

تأثير الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية للمنشأة "دراسة تطبيقية"

د/ محمد سمير محمد المتولي

مدرس إدارة الأعمال

المعهد العالي للدارسات التعاونية والإدارية

dr_mohamed_samir88@yahoo.com

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف تأثير الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه. وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات ربع سنوية لـ ١٣ شركة مدرجة في البورصة المصرية على مدار الفترة الزمنية من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٩، وتم تحليل البيانات باستخدام "بيانات البانل" (Panel Data)، ونموذج العزوم المعممة (GMM). وقد توصلت الدراسة إلى أن: (١) معامل الرافعة المالية له تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على قيمة المنشأة في قطاع السياحة والترفيه، إذ أن قيمة الشركة تزداد مع وجود الرافعة المالية. (٢) في ضوء وجود معامل "بيتا"، والأصول الملموسة، والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية وجد أن المعلمات المقدرة للرافعة المالية الكلية، الرافعة المالية قصيرة الأجل لها تأثير طردي وذو دلالة معنوية، وعلى الجانب الآخر كانت الرافعة المالية طويلة الأجل لها تأثير طردي، ولكنه غير معنوي. (٣) اختلاف آجال استحقاق الديون له تأثير مختلف على القيمة السوقية للمنشأة، حيث تؤثر الديون قصيرة الأجل تأثيراً أكبر من تأثير الديون طويلة الأجل على قيمة المنشأة. وتعتبر هذه النتائج ذات أهمية للقائمين على إدارة شركات السياحة والترفيه، حيث تمكنهم من إعادة تقييم هيكل تمويلها، وزيادة ربحيتها، ومن ثم زيادة قيمتها السوقية.

الكلمات الدالة: الرافعة المالية قصيرة الأجل، الرافعة المالية طويلة الأجل، رافعة مالية، الربحية، مؤشر "توبين كيو".

*The effect of financial leverage and profitability on the
firm market value*

"Applied study"

Dr. Mohamed Samir Mohamed El-Metwally

The Higher Institute for Cooperative and Administrative Studies

Abstract:

This study aims to explore the impact of financial Leverage and profitability on the market value of Tourism and Leisure companies. This study relied on quarterly data for 13 companies listed on the Egyptian Stock Exchange over the period from 2014 to 2019. The data analyzed using Panel Data, as well as the Generalized Momentum Model (GMM). The study found that:

1. The coefficient for financial Leverage is positive and significant in tourism & Leisure sector. The value of the company increases with the presence of financial Leverage.
2. In the light of the presence of the coefficient "beta", tangible assets, and size as additional explanatory variables, it was found that the estimated parameters of total financial Leverage, short-term financial Leverage have a positive and significant effect. On the other hand, the long-term Leverage had a positive, but not significant, effect.
3. The different maturities of debts have a different effect on the market value of the enterprise, as short-term debts have a

greater impact than the effect of long-term debts on the value of the enterprise. These results are of great importance to those managing tourism and leisure companies, as they enable them to re-evaluate their financing structures, increase their profitability, and thus increase their market values.

Keywords: Short Financial Leverage, Long Financial Leverage, Financial Leverage, Tobin's q.

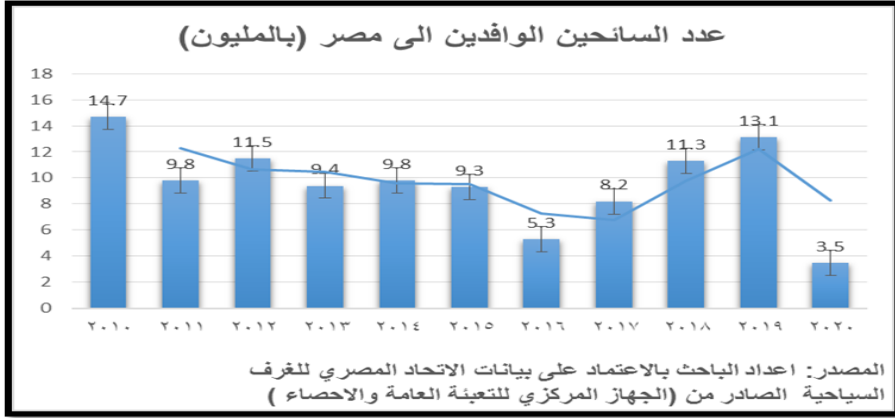
أولاً: مقدمة:

يشهد الاقتصاد المصري حركة تطور ملحوظة في مجال الاستثمار والتمويل ويؤثر هذا التطور بشكل إيجابي على التوسع في عمليات وأنشطة الشركات المصرية للسياحة والترفيه. لذلك تتطلب هذه الشركات موارد مالية لتمويل عملياتها وأنشطتها التوسيعية، وبالتالي فإن قرار التمويل أو الرافعة المالية يعتبر قراراً إدارياً هاماً، لأنه يؤثر على ثروة المساهمين. بمعنى آخر، أنه قرار يحدد قيمة الشركة، ولهذا السبب يسعى المدبرون للحفاظ على الرافعة المالية التي تزيد من قدرة المساهمين على تعظيم قيمة شركتهم مع تقليل المخاطر المالية والتجارية للشركة. وعليه، فإن قرار التمويل الذي يهتم به المدير هو تحديد أفضل رافعة مالية وأفضل مزيج تمويلي لشركته (AI- Nsour & Jresat, 2018).

ويشير هيكل التمويل إلى البدائل المختلفة التي تستخدمها الشركات لتمويل رأس مالها (Saleem, et al., 2013)، حيث تسعى هذه الشركات جاهدة للحفاظ على هيكل التمويل الأمثل من خلال المقايضة بين التكاليف والمنافع بدرجات متفاوتة من أجل تعظيم قيمة الشركة (Cheng et al., 2010)، لذلك تعتبر القيمة السوقية للشركة في غاية الأهمية (AI-Nsour and Jresat.,2018)، إذ أن زيادة سعر السهم الخاص بالشركة في السوق، يعكس ضمناً قرار الاستثمار وقرار التمويل (Antwi, et al., 2012)، سيؤدي ذلك إلى تعظيم القيمة السوقية، والتي ستزيد بدورها من رفاهية المساهمين وحملة الأسهم.

وجدير بالذكر أن قيمة الشركة تتأثر بالعديد من العوامل الهامة من بينها الربحية، فرص النمو، الحجم، وهيكل التمويل، حيث تظهر الربحية قدرة الشركة على جني الأرباح خلال فترة معينة، لذلك تعتبر الربحية مؤشر أداء ذو أهمية كبيرة لأنه يعكس نشاط الشركة وكفاءة الإدارة وذلك بهدف تعظيم القيمة السوقية للشركة، وهو من الأهداف الأساسية للشركة (Dang & Do., 2021).

بناءً على التقرير السنوي الصادر من الاتحاد المصري للغرف السياحية لعام ٢٠٢٠/٢٠٢١، تبين أن حركة السياحة المصرية متذبذبة بشكل كبير مما ينعكس ذلك على القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه، فيعد تسجيل ارتفاع في عدد السائحين، عام ٢٠١٠ (عام الذروة) حيث وصل عددهم نحو ١٤.٧ مليون سائح محققة بذلك إيرادات بلغت نحو ١٢.٥٣ مليار دولار، انخفض هذا العدد بعد اندلاع ثورة ٢٥ يناير ليصل إلى ٩.٨ مليون سائح فقط. وفي عام ٢٠١١ بدأ التعافي تدريجياً في حجم الحركة السياحية الوافدة لمصر منذ عام ٢٠١٢ بعد توافد ١١.٥ مليون سائح، لتتخفف الحركة مرة أخرى في ٢٠١٣ بعد وصول ٩.٤ مليون سائح، وهكذا تراوحت الحركة السياحية بين الارتفاع والانخفاض على مدى الفترة الزمنية من ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠٢٠ (راجع شكل رقم ١)، حيث واصلت السياحة المصرية نجاحاتها خلال شهري يناير وفبراير إلا أنه في شهر مارس تفشت جائحة فيروس كورونا في العالم وما تبعها من اتخاذ معظم دول العالم من إجراءات تعليق حركة الطيران الدولي لتتوقف الحركة السياحية تماماً في البلاد مما أدى إلى هبوط معدلات الحركة السياحية إلى مستويات غير مسبوقة في تاريخ القطاع السياحي المصري كما يوضحه الشكل التالي:



ولا شك أن تذبذب عدد السائحين يكون له تأثيراً سلبياً على شركات السياحة والترفيه التي تستعين بالدين لزيادة عوائدها، وهو ما يؤثر بالطبع على قيم هذه الشركات (Maksum & Sirojuzilam., 2018). وعليه، فإن الدراسة الحالية تسعى إلى معرفة مدى تأثير استخدام الدين (الرافعة المالية) والربحية على القيمة السوقية لشركات قطاع السياحة والترفيه المتداول بالبورصة المصرية لما له من تأثير قوي على الاقتصاد المصري.

ثانياً: الإطار الفكري:

١/٢: مفهوم هيكل التمويل.

باستقراء العديد من الأدبيات حول مفهوم هيكل التمويل لوحظ أنه لا يوجد إجماع حول تعريف هيكل التمويل وأن غالبية الدراسات قد ركزت على أن هيكل التمويل هو عبارة عن نسبة الديون إلى حقوق الملكية (Myers, 2001; Ardalan, 2017; Jerzemowska, 2018; Ripamonti, 2020; Setiyawati, 2021). ويرى (udrajat, 2020) أن هيكل التمويل غالباً ما يطلق عليه اسم الرافعة المالية، ويستخدم في تقدير مدى فعالية الشركة لاستخدام ديون الشركة، ومن خلال الرافعة المالية لن تجني الأرباح فقط، بل قد تكون أداة تسبب خسائر للشركة ومخاطر على المساهمين وبالتالي تؤثر عوائد الأسهم (سلمى، ٢٠١٩)، بينما يفرق (Drobtz &

(fix., 2003) بين أنه يمكن التعبير عن هيكل التمويل على أنه نسبة إجمالي الديون وتعتبر الأكثر استخداما.

على الرغم من اختلاف الدراسات السابقة حول مداخل هيكل التمويل، إلا أنه في ظل وجود المداخل المختلفة يجب التفرقة بين مصطلح هيكل التمويل Financing Structure و مصطلح هيكل رأس المال Capital Structure ، حيث يشير مصطلح هيكل التمويل Financing Structure إلى جميع مصادر التمويل سواء كان التمويل بالملكية أو بالمدىونية وتتمثل في مصدر طويل الأجل أو متوسط الأجل أو قصير الأجل وهو بذلك يختلف عن مصطلح هيكل رأس المال Capital Structure الذى يتعلق فقط بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالأسهم العادية والأرباح المحتجزة والديون طويلة الأجل، إذ أن هيكل رأس مال الشركة هو جزء من هيكلها المالي (Michalak., 2015).

الجدير بالذكر أن طرق قياس هيكل التمويل ليست على نفس الدرجة من الاتفاق والقبول (فاطمة، ٢٠٢٠). فمثلا، نجد أن أموال المدىونية تحظى بتعريف أكثر قبولا من مصادر أخرى مثل الأرباح المحتجزة، التي مازالت حتى الآن موضع خلاف بين الباحثين، وخاصة إذا كان يتم تحليل هيكل التمويل من منظور إجمالي التزامات الشركة ويسمى أيضا بهيكل مصادر التمويل المستخدمة في تمويل عمليات الشركة وبالتالي يتم استخدام المقاييس التالية: نسبة الرافعة المالية، نسبة الرافعة المالية قصيرة الأجل، نسبة الرافعة طويلة الأجل (Gajdka, 2002; Chen & Chen 2015; Jiahui; 2015). أما من منظور العلاقة بين حقوق الملكية ورأس المال المقترض في فترة أكثر من عام فإنه يتم التعبير عنه بنسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (Pomykalska & Pomykalski, 2017; kruk,2021).

أما إذا كان هيكل التمويل يعكس حقوق الملكية والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل باستثناء التزامات الموردين والتزامات الضريبة والمكافآت فإنه يمكن قياس نسبة تحمل الفائدة من الالتزامات طويلة الأجل وقصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (Gostkowska & Drzewicka, 2014;kruk,2021)

ومن جانب آخر، فقد قامت دراسة Al- (Abor & Biekpe, 2009 ; tanni, 2013) بقياس هيكل التمويل من خلال نسبة الرافعة المالية الكلية ونسبة الرافعة المالية قصيرة الأجل والرافعة المالية طويلة الأجل وذلك بهدف التعرف على اثر هيكل التمويل وفقا لأجل الديون. والجدير بالذكر أن الدراسة الحالية سوف تعتمد في قياسها لهيكل التمويل على هذا المنهج، حيث يعتمد الباحث على ثلاث مقاييس هي: الرافعة المالية الكلية، الرافعة المالية قصيرة الأجل، الرافعة المالية طويلة الأجل، وذلك لأهمية هذه النسب وتأثيرها على قيمة المنشأة (Alipour et al, 2015)

٢/٢: نظريات هيكل التمويل.

