: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات، ونمو المبيعات، والقيمة السوقية للشركة التي تم احتسابها وفقًا لنموذج (Tobin's Q)، ومعرفة أيهما أكثر تأثيرًا بالرفع المالي، وتمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم اختيار عينة مكونة من (20) شركة خلال فترة الدراسة التي امتدت ما بين 2004 و 2011. وتم استخدام نماذج الانحدار لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبى للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على المبيعات، معدل نمو المبيعات وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة، أون هناك أثر سلبى للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة حسب نموذج (Tobin's Q)، ويمتد هذا الأثر لعدة سنوات لاحقة. وبناءً على ذلك أوصى الباحث بأن تقوم إدارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي، وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه الشركات، وإقرار قوانين اقتصادية تتيح المجال للشركات المساهمة العامة في فلسطين استخدام قرض سندات وأدوات مالية أخرى تتيح المجال لبدائل متعددة أمام هذه الشركات عند استخدام الرفع المالي في التمويل.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

من حيث الموضوع تبحث الدراسة الحالية في أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي في شركات المساهمة السعودية (قطاع التأمين) المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول). وباستعراض الدراسات السابقة التي تحدثت في موضوع هذه الدراسة؛ فإنه على الرغم من تناول العديد من الدراسات السابقة لمتغيرات هذه الدراسة، فإن الدراسة الحالية قام الباحث بتطبيقها على شركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول) بهدف الحصول على نتائج يمكن تعميمها على جميع الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول). كما تمتاز هذه الدراسة بحداتها في تغطية متغيرات البحث.

الدراسة التطبيقية:

تحليل مستوى الرفع المالي:

قام الباحث لقياس مستوى الرفع المالي في شركات التأمين المدرجة في السوق المالية السعودية باستخدام المؤشر المالي: نسبة الديون إلى الأصول، وتظهر نتائج تحليل مستوى الرفع المالي في شركات التأمين السعودية خلال المدة من 2019 - 2022 كما يلي:

جدول (1): مستوى الرفع المالي لقطاع البنوك خلال الفترة (من 2019 - 2022)

الشركة / العام	2019	2020	2021	2022	المتوسط العام
التعاونية	81.1%	77.6%	76.8%	80.6%	79%
جزيرة تكافل	40.4%	76.1%	68.7%	66.2%	62.9%
ملاذ للتأمين	63.7%	62%	67.1%	72.8%	66.4%
ميدغلف للتأمين	78.6%	79%	74%	82.5%	78.5%
أليانز إس إف	84.7%	72.6%	71.9%	71%	75%
سلامة	69.4%	67.6%	79.2%	90.4%	76.7%
ولاء	66%	66.8%	75.2%	76.7%	71.2%
الدرع العربي	61%	55.7%	58.1%	53.2%	57%
سايكو	75.3%	71.7%	77.5%	81.5%	76.5%
اتحاد الخليج الاهلية	78.5%	64.5%	67.9%	55.6%	66.6%
أسيج	72.5%	73.6%	86%	80%	78%
التأمين العربية	56.3%	59%	62.7%	83.8%	65.5%
الاتحاد	65.5%	62.6%	63.9%	67.1%	64.8%
الصقر للتأمين	53.5%	50.9%	57.8%	65.9%	57%
المتحدة للتأمين	65.9%	71.6%	72.1%	78.9%	72.1%

الإعانة السعودية	61.8%	63%	64.7%	73.4%	65.7%
بونا العربية	64.7%	60%	61.6%	64.7%	62.8%
تكافل الراجحي	72.7%	70%	68.6%	72.5%	71%
ثشب	48%	50.3%	52.4%	56.8%	51.9%
جي-أي-جي	70.4%	68.8%	64.9%	64.2%	67.1%
الخليجية العامة	61.5%	60.3%	38.3%	53.2%	53.3%
بروج للتأمين	56.4%	53%	48.2%	52.9%	52.6%
العالمية	47.8%	44.7%	51.4%	58.1%	50.5%
الوطنية	83.3%	83%	80.5%	79.4%	81.6%
أمانة للتأمين	51.7%	49.4%	59.9%	45.5%	51.6%
عناية	48.2%	40.1%	42.7%	55.4%	46.6%
الإتماء طوكيو مارين	71.2%	67%	70%	76.8%	71.3%
المتوسط العام	64.8%	63.7%	65.3%	68.9%	65.7%

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة في موقع السوق المالي السعودي (تداول)

يلاحظ من نتائج جدول (1) أن متوسط معدل الرفع المالي لشركات التأمين كان بين 63.7% - 68.9%، فقد كان المستوى الأعلى للرفع المالي في الشركة الوطنية، وأدنى مستوى لشركة عناية، ثم جاءت بقية الشركات بين هاتين النسبتين.

ويتضح من الجدول أعلاه تقارب معدلات الرفع المالي وفق المتوسط العام في سنوات الدراسة وقد بلغ المتوسط العام لجميع سنوات الدراسة (65.7%) وهي نسب مرتفعة للاعتماد على الديون في تمويل أصول الشركات محل الدراسة والسبب في ارتفاع هذه النسبة يرجع إلى طبيعة عمل شركات التأمين، وهذا يدل على وجود نسبة مرتفعة من مخاطر التمويل التي تتعرض لها هذه الشركات مثل (مخاطر السيولة، مخاطر السوق، مخاطر تغير أسعار الفائدة).

تحليل الأداء المالي:

قام الباحث بتحليل الأداء المالي وفق استخدام مؤشر العائد على الأصول (صافي الربح / إجمالي الأصول) ومؤشر العائد على حقوق الملكية (صافي الربح / صافي حقوق المساهمين)، والجدول أدناه يظهر نتائج تحليل الأداء المالي:

جدول (2): متوسط مؤشرات الأداء المالي لشركات التأمين المدرجة في السوق المالية السعودية

العام / المؤشر المالي	العائد على الأصول	العائد على حقوق الملكية	المتوسط العام
2019	9.3%	37.2%	23.3%
2020	11.9%	43.4%	27.7%
2021	12.8%	42.8%	27.8%
2022	12.3%	39.6%	26%
المتوسط العام	11.6%	40.8%	26.2%

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة في موقع السوق المالي السعودي (تداول)

يلاحظ من نتائج جدول (2) أن متوسط معدل العائد على الأصول في شركات التأمين خلال مدة الدراسة كان بين 9.3% - 12.8% (بمتوسط عام 11.6%)، ومتوسط معدل العائد على حقوق الملكية في شركات التأمين خلال مدة الدراسة كان بين 37.2% - 43.45 (بمتوسط عام 40.8%). وقد بلغ المتوسط العام للمعدلين والذي يشكل المؤشر العام للأداء المالي لشركات التأمين نسبة 26.2% وهي نسبة منخفضة تدل على ضعف الأداء المالي لشركات التأمين.

اختبار فرضيات الدراسة:

يتناول هذا الجزء نتائج اختبار فرضيات الدراسة التي تختبر أثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي في الشركات التأمين السعودية المدرجة بالسوق المالي السعودي (تداول)، ولغرض اختبار الفرضيات تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط الذي يعمل على معرفة أثر بعد المتغير المستقل الرفع المالي في أبعاد المتغير التابع مؤشرات الأداء المالي (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية) كل على حدة في شركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول)، وفق المتغيرات التالية:

ROA: العائد على الأصول (متغير تابع).

ROE: العائد على حقوق الملكية (متغير تابع).

FL: الرفع المالي (متغير مستقل).

α : المعلمة التقاطعية (ثابت الانحدار)

β : ميل خط الانحدار (يمثل مقدار التأثير في المتغير التابع نتيجة التغير الذي يحدث في المتغير المستقل)
 U_i : الخطأ العشوائي.

ومن خلال المعادلات التالية الرئيسية لاختبار الفرضيات:

$$ROA = \alpha + \beta FL + U_i.$$

$$ROE = \alpha + \beta FL + U_i.$$

الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد على الأصول لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول).

جدول (3): اختبار الفرضية الأولى

المعيار	قيمة معامل الانحدار B	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	قيمة f المحسوبة	مستوى دلالة f	نتيجة الفرضية
معدل الرفع المالي	12.395	0.685	0.458	4.575	0.001	قبول

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS

من الجدول أعلاه يتبين أن معامل الانحدار بلغ (12.395) وهي قيمة موجبة مما يدل على وجود علاقة إيجابية طردية بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول بمعنى أنه كلما زاد معدل الرفع المالي بدرجة واحدة كلما زاد معدل العائد على الأصول بدرجة (12.395) في حين بلغت قيمة معامل الارتباط (0.685) مما يدل على وجود ارتباط قوي بين المتغيرين، ويشير معامل التحديد الذي بلغت قيمته (0.458) إلى أن معدل الرفع المالي يؤثر على معدل العائد على الأصول بنسبة (45.8%) وهي نسبة مرتفعة بينما (54.2%) من التأثير يرجع لأسباب ومتغيرات أخرى. ويشير اختبار F إلى أن نموذج الانحدار دال إحصائياً فقد بلغ مستوى الدلالة (0.001) وهو أقل من مستوى الدلالة المعيارية (0.05). ونتيجة لذلك يتم قبول الفرضية الأولى للدراسة والتي نصت على وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد على الأصول لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول).

الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول).

جدول (4): اختبار الفرضية الثانية

المعيار	قيمة معامل الانحدار B	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	قيمة f المحسوبة	مستوى دلالة f	نتيجة الفرضية
معدل الرفع المالي	7.214	0.623	0.396	2.895	0.001	قبول

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS

من الجدول أعلاه يتبين أن معامل الانحدار بلغ (7.214) وهي قيمة موجبة مما يدل على وجود علاقة إيجابية طردية بين الرفع المالي ومعدل العائد على حقوق الملكية بمعنى أنه كلما زاد معدل الرفع المالي بدرجة واحدة كلما زاد معدل العائد على حقوق الملكية بدرجة (7.214) في حين بلغت قيمة معامل الارتباط (0.623) مما يدل على وجود ارتباط قوي بين المتغيرين، ويشير معامل التحديد الذي بلغت قيمته (0.396) إلى أن معدل الرفع المالي يؤثر على معدل العائد على الأصول بنسبة (39.6%) وهي نسبة مرتفعة بينما (60.4%) من التأثير يرجع لأسباب ومتغيرات أخرى. ويشير اختبار F إلى أن نموذج الانحدار دال إحصائياً فقد بلغ مستوى الدلالة (0.001) وهو أقل من مستوى الدلالة المعيارية (0.05). ونتيجة لذلك يتم قبول الفرضية الثانية للدراسة والتي نصت على وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية لشركات التأمين السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول).

النتائج والتوصيات:

النتائج:

من خلال دراسة الباحث لأثر الرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي لشركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول) تم التوصل إلى النتائج التالية:

- وجود أثر للرفع المالي على معدل العائد على الأصول لشركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول)، وأن هناك ارتباط إيجابي طردي بين الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول حيث بلغ معامل الارتباط (0.685) وهذا يعني أنه كلما زاد الرفع المالي كلما أدى ذلك إلى ارتفاع معدل العائد على الأصول في الشركات موضوع الدراسة. وهذه النتيجة تختلف عن ما توصلت إليه دراسة (Innocent et al., 2014) والتي أظهرت وجود تأثير سلبي لنسبة الديون على العائد على الأصول. وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (Dimisyiyani et al., 2017).

- وجود أثر للرفع المالي على معدل العائد على حقوق الملكية لشركات التأمين المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول)، وأن هناك ارتباط إيجابي طردي بين الرفع المالي ومعدل العائد على حقوق الملكية حيث بلغ معامل الارتباط (0.623). وهذا يعني أنه كلما زاد الرفع المالي كلما أدى ذلك إلى ارتفاع معدل العائد على حقوق الملكية في الشركات موضوع الدراسة. وهذه النتيجة تختلف عن ما توصلت إليه دراسة (Innocent et al., 2014) والتي أظهرت وجود تأثير سلبي لنسبة الديون على العائد على حقوق الملكية. وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (Dimisyqiyan et al., 2017).
- بينت نتائج الدراسة بأن المتغير المستقل الرفع المالي يفسر التغير بمعدل العائد الأصول بنسبة 45.8% وأن هناك متغيرات أخرى تقع خارج نطاق الدراسة تفسر بقية التغير.
- بينت نتائج الدراسة بأن المتغير المستقل الرفع المالي يفسر التغير بمعدل العائد على حقوق الملكية بنسبة 39.6% وأن هناك متغيرات أخرى تقع خارج نطاق الدراسة تفسر بقية التغير.
- أن شركات التأمين لديها معدل استئانة مرتفع بلغ في متوسطه العام 65.7%.

التوصيات:

- في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يوصي الباحث بالتالي:
- ضرورة قيام شركات التأمين بدراسة وتقييم الهيكل التمويلي لديها بهدف الوصول إلى أفضل نسبة للرفع المالي والتي تحقق الأثر الإيجابي على مؤشرات الأداء المالي.
- ضرورة الأخذ بالاعتبار تقييم مخاطر المديونية عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالرفع المالي.
- ضرورة الاستخدام والتوظيف الأمثل لهيكل التمويل بهدف الوصول لأعلى مستويات الأرباح.
- توسيع نطاق الدراسة لتشمل القطاعات الأخرى المدرجة في السوق المالي السعودي.

المراجع:

- آل شبيب، دريد. (2007). *مقدمة في الإدارة المعاصرة*. ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- التقارير السنوية الصادرة من شركات التأمين السعودي.
- التقارير والنشرات الصادرة عن سوق المال السعودي للفترة (2019-2022).
- حداد، فايز. (2007). *الإدارة المالية*. ط 1، مطابع الدستور التجارية.
- الحمودني، إلياس، الصبيحي، فائز. (2012). العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الاسهم دراسة في عينة من الشركات الاردنية المساهمة للفترة 2005-2009. *مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية*: 4(8)، 147-169.
- صافي، وليد أحمد، شقيري موسى. (2009). الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1999-2006. *مجلة كلية بغداد للعلوم للإدارية*: 21، 153-176.
- العامري، محمد. (2010). *الإدارة المالية المتقدمة*. ط 1، إثراء للنشر والتوزيع.
- عباس، علي. (2008). *الإدارة المالية*. ط 1، إثراء للنشر والتوزيع.
- 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.
- مطر، محمد. (2010). *الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني*. ط 3، دار وائل للنشر والتوزيع.
- ناصر الدين، محمد. (2011). أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العاملة الأردنية المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- النجار، جميل حسن. (2013). مدى تأثير الرافعة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. *مجلة العلوم الإنسانية: جامعة الأزهر*، 15 (1).
- نصيرات، نسبية. (2012). أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.
- Brigham, E. & Ehrhardt, M. (2011). *Financial Management, Theory and Practice*. 13th Edi, Southwestern –Cengage Learning Press, USA.
- Dimisyqiyan, E., Suhadak, S., & Kertahadi, K. (2017). THE EFFECT OF FINANCIAL LEVERAGE ON FIRM VALUE AND MARKET RISK (Research on Consumer Goods Industries Listed in Indonesian Stock Exchange in the Year of (2010-2012). *PROFIT Jurnal Administrasi Bisnis*, 9(2), 23-34. <https://doi.org/10.21776/ub.profit.2015.009.02.3>

- Gitman, L., Michael & Chad J. Zutter, (2012). *Principle of Managerial finance*. Person, Publishers, New york, 13th edition, P450.
- Innocent, E., Ikechukwu, A., & Nnagbogu, E., (2014). The effect of Financial Leverage on Financial Performance: Evidence of Quoted Pharmaceutical Companies in Nigeria. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 5(3), 17-25. <https://doi.org/10.9790/5933-0531725>
- Modigliani, F. & Miller, M., (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mohamed, I. (2016). *Effect of Financial Leverage on Financial Performance of Non-Financial Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange*. Unpublished master thesis, School of Business, University of Nairobi.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jordan, B., (2003). *Fundamentals Of Corporate Finance*. McGraw-Hill, 6th Ed.