

أثر الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة
(2010-2016)

The impact of leverage on investment decisions in the industrial companies listed in Amman Stock Exchange for the period (2010-2016)

بوكرومة كريمة¹، د. عثمانى احسين²

¹جامعة أم البواقي-الجزائر، karima.boukrouma@univ-oeb.dz

²جامعة أم البواقي-الجزائر، athmani.hassine@univ-oeb.dz

تاريخ النشر: 2019/08/26

تاريخ القبول: 2019/05/16

تاريخ الاستلام: 2019/03/07

ملخص:

يهدف هذا البحث إلى التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي ومدى تأثيره على القرارات الاستثمارية من أجل تحديد التناقضات الواردة في النظريات كنظرية فيشر للفصل (1930)، نظرية الالعلاقة لهيكل رأس المال M&M (1958)، ونظرية الاستثمار (1969)، وقد تم استخدام نماذج الانحدار المتعدد لتقدير أهم متغيرات الدراسة، ولتحقق من أثر الرفع المالي، السيولة، التدفقات النقدية، الربحية، حجم الشركة، والنمو على القرار الاستثماري. حيث تم الاعتماد على أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis) وذلك استنادًا إلى عينة مكونة من 65 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان (ASE) خلال الفترة (2010 – 2016).

وقد كشفت النتائج أن الرفع المالي كان له أثر سلبي على اتخاذ القرارات الاستثمارية، كما تبين أن

السيولة والربحية والتدفقات النقدية وحجم الشركة لها تأثير إيجابي على استثمارات الشركة.

كلمات مفتاحية: الرفع المالي، قرارات الاستثمار، نموذج الانحدار المتعدد، بورصة عمان.

تصنيف JEL: G31، G32، C33.

Abstract:

This research aims to identify the basic concepts of financial

المؤلف المرسل: بوكرومة كريمة، الإيميل: karima.boukrouma@univ-oeb.dz

leverage and its impact on investment decisions in order to identify contradictions in theories such as Fischer's theory of separation (1930), M&M theory (1958) and investment theory (1969), Multiple regression models have been used to estimate the main variables of the study, to investigate the effect of leverage, liquidity, cash flow, profitability, company size, and growth on investment decision, based on a sample of 65 industrial company listed in Amman Stock Exchange (ASE) for the period from 2010 to 2016. The study was based on the panel data analysis. It's found that financial leverage has had a negative impact on investment decisions. Moreover, the study shows that liquidity, profitability, cash flow and the size have a positive impact on the firm's investments.

Keywords: Financial leverage, Investment Decisions, Multiple Regression Model, Amman Stock Exchange (ASE).

Jel Classification Codes: G31, G32, C33.

1. مقدمة:

لقد تغيرت بيئة الأعمال العالمية بشكل كبير على كافة الأصعدة والمجالات، كتحويل الأسواق وانفتاحها على العالم، وزيادة المنافسة، بالإضافة إلى التقدم التكنولوجي الكبير. هذه التغيرات وغيرها تشكل في مجموعها تحديات حادة لصنّاع القرار وخاصة فيما يتعلق بقرارات الاستثمار. لذا أصبحت معظم دول العالم تتجه نحو توسيع قاعدتها الاستثمارية ويتطلب ذلك استخدام مواردها بكفاءة وفعالية، وهذا ينطوي على تقييم نقاط القوة والضعف لدى الشركة أثناء تخصيص الموارد وذلك في ضوء التهديدات والفرص البيئية الحاصلة.

تُعتبر الصناعة في الأردن من القطاعات الهامة والرئيسية، وهي المكونة والداعمة الأولى لاقتصاد الدولة الوطني، ويساهم قطاع الصناعة في الأردن في عملية النمو الاقتصادي فيه بشكل مباشر، كما يساهم في إتاحة العديد من الفرص الاستثمارية. بحيث تدفع تحديات المنافسة العالمية الشركات إلى الاستثمار بكثافة في التكنولوجيا الحديثة، والبنية التحتية، وتطوير المنتجات، وتلبية احتياجات التنمية. وهناك عدة مصادر لتمويل تلك الاستثمارات؛ يعد الرفع المالي أحدها. في أبسط أشكاله؛ الرافعة المالية هي مقدار الدين

المستخدم لتمويل موجودات الشركة ومشاريعها. ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، بينما إذا لم تنجح الشركة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستتعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي. يرتبط قرار الاستثمار في أي مشروع ارتباطاً وثيقاً بقرار التمويل، وهذا ما جعل العلاقة بينهما تعد جوهر مالية الشركات. ولقد أظهرت بعض الدراسات التقليدية انفصال القرار الاستثماري عن القرار التمويلي (حيث أنه في ظل افتراض وجود أسواق رأسمالية كاملة، فإن تكلفة التمويل لا تعتمد على المركز المالي للشركة). حيث أن مستوى المعلومات واحد لدى كل من إدارة الشركة والمالكين، لذلك لا يوجد اختلاف بين استخدام مصادر التمويل المختلفة، غير أن ذلك ليس صحيحاً بالواقع العملي إذ أن هنالك اختلاف بين تصرفات المستثمرين، ووجود تكلفة للمعاملات والمبادلات، ووجود عمولات وساطة، وضرائب على أرباح الشركات، ولا يوجد عدد كبير من المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

إشكالية البحث:

ومن خلال ما سبق يمكن التعبير عن المشكلة الرئيسية للبحث من خلال طرح السؤال المحوري التالي:
إلى أي مدى يمكن أن يؤثر الرفع المالي على القرارات الاستثمارية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؟

فرضيات البحث:

لتحقيق أهداف البحث، تم وضع الفرضيات التالية:

- 1- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين الرافعة المالية واستثمارات الشركة.
- 2- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين الربحية واستثمارات الشركة.
- 3- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين حجم الشركة واستثماراتها.
- 4- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين التدفقات النقدية للشركة واستثماراتها.
- 5- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين سيولة الشركة واستثماراتها.
- 6- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين النمو واستثمارات الشركة.

أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى اختبار أثر الرفع المالي على قرارات الاستثمار في الشركات الصناعية الأردنية. وسيتم التحقق من أثر كل من السيولة، التدفقات النقدية، الربحية، حجم الشركة، والنمو على القرار الاستثماري، حيث يتم اتخاذ هذه العوامل بعين الاعتبار من قبل الشركات عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

منهجية البحث:

يعتمد البحث على إتباع المنهج الوصفي للإمام بالجوانب النظرية المتمثلة في وصف مختلف المفاهيم والنظريات التي تتعلق بالرفع المالي والقرارات الاستثمارية، بالإضافة إلى المنهج التحليلي حيث اعتمدت الدراسة على أسلوب (Panel Data Analysis)، بحيث يحتوي هذا النوع من التحليل على خصائص كل من البيانات المقطعية، والسلاسل الزمنية. وقد تم استخدام نماذج الإنحدار المتعدد لتقدير أهم متغيرات الدراسة.

2. مفهوم الرفع المالي

الرافعة تعني في العلوم الطبيعية أداة معينة تستخدم لرفع أثقال ضخمة بأقل مجهود-ولقد استخدم ذلك المقصود في تكوين فكرة الروافع المالية بمعنى زيادة العوائد التي يحصل عليها الملاك باستخدام أموال الغير التي تتمثل أساساً في القروض. وقد أشار العديد من الكتاب والباحثين في مجال الأدب المالي إلى مفهوم الرفع المالي بأنه اعتماد الشركة على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء كانت قروضاً، أم سندات، أم أسهماً ممتازة) لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك (هندي، 2008، ص614). كما حُدد مفهوم الرفع المالي بأنه استخدام أموال الغير مقابل تكاليف ثابتة مالية تلتزم الشركة بدفعها وقد تكون أموال الغير (القروض أو الأسهم الممتازة)، فالرفع المالي مرتبط بمشكل تمويل الشركة، فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي (كراجة، وآخرون، 2006، ص251). وهناك من يعتبر الرفع المالي أو الرافعة المالية من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية الشركات لتغليف الأشياء غير المحببة أو السلبية وإعطائها مظهراً جميلاً، فبدلاً من قول استدانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطرة والضعف يقال رافعة مالية وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة (النجار، 2013، ص286).

3. القرار الاستثماري

إن قرار الاستثمار ومهما كان شكل الاستثمار يعدُّ من أصعب القرارات وأكثرها حساسية. فهذا القرار في جوهره يمثل عملية تخصيص للموارد، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإنه يعدُّ شكلاً من أشكال توزيع الدخل القومي. هذه الكينونة تفرض بالضرورة أن يكون هذا القرار سليماً ومستنداً على أسس رصينة بغرض حماية الموارد النادرة وعدم تبديدها. ويشير مصطلح قرار الاستثمار بصفة عامة إلى قرار تخصيص مجموعة من الموارد في الوقت الحاضر على أمل تحقيق عوائد سوف تتحقق على مدار عدة فترات زمنية مقبلة (لطفي، 2006، ص21). ويمكن تعريفه على أنه "القرار الذي يقوم على صرف الإنفاق الفوري من أجل الاستفادة من ربح على عدة فترات متتالية" (Piger, 2011, p9). ويمكن تعريفه أيضاً بأنه "ذلك القرار الذي يقوم على اختبار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل، والمبني على مجموعة من الدراسات التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف المشروع الاستثماري" (هوارى، 2013، ص64).

يكمن الهدف من قرار الاستثمار في الحصول على أصل، حقيقي أو مالي بأقل من قيمته بحيث يمكن من زيادة ثروة الشركة والمساهمين، ويتم اتخاذ القرارات الاستثمارية لأسباب عديدة، وعلى الرغم من أن دوافع الاستثمار قد تختلف، فإن التقنيات المستخدمة لتقييمها هي نفسها بشكل أساسي. عادة ما يكون الدافع وراء المقترحات الاستثمارية واحد أو أكثر (McMenamin, 2005, p350-351)، كما يلي: (1) الاستثمارات الإستبدالية؛ والتي تعني إستبدال أصل جديد محل أصل قديم، ويتطلب هذا النوع إجراء دراسة تقييمية مفصلة لتحديد جدوى الإستبدال من عدمه، قد لا تعرض المشروع لمخاطر جديدة بسبب استمراره في إنتاج نفس السلعة التي يتعامل بها وفي ضوء الحصة السوقية التي يمتلكها، ولذلك يمكن استخدام تكلفة رأس المال الحالية عند القيام بعملية التقييم لهذا النوع من الاستثمارات (آل شبيب، 2010، ص61). (2) الاستثمارات الإبتكارية أو التطويرية: وهي التي تعتمد على التغيرات التكنولوجية لتلبية أذواق المستهلكين، أو لمواكبة التطور التكنولوجي لزيادة القدرة على المنافسة، وتعرض مثل هذه الاستثمارات إلى

ارتفاع درجة الخطر نتيجة لتغير طبيعة المنتج نفسه، وبذلك يكون الخطر أكبر لعدم تقبل المستهلكين لمثل هذا النوع من الإنتاج، وفي المقابل يتوقع المشروع ارتفاع العائد في حالة رواج السلعة الجديدة المبتكرة (حنفي، 2002، ص 252).

(3) الاستثمارات التوسعية: وتهدف هذه الاستثمارات إلى توسيع الطاقة الإنتاجية للمشروع نظراً لحصول المشروع على أسواق جديدة، ويكون القرار الاستثماري على أساس جدوى القيام بتوسيع الطاقة الإنتاجية من خلال المقارنة بين الدخل الناتج من الإيراد الإضافي والتكاليف الإضافية طول حياة المشروع (حنفي، 2002، ص 252).

ومن أهم العناصر التي تساعد على اختيار الفرص الاستثمارية المناسبة هي الطرق أو المعايير المستخدمة في تقييم الاستثمارات والبدائل المقترحة للإدارة العليا صاحبة القرار، ويمكن تصنيفها إلى مجموعتين؛ المجموعة الأولى: والتي تسمى بالمجموعة التقليدية وتشمل طريقة مدة استرداد الاستثمار وطريقة معدل العائد المحاسبي، والمجموعة الثانية: والتي تعتمد على طريقة خصم التدفقات النقدية أو طريقة التعديل الزمني للتدفقات وتشمل صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي ونسبة التكلفة إلى المنفعة التي تسمى أيضاً بدليل الربحية (الشمري، 2014، ص 422).

4. الرفع المالي والقرار الاستثماري (الدراسات السابقة)

أشارت العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين درجة الرفع المالي والقرارات الاستثمارية إلى أن الشركات التي يكون لديها فرص وبدائل استثمارية متعددة وكبيرة الحجم يقل توجهها للتمويل بالدين بينما يزداد توجه الشركات للتمويل بالدين كلما تقلصت البدائل والفرص، حيث أشار كل من Modigliani و Miller (1958) إلى أنه إذا كانت المنافسة كاملة والسوق فعالة فإنه لا يوجد علاقة ثابتة ومنظمة بين درجة الرفع المالي وحجم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات. وعلاوة على ذلك، يجب أن تستند السياسات المعتمدة للاستثمار فقط إلى العوامل التي تؤثر على الربحية أو صافي التدفقات النقدية أو صافي قيمة الشركة. ومع ذلك واجهت هذه النظرية العديد من الانتقادات بسبب عدم كمال الأسواق (شاهين، 2017، ص 87). وقد عدل Miller (1977) على النظرية من خلال إدخال نفس المستوى من

الضرائب الشخصية وضرائب الشركات على النموذج، ويرى Miller أن المستثمرين الأفراد يطالبون بعوائد قبل الضريبة على الديون أعلى لتعويض الضرائب الشخصية على الدخل، ويرى أنه في حالة التوازن الأثار الضريبية على مستوى الإستثمار في الديون تقوم بإزاحة المنافع الضريبية مما يجعلها غير مرتبطة بهيكل رأس المال، وبالتالي، بين أنه لا توجد علاقة بين الديون وقيمة الشركة المتعلقة بقيمة استثماراتها، والديون تشكل مسألة فقط عندما نتوقع أن خصم الفوائد سيقوم بتعويض الضرائب (Fama & French, 1998).

(p1,4) وفي عام (1980)، قام Deangelo و Masulis بالتوسع في عمل Miller من خلال دراسة تأثير المنافع الضريبية ومدفوعات الفائدة على الديون، وتوصلا إلى أنه وفي حالة وجود المنافع الضريبية الغير مرتبطة بالديون (الإعفاءات الضريبية)، فإن الشركات قد لا تدرك الإستفادة الكاملة من خصم مصاريف الفوائد (Dan Dhaliwal, et al., 2006, p2,4) في حين أشارت نتائج دراسة Jensen (1986) إلى أن وجود أموال سائلة كافية لدى الشركة يجعل صافي القيمة الحالية موجبة، وبالتالي اللجوء إلى الرفع المالي كوسيلة للحد من مشاكل الاستثمار، ومن ثم فإن الرفع المالي يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة. بينما (Whited 1992) توصل إلى أن الاستثمار في الشركات عالية الإستدانة يكون أكثر حساسية للتدفق النقدي مقارنة بالشركات ذات مستويات الاستدانة المنخفضة. Barclay et al. (2003) أظهروا التأثير المباشر لفرص الاستثمار على سياسة استحقاق الدين في الشركات من خلال إظهار الزيادة النسبية في خيارات النمو واستخدام الديون قصيرة الأجل. (Varouj et al. 2005). دراسة لتحليل أثر الرفع المالي على الاستثمار توصلوا إلى وجود علاقة سلبية ولكن قوية بين الرفع المالي والاستثمار للشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بالشركات ذات فرص النمو العالية. وفقاً ل (Myers 1977)، فالشركات ذات الرفع المالي العالي، أقل احتمالاً لاستغلال فرص النمو بالمقارنة مع الشركات ذات مستويات منخفضة من الرافعة المالية، ويرجع ذلك إلى عبء الديون الذي يقلل من دوافع تحالف أو اندماج المساهمين والإدارة في السيطرة على الشركة للاستثمار في الفرص الاستثمارية ذات القيمة الحالية الموجبة. ويعتقد المساهمون أن الفوائد المستحقة من الفرص الاستثمارية لا تصل إليهم بشكل كامل، حيث أن حملة السندات يتقاسمون الفوائد على الأقل جزئياً (Odit & Chittoo, 2008, p50).

Guney et al. (2007) خلص إلى أنه ونظراً لزيادة الاستدانة، فإن الشركات تميل إلى الإحتفاظ بأكبر قدر من الاحتياطات النقدية لتجنب مخاطر الإفلاس (Guney et al., 2007, p45).
Singhani و Seth (2010) توصلوا إلى أن استخدام الدين في هيكل رأس مال الشركات الكبيرة، أكثر من الشركات الصغيرة (Singhani & Seth, 2010, p215).

وفي المقابل فإن نظرية الإشارة تشير إلى علاقة الرفع المالي بالقرار الاستثماري بشكل مخالف لما تقدم، فنظرية الإشارة التي تستند أساساً إلى فرضية عدم تماثل المعلومات، تعتبر أن القيمة الحقيقية للشركة بمثابة معلومة خاصة محتكرة لدى المديرين، ذلك لأن المعلومات غير منشورة، وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تُدرك ولا تُفهم بنفس الأسلوب والطريقة. لهذا تعتبر هذه النظرية أن هيكل رأس المال للشركة عبارة عن مرآة عاكسة لوضعها اتجاه المستثمرين، حيث أن الشركة التي تلجأ إلى الاستدانة رغم المخاطر المالية الناتجة عنها، دليل واضح على أن هذه الأخيرة سوف تحقق عوائد مستقبلية عالية من مشاريعها الاستثمارية، وبالتالي تمثل الاستدانة إشارة إيجابية لمختلف المستثمرين، بحكم أنها مؤشر دال على قدرة الشركة على مواجهة أعباء ثابتة محفوفة بدرجة من الخطر. وعليه فإن لجوء الشركة إلى إصدار أسهم جديدة يُفسر من قبل المستثمرين الخارجيين على أنه إشارة سلبية على القيمة الحقيقية لهذه الشركة (دادن، 2006، ص112). ويجدر الحديث عن نقص الاستثمار أو الإفراط في الاستثمار، بحيث يشير كل من (Jensen) 1986 و (Stulz) 1990، إلى أن المديرين لديهم ميل إلى توسيع نطاق الأعمال باستمرار حتى من خلال الاستثمار في فرص النمو المنخفض. فإذا كانت لدى الشركة تدفقات نقدية فائضة بعد تمويل جميع مشاريع القيمة الحالية الإيجابية، فإن المديرين يميلون إلى الاستثمار في مشاريع القيمة الحالية السلبية، ونتيجة لذلك، قد تنشأ صراعات بين المديرين والمساهمين لأن الهدف هو تعظيم قيمة الشركة. كما أن الاستثمار في المشاريع الضعيفة من أجل الاستفادة من الموجودات الحالية قد يقلل أيضاً من أرباح المساهمين في الشركة. وتحد هذه السياسة من التدفقات النقدية المتاحة وتشدّد على خيار استخدام الدين، وبالتالي الشركات ذات الاستدانة العالية تظهر حساسية أكبر إزاء التقلبات في التدفقات النقدية والأرباح نظراً لأن لديها التزامات كبيرة بخدمة الديون (Zurigat, 2009). وعلى

الرغم من هذا، تُعتبر الرافعة المالية آلية للتغلب على مشكلة الإفراط في الاستثمار من خلال اقتراح علاقة سلبية بين الدين والاستثمار للشركات ذات فرص النمو الضعيفة (Varouj et., 2005, p279).

5. دراسة تطبيقية حول أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار في الشركات الصناعية الأردنية

1.5 مجتمع وعينة الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 71 شركة، وقد تم استبعاد 6 شركات صناعية التي لم تتوفر بيانات كافية عنها تغطي فترة الدراسة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2016، وتزامنت هذه الفترة مع أهم التطورات والإصلاحات التي شهدتها الإقتصاد الأردني من إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الوطني بالإضافة إلى تحرير التجارة وتوقيع شراكات مع الإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة. وعليه تكونت عينة الدراسة من 65 شركة صناعية. وقد تم الحصول على البيانات المستخدمة لغايات التحليل الإحصائي من التقارير السنوية (الميزانية، قائمة الدخل، وقائمة التدفق النقدي) للشركات الصناعية عينة الدراسة.

2.5 نموذج الدراسة: لاختبار أثر الرافعة المالية على قرار الاستثمار في الشركات الصناعية الأردنية، تعتمد هذه الدراسة على النموذج الذي تم تصميمه وتطبيقه في دراسة (Varouj et al (2005). بالاعتماد على تحليل العوامل التي تؤثر على القرار الاستثماري للشركة، تم فحص إمكانية وجود علاقة بين قرار الاستثمار، والعوامل الآتية: الرافعة المالية، التدفقات النقدية للشركة، سيولتها، ربحيتها، حجمها، فرص النمو المتوقعة، كما تم تضمين متغيرات الوقت والصناعة لالتقاط -التأثيرات الخاصة بصناعة التوقيت على قرار الاستثمار. تم اختبار النموذج بالاعتماد على ما يعرف ب (Panel Data) التي يتم تقديرها عادة باستخدام تقنيات الأثر الثابت والأثر العشوائي، لالتقاط أثر عدم تجانس عوامل الشركة وعامل الزمن.

$$\Delta K_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} + \beta_3 LIQ_{i,t-1} + \beta_4 PRF_{i,t-1} + \beta_5 SIZ_{i,t-1} + \beta_6 GTH_{i,t-1} + \mu_{i,t-1}$$

حيث أن:

ΔK_{it} : يمثل التغير في صافي قيمة الموجودات الثابتة للشركة i خلال الفترة t .

$LEV_{i,t-1}$: تمثل الرافعة المالية للشركة i خلال الفترة t .

$CF_{i,t-1}$: تمثل التدفقات النقدية للشركة i خلال الفترة t .

$LIQ_{i,t-1}$: تمثل السيولة للشركة i خلال الفترة t .

$PRF_{i,t-1}$: تمثل الربحية للشركة i خلال الفترة t .

$SIZ_{i,t-1}$: يمثل حجم الشركة i خلال الفترة t .

$GTH_{i,t-1}$: يمثل Tobin's q للشركة i خلال الفترة t .

$\mu_{i,t-1}$: يمثل معامل الخطأ للشركة i خلال الفترة t .

3.5 متغيرات الدراسة:

■ **الاستثمار**: الاستثمار مصطلح شامل، فهو يشير إلى العملية التي يترتب عليها تخصيص بعض المصادر لمشروع صناعي أو مالي على أمل أن يجلب تدفقات من السيولة على مدى فترات زمنية لاحقة، ويمثل التغير في قيمة صافي الموجودات الثابتة للشركة خلال فترة زمنية معينة.

■ **الرافعة المالية**: تم قياس الرافعة المالية باستخدام نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات. ومن المتوقع وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية والاستثمار، حيث أن زيادة الديون يمكن أن تمنع المديرين من الإفراط في الاستثمار؛ من ناحية أخرى، فإن زيادة الرفع المالي لا تؤدي بالضرورة إلى تخفيض تكاليف الوكالة، ويمكن أن تؤدي في الواقع إلى تفاقم مشكلة نقص الاستثمار.

■ **السيولة**: وتمثل السيولة قدرة الموجودات قصيرة الأجل على تسديد الالتزامات قصيرة الأجل، والشركات التي تواجه صعوبة في تحصيل مستحقاتها أو مدة دوران المخزون فيها طويلة، غالبًا ما تكون غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها. نسبة السيولة = الموجودات قصيرة الأجل / الالتزامات قصيرة الأجل. إن الشركات التي لديها أكبر قدر من السيولة النقدية بإمكانها تعزيز خططها الاستثمارية بزيادة قدرتها الإئتمانية، فانخفاض القدرة الإئتمانية يجبر الشركات على الاختيار بين الادخار والاستثمار. وعليه، من المتوقع وجود علاقة إيجابية.

■ **الربحية**: تم قياس الربحية باستخدام معدل العائد على الموجودات. إن الشركات التي تحقق عائدات أرباح مرتفعة نسبيًا، تملك السيولة الكافية التي تمكنها من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، وبالتالي من المتوقع وجود علاقة إيجابية.

■ **النمو**: تم استخدام معامل Tobin's q كمؤشر لقياس فرص النمو (النسبة التي تقيس القيمة السوقية

إجمالي موجودات الشركة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الموجودات). كلما توفرت فرص نمو للشركة كلما زادت استثماراتها، وعليه فإن فرص نمو الشركة تحفز استثمارها.

■ **التدفقات النقدية:** وتمثل التدفقات النقدية التشغيلية للشركة، ويتم حسابها كالتالي؛ (إجمالي الربح من العمليات - المصاريف الإدارية والعمومية ومصاريف تشغيلية أخرى) + (الاستهلاكات للفترة، الموجودات الثابتة للسنة السابقة الصافية بعد الاستهلاك). من المتوقع وجود علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية ومعدل الاستثمار في الشركة، وذلك بما يتفق مع نظرية التدفق النقدي الحر "free cash flow hypothesis" (Jensen, 1986) ومع وجود قيود التمويل التي تنشأ عن عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين الخارجيين، بحجة تبني نظرية التدرج في التمويل التي بموجبها يفضل المديرون اللجوء إلى المصادر الداخلية لتمويل المقترحات الاستثمارية، وذلك لتجنب تكاليف التمويل الخارجي، الأمر الذي يؤدي بهم إلى التخلي عن الاستثمارات ذات القيمة الحالية الموجبة. وعلى غرار التمويل بالدين، يعد توافر الأموال المولدة داخلياً عاملاً محددًا مهمًا للاستثمار.

■ **حجم الشركة:** وتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي المبيعات، وذلك للتقليل من التفاوت بين القيم داخل النموذج. من المتوقع وجود علاقة إيجابية، فالشركات الكبيرة الحجم تتوسع في الاستثمار أكثر.

4.5 أساليب تحليل البيانات:

لتحقيق أهداف الدراسة ولتحليل أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار في الشركات الصناعية الأردنية، تم استخدام البرنامج الإحصائي STATA11 باعتباره أحد البرامج المتقدمة في التحليل القياسي وبناء النماذج الاقتصادية والمصمم للتعامل مع المشاكل الإحصائية الناتجة عن تقدير نماذج الانحدار، مثل الارتباط المتعدد (Multicollinearity) واختلاف التباين (Heteroskedasticity). حيث يعمل على تحليل السلاسل الزمنية وأساليب فحص جذر الوحدة (Unit roots) واختبار التكامل المشترك (Tests Cointegration)، إضافة إلى تحليل البيانات من خلال نموذج (Panel Data Analysis). ومن أجل تحديد أسلوب التحليل الأمثل لبيانات الدراسة، تم استخدام العديد من طرق

الفحص (Diagnostic Tests) مثل F-Test لقياس صلاحية النموذج بشكل عام، و T-Test لقياس الأهمية الإحصائية لمعاملات التقدير لمتغيرات الدراسة، وتم استخدام Lagrange Multiplier Test (LM) لتحليل الأفضلية بين Panel و Pooled Data Analysis على أساس قبول أو رفض فرضية العدم في أن التباين المقطعي (Cross-Sectional Variance) يساوي صفر، فرفض فرضية العدم يجعل من أسلوب التحليل التجميعي (Pooled data) من خلال Ordinary Least Squares: OLS غير ملائم وغير فعال لتقدير معاملات الدراسة، في حين تم استخدام Hausman Test للاختيار بين (Fixed Effect Model) و (Random Effect Model) على أساس فرضية العدم (بأن جميع معاملات التقدير من خلال الأثر العشوائي لها نفس الكفاءة كتلك التي تم تقديرها من خلال الأثر الثابت).

6. تحليل النتائج

1.6 تحليل البيانات ومناقشة النتائج:

يعرض هذا القسم نتائج تقدير معادلة الانحدار باستخدام Pooled & Panel Data Analysis الذي يمكن تقديره باستخدام أثر الأسلوب الثابت (Fixed Effect Model) وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model). لكن تحليل النتائج سيقصر فقط على الأسلوب الذي دلّت نتائج (Hausman Test) و (Lagrange Multiplier Test (LM)) على أنه أفضل أسلوب يتلاءم وبيانات الدراسة ويعطي نتائج تقدير لمعاملات الدراسة أكثر فعالية وكفاءة. وعلاوة على ذلك، فإنه يعرض نتائج التحليل الوصفي وتحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة.

2.6 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (1) الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، وأدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة

بمتغيرات نموذج الدراسة، ومن خلاله يتبين أن:

الجدول 1: نتائج التحليل الوصفي لمغيرات الدراسة

Variables	Mean	Std.Div	Min	Max
ΔK	1.143	1.601	0	29.787
LEV	0.327	0.350	0	3.413
CF	5.512	2.161	-3.130	9.002
LIQ	3.006	8.432	0.003	156.776
PRF	-0.002	0.129	-1	0.852
SIZ	16.047	1.693	9.739	20.512
GTH	0.812	0.767	0	3.954

Observations (n) = 390.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Stata11.

(ΔK): التغير في صافي قيمة الموجودات الثابتة للشركة i خلال الفترة t . (LEV): الرافعة المالية للشركة i خلال الفترة t . (CF): التدفقات النقدية للشركة i خلال الفترة t . (LIQ): السيولة للشركة i خلال الفترة t . (PRF): الربحية للشركة i خلال الفترة t . (SIZ): حجم الشركة i خلال الفترة t . (GTH): Tobin's q للشركة i خلال الفترة t .

- بلغ متوسط التغير في صافي الموجودات الثابتة (ΔK) حوالي 1.143 وبانحراف معياري قدره 1.601، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 0 كحد أدنى و 29.878 كحد أقصى، وهذا يشير إلى أن هناك تفاوت كبير في استثمارات الشركات الصناعية الأردنية، ويمكن تفسير ذلك باختلاف حجم صافي الموجودات الثابتة، وكذلك اختلاف حجم الموجودات من شركة إلى أخرى. وقد يكون أيضا بسبب الإهلاك أو تصفية الاستثمارات.

- متوسط قيمة الرافعة المالية (LEV) بلغ 0.327، وبانحراف معياري يقدر ب 0.350، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 0 كحد أدنى و 3.413 كحد أعلى. ويشير متوسط القيمة إلى أن الشركات الأردنية الصناعية لا تتمتع بقدرة عالية على الاستدانة، حيث أن ما يقارب 32% فقط من الشركات تعتمد في تمويل استثماراتها على الديون، ويرجع ذلك أساساً إلى غياب سوق السندات، بالإضافة إلى سياسة الائتمان المحافظة التي تتبناها البنوك الأردنية. ومع ذلك، فإن القيم الدنيا والقصوى تشير إلى التفاوت الكبير في قيمة الرافعة المالية الذي يمكن أن يُعزى إلى تأثير الحجم، حيث تكون الشركات الكبيرة أقل عرضة لخطر الإفلاس،

وبالتالي؛ بإمكانها الاستفادة من عملية الرفع المالي بتكاليف منخفضة، على عكس الشركات الصغيرة التي تكون مقيدة مالياً.

- أما بالنسبة لمتوسط قيمة التدفق النقدي (CF) للشركات عينة الدراسة فقد بلغ 5.512 وانحراف معياري يقدر ب 2.161، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 3.130- كحد أدنى و 9.002 كحد أقصى، وهذا يبين بوضوح التفاوت الكبير في قيمة الأرباح المحققة من العمليات والضرائب والاستهلاكات من شركة إلى أخرى.

- بلغ متوسط قيمة السيولة (LIQ) 3.006 وانحراف معياري 8.432، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 0.003 كحد أدنى و 156.776 كحد أقصى، وهذا دليل على أن الشركات الأردنية قادرة على تغطية التزاماتها القصيرة الأجل بوجوداتها القصيرة الأجل.

- أما بالنسبة لمتوسط قيمة الربحية (PRF) فقد بلغ -0.002، وانحراف معياري 129.0، ولقد تراوحت هذه النسبة بين -1 و 0.852 وهذا يشير إلى أن هناك تفاوت في ربحية الشركات الأردنية (عينة الدراسة)، ويمكن تفسير ذلك باختلاف حجم الأرباح قبل الضرائب، وكذلك اختلاف حجم الموجودات من شركة إلى أخرى

- بلغ متوسط قيمة حجم الشركات الأردنية الصناعية (SIZ) 16.046، وانحراف معياري 1.693. ولقد تراوحت هذه النسبة بين 9.937 كحد أدنى و 20.512 كحد أقصى، حيث أن هناك تبايناً كبيراً في الحجم من شركة إلى أخرى نتيجة الفرق بين حجم مبيعات الشركات.

- أما فيما يتعلق بمتوسط قيمة نمو موجودات الشركات الأردنية (GTH) فقد بلغ 812.0، وانحراف معياري 0.767، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 0 كحد أدنى و 3.954 كحد أقصى.

3.6 مشاكل نموذج الدراسة وطرق علاجها

من المحتمل أن تكون المتغيرات المستقلة أو التفسيرية لنموذج الدراسة مترابطة فيما بينها ما يؤدي إلى ظهور مشكلة الارتباط المتعدد الذي يجعل من تقدير واختبار الفرضيات حول التأثير الفردي في معاملات الانحدار غير ممكنة (Gujarati, 2003) ذلك أن الارتباط المتعدد يجعل معاملات الانحدار غير معرفة

أو غير مستقرة والأخطاء المعيارية للمعاملات ضخمة، مما يجعل هذه المعاملات لا تختلف بشكل كبير عن الصفر. أضف إلى ذلك أنه قد يتم إسقاط المتغيرات من الانحدار ليس لأنها لا تؤثر ولكن لأن العينة غير كافية لعزل تأثير المتغيرات على وجه التحديد، أو بعبارة أخرى يصبح من الصعب تحديد الآثار المنفصلة للمتغيرات. ويهدف تقييم مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) في الدراسة الحالية تم الاعتماد على اختبار Variance Inflation Factor (VIF)، الذي يبين الدرجة التي يفسر بها كل متغير مستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى، وكقاعدة عامة إذا كان $VIF > 10$ فهذا يشير إلى وجود ارتباط متعدد (Gujarati, 2003, P57). وقد دلت نتائج اختبار (VIF) لكل المتغيرات التي شملتها الدراسة على غياب مشكلة (Multicollinearity)، حيث كان متوسط VIF في نموذج الدراسة أقل من 10.

4.6 نتائج تحليل الانحدار المشترك

يستعرض هذا الجزء نتائج تحليل الانحدار المشترك لنموذج الدراسة وذلك باستخدام نموذج Pooled OLS، أسلوب الأثر الثابت (FEM)، وأسلوب الأثر العشوائي (REM)، وهي النماذج القياسية التي يمكن بها تحليل البيانات من نوع Panel data، وقد استخدمت الباحثة كلاً من اختبار (Hausman) واختبار (Lagrange Multiplier (LM)) لاختيار النموذج الأفضل لتحليل النتائج.

5.6 نتائج تحليل نموذج الدراسة

يهدف اختبار العلاقة بين قرار الاستثمار والرافعة المالية، يستعرض الجدول رقم (2) نتائج تحليل نموذج الدراسة. ودلت النتائج بأن التحليل باستخدام Panel Data Analysis أفضل من Pooled Data Analysis، ودلت على ذلك نتائج Lagrange Multiplier فقد وجد أن Chi^2 ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% مما يؤكد رفض فرضية العدم في أن التباين المقطعي (Cross-Sectional Variance) يساوي الصفر، مما يدل على وجود أثر للعوامل الفردية وعامل الزمن (Individual & Time Specific Effects) الأمر الذي يجعل استخدام Panel Data

Analysis ضرورياً للحصول على تقدير فعال وكفؤ لمعاملات الدراسة، كما ودلت نتائج (Hausman Test) أن نموذج الأثر الثابت (FEM) أفضل من نموذج الأثر العشوائي (REM) لتقدير معاملات الدراسة. ويوضح النموذج تباين 52.6% في المتغير التابع، وهذا يفسر القوة التفسيرية للنموذج. كما أن قيمة F-value كبيرة، وبالتالي فتنتائج النموذج مناسبة وقابلة للتعميم.

الجدول 2: نتائج تحليل نموذج الدراسة

Variables	Panel data FEM	
	Coefficient	Prob
Constant	3.214	0.004*
LEV	-0.391	0.000*
CF	0.458	0.001*
LIQ	0.107	0.046**
PRF	1.591	0.000*
SIZ	0.011	0.032**
GTH	-1.584	0.131
R ²	0.526	0.000*
F-statistic	49.80	0.000*
Observations(n)	390	
Hausman test	Chi ² statistic = 23.00	Prob chi ² = 0.007*
LM test	Chi ² (1) = 20.15	Prob > chi ² = 0.000*

***, **, * معنوي إحصائياً عند مستوى 1%، 5% و 10%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Stata11.

بالاعتماد على نتائج تحليل نموذج الدراسة الواردة في الجدول رقم (2) يتضح ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية (LEV) وقرار الاستثمار، وتظهر هذه العلاقة السلبية بسبب مشكلة الوكالة بين المساهمين والدائنين؛ فهناك احتمال أن يتخلى المديرين عن المشاريع ذات القيم الحالية الموجبة (بافتراض أن الإدارة تعمل لصالح المساهمين) بسبب عبء الديون، حيث أنه ونظراً لزيادة الاستدانة، فإن الشركات تميل إلى الاحتفاظ بأكبر قدر من الاحتياطات النقدية لتجنب مخاطر الإفلاس. وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليها دراسات (Aviazian et al. 2005; Odit & Chittoo, 2008; Singhania & Seth, 2010).

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية (CF) والاستثمار في الشركات الصناعية الأردنية، ويمكن تفسير ذلك من خلال نظرية التدفق النقدي الحر "free cash flow hypothesis" (Jensen, 1986) ومع وجود قيود التمويل التي تنشأ عن عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين الخارجيين، بحجة تبني نظرية التدرج في التمويل، حيث يميل المديرون في الشركات التي تولد تدفقات نقدية حرة مرتفعة القيمة إلى إنفاقها في مشاريع ذات قيمة حالية سالبة (غير مجدية اقتصادياً)، وعليه، فالتدفق النقدي له تأثير قوي على الإنفاق الاستثماري. وتتوافق هذه النتيجة أيضاً مع نتائج دراسة (Franklin & Mouthsamy, 2011)، حيث أشارا إلى أن التدفقات النقدية تلعب دوراً إيجابياً في تحديد القرارات الاستثمارية.

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين السيولة (LIQ) والاستثمار، حيث أن توفر السيولة قد يؤدي إلى إمكانية الاستفادة من الفرص المتاحة للاستثمار، فالسيولة العالية تجعل الشركة جذابة للمستثمرين. وتتوافق هذه النتيجة مع دراسات (Singhania & Seth, 2010; Franklin & Mouthsamy, 2011)

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الربحية (PRF) والاستثمار في الشركات الصناعية عينة الدراسة، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات الأكثر ربحية تستثمر أكثر لأنها تفضل اللجوء إلى مصادر التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) لتمويل استثماراتها وذلك وفقاً لنظرية التدرج في مصادر التمويل (Pecking-Order Theory) بأنه، كلما زادت ربحية الشركة، كلما قل اعتمادها على مصادر التمويل الخارجية والمتمثلة بالاقتراض وإصدار الأسهم العادية الجديدة، وذلك لتوفر التمويل الداخلي الكافي لتنفيذ المشاريع الاستثمارية والمتمثل بالأرباح المحتجزة. نفس النتائج توصلت إليها دراسات (Singhania and Seth, 2010; Bao, 2010).

- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة (SIZ) والاستثمار، فالشركات صغيرة الحجم تتحجب تكلفة أكبر من الشركات الكبيرة في حالة اتجاهها للإقتراض طويل الأجل. والسبب في ذلك يرجع إلى عدم تماثل المعلومات في الشركات الصغيرة، وخاصة المعلومات التي يحتاجها المقرضون والموردون، وتزداد

هذه التكلفة في حالة الإلتزام لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تتجه هذه الشركات للإقتراض قصير الأجل، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة والتصفية، عندها تتعرض للمشاكل المالية وارتفاع عنصر المخاطرة. على عكس ذلك، نجد أنه كلما زاد حجم الشركة تصبح أكثر تنوعاً وأقل تذبذباً بعوائدها السنوية، مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بها، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة مديونية مرتفعة لتمويل استثماراتها أكثر من الشركات الصغيرة. تتفق هذه النتيجة من نتائج دراسة (Li Jiming et al., 2010)

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو في موجودات الشركات الصناعية الأردنية مقاساً ب Tobin's q وقرار الاستثمار.

7. الخاتمة

أجريت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (2010-2016)، بهدف معرفة أثر الرفعة المالية على قرارات الاستثمار. وقد جاءت نتائج الدراسة تدعم فرضية نقص الاستثمار؛ التي تنص على أن الرفع المالي يضغط على المديرين الماليين لتقليل الاستثمار بسبب مشاكل الوكالة لأنهم لا يحققون أرباحاً شخصية من هذه الاستثمارات. حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي وقرار الاستثمار في الشركات عينة الدراسة، مما يشير إلى أن الشركات ذات الرفع المالي المرتفع تستثمر أقل. في حيث تتعارض هذه النتائج مع نظرية الالعلاقة لهيكل رأس المال، ونظرية فيشر للفصل، ونظرية الاستثمار التي تعتبر أن الاستثمار قرار مستقل. ويمكن أن تُعزى العلاقة السلبية بين الرفع المالي وقرار الاستثمار إلى كون أسواق رأس المال غير ناضجة في البلدان النامية، لذلك تعتمد الشركات على التدفقات النقدية والربحية للقيام بالمزيد من الاستثمارات.

كما توصلت الدراسة إلى أن السيولة والتدفقات النقدية وحجم الشركة والربحية لها تأثير إيجابي على الاستثمار، حيث يتم اتخاذ هذه العوامل بعين الاعتبار من قبل الشركات عند اتخاذ القرارات الاستثمارية. وتحافظ الشركات على مستوى ملائم من السيولة. كما تؤثر التدفقات النقدية على قرار الاستثمار وتعتبر مصدراً أرخص للتمويل الداخلي، وهذا يتوافق مع النتائج التي توصلت إليها نظرية التدرج في مصادر

التمويل. كما تبين أن الشركات الأكبر حجماً تستثمر أكثر من الشركات الأصغر حجماً، كما أن مستوى الربحية الأعلى يحقق مستوى أعلى من الاستثمار حيث يؤدي إلى تمويل أرخص.

وتؤكد الدراسة على الدور الذي يلعبه هيكل التمويل في اتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ ينبغي على المديرين أن يستفيدوا من الأموال المتاحة على نحو ملائم بهدف الحفاظ على البقاء والنمو والاستمرارية على المدى الطويل. كما توصي بضرورة تحفيز المديرين من قبل إدارة الشركة لتحسين أدائهم، وللحد من مشكلة نقص الاستثمار. ويمكن أيضاً فرض عقوبات على متخذي القرارات الاستثمارية الخاطئة في حالة فرضية الإفراط في الاستثمار. قد تأخذ الدراسات المستقبلية بعين الاعتبار عوامل أخرى مؤثرة في القرار الاستثماري، بما في ذلك أدوات الاقتصاد الكلي مثل أسعار الفائدة والسياسة النقدية، واستكشاف منهجيات مختلفة مثل تطبيق نموذج المعادلات الآتية (Simultaneous Equation Model) للتعرف على الأثر المتبادل بين الرافعة المالية وقرار الاستثمار، أو توسيع نطاق الدراسة لتشمل صناعات وبلدان أكثر.

8. قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

أمين السيد أحمد لطفي. (2006). تقييم المشروعات باستخدام مونت كارلو للمحاكاة. الأسكندرية: الدار الجامعية.

جميل حسن النجار. (2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، 281-318.

دريد كامل آل شبيب. (2010). إدارة مالية: الشركات المتقدمة. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

صادق راشد الشمري. (2014). إدارة العمليات المصرفية-مداخل وتطبيقات. عمان: دار اليازوري للنشر والتوزيع.

عبد الحليم كراجة، علي رابعة، ياسر السكرتن، موسى مطر، يوسف توفيق عبد الرحيم. (2006). الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات). عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

عبد الغفار حنفي. (2002). أساسيات التمويل والإدارة المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.

عبد الوهاب دادن. (2006). تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل التمويلي: الإسهامات النظرية الأساسية. مجلة الباحث، 114-107.

محمد شاهين. (2017). هيكل التمويل وأثره على أداء الشركات. دار حميثرا للنشر والترجمة.

معراج هواري. (2013). القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية. عمان: دار كنوز المعرفة العلمية.

منير إبراهيم هندي. (2008). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. الإسكندرية، المكتب العربي الحديث.

المراجع باللغة الأجنبية:

Bao, H. (2010). A study on leverage and firm investment: Chinese evidence, . *Journal of Business*, 24-39.

Barclay, M. L. (2003). The joint determination of leverage and maturity. *Journal of Corporate Finance*, 149-167.

Dan Dhaliwal, S. H. (2006). Taxes, Leverage, and the Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, 691-723.

Eugene F Fama, K. R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance*, 843-819.

Franklin. J., & M. (2011). Impact of leverage on firms Investment decision. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 1-16.

Gujarati, D. N. (2003). *Essentials of Econometrics*. USA: McGraw-Hill Irwin.

Guney, Y. A. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational Financial Management*, 45-60.

Li Jiming, S. C. (2010). The impact of debt financing on firm investment behavior: Evidence from China . *International Journal of Digital Content Technology and its Applications*, 17-26.

- McMenamin, J. (2005). *Financial Management: An Introduction*. USA: Routledge.
- Odit Mohun Prasadsing, C. H. (2008). Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? *Journal of Business Case Studies*, 49-60.
- Piger, P. (2011). *Décision d'investissement Incertitude et information*. Paris: Ed Economica.
- Singhania, M. a. (2010). Financial leverage and investment opportunities in India: An empirical study. *International Research Journal of Finance and Economics*, 215-226.
- Varouj Aivazian A, G. Y. (2005). The impact of leverage on firm investment. *Journal of Corporate Finance*, 277-291.
- Whited, T. (1992). Debt, liquidity constraints and corporate investment: Evidence from panel data. *Journal of Finance*, 1425-1460.
- Zurigat, Z. (2009). *Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan, Submitted for the degree of Doctor of Philosophy*. UK: Heriot-Watt University.

التقارير السنوية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان:

https://www.ase.com.jo/ar/history?history_category=64 •