شهدت النظرية المالية الحديثة تطوراً بفضل العالمين مودجلياني وميلر إذ تحولت من نظرية معيارية (Normative Theory) تحدد ما يجب أن يكون إلى نظرية إيجابية (Positive Theory) تسعى إلى تفسير السلوك التمويلي للمنشأة في الواقع العملي. يرى (kruk, 2021) أنه أحد أهم مداخل نظريات هيكل التمويل هو النظر إلى سوق تنافسي تام الكفاءة Perfect Market أو غير تام للكفاءة Imperfect Market. تعتبر نظريات في السوق التنافسي كامل الكفاءة منطقية ومترابطة، ولكن الافتراضات التي تقوم عليها لا تعكس الواقع الاقتصادي.

فالنظريات التي تدعم السوق تام الكفاءة هي (نظرية صافي الدخل، نظرية صافي الدخل التشغيلي، نظرية مودجلياني وميلر، نظرية ميلر)، أما النظريات التي تدعم السوق غير كامل الكفاءة تتمثل في (نظرية المقايضة، نظرية تكلفة الإفلاس، نظرية عدم تماثل المعلومات، نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الإشارات، نظرية تكاليف الوكالة، نظرية المنافسة لسيطرة الشركات، نظرية الموقف في السوق للمنتجات وعوامل الإنتاج) .

وقد أشار كلا من (Dulinec , 2015 ; kruk, 2021) إلى أن النظريات الرئيسية لهيكل التمويل هي:

- نظرية المقايضة The Trade-off Theory
- نظرية الالتقاط التدريجي The Pecking Order Theory
- نظرية الإشارات The Signaling Theory
- نظرية توقيت السوق The Market Timing Theory

وتعتبر دراسة "مودجلياني وميلر" من الدراسات الرائدة في العلاقة بين هيكل التمويل وتكلفة رأس المال وقيمة المنشأة. والتي توصلت إلى أن حيادية تأثير تركيبة هيكل التمويل وأن استخدام أي مصدر من مصادر الأموال لا يؤثر على القيمة السوقية، أي أن الشركات المتماثلة في كل أوجه أنشطتها وتتأبين في هياكلها التمويلية تتساوي في القيمة السوقية. كما أشارت دراسة أخرى لنفس العالمين "مودجلياني وميلر" إلى أنه في ظل وجود ضرائب على أرباح المنشأة، فإن قيمة المنشأة المقترضة تفوق قيمة المنشأة الممولة بالكامل من أموال الملكية بمقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي.

وقد أجريت العديد من الدراسات بعد ذلك وغالبية هذه الدراسات توصلت إلى أن هيكل التمويل الأمثل للمنشأة يقوم على أساس المقايضة بين المنافع والتكاليف عند اتخاذ القرار المتعلق باستخدام الرافعة المالية، حيث تظهر منافع الرافعة المالية في الميزة الضريبية للاقتراض وتقوم على أساس أن جميع الفوائد على القروض المستخدمة في التمويل تعتمد كنفقات ضريبية تخصم قبل التوصل للربح الخاضع للضريبة. وعلى الوجه الآخر، فإن تكاليف استخدام الرافعة المالية في التمويل تتمثل في أولاً: عدم القدرة على خدمة الديون والتي تتمثل في عدم قدرة الشركة على سداد الفوائد في تاريخ استحقاقها مما يعرض الشركة لمخاطر الإفلاس من قبل المقترضين نتيجة عدم خدمة الدين، حيث أن الكثير من الباحثين قاموا بإسقاط فرض أن الديون خالية من المخاطر وبالتالي ظهرت تكلفة الإفلاس كأثر سلبي للاقتراض وبذلك تمت صياغة نظرية المقايضة (Trade – Off theory) والتي تقوم على فرض وجود معدل تمويل أمثل كنسبة مستهدفة عن طريق المقايضة بين الموفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس (Myers, 1984). ثانياً: تكاليف الوكالة المتعلقة بالمقرضين والمتمثلة في زيادة حد الرقابة والتحكم ببعض الأمور داخل الشركة، وهذا يؤدي إلى تقليل مرونة هيكل التمويل الحالي للمنظمة، حيث جاءت نظرية الوكالة (Agency

(Theory) لتفترض فرضية تماثل دالة الهدف لكل من المساهمين، الدائنين. حيث يقترح (Jensen & Meckling, 1976) تكلفة وكالة الديون، وأن هذه التكلفة تلعب دوراً هاماً في قرار التمويل، وعليه، فقد أصبح هيكل التمويل الأمثل يتحدد بتحقيق التوازن بين الوفر الضريبي للفوائد من جهة وبين تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة من جهة أخرى.

بعد ذلك ظهرت نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل (The Pecking Order Theory) والتي تفترض عدم وجود معدل تمويل أمثل كما في نظرية المقايضة المثلى، وإنما توصلت هذه النظرية إلى ضرورة التزام الشركات الراغبة في التمويل بترتيب هرمي لمصادر التمويل المتاحة أمامها، وتعتمد هذه النظرية على افتراض المعلومات غير متماثلة (Asymmetric Information) لتفسير هيكل التمويل لدى المستثمرين، حيث أن عدم تباين المعلومات بين الشركة ومصادر التمويل يؤدي إلى اختلاف في تكاليف التمويل، الأمر الذي يدفع المديرين إلى تفضيل واختيار مصادر التمويل الأقل حساسية لمصادر المعلومات، وذلك لأن تكاليف التمويل تزداد مع زيادة عدم تماثل المعلومات (قصي، ٢٠١٧).

تستند نظرية الإشارة (Signaling Theory) على افتراض أن المعلومات التي يتلقاها كل طرف ليست هي نفسها. بمعنى آخر، ترتبط نظرية الإشارة بعدم تماثل المعلومات، وهو ما يحدث إذا كان لدى أحد الأطراف معلومات أكثر وأفضل من الطرف الآخر، من جهة أخرى إذا كانت المعلومات تتضمن على إشارات، فمن المتوقع أن يتفاعل السوق بصورة تؤدي إلى تغير في أسعار الأسهم استجابة لرد فعل السوق في وقت الإعلان عن المعلومات، ويتم تحليل البيانات كإشارة جيدة أو إشارة خاطئة، إذا كانت المعلومات المعلنة إشارة جيدة للأطراف الخارجية، فستكون هناك زيادة في أسعار الأسهم (Mahdaleta et al., 2016).

وفيما يتعلق بنظرية توقيت السوق (The Market Timing Theory) نجد أن هذه النظرية تعتمد على دراسة (Baker & Wurgler, 2002) التي أشارت إلى أنه يمكن تحديد هيكل التمويل الأمثل وتعظيم ثروة المساهمين من خلال اختيار مصدر

التمويل المناسب الذي يتفق مع توقيت الحاجة إلى التمويل، كما توصلت تلك الدراسة إلى وجود علاقة بين هيكل التمويل الحالي وأسعار الأسهم التاريخية حيث يمكن للمنشأة إصدار أسهم في ضوء تقييم السوق (عدلة & عبد الخالق، ٢٠١٤).

٣/٢: قيمة المنشأة وعلاقتها بهيكل التمويل.

تعتبر قيمة المنشأة مفهوماً هاماً للمستثمرين لأنها تعكس كيفية استيعاب المنشأة للسوق، هي عبارة عن الثمن الذي سيدفعه المستثمر عند بيع تلك المنشأة (Wira, 2021). حيث أن تعظيم القيمة السوقية لشركة بالتبعية يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين واستمرار استثماراتهم في تلك المنشأة. ويتم تحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك من خلال اتخاذ نوعين من القرارات هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل، حيث يشير قرار الاستثمار إلى إدارة الاستثمارات طويلة الأجل، التخطيط، التعرف على الفرص الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد ممكن للمنشأة، في حين يشير قرار التمويل أو هيكل التمويل إلى الاختيار الأمثل بين مزيج من مصادر التمويل الداخلية والخارجية لتمويل كافة الأنشطة الخاصة بالمنشأة بما يساعد على تعظيم قيمتها. تؤكد دراسة (Abdullah et al., 2015) أن هيكل التمويل أمراً هاماً يجب أن تنظر إليه المنشأة لأن هيكل التمويل السيئ أو الجيد سيكون له تأثير مباشر على المركز المالي للمنشأة مما سيؤثر في النهاية على قيمة المنشأة (Khan et al., 2013).

نظراً لأهمية قيمة المنشأة فقد قامت العديد من الدراسات بمحاولة تحسين دقة تقدير قيمة المنشأة التي يعتمد عليها المستثمرون لمعرفة القيمة السوقية للمنشأة، ويعتبر مؤشر "التوبين كيو" مؤشراً لكيفية إدارة المنشأة وتقييم أدائها السابق وتوقعات المنشأة في المستقبل. يرى (Putu et al., 2014) أن قياس قيمة المنشأة من خلال قائمة المركز المالي بالاعتماد على قيمة الأصول أو نسبة القيمة السوقية للأصول إلى قيمتها الدفترية، وعلى النقيض من ذلك، فقد قام (Maksum et al, 2018; Mathanike et al., 2015; Mohohlo, 2013) بتقدير قيمة المنشأة بالاعتماد على قائمة الدخل من خلال الأرباح، المبيعات وغيرها من المؤشرات مثل ربحية السهم ونسبة القيمة السوقية إلى ربحية السهم، كما أشارت دراسات

أخري مثل (LUU, 2021; Al-Nsour, 2019). إنه يمكن استخدام مؤشر "التوبين كيو" $Tobin's Q$ لأنه مقياس أكثر دقة ويعبر عن مدى فعالية الإدارة في استخدام الموارد الاقتصادية. غالباً ما يكون من الصعب تحديد ما إذا كان مقياس " $Tobin's Q$ " عالياً يعكس تفوق الإدارة أو فوائد التي يتم الحصول عليها من براءة اختراع. ويرى (Breatly & Myers, 2003) أن المنشأة ذات قيمة عالية لمؤشر " $Tobin's Q$ " عادة ما يكون لديها صورة قوية جداً للعلامة التجارية، في حين أن المنشأة ذات القيمة المنخفضة لمؤشر " $Tobin's Q$ " في الغالب ما تكون صغيرة أو تواجه منافسة محدودة.

وجدير بالذكر أن الباحث سوف يعتمد علي مؤشر " $Tobin's Q$ " في الدراسة الحالية، وذلك لأنه يعد من أكثر النماذج دقة في تقدير قيمة المنشأة في الإدارة المالية حيث يتم استخدامه في معرفة الفرص الاستثمارية، ودراسة العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة المنشأة، ودراسة العلاقة بين الأداء والأرباح والتمويل والتوزيعات النقدية، فضلاً عن اعتماده على عدد محدد من المتغيرات المطلوبة والتي يمكن الحصول عليها من التقارير المالية والبيانات السوقية المنشورة، كما أنه من أكثر النماذج قبولاً لسهولة تقدير قيمة المنشأة وتفسيرها (Ibrahim et al, 2020).

٤/٢: قيمة المنشأة وعلاقتها بالربحية.

يعتبر تحقيق الأرباح أو المنفعة للمستثمرين هي نتيجة للسياسات التي تتبعها الإدارة في الشركة، وتتمثل الربحية في قدرة الشركة على الحصول على ربح يأتي من المبيعات والأصول وحقوق الملكية. وهي تشير أيضاً إلى فعالية الإدارة على تحقيق عوائد تأتي من المبيعات والاستثمارات (Kontesa, 2015). وتؤثر الربحية المرتفعة على المرونة المالية للشركة، بحيث تكون الشركة قادرة على دفع توزيعات الأرباح والحصول على تصنيف إيجابي في سوق رأس المال (Manu, et al., 2019). وتوافر الربحية للمستثمر تعبر عن مدى كفاءة الشركة في إنفاق أموالها على أنشطتها التشغيلية لتحقيق أرباح أعلى، وتعكس الأرباح المرتفعة آفاق متميزة للشركات، مما يجذب المستثمرين لزيادة الطلب على أسهم الشركة. ويؤدي ارتفاع الطلب على حصة الشركة إلى زيادة قيمة

الشركة (Rahayu, et al.,2019). وقد توصل (Manu, et al.,2019; Najjar and Al-Najjar, 2017; Kontesa,2015) إلى أن للربحية تأثير إيجابي على قيمة الشركة. وأوضحت دراسة (Chen, et ai.,2010) أنه في الشركات ذات الربحية العالية من المرجح أن يكون لديها قيم أعلى.

ثالثاً: الدراسات السابقة:

يتناول الباحث فيما يلي مجموعة من الدراسات الهامة ذات الصلة بموضوع البحث، حيث يتم عرض هذه الدراسات على النحو التالي:

١/٣: الدراسات التي تناولت هيكل التمويل وتأثيره الإيجابي على قيمة المنشأة.

٢/٣: الدراسات التي تناولت هيكل التمويل وتأثيره السلبي على قيمة المنشأة.

٣/٣: الدراسات التي تناولت عدم وجود تأثير لهيكل التمويل على قيمة المنشأة.

وفيما يلي عرضاً لكل نوع من هذه الدراسات:

١/٣: الدراسات التي تناولت هيكل التمويل وتأثيره الإيجابي على قيمة المنشأة

١. دراسة (Chowdhury & Chowdhury., 2010): تختبر هذه الدراسة أثر هيكل التمويل على قيمة المنشأة في بنجلادش لمساعدة المديرين الماليين لتعظيم قيمة المنشأة، واعتمدت هذه الدراسة على ثمانية عوامل تمثلت في: الربحية، الحجم، هيكل الملكية، ونسبة استغلال الأصول، معدل النمو، السيول، مخاطر السوق، وهيكل التمويل وتم التعبير عنه بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول بغرض تحديد تأثير تلك الأبعاد على سعر السهم كاستعاضة عن قيمة المنشأة. وتمت هذه الدراسة على (٧٧) شركة من الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية في بنجلادش خلال الفترة من (١٩٩٩-٢٠٠٣). وقد توصلت إلى إمكانية تكوين مزيج أمثل من الديون وحقوق الملكية، كما أنه يمكن عن زيادة القيمة السوقية للمنشأة عن طريق تغيير تركيبة هيكل التمويل، كما تبين وجود علاقة طردية بين قيمة المنشأة وكل من الربحية ونسبة استغلال الأصول والسيولة. وأيضاً وجود علاقة عكسية بين قيمة المنشأة وكل من الحجم وهيكل التمويل ومعدل النمو وهيكل الملكية.

٢. دراسة (Maxwell&Kehinde., 2012): استهدفت هذه الدراسة تقديم دليل على أثر هيكل التمويل على قيمة الشركة في نيجيريا بالتطبيق على عينة مكونة من (١٢٤) شركة من الشركات المدرجة في البورصة النيجيرية والتي تعادل (٥٥%) من إجمالي عدد الشركات وتمت الدراسة خلال عام ٢٠٠٧، واعتمدت على متغيرين لقياس هيكل التمويل هم: حقوق الملكية والديون طويلة الأجل. وقد أظهرت نتائج الدراسة أنه في الاقتصاديات النامية مثل نيجيريا فإن حقوق الملكية كعنصر من عناصر هيكل التمويل ليس لها علاقة بقيمة المنشأة، إلا أن الديون طويلة الأجل تعتبر من المحددات الأساسية لقيمة المنشأة.
٣. دراسة (Hermuningsih., 2013): هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الربحية، النمو، وهيكل التمويل على قيمة الشركة. تم تطبيق نموذج المعادلة الهيكلية واستخدام تحليل المسار، على ١٥٠ شركة مدرجة في بورصة الأوراق المالية في إندونيسيا خلال الفترة من (٢٠٠٦ إلى ٢٠١٠). وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن الربحية والنمو وهيكل التمويل تؤثر بشكل إيجابي ذو دلالة معنوية على قيمة الشركة.
٤. دراسة (Kontesa., 2015): استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر هيكل التمويل والربحية، النمو على قيمة الشركة في إندونيسيا حيث أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٥٢) شركة من شركات التمويل الإسلامية في إندونيسيا، وذلك خلال الفترة من (٢٠٠٩-٢٠١٤). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية إيجابية لكل من هيكل التمويل والنمو والربحية على قيمة الشركة.
٥. دراسة (Ggarwal, & Padhan., 2017): بحثت في تأثير هيكل التمويل وجودة الشركة على قيمة الشركة وذلك لشركات الضيافة الهندية المدرجة في بورصة البحرين للأوراق المالية خلال فترة زمنية من ٢٠٠١ إلى ٢٠١٥، وقد تم قياس جودة الشركة من خلال مقياس Altman Z، كما تم قياس الرافعة المالية، الحجم، الربحية، الأصول الملموسة، النمو، السيولة، مع الأخذ في الاعتبار الناتج المحلي الإجمالي والتضخم لتأثيرهم على قيمة الشركة. وقد تم إجراء هذه الدراسة بالاعتماد على بيانات "البانل داتا" من خلال استخدام طريقة OLS باستخدام

نموذج التأثيرات العشوائية والتأثيرات الثابتة. وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة بين قيمة الشركة والرافعة المالية والسيولة والحجم والنمو الاقتصادي، وأثبتت الدراسة أن نظرية "مودجلياني وميلر" حول هيكل التمويل لا تنطبق على قطاع الضيافة الهندي، ومن الأهمية العملية لمالكي الفنادق إعادة تقييم هيكل التمويل لتحسين جودة الشركة والأداء السوقي للشركة.

٦. دراسة (محمد صابر، ٢٠١٧): هدفت الدراسة إلى معرفة أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة الشركة. وقد تم إجراء الدراسة على ٢٨ شركة من الشركات المتوسطة وصغيرة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية خلال الفترة الزمنية (٢٠١٠ إلى ٢٠١٥). وتمثلت المتغيرات المستقلة في الحجم، هيكل الأصول ونسبة استغلال الأصول، العمر، الربحية، معدل النمو، أداء السهم، السيولة، أما المتغيرات الوسيطة هيكل رأس المال المتمثل في نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، نسبة إجمالي الديون، وأخيراً تمثل المتغير التابع لقيمة المنشأة في التوبين كيو. وقد تم استخدام معاملات الارتباط، نموذج الانحدار المتدرج، وقد توصلت الدراسة إلى أن النسبة المستخدمة لقياس هيكل رأس المال بالإضافة إلى بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال المتمثل في هيكل الأصول، السيولة، نسبة استغلال الأصول تؤثر على قيمة الشركة.

٧. دراسة (Maksum & irojuzilam., 2018): هدفت إلى معرفة ما إذا كانت الربحية وحجم الشركة وملكية الشركة والنمو تؤثر على هيكل تمويل الشركة. العينة المستخدمة في هذا البحث هي شركات قطاع السياحة المدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة (٢٠٠٧-٢٠١٤). والتي لديها تقارير مالية منشورة في بورصة و يبلغ عدد الشركات ١٩ شركة. وقد تم تحليل البيانات التي تم جمعها باستخدام تحليل المسار، وتوصلت الدراسة إلى أن معدل العائد على حقوق الملكية وملكية المؤسسة ونمو الأصول ونسبة الديون تؤثر بشكل إيجابي على قيمة المؤسسة، كما توصلت أيضاً إلى أن حجم الشركة، يتبعه انخفاض في قيمة الشركة.

٢/٣: الدراسات التي تناولت هيكل التمويل وتأثيره السلبي على قيمة المنشأة.

١. دراسة: (Kausar, et al., 2014) استهدفت معرفة أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركة، وقد تمت الدراسة على عينة من (١٩٧) شركة مدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية في باكستان للفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١١، تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرة (OLS). وتمثلت المتغيرات التابعة في عائد السهم ومؤشر "توبين كيو" Tobin's Q، بينما تمثل المتغير المستقل في الرافعة المالية. وتظهر نتيجة هذه الدراسة، أن هيكل رأس المال له تأثير سلبي كبير على قيمة الشركة وفقاً لمؤشر عائد السهم. كما تبين أن هيكل رأس المال يقاس بالدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول وله تأثير سلبي معنوي على قيمة الشركات المقاسة بـ Tobin's Q. بينما للدين قصير الأجل إلى إجمالي الأصول تأثير سلبي ولكن غير معنوي على Tobin's Q.

٢. دراسة (Ishari, 2016): هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير الرافعة المالية على قيمة الشركة بالتطبيق على شركات التصنيع المدرجة في سوق الأوراق المالية في سريلانكا تم ذلك خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٥). واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار البسيط والارتباط لقياس متغيرات الدراسة. وقد تمثلت المتغيرات التابعة في العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، بينما تمثل المتغير المستقل في نسبة الدين إلى حقوق الملكية. وتشير نتائج الدراسة إلى وجود تأثير كبير بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية (D/E) والعائد على الأصول (ROA). وفقاً لمعامل الارتباط بيرسون. هناك علاقة سلبية ضعيفة بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والعائد على الأصول. كما تبين أيضاً أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والعائد على حقوق الملكية.

٣. دراسة: (Al-Nsour, 2019) حاولت معرفة تأثير هيكل رأس المال والربحية على قيمة الشركة. وقد اشتملت عينة الدراسة على (٤١) شركة صناعية من إجمالي (٦٣) شركة مدرجة في بورصة عمان، على مدى خمس سنوات من (٢٠١٤-٢٠١٨). وقد تم قياس هيكل رأس المال من خلال نسبة المديونية، ونسبة

الديون إلى حقوق الملكية، كما تم قياس الربحية من خلال معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية كمتغيرات مستقلة. وتم التعبير عن المتغير تابع بـ "Tobin's Q"، واستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لتحليل تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة، كما توصلت النتائج: إلى أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية لها تأثير على القيمة السوقية للشركة، ومعدل العائد على الأصول ذو تأثير معنوي سالب على القيمة السوقية للشركة. وقد توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد تأثير بين جميع المتغيرات المستقلة على قيمة الشركة.

٤. دراسة (Mai., 2020): بحثت في بيانات ٣٥ شركة من شركات التعبئة والتغليف والبلاستيك المدرجة ببورصة فيتنام خلال الفترة م(2018- 2012). وأظهرت النتائج أن هيكل رأس المال، الرافعة المالية الكلية الرافعة المالية قصيرة الأجل ذو تأثير سلبي على قيمة المنشأة (Tobin's Q). بينما كان للمتغيرات الرقابية المتمثلة في معدل العائد على الأصول وحجم الأصول له تأثير إيجابي على قيمة الشركة.

٥. دراسة (Dang & Do., 2021): هدفت الدراسة إلى معرفة ما إذا كان هيكل التمويل والعديد من العوامل لها تأثيرات كبيرة على قيمة الشركة في فيتنام. ولتحقيق هذا الهدف، حيث تم اختيار ٤٣٥ شركة غير مالية مدرجة في البورصة فيتنام في الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٩. تم اختيار أربع شركات صناعية من إجمالي عدد الشركات. وقد توصلت نتائج الدراسة باستخدام نموذج GMM نموذج العزوم المعممة، إلى أن هيكل التمويل والمتغيرات الرقابية لهما تأثير على قيمة الشركة، ولكن هذا التأثير مختلف عبر الصناعات المستخدمة في البحث. كما تبين أن هيكل التمويل له تأثيراً إيجابياً على قيمة الشركة في صناعة الأغذية والمشروبات وتأثيراً سلبياً في تجارة الجملة، التشييد والعقارات، بينما كان هناك تأثير ضعيف لهيكل التمويل على الصناعات الأخرى بصرف النظر عن حجم الشركة.

- ٣/٣: الدراسات التي تناولت عدم وجود تأثير لهيكل التمويل على قيمة المنشأة.
١. دراسة (Rajhans et al., 2013): تشير هذه الدراسة إلى محددات خلق القيمة للشركات على أساس القيمة السوقية في هذه الصناعات المختلفة. ومن خلال هذه الدراسة تم تحديد ١٦ شركة من ثلاثة قطاعات مختلفة وهي: السلع الاستهلاكية، تكنولوجيا المعلومات، صناعة السيارات المدرجة في بورصة بومباي للأوراق المالية من ٢٠٠٢ إلى ٢٠١١. وقد تم تحديد العوامل المختلفة وهي صافي المبيعات والأرباح والأصول الثابتة ونسبة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال باعتبار أن هذه المتغيرات المالية تؤثر على قيمة الشركة. وتتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة "مودجلياني وميلر" أن هيكل رأس المال لا يؤثر على قيمة الشركة، وأن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال له تأثير كبير على قيمة الشركة بالإضافة إلى العوامل الأخرى التي تم تحديدها في النموذج المقترح وهي الأصول الثابتة و صافي المبيعات والأرباح.
 ٢. دراسة (Asiri et al., 2014): استهدفت قياس وتفسير الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية للشركة بنسبة ربحية السهم، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وقد تم اختبار جميع الشركات في بورصة البحرين باستثناء الشركات المغلقة من ١٩٩٥ إلى ٢٠١٣ وتم استخدام جميع المؤشرات الأساسية في النسب المالية مثل الربحية والسيولة والكفاءة والمديونية. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن معدل العائد على الأصول هو الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية للشركة، ثم تأتي الرافعة المالية، ثم "بيتا"، بالإضافة إلى ذلك إجمالي الأصول، نسبة "التوبين كيو"، ونمو الأصول، وتختلف النتائج في الشركات كبيرة الحجم عن الشركات صغيرة الحجم، وتوصلت الدراسة إلى أن العامل المحدد الرئيسي لتفسير قيمة الشركة هو معدل العائد على الأصول.
 ٣. دراسة (Pandya, 2016): استهدفت قياس تأثير الرافعة المالية على القيمة السوقية المضافة، اشتملت الدراسة على عينة (١٩٧) شركة مدرجة في بورصة بومباي خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٤، وتم استخدام أسلوب الانحدار الخطي

البسيط والمتعدد، كما استخدمت الدراسة نسبة حقوق الملكية ونسبة تغطية الفوائد، ونسبة الديون إلى الأصول كمتغيرات مستقلة، وتم استخدام القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع. وقد توصلت الدراسة إلى أن نسبة تغطية الفوائد من أهم المؤشرات تأثيراً على القيمة السوقية المضافة، وأن نسبة حقوق الملكية ونسب الدين ليس لهما تأثير على قيمة الشركة.

تعليق الباحث على الدراسات السابقة وتحديد الفجوة البحثية:

١. باستعراض الدراسات السابقة وبالتحديد الدراسات المتعلقة بالمحور الأول تبين أن هيكل التمويل يؤثر بشكل إيجابي على قيمة المنشأة (Pandya, 2016; Asiri et al., 2014; Rajhans et al., 2013; Modigliani & Miller, 1958). بينما قد توصلت دراسات المحور الثاني أن هناك تأثيراً سلبياً على قيمة المنشأة (Maksum & irojuzilam., 2018; ggarwal & Padhan., 2017; Ishari., 2016; Kontesa., 2015; Maxwell & Kehinde., 2012) في حين أن دراسات المحور الثالث لم تبين وجود تأثير لهيكل التمويل على قيمة المنشأة (Do., 2021; Mai., 2020; Ishari., 2016)، وبالتالي فإن الباحث سوف يقوم بالكشف عن العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة المنشأة.

٢. وجود اختلاف في معظم الدراسات السابقة حول تقدير قيمة المنشأة (Mai., 2020; Pandya, 2016) وذلك يتطلب ضرورة دراسة تقدير قيمة المنشأة والتعرف على الطريقة الأكثر دقة لتقدير قيمة المنشأة.

٣. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة حول مقاييس هيكل التمويل (Al-Nsour, 2019; Pandya, 2016; Rajhans et al., 2013) وذلك يتطلب ضرورة دراسة مقاييس هيكل التمويل والتعرف على المقاييس الأكثر ملاءمة للتعبير عن هيكل التمويل في الشركات محل الدراسة وخاصة في البيئة المصرية.

٤. في ظل هذا الجدل لم تحظى هذه الجدلية بالاهتمام الواجب بجانب ذلك لم يتم اختبار تلك الجدلية في الدراسات العربية على شركات السياحة والترفيه في البيئة

المصرية، إلا أن الدراسة الحالية تقوم باختبار وتأثير الرافعة المالية والربحية في ظل وجود متغيرات تفسيرية أخرى على قيمة الشركة مثل الأصول الملموسة والحجم والمخاطرة.

رابعاً: مشكلة البحث:

تحاول العديد من الدراسات التي تم عرضها الإجابة على سؤالين أساسيين: السؤال (١): هل يمكن للشركة زيادة القيمة السوقية للأسهم العادية عن طريق استبدال الدين بحقوق الملكية في التمويل؟ لو تم ذلك. السؤال (٢): ما هي النسبة المثلى للرافعة المالية التي يجب على الشركة استخدامها في التمويل من أجل تعظيم القيمة السوقية للشركة؟ وبناءً على ذلك كيف تختار الشركة نسبة الدين وحقوق الملكية في هيكل التمويل الخاصة بها والتي لا تزال لغزا حتى الآن. حيث لم تجد العديد من الدراسات أي علاقة بين هيكل التمويل وقيمة الشركة (Ishari, 2020; Mai, 2021; Do, 2016), بالإضافة إلى أن العديد من الأبحاث الأخرى تؤيد أن هناك علاقة بين هيكل التمويل والربحية بقيمة الشركة (Ishari, 2018; Maksum & irojuzilam., 2014; Asiri et al., 2014), بكلمات أخرى، يرتبط هيكل التمويل بقيمة الشركة سواء كان بصورة إيجابية أو سلبية، ولا زال السؤال الرئيسي الذي طرحته هذه الأبحاث حول المزيج الأمثل لتركيب هيكل التمويل وتأثيره على قيمة الشركة محل جدل ونزاع كبيرين، وبالتالي تتمثل مشكلة البحث في السؤال التالي: ما هو تأثير الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية؟ ويتفرع من هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي درجة تأثير الرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية؟
- ما هي طبيعة العلاقة بين الرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية؟

- ما هو تأثير الرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية للشركة في ظل وجود معامل بيتا والأصول الملموسة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية؟
- ما هو تأثير الرافعة المالية القصيرة على القيمة السوقية للشركة في ظل وجود معامل بيتا والأصول الملموسة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية؟
- ما هو تأثير الرافعة المالية طويلة الأجل على القيمة السوقية للشركة في ظل وجود معامل بيتا والأصول الملموسة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية؟
- ما هو تأثير الربحية على القيمة السوقية للشركة في ظل وجود معامل بيتا والأصول الملموسة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية؟

خامساً: أهداف البحث:

يمكن استعراض أهم أهداف البحث على النحو التالي:

- يهدف هذا البحث إلى التعرف على تأثير الرافعة المالية على القيمة السوقية للشركة بالنسبة لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية.
- التعرف على العلاقة بين الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية للشركة بالنسبة لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية في ظل وجود متغيرات تفسيرية كالأصول الملموسة، المخاطرة، الحجم.
- تقديم توصيات لشركات السياحة والترفيه، تساعد علي تحسين هيكل التمويل، وزيادة الربحية مما ينعكس على تعظيم القيمة السوقية للشركة.

سادساً: أهمية البحث:

- ١- ترتبط أهمية البحث بأهمية موضوع تعظيم القيمة السوقية للشركة والتي يعتبر تعظيمها الهدف الرئيسي الذي تسعى إليه إدارة الشركة والمساهمين. وبالتالي تكمن أهمية البحث في التعرف على مدى تأثير الرافعة المالية والربحية على

القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه، وذلك لتمكين المديرين بصفة عامة والمديرين الماليين بصفة خاصة فيما يتعلق بكيفية تأثير المزيغ من الرفعة المالية على القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه ثم مساعداتهم في كيفية اختيار رافعة مالية مثلى من أجل تعظيم القيمة السوقية للشركة.

٢- إن تطور عدد السائحين الأجانب الوافدين يكون له تأثيره الإيجابي على إيرادات قطاع السياحة والترفيه في شكل زيادة إشغال الفنادق وعدد رحلات الركاب، وهو ما يمكنه أن يزيد من إيرادات الدولة وخلق فرص العمل وتطوير الأعمال وتحسين البنية التحتية. وكذلك التأثير على قطاعات النقل المختلفة (البري، البحري، والجوي) وبالتالي زيادة العملات الأجنبية للدولة، ومن ثم التأثير على قيمة شركات السياحة والترفيه التي تستعين بالدين لزيادة عوائدها (Maksum & Sirojuzilam., 2018).

سابعاً: فروض البحث:

- في ضوء كلاً من الفجوة البحثية والدراسات السابقة التي قام الباحث باستعراضها يمكن صياغة الفروض على النحو التالي:
- **الفرض الأول:** لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه موضع البحث.
 - **الفرض الثاني:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية الكلية والقيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه موضع البحث.
 - **الفرض الثالث:** لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية لشركات السياحة والترفيه موضع البحث.
 - **الفرض الرابع:** لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية قصيرة الأجل على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية لشركات السياحة والترفيه موضع البحث.

- **الفرض الخامس:** لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية طويلة الأجل على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية لشركات السياحة والترفيه موضع البحث.
 - **الفرض السادس:** لا يوجد تأثير معنوي للربحية على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية لشركات السياحة والترفيه موضع البحث.
- ثامناً: متغيرات الدراسة وطريقة قياسها:**

تبيين من خلال عرض الدراسات السابقة أن هناك العديد من المتغيرات الهامة ذات التأثير على القيمة السوقية للمنشأة، والجدول التالي يوضح هذه المتغيرات وكيفية قياسها.

رمز المتغير	المتغير	طريقة القياس	المصدر
In Depended Variables المتغيرات المستقلة			
TFL	الرافعة المالية الكلية	إجمالي الدينون/ إجمالي الأصول	(Antwi, et al.,2012; Ahmed Sheikh and Wang., 2013; Asiri, et al.,2014; Laz_ar., 2016; Rahman, et al .,2020)
TFL ²	مربع الرافعة المالية الكلية	مربع الرافعة المالية الكلية	
LFL	الرافعة المالية طويلة الأجل	الدينون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول	(Mateev,et al ., 2013; Handoo and Sharma.,2014)(Rahman, et al .,2020)
SFL	الرافعة المالية قصيرة الأجل	الدينون قصيرة الأجل/إجمالي الأصول	(Mateev,et al ., 2013; Ezeoha., 2008;Rahman, et al .,2020)
ROE	العائد على حق الملكية	صافي الربح/حق الملكية	(Cekrezi, 2013; Chandra, 2014; Al-Nsour, O. J. 2019)
Control Variables المتغيرات الرقابية			
TANG	الأصول الملموسة	صافي الأصول الثابتة/ الأصول التشغيلية	Ahmed et al .,2010; Alipour et al., 2015)
SIZE	الحجم	اللوجاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	(Ahmed Sheikh and Wang, 2013; Al-Nsour, O. J. 2019)
BETA	المخاطرة (بيتا)	مخاطر السوق يتم حسابها بمعدلة خط سوق الورقة المالية (SML)	(Asiri, et al.,2014)
Depended Variable المتغير التابع			
TQ	قيمة السوقية للشركة (التوبين كيو)	(القيمة السوقية للشركة + القيمة الدفترية لإجمالي الدينون) ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول	(Bae, et al.,2013;Wang, 2013; Asiri, et al.,2014; Laz_ar,2016;Al Nsour, O. J. 2019)

تاسعاً: منهج البحث.

لتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، الذي يمكن تعريفه بأنه: أحد مناهج البحث العلمي الذي يعني بدراسة الظواهر الإدارية من خلال توصيف ما هو كائن عن أفراد أو مؤسسات أو منتجات وغيرها من المفردات، وذلك بجمع الظواهر المرتبطة بهذه المفردات وتلخيصها وتحليلها من خلال الأساليب الإحصائية المناسبة (بهاء الدين، ٢٠٢١، ص ٤٣). الجدير بالذكر أن الباحث قد اعتمد على الأساليب التالية:

أ. **البحث المكتبي:** قام الباحث بالاطلاع على الكتب والدوريات والبحوث التي تناولت العلاقة بين كل من الرافعة المالية والربحية والحجم والمخاطرة المنتظمة وعلاقتها بقيمة المنشأة، وتحديد أهمية كل منهم وطبيعته المتميزة، وتحديد أهمية التكامل والمزج بينهم.

ب. **البحث التطبيقي:** قام الباحث باتخاذ قطاع السياحة والترفيه كمجال تطبيقي للبحث، حيث تم الاطلاع على البيانات من القوائم المالية والبيانات الاقتصادية والبيانات السوقية المتداولة والمنشورة في البورصة المصرية. ويقوم الباحث بتطبيق نموذج العزوم المعممة للتحقق من صحة الفروض والتوصل إلى النتائج.

عاشراً: أساليب التحليل الإحصائي:

اعتمدت الدراسة على تحليل البيانات المتصلة الخاصة بها على حزمة البرامج الإحصائية Eviews إصدار ١٢، وذلك للتحقق من صحة فروض الدراسة وتفسير نتائج الاختبارات الاستدلالية في ضوء الأسس النظرية والمعرفية المتعلقة بمشكلة الدراسة، وقد اعتمد الباحث الأساليب التالية:

- الوسط الحسابي والانحراف المعياري، معامل الاختلاف، الالتواء، التفلطح، مؤشر جارك بيررا.
- معاملات الارتباط بين المتغيرات.
- الاستقرار والتكامل والتزامن للبيانات.
- نموذج العزوم المعممة GMM.

حادي عشر: مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع البحث من جميع شركات السياحة والترفيه المدرجة في سوق الأوراق المالية والبالغ عددها (١٤) شركة. وذلك في الفترة من الربع الأول من عام ٢٠١٤ إلى الربع الأخير من عام ٢٠١٩. حيث تم الاعتماد على البيانات المالية الربع سنوية للشركات محل الدراسة. وقد تم اختيار العينة من شركات السياحة والترفيه المدرجة في سوق الأوراق المالية. ولإجراء هذه الدراسة تم استبعاد جميع الشركات التي لا تستوفي الشروط التالية:

- أ) يجب أن تكون الشركات مقيدة بالبورصة المصرية.
- ب) يجب أن يكون تأسيس الشركات في الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٩ وقابلة للتداول أيضاً.
- ج) توافر البيانات الكافية مثل أسعار الأسهم التاريخية اليومية والميزانية العمومية وقائمة الدخل من أجل احتساب مؤشرات مالية بصورة دقيقة. وبالتالي، من خلال النظر في البنود السابقة، وبعد فحص بيانات الشركات غير الكاملة، كان حجم العينة موضع البحث ١٣ شركة لها حصة سوقية من إجمالي ١٤ شركة بنسبة ٩٢.٨% من حجم المجتمع. ولتحليل هذه الدراسة. تم جمع البيانات حسب البعد الزمني وهي عبارة عن سلاسل مقطعية وسلسلة زمنية أو تسمى أيضاً "بالبانل داتا". وبالتالي تصبح الشركات محل الدراسة هي: (رامكو لإنشاء القرى السياحية، الوادي للاستثمار السياحي، المصرية للمنتجات السياحية، جولدن كوست السخنة للاستثمار السياحي، جينيال تورز، مرسى علم للتنمية السياحية، مصر للفنادق، اوراسكوم للفنادق والتنمية، بيراميزا للفنادق والقرى السياحية، عبر المحيطات للسياحة، رواد للسياحة-الرواد، شامم دريمز للاستثمار السياحي، المصرية للمشروعات السياحية الدولية).

ثاني عشر: النموذج القياسي المستخدم لقياس فرضيات الدراسة:

بهدف التوصل إلى نموذج قياسي مناسب لاختبار فرضيات البحث وتقدير تأثير المتغيرات المستقلة، فإن هذه الدراسة سوف تستخدم التحليل الزمني القطاعي المستعرض، المعروف بإسم بيانات البانل (Panel Data)، وذلك باستخدام نموذج

العزوم المعممة (GMM). ويتميز هذا النموذج بإمكانية معالجة مشاكل التحيز الناتجة عن إهمال بعض المتغيرات المستقلة ومعالجة مشكلة احتمال النمو الداخلي Endogeneity ، وتجنب آثار جذر الوحدة للمتغيرات وذلك للابتعاد عن المشاكل التي تعاني منها البيانات المقطعية (cross-section data) مثل: تجاهل عنصر الزمن والاختلاف في خصائص الشركات وقلة المشاهدات، والابتعاد أيضا عن المشاكل التي تعاني منها السلاسل الزمنية (Time series data) ، مثل إهمال بيانات السلسلة الزمنية أثر التغير في سلوك المتغير من شركة إلى أخرى، حيث يفترض أن الشركات تتصرف وتستجيب بنفس الطريقة أمام موقف ما (Gujarati & Porter,2009). وفيما يلي المعادلات المراد تقدير معالمها:

$$TQ_{(it)} (model1) = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} TFL_{(it)} + \mu_{(I)} + \varepsilon_{(it)} \dots \dots \dots (1)$$

$$TQ_{(it)} (model2) = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} TFL_{(it)} + \beta_{2,it} TFL^2_{(it)} + \mu_{(I)} + \varepsilon_{(it)} \dots \dots \dots (2)$$

$$TQ_{(it)} (model3) = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} TFL_{(it)} + \beta_{2,it} BETA_{(it)} + \beta_{3,it} TANG_{(it)} + \beta_{4,it} SIZE_{(it)} + \mu_{(I)} + \varepsilon_{(it)} \dots \dots \dots (3)$$

$$TQ_{(it)} (model4) = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} SFL_{(it)} + \beta_{2,it} BETA_{(it)} + \beta_{2,it} TANG_{(it)} + \beta_{4,it} SIZE_{(it)} + \mu_{(I)} + \varepsilon_{(it)} \dots \dots \dots (4)$$

$$TQ_{(it)} (model5) = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} LFL_{(it)} + \beta_{2,it} BETA_{(it)} + \beta_{2,it} TANG_{(it)} + \beta_{4,it} SIZE_{(it)} + \mu_{(I)} + \varepsilon_{(it)} \dots \dots \dots (5)$$

$$TQ_{(it)} (model6) = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} ROE_{(it)} + \beta_{2,it} BETA_{(it)} + \beta_{2,it} TANG_{(it)} + \beta_{4,it} SIZE_{(it)} + \mu_{(I)} + \varepsilon_{(it)} \dots \dots \dots (6)$$

حيث إن:

القيمة السوقية للشركة (التوبين كيو) للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$=TQ_{(it)}$
الرافعة المالية الكلية للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$=TFL_{(it)}$
مربع الرافعة المالية الكلية للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$=TFL^2_{(it)}$
الرافعة المالية قصيرة الأجل للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$=SFL_{(it)}$
الرافعة المالية طويلة الأجل للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$=LFL_{(it)}$
معدل العائد على حق الملكية للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$=ROE_{(it)}$
المخاطرة للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$=BETA_{(it)}$
الأصول الملموسة للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$=TANG_{(it)}$
الحجم للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$=SIZE_{(it)}$
القاطع أو الجزء الثابت.	$=\alpha_{iT}$
الاثار غير الملحوظة الخاصة بالشركات.	$=\mu$
تمثل المفردة أو الوحدة المقطعية (الشركات محل الدراسة).	$=I$
تعبّر عن الزمن (سنوات هذه الدراسة)	$=T$
الخطأ العشوائي للنموذج.	$=\varepsilon$

ثالث عشر. اختبار فروض الدراسة:

١/١٣: الإحصاءات الوصفية.

يعتبر الوسط الحسابي والانحراف المعياري من أهم الإحصاءات الوصفية، حيث يعتبر الوسط الحسابي أحد أهم مقاييس النزعة المركزية، ويعتبر الوسط الحسابي أحد مقاييس التشتت، ويتم عرض الالتواء والتفطح ومقياس جارك بيررا (Jarque-Bera) لمعرفة التوزيع الطبيعي للبيانات، ويعرض هذا الجزء ملخص الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة وتتمثل في المتغيرات المستقلة الرافعة المالية الكلية (TFL)، الرافعة المالية قصيرة الأجل (SFL)، الرافعة المالية طويلة الأجل (LFL)، معدل العائد على حق الملكية (ROE)، كثافة الأصول (TANG)، المخاطرة (BETA)، الحجم (SIZE). المتغير التابع مؤشر "التوبين كيو (TQ)"، يعرض الجدول رقم (1) ملخص الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (١)
الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

BETA	SIZE	TANG	ROE	SFL	LFL	TFL	TQ	المتغيرات
0.608	5.135	0.250	0.030	0.040	0.082	0.122	0.737	Mean
0.570	5.800	0.106	0.007	0.000	0.000	0.000	0.724	Median
1.549	9.097	0.966	0.154	0.571	0.648	0.648	3.315	Maximum
0.000	0.000	0.000	-0.043	0.000	0.000	0.000	0.000	Minimum
0.458	2.843	0.258	0.054	0.085	0.156	0.182	0.576	Std. Dev.
0.097	0.781	0.835	0.987	2.675	1.999	1.220	1.032	Skewness
1.685	2.360	2.573	3.023	7.544	6.011	3.177	4.880	Kurtosis
22.94	37.06	38.63	50.76	1321.2	325.7	77.89	101.4	Jarque-Bera
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	Probability
189.7	1602.	78.18	9.515	12.50	25.67	38.17	230.1	Sum
65.31	2515.3	20.84	0.923	2.270	7.646	10.36	103.4	Sum Sq. Dev.
312	312	312	312	312	312	312	312	Observation s

- مخرجات برنامج Eviews ,12

- يتضح من الجدول السابق أن الوسط الحسابي لمقاييس الرافعة المالية القصيرة والطويلة والكلية منخفض وهو (٠.٠٤٠، ٠.٠٨٢، ٠.١٢٢) على التوالي، بينما الانحراف المعياري (٠.٠٨٥، ٠.١٥٦، ٠.١٨٢) على التتابع كانت قيم معامل الاختلاف (٢.١، ١.٩، ١.٤) تدل على ارتفاع معامل الاختلاف يرجع إلى عدم توافر بعض المشاهدات أو أن بعض الشركات لا تستخدم الدين (الرافعة المالية) لتمويل الأصول. وهذا ما يفسر التقارب في الرافعة المالية في شركات السياحة والترفيه في عينة البحث. بالإضافة إلى ذلك تبين أن الوسط لمؤشر الربحية بلغ (٠.٠٣٠)، والانحراف المعياري (٠.٠٥٤)، معامل الاختلاف (١.٨) مما يدل على اختلاف عوائد الجنيه المملوكة في شركات السياحة والترفيه في عينة البحث.
- يتضح من الجدول السابق أن الوسط الحسابي للأصول الملموسة والحجم، المخاطرة (٠.٢٥٠، ٥.١٣، ٠.٦٠٨) بينما كان الانحراف المعياري (٠.٢٥٨، ٢.٨٤، ٠.٤٥٨)

- على التوالي، وتبين أن معامل الاختلاف (1.03، 0.55، 0.75) على التتابع، ويرجع هذا التقارب إلى عدم اعتماد بعض الشركات في عينة البحث على الدين.
- تبين أن المتغير التابع "التوبين كيو" بإجمالي عدد المشاهدات (312) مشاهدة الوسط الحسابي (0.773)، ويدل ذلك على أن كل 100 جنيه مستثمرة في إجمالي الأصول تضيف 73.7 جنيه فقط في القيمة السوقية للشركات بينما الانحراف المعياري (0.576)، ويدل ذلك على انخفاض التشتت في القيمة السوقية للشركات محل الدراسة، وكان معامل الاختلاف (78%).
 - وتبين أيضاً أن جميع بيانات متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة تخضع للتوزيع الطبيعي من خلال مقاييس الالتواء والتقاطع وجارك بيرا (Jarque-Bera).

٢/١٣: تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة التطبيقية.

يتم إجراء تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة للنماذج المستخدمة في الدراسة، وذلك من أجل تحديد طبيعة علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض بهدف الحد من الازدواج الخطي، ويتم عرض مصفوفة الارتباط للمتغيرات المستقلة للنموذج (٣) في الجدول (٢) وللنموذج (٤) في الجدول (٣) وللنموذج (٤) في الجدول (٤) وللنموذج (٦) في الجدول (٥) من أجل فحص الارتباط الموجود بين المتغيرات:

جدول رقم (٢) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات لنموذج ٣

BETA	SIZE	TANG	TFL	المتغيرات
			1.00	TFL
		1.00	0.174*	TANG
	1.00	0.255*	0.129*	SIZE
1.00	0.151*	0.080	0.163*	BETA

* دلالة على أن العلاقة بين المتغيرين أقل 0.05.

مخرجات برنامج Eviews, 12

جدول رقم (٣) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات للنموذج ٤

BETA	SIZE	TANG	LFL	المتغيرات
			1.00	LFL
		1.00	0.176*	TANG
	1.00	0.255*	0.303*	SIZE
1.00	0.151*	0.080	0.088	BETA

* دلالة على أن العلاقة بين المتغيرين أقل ٠.٠٥

مخرجات برنامج Eviews ,12

جدول رقم (٤) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات ل نموذج ٥

BETA	SIZE	TANG	SFL	المتغيرات
			1.00	SFL
		1.00	0.049	TANG
	1.00	0.255*	0.361*	SIZE
1.00	0.151*	0.080	0.186*	BETA

* دلالة على أن العلاقة بين المتغيرين أقل ٠.٠٥

مخرجات برنامج Eviews ,12

جدول رقم (٥) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات لنموذج ٦

BETA	SIZE	TANG	ROE	المتغيرات
			1.00	ROE
		1.00	0.005	TANG
	1.00	0.255*	-0.175*	SIZE
1.00	0.151*	0.080	-0.209*	BETA

* دلالة على أن العلاقة بين المتغيرين أقل ٠.٠٥

مخرجات برنامج Eviews ,12

تظهر الجداول السابقة نتائج مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة التي تبين أن غالبية معاملات الارتباط بين هذه المتغيرات ضعيفة نسبياً كما هو موضح في الجداول (٢، ٣، ٤، ٥) مما يدل على عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات، ونستنتج من ذلك خلو البيانات من مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity).

٣/١٣: اختبار استقرار البيانات الزمنية المقطعية (Panel Data) لمتغيرات الدراسة تعتبر اختبارات الاستقرار والتكامل المتزامن للبيانات (Panel Data) من أهم مراحل بناء نموذج الاقتصاد القياسي. ولذلك اعتمد الباحث على اختبارات (IPS) & (LLC) & (Fisher-ADF)، وهذه الاختبارات هي الأكثر شيوعاً واستخداماً لمعرفة ما إذا كان هناك وجود جذر الوحدة (السكون) في البيانات أم لا، لأن وجود جذر الوحدة في البيانات (Panel Data) تكون له نتائج على المستوى الإحصائي، كوجود انحدار زائف بين متغيرات النموذج، وإذا لم تكن المتغيرات مستقرة في المستوى، فيتم إعادة الاستقرار عند الفرق الأول، ويتبين أن البيانات مستقرة عند المستوى. وكانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (٦)

جدول اختبار LLC، ADF، IPS لدراسة استقرارية Panel Data

(IPS) Im, Pesaram and Shin2003		(Fisher-ADF) Fisher and Dickey, Fuller		(LLC) Liven,lin and chu2002		المتغير
Statistic	Prob.**	Statistic	Prob.**	Statistic	**Prob	Variable
-4.906	0.0225	57.531	0.0000	1.1175	0.0681	TQ
-1.199	0.1152	36.996	0.0053	0.6139	0.0363	TFL
6.071	0.0000	4.7056	0.0992	4.0477	0.0000	SFL
-7.298	0.0000	89.623	0.0000	-4.9092	0.0000	LFL
-1.685	0.0459	30.095	0.0365	-0.3633	0.0582	ROE
4.982	0.0000	7.8511	0.0308	3.1777	0.0993	BETA
-6.504	0.0000	67.656	0.0000	-4.4819	0.0000	TANG
-1.481	0.0492	30.114	0.0363	-0.3624	0.3585	SIZE

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 9.

يمكن ملاحظة أن جميع المتغيرات المستخدمة في الدراسة بعد تطبيق الاختبارات

الثلاثة Liven,lin and chu2002; Fisher and Dickey, Fuller; Im, Pesaram and Shin2003 وتتطابق فيما بينها وذلك لغياب جذر الوحدة على مستوى هذه المتغيرات وهي: التوطين كيو، الرافعة المالية الكلية، الرافعة المالية طويلة الأجل، الرافعة المالية

قصيرة الأجل، معدل العائد على حق الملكية، المخاطرة، الأصول الملموسة، والحجم، وبالتالي تعتبر هذه المتغيرات مستقرة حيث أن $(Prob < 0.05)$.
والجدير بالذكر في حالة وجود متغير من المتغيرات المبحوثة غير مستقرة في اختبار من الاختبارات السابقه الإشارة إليها، يتم اختيار المتغير صاحب الاختبار الأعلى قيمة.
٤/١٣: اختبار صحة الفرض الأول:

لاختبار الفرض الأول من الدراسة والتوصل إلى النتائج التي من خلالها يتم تفسير طبيعة علاقة المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرافعة المالية الكلية. المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية لشركات الترفيه والسياحة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية. وقد تم استخدام منهج (Panel Data) من خلال تطبيق نموذج GMM، كانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (٧)

معلمات المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية الكلية) على القيمة السوقية للشركة المقدرة باستخدام النموذج (GMM)

نموذج العزوم المعممة (GMM) generalized method of moments			المتغير Variable
Prob	t-Statistic	Coefficient	Constant (C)
0.0000	16.95621	0.650622	TFL
0.0001	4.065881	0.710602	R-squared
	0.050627		Adjusted R-squared
	0.047565		Durbin-Watson stat
	2.298595		Mean dependent var
	0.737571		S.D. dependent var
	0.059967		J-statistic
	310.0000		Prob(J-statistic)
	0.000000		No. of observations
	312		

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار ١٢.

وفقا لقيمة "التوبين كيو" المعبر عن القيمة السوقية للشركة يتضح ما يلي:

- لقد أظهرت نتائج تقدير النموذج القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وبناءً عليه المتغيرات المستقلة الرافعة المالية الكلية، لها قدرة تفسيرية على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة) بنسبة ٠.٥٠٦، وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد (R^2)، ومن خلال نتائج التقدير نلاحظ أن قيمة المعنوية المناظرة لإحصاء (J-statistic) وهي أقل من مستوى معنوية (٠.٠٥)، وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر بنسبة ٥.٠٦٪، وبالتالي فإن نسبة ٩٤.٩٪ من المتغيرات الأخرى لها تأثير على القيمة السوقية، مما يعني أن هناك متغيرات أخرى لها القدرة على التنبؤ بالقيمة السوقية للشركة بصورة أفضل.
- الحد الثابت في النموذج Constant(C) ذو دلالة معنوية موجبة. وهذا يعني أن القيمة السوقية للشركة التي لا تعتمد على الدين تقدر بنسبة ٦٥٪.
- وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن الرافعة المالية الكلية موجبة وذات دلالة معنوية تساوي ٠.٧١، وهي تعني أن كل زيادة ١٪ في الرافعة المالية تحدث زيادة قدرها ٠.٧٪ في القيمة السوقية للشركة وبالتالي يمكن صياغة معادلة التنبؤ بالقيمة السوقية للشركة في ضوء تفسير الرافعة المالية للشركة على النحو التالي:

$$Y1 = 0.650622 + 0.710602 * TFL \dots\dots\dots \text{MOGEL} \quad (1)$$

وبناءً على النتائج السابقة: يتم رفض فرض العدم القائل " لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية للشركة. ونقبل الفرض البديل القائل " يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية للشركة.

٥/١٣: اختبار صحة الفرض الثاني.

لاختبار الفرض الثاني من الدراسة يوضح الجدول رقم (٨) نتائج الدراسة التطبيقية للبيانات الزمنية المقطعية لـ "Tobin's Q" المعبرة عن القيمة السوقية لتقدير المعادلة التربيعية لبيان العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية. وكانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (٨)

معلومات المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية الكلية والتربيعية) على القيمة السوقية للشركة المقدرة باستخدام النموذج (GMM)

نموذج العزوم المعممة (GMM) generalized method of moments			المتغير Variable
Prob	t-Statistic	Coefficient	Constant (C)
0.0000	16.44223	0.654505	TFL
0.3720	0.894086	0.508516	TFL ²
0.7091	0.373433	0.432571	R-squared
	0.051056		Adjusted R-squared
	0.044913		Durbin-Watson stat
	1.300418		Mean dependent var
	0.737571		S.D. dependent var
	0.576623		J-statistics
	309.0000		Prob(J-statistic)
	0.000000		No. of observations
	312		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار ١٢.

- وفقاً لقيمة "التوبين كيو" أظهرت نتائج تقدير النموذج أن الرافعة المالية الكلية والرافعة المالية الكلية التربيعية لها قدرة تفسيرية على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة) بنسبة ٠.٠٥١٠، وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد (R^2)، ومن خلال نتائج التقدير نلاحظ أن قيمة المعنوية المناظرة لإحصاء (J-statistic) أقل من مستوى معنوية (٠.٠٥)، وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر بنسبة ٥.١٠%، وبالتالي فإن بنسبة ٩٤.٩% من المتغيرات الأخرى لها تأثير على القيمة السوقية، مما يعني أن هناك متغيرات أخرى لها القدرة على التنبؤ بصورة أفضل على القيمة السوقية للشركة.
- يلاحظ أن معامل الرافعة المالية الكلية ومعامل الرافعة المالية التربيعية إيجابيين، وهذا يعني أنه كلما زادت الرافعة المالية والتربيعية كل ما زادت القيمة السوقية ولكنه تأثير غير معنوي.

● معامل التحديد **R-squared** للنموذج معنوي. ولكن معاملات التقدير للرافعة المالية الكلية والرافعة المالية التربيعية غير معنوي ولذلك لا توجد علاقة بين الرافعة المالية الكلية والقيمة السوقية لشركات الترفيه والسياحة المتداولة بالبورصة المصرية

وبناءً على النتائج التي تم التوصل إليها سابقاً يمكن قبول الفرض العدم القائل بأنه: " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية الكلية والقيمة السوقية للشركة. ونرفض الفرض البديل القائل بأنه: " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية الكلية والقيمة السوقية للشركة.

٦/١٣: اختبار صحة الفرض الثالث.

لاختبار الفرضية الثالثة من الدراسة والتوصل إلى النتائج التي من خلالها يتم تفسير طبيعة علاقة المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرافعة المالية الكلية والمخاطرة والأصول الملموسة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية، والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية لشركات الترفيه والسياحة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية، وقد كانت النتائج على النحو الوارد بالجدول رقم (٧):

جدول رقم (٩)

معلمات المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية الكلية، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة) على القيمة السوقية للشركة المقدره باستخدام النموذج (GMM)

نموذج العزوم المعممة (GMM) generalized method of moments			المتغير Variable
Prob	t-Statistic	Coefficient	Constant (C)
0.0002	3.797669	0.229194	TFL
0.0973	1.663269	0.281772	TANG
0.0000	7.535378	0.839193	SIZE
0.3068	1.023612	0.013426	BETA
0.0000	4.382604	0.320095	R-squared
	0.290041		Adjusted R-squared
	0.280791		Durbin-Watson stat
	2.314373		

نموذج العزوم المعممة (GMM) generalized method of moments	المتغير Variable
0.737571	Mean dependent var
0.576623	S.D. dependent var
307.0000	J-statistic
0.000000	Prob(J-statistic)
312	No. of observations

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار ١٢.

وفقا لقيمة التوبين كيو المعبر عن القيمة السوقية للشركة يتبين التالي:

- لقد أظهرت نتائج تقدير النموذج القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة المتمثلة في: الرافعة المالية، الأصول الملموسة، والحجم، المخاطرة، لها قدرة تفسيرية على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة) بنسبة ٠.٢٩، وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد (R^2)، ومن خلال نتائج التقدير نلاحظ أن قيمة المعنوية المناظرة لإحصاء (J-statistic) أقل من مستوى معنوية (٠.٠٥)، وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر بنسبة ٢٩%، وبالتالي فإن بنسبة ٧١% من المتغيرات الأخرى لها تأثير على القيمة السوقية. مما يعني أن هناك متغيرات أخرى بخلاف المتغيرات الداخلة في النموذج لها القدرة على التنبؤ بصورة أفضل على القيمة السوقية للشركة.
- يلاحظ أن معامل الرافعة المالية الكلية ومعامل الحجم إيجابي، وهذا يعني أن كل ما زادت الرافعة المالية والحجم كل ما زادت القيمة السوقية ولكن التأثير غير معنوي.
- معامل التحديد **R-squared** للنموذج معنوي، ولكن معاملات التقدير للرافعة المالية الكلية والحجم غير معنوي ولذلك لا توجد علاقة ما بين الرافعة المالية والحجم على القيمة السوقية لشركات، ولكن الأصول الملموسة والمخاطرة عاملان محددان على القيمة السوقية لأن تأثيرهم معنوي وإيجابي على شركات الترفيه والسياحة المتداولة بالبورصة المصرية.

وبناءً على النتائج التي تم التوصل إليها سابقاً يمكن قبول الفرض العدم القائل بأنه: " لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية ونرفض الفرض البديل القائل بأنه " يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية.

٧/١٣: اختبار صحة الفرض الرابع.

لاختبار الفرضية الرابعة من الدراسة والتوصل إلى النتائج التي يمكن من خلالها تفسير طبيعة علاقة المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرافعة المالية قصيرة الأجل والمخاطرة والأصول الملموسة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية. والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية. وقد كانت النتائج على النحو الوارد بالجدول رقم (١٠):

جدول رقم (١٠)

معلمات المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية قصيرة الأجل، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة) على القيمة السوقية للشركة المقدرة باستخدام النموذج (GMM)

نموذج العزوم المعممة (GMM) generalized method of moments			المتغير Variable
Prob	t-Statistic	Coefficient	Constant (C)
0.0001	3.944758	0.236456	SFL
0.0053	2.807971	0.970653	TANG
0.0000	7.854818	0.866692	SIZE
0.0002	0.842449	0.010647	BETA
0.0000	4.338772	0.313020	R-squared
	0.301581		Adjusted R-squared
	0.292481		Durbin-Watson stat
	2.312097		Mean dependent var
	0.737571		S.D. dependent var
	0.576623		J-statistic
	307.0000		Prob(J-statistic)
	0.000000		No. of observations
	312		

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار ١٢.

- وفقاً لقيمة التوبين كيو المعبر عن القيمة السوقية للشركة يتضح التالي:
- لقد أظهرت نتائج تقدير النموذج، القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وبناءاً عليه المتغيرات المستقلة الرافعة المالية قصيرة الأجل، الأصول الملموسة، المخاطرة، لها قدرة تفسيرية على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة) بنسبة ٣٠.١%، وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد (R^2)، ومن خلال نتائج التقدير نلاحظ أن قيمة المعنوية المناظرة لإحصاء (J-statistic) وهي أقل من مستوى معنوية (٠.٠٥)، وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر بنسبة ٣٠.١%، وبالتالي فإن بنسبة ٦٩.٩% من المتغيرات الأخرى لها تأثير على القيمة السوقية، مما يعني أن هناك متغيرات أخرى بخلاف المتغيرات الداخلة في النموذج لها القدرة على التنبؤ بصورة أفضل على القيمة السوقية للشركة.
 - نلاحظ أن الرافعة المالية قصيرة الأجل، الأصول الملموسة، المخاطرة موجبة وذات دلالة معنوية، وهذا يعني أنه كلما زادت الرافعة المالية قصيرة الأجل وأيضاً الأصول الملموسة، الحجم والمخاطرة كلما حدثت زيادة في القيمة السوقية للشركة.
 - معامل التحديد **R-squared** للنموذج معنوي، معلمات التقدير للرافعة المالية قصيرة الأجل، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة، ذات دلالة معنوية ولذلك توجد علاقة ما بين التقدير للرافعة المالية قصيرة الأجل، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة والقيمة السوقية لشركات الترفيه والسياحة المتداولة بالبورصة المصرية ويصبح النموذج المقدر يساوي:

$$Y1 = 0.236 + 0.970 * SFL + 0.8666 * TANG + 0.010 * SIZE + 0.313 * BETA \dots MOGEL (4)$$

وبناءً على النتائج التي تم التوصل إليها سابقاً يمكن رفض الفرض العدم القائل بأنه: "لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية قصيرة الأجل على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية. ونقبل الفرض البديل القائل بأنه: " يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية قصيرة الأجل على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية.

٨/١٣: اختبار صحة الفرض الخامس:

لاختبار الفرضية الخامسة من الدراسة والتوصل إلى النتائج التي من خلالها يتم تفسير طبيعة علاقة المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرافعة المالية قصيرة الأجل والمخاطرة والأصول الملموسة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية، المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية لشركات الترفيه والسياحة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (١١)

معلمت المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية طويل الأجل، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة) على القيمة السوقية للشركة المقدر باستخدام النموذج (GMM)

نموذج العزوم المعممة (GMM) generalized method of moments			المتغير Variable
Prob	t-Statistic	Coefficient	Constant (C)
0.0003	3.703702	0.224202	LFL
0.7322	0.342487	0.064482	TANG
0.0000	7.558886	0.847791	SIZE
0.1018	1.641211	0.020721	BETA
0.0000	4.242020	0.311126	R-squared
	0.283917		Adjusted R-squared
	0.274587		Durbin-Watson stat
	2.314060		Mean dependent var
	0.737571		S.D. dependent var
	0.576623		J-statistic
	307.0000		Prob(J-statistic)
	0.000000		No. of observations
	312		

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار ١٢.

وفقاً لقيمة التوبين كيو المعبر عن القيمة السوقية للشركة يوضح الجدول (١١) السابق التالي:

- لقد أظهرت نتائج تقدير النموذج، القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وهي: الرافعة المالية طويلة الأجل، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة، لها قدرة تفسيرية على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة) بنسبة ٠.٢٨٣، وهو ما

يظهر من خلال معامل التحديد (R^2)، ومن خلال نتائج التقدير نلاحظ أن القيمة المعنوية المناظرة لإحصاء (J-statistic) وهي أقل من مستوى معنوية (٠.٠٥)، وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر بنسبة ٢٨.٣%، وبالتالي فإن نسبة ٧١.٧% من المتغيرات الأخرى لها تأثير على القيمة السوقية، مما يعني أن هناك متغيرات أخرى بخلاف المتغيرات داخل النموذج لها القدرة على التنبؤ بصورة أفضل على القيمة السوقية للشركة.

● يلاحظ أن معامل الرافعة المالية طويلة الأجل ومعامل الحجم إيجابي، وهذا يعني أن كل ما زادت الرافعة المالية والحجم كل ما زادت القيمة السوقية ولكن التأثير غير معنوي، ونلاحظ أيضاً أن الأصول الملموسة والمخاطرة لها تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للشركة.

● معامل التحديد **R-squared** للنموذج معنوي، ولكن معاملات التقدير للرافعة المالية طويلة الأجل والحجم غير معنوي ولذلك لا توجد علاقة بين الرافعة المالية والحجم على القيمة السوقية للشركات، ولكن الأصول الملموسة والمخاطرة عاملان محددان على القيمة السوقية لأن تأثيرهم معنوي وإيجابي على شركات الترفيه والسياحة المتداولة بالبورصة المصرية.

وبناءً على النتائج التي تم التوصل إليها سابقاً يمكن قبول الفرض العدم القائل بأنه: "لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية طويلة الأجل على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية. ونرفض الفرض البديل القائل بأنه: "يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية طويلة الأجل على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية.

٩/١٣: اختبار صحة الفرض السادس:

لاختبار الفرضية السادسة من الدراسة والتوصل إلى النتائج التي من خلالها يتم تفسير طبيعة علاقة المتغيرات المستقلة المتمثلة في معدل العائد على حق الملكية والمخاطرة والأصول الملموسة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية، والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية. وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (١٢)

معلمت المتغيرات المستقلة (الربحية، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة)
على القيمة السوقية للشركة المقدرة باستخدام النموذج (GMM)

نموذج العزوم المعممة (GMM) generalized method of moments			المتغير Variable
Prob	t-Statistic	Coefficient	Constant (C)
0.0419	1.472405	0.092862	ROE
0.0000	5.270786	2.648072	TANG
0.0000	7.731747	0.827175	SIZE
0.0213	2.314922	0.026997	BETA
0.0000	5.079332	0.358529	R-squared
	0.343089		Adjusted R-squared
	0.334530		Durbin-Watson stat
	2.426226		Mean dependent var
	0.737571		S.D. dependent var
	0.576623		J-statistic
	307.0000		Prob(J-statistic)
	0.000000		No. of observations
	312		

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار ١٢.

وفقا لقيمة التوبين كيو المعبر عن القيمة السوقية للشركة يوضح الجدول النتائج التالية:

- لقد أظهرت نتائج تقدير النموذج، القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وبناءً عليه المتغيرات المستقلة تتمثل في: معدل العائد على حق الملكية، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة، لها قدرة تفسيرية علي المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة) بنسبة ٠.٣٤٣، وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد (R^2)، ومن خلال نتائج التقدير نلاحظ أن قيمة المعنوية المناظرة لإحصاء (J-statistic) أقل من مستوى معنوية (٠.٠٥)، وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر بنسبة ٣٤.٣%، وبالتالي فإن بنسبة ٦٥.٧% من المتغيرات الأخرى لها تأثير علي القيمة السوقية، مما يعني أن هناك متغيرات أخرى بخلاف المتغيرات داخل النموذج التي لها القدرة على التنبؤ بصورة أفضل علي القيمة السوقية للشركة.

- نلاحظ أن معاملات تقدير الربحية تدل على أن الربحية ستزيد أكثر من ضعف قيمة الشركة، وتشير الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة مواجهة وذات دلالة معنوية، وهذا يعني أنه كلما زاد معدل العائد على حق الملكية وأيضاً الأصول الملموسة، الحجم والمخاطرة كلما حدث زيادة في القيمة السوقية للشركة.
- معامل التحديد **R-squared** للنموذج معنوي، معاملات التقدير معدل العائد على حق الملكية، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة، ذو دلالة معنوية ولذلك توجد علاقة ما بين التقدير معدل العائد على حق الملكية، الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة والقيمة السوقية لشركات الترفيه والسياحة المتداولة بالبورصة المصرية ويصبح النموذج المقدر يساوي:

$$Y1 = 0.092 + 2.648 * ROE + 0.827 * TANG + 0.026 * SIZE + 0.358 * BETA \dots \text{MOGEL (6)}$$

وبناءً على النتائج التي تم التوصل إليها سابقاً يمكن رفض الفرض العدم القائل بأنه: " لا يوجد تأثير معنوي للربحية على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية ونقبل الفرض البديل القائل بأنه: " يوجد تأثير معنوي للربحية على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية.

رابع عشر: مناقشة النتائج:

في هذه الدراسة قام الباحث بتحليل عينة من ١٣ شركة من قطاع السياحة والترفيه مدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية للفترة من ٢٠١٤ الربع الأول إلى ٢٠١٩ باستخدام البيانات الربع سنوية باستخدام نموذج العزوم المعممة Generalized Method of Moments (GMM) للتحليل الاستدلالي للبيانات بإجمالي عدد المشاهدات ٣١٢ مشاهدة. تتوافق نتائج هذه الدراسة مع بعض نتائج الدراسات السابقة وتتعارض مع بعضها الآخر وقد تمكن الباحث من اختبار فرضيات البحث التي أثبتت سابقاً، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية للشركة. وذلك عند مستوي معنوية قدره (١%) وذلك بقدرة تفسيرية قدرها (٥.٠٦%)، بينما كانت المعلمة المقدره Coefficient الرافعة المالية موجبة وذات دلالة معنوية تساوي (٧١%)، وهذا يعني أن القيمة السوقية للشركة ترتفع كلما زادت الرافعة المالية، وبالتالي يتم رفض فرض العدم مما يعني أن القيمة السوقية للشركة تزيد بشكل كبير مع زيادة الرافعة المالية للشركة، مما يدل على أهمية الديون في تلبية الاحتياجات التمويلية لتلك الشركات محل الدراسة وقد يكون تفسير هذه النتيجة أن قطاع السياحة والترفيه المتداول في البورصة المصرية لديه رأس مال مرتفع عند مقارنته بالقطاعات الأخرى في السوق، نتيجة ما تطلبه الأصول الثابتة من رأس المال ومن ثم فإن الطلب على الديون سيكون كبير، وقد يكون هذا السبب من الأسباب الحقيقية لأن هذا القطاع من القطاعات القوية في السوق المصري، فقد تحاول هذه الشركات الحفاظ على مستويات مرتفعة من الرافعة المالية بسبب المخاطرة التي تتضمنها الرافعة المالية. وبالنسبة لهذه النتيجة فإن قطاع السياحة والترفيه، قد يتفق مع نظرية مودجيلياني وميلر لهيكل التمويل في ظل وجود ضرائب (Miller, 1963, Modigliani)
2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية الكلية والقيمة السوقية للشركة، نتيجة الرافعة المالية الكلية والتربيعية لا توجد علاقة خطية موجبة، ولكن ذات دلالة غير معنوية على القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه، وتتفق هذه النتيجة مع نظرية مودجيلياني وميلر لهيكل التمويل في ظل عدم وجود ضرائب.
3. لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية الكلية على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية، يعتبر معامل الرافعة المالية الكلية، الحجم موجبا وذو دلالة غير معنوية، وهذا يعني أن الرافعة المالية الكلية لا تؤثر على القيمة السوقية للشركة، ولكن المعاملات التقديرية الأخرى الموجبة ذو دلالة معنوية وهذا يعني أن زيادة الأصول الملموسة وبيتا ستزيد من القيمة السوقية للشركة، وهذا يعني قبول فرض العدم مما يعني أنه لا

يوجد تأثير كبير للرافعة المالية والحجم على قيمة الشركة في ظل وجود المتغيرات التفسيرية الأخرى بيتا، الأصول الملموسة.

4. يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية قصيرة الأجل على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية. وذلك عند مستوى معنوية قدره (1%) بقدرة تفسيرية (30.1%)، بينما كانت المعلمات المقدره للرافعة المالية قصيرة الأجل، الأصول الملموسة، المخاطرة، الحجم التأثير إيجابي وذو دلالة معنوية، وقد يكون تفسير هذه النتيجة في حقيقة الأمر أن المديرين في قطاع السياحة والترفيه يزدون من استخدام الأصول الملموسة للتخلص من بعض الأصول طويلة الأجل (الثابتة) بسبب الأزمات التي يمر بها قطاع السياحة والترفيه وفي نفس الوقت يعتمدون على الديون قصيرة الأجل التي تعطي مصروفات التشغيل والتي بدورها تؤدي إلى ارتفاع المخاطرة في هذا القطاع، بينما تأثير حجم الشركة على قيمة الشركة يظهر تقدم الشركة ومن المتوقع أن تعطي عائد أعلى وأفضل للمستثمرين، وبذلك سوف يستجيب المستثمرين بشكل إيجابي وبالتالي سيزيد سعر السهم بحيث يزيد قيمة الشركة، فكلما كبر حجم الشركة كلما زاد التمويل الخارجي الأصول. على العكس من ذلك، كلما صغر حجم الشركة، كلما قلت الأموال الخارجية التي تحتاجها الشركة.

5. لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية طويلة الأجل على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية. يلاحظ أن معامل الرافعة المالية طويلة الأجل ومعامل الحجم إيجابي، وهذا يعني أنه كل ما زادت الرافعة المالية والحجم كل ما زادت القيمة السوقية ولكن التأثير غير معنوي، ونلاحظ أيضا أن الأصول الملموسة والمخاطرة لها تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للشركة، وهذا يعني قبول فرض العدم مما يعني أنه لا يوجد تأثير كبير للرافعة المالية طويلة الأجل والحجم على قيمة الشركة في ظل وجود المتغيرات التفسيرية الأخرى بيتا، الأصول الملموسة، وهذه النتيجة تدل على صعوبة هذه الشركات في الحصول على الديون طويلة الأجل نتيجة لارتفاع

المخاطر المصاحبة لها وعدم وجود الضمانات الكافية للحصول على الديون طويلة الأجل.

6. يوجد تأثير معنوي للربحية على القيمة السوقية في وجود الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم كمتغيرات تفسيرية إضافية. وذلك عند مستوى معنوية قدره (1%) بقدرة تفسيرية (34.3%) نلاحظ أن معاملات تقدير الربحية تشير إلى أن زيادة الربحية مضاعفة سوف تؤدي إلى زيادة ضعف قيمة الشركة وتتفق هذه النتيجة بقوة مع دراسة (Kontesa, 2015; Koralun & Bereznickal; 2013). الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة موجبة وذات دلالة معنوية، وهذا يعني أنه كلما زاد معدل العائد على حق الملكية وأيضاً الأصول الملموسة، الحجم والمخاطرة كلما حدث زيادة في القيمة السوقية للشركة، وزيادة القيمة السوقية ستؤدي إلى زيادة قدرة الشركة على جني الأرباح وبذلك يرتفع سعر السهم و ستزداد ثروة المساهمين إذا زادت قيمة الشركة، تتماشى نتائج هذا البحث مع نظرية الإشارات القائلة Signaling Theory بأن الشركات ستبذل قصارى جهدها لإعطاء إشارات للمساهمين عن الوضع الحالي للشركة، وبذلك تتفق نتائج هذا الفرض مع نظرية الإشارة، في سياق نظرية الإشارة يتبين التطور بصورة مثلى لأرباح الشركات وهو صورة للتطورات المستقبلية وآفاق الشركة، أما إذا اختلف السلوك في أرباح الشركات فيكون الأمر واضح للمستثمرين، أما الشركات التي تتجه إلى الأداء الجيد سوف تكافأ من قبل المستثمرين الذين يسعون إلى عائد الأرباح في شكل توزيعات، وبالتالي سيزيد سعر سهم الشركة ويزيد من قيمة الشركة في السوق.

خامس عشر: التوصيات:

في ضوء ما توصلت إليه نتائج هذه الدراسة نقدم بعض التوصيات لزيادة القيمة السوقية للشركة على أساس الرافعة المالية والربحية والمتغيرات التفسيرية الأخرى المتمثلة في الأصول الملموسة والحجم والمخاطرة على النحو التالي:

- بالتوافق مع تأثير الرافعة المالية قصيرة الأجل بشكل إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للشركة، في حين أن الرافعة المالية طويلة الأجل لا تؤثر على القيمة السوقية للشركة، لذلك يجب على المديرين في شركات السياحة والترفيه الحفاظ على استخدام القروض قصيرة الأجل لتغطية نفقات التشغيل، أي يجب على المدير المالي في شركات السياحة والترفيه الاعتماد برشد على القروض قصيرة الأجل ضمن استخدام مصادر الأموال، وذلك لارتفاع تكاليف التمويل الخاصة بها، وزيادة الاعتماد على الأرباح المحتجزة في حالة توافرها.
- الحفاظ على المقايضة بين المخاطرة والعائد الناتج من مؤشر الربحية، لأن قدرة الشركة على تحقيق الأرباح سوف تشجع المستثمرين على استثمار أموالهم، وبالتالي تستخدم هذه الأموال في التوسعات وزيادة حجم الشركة وزيادة الأصول الملموسة وزيادة العائد على المدى الطويل مما ينعكس على قيمة الشركة.
- يجب على المدير المالي المقارنة بين هامش الربح الناتج من استخدام الديون قصيرة الأجل مع هامش التكلفة الناتجة عن الديون قصيرة الأجل قبل اتخاذ القرار باستخدام هذه الديون في تغطية نفقات التشغيل بشركات السياحة والترفيه.
- يجب على الجهات المعنية (وزارة السياحة والآثار المصرية) بتنظيم قطاع مالي يختص بسياسات مالية ونقدية مختلفة من أجل تقليل تكلفة الاقتراض طويل الأجل وإزالة كافة العقبات التي تحول دون قيام تلك الشركات بدورها في تنمية الاقتصاد المصري، ومساعدة هذه الشركات في الحصول على قروض طويلة الأجل مما يساعد على زيادة فرص النمو، التوسع وزيادة القدرة التنافسية، وحماية هذه الشركات من الإفلاس مما ينعكس ذلك على تعظيم القيمة السوقية لشركات السياحة والترفيه المتداولة بالبورصة المصرية.

- يجب على مجلس إدارة هذه الشركات أن يأخذ بعين الاعتبار محددات قرارات التمويل بالديون من أجل تحقيق هيكل تمويل أمثل.
 - تدريب المديرين الماليين في شركات السياحة والترفيه بغرض تنمية مهاراتهم على كيفية المفاضلة بين مصادر الأموال وما سيعقبه من تعظيم في قيمة المنشأة.
- سادس عشر: حدود الدراسة والبحوث المستقبلية:

(أ) حدود الدراسة:

- تقتصر الدراسة على الديون كأحد عناصر هيكل التمويل دون حقوق الملكية وذلك بغرض التعرف على أثر هيكل التمويل وفقا لأجل الديون على قيمة المنشأة.
- تقتصر الدراسة على قطاع السياحة والترفيه لم يشمل التحليل جميع القطاعات والصناعات، كانت هناك مصادر محدودة للبحوث المحلية حول تأثير الرافعة المالية في قطاع السياحة والترفيه في مصر.
- التحليل الذي يتم إجراؤه على الشركات التي قامت بنشر البيانات المالية خلال فترة الدراسة.

(ب) البحوث المستقبلية:

- يمكن إيجاز الموضوعات الموصى بها كدراسات مستقبلية على النحو التالي:
- القيام بإعادة هذه الدراسة على قطاعات أخرى في الاقتصاد متداولة بالبورصة مثل قطاع الأدوية وقطاع التشييد والبناء لما لها من تأثير على الاقتصاد المصري.
- دراسة تأثير هيكل التمويل كمتغير وسيط بين الربحية، النمو، المخاطرة والحجم على قيمة المنشأة.
- انعكاسات الصورة الذهنية لشركات السياحة والترفيه على قيمتها السوقية
- دراسة تأثير هيكل التمويل على الشركات غير المدرجة في البورصة.
- استخدام نماذج قياسية أخرى مثل تحليل انحدار العتبة لاختبار العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.

سابع عشر: قائمة المراجع:

(أ) المراجع العربية:

- بهاء الدين سعد (٢٠٢١)، **مناهج البحث العلمي** " غير مبين الناشر، القاهرة.
- سلمى علي (٢٠١٩)، " أثر الرافعة على العائد والمخاطرة الكلية للشركات الصناعية " **المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة**، المجلد (49)، العدد (١)، ص ص 834-894.
- عادل حاتم، عبد الخلق ياسين (٢٠١٤)، " علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق الأوراق المالية للفترة، ٢٠٠٤-٢٠١١ " **مجلة العلوم الاقتصادية**، المجلد (١٠)، العدد (٣٧)، ص ص ٨١-١٠٩.
- فاطمة محمد (٢٠٢٠) "أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية، دراسة تطبيقية"، **مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية والإدارية**، المجلد (٤)، العدد (١١)، ص ص 76-58.
- قصي علي (٢٠١٧) " أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة، ٢٠٠٧-٢٠١٦"، **مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية**، المجلد (٣٩)، العدد (٦)، ص ص ٢٦-٤٦.
- محمد صابر حمودة (٢٠١٧)، " أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال وانعكاسها على قيمة المنشأة دراسة تطبيقية على المنشأة الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل" **المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة**، المجلد (٤٧)، العدد (١)، ص ص 393-492.

(ب) المراجع الأجنبية:

- Abdullah, M. N., Parvez, K., Karim, T., & Tooheen, R. B. (2015). The impact of financial advantage and market size on stock returns on the Dhaka stock exchange: Evidence from selected stocks in the manufacturing sector. **International Journal of Economics, Finance and Management Sciences**, 3(1), PP.10-15.
- Abor, J., & Biekpe, N. (2009). "How Do We Explain the Capital Structure of SMEs in Sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana", **Journal of Economic Studies**, Vol. 36, No. 1, PP. 83-97.

- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: Evidence from Indian hospitality industry. **Theoretical Economics Letters**, 7(4), PP. 982-1000.
- Ahmed Sheikh, N. and Wang, Z. (2013), "The impact of capital structure on performance: an empirical study of non-financial listed firms in Pakistan", **International Journal of Commerce and Management**, Vol. 23 No. 4, pp. 354-368.
- Ahmed, N., Ahmed, Z., & Ahmed, I. (2010). Determinants of capital structure: A case of life insurance sector of Pakistan. **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**, 24(24), PP. 7-12.
- Alipour, M., Mohammadi, M. & Derakhshan, H., (2015), "Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran", **International Journal of Law and Management**, Vol. 57, No. 1, PP. 53-83.
- Al-Najjar, B., and Al-Najjar, D., (2017), "The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence" **Journal of Small Business and Enterprise Development**, Vol.24, No.2, pp.411-423
- Al-Nsour, O. J. (2019). Capital Structure, Profitability and Firm's Value: Evidence from Jordan. "**Journal of Finance and Accounting**, Vol.10, No.20, PP. ,73-80
- Al-Sleha, Z. A. F. (2020). Impact of Financial Leverage, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector, Jordan. **International Business Research**, 13(1), PP. 109- 120.
- Al-Taani, K., (2013), "The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Jordan ", **Journal of Finance and Accounting**, Vol. 1, No. 3, PP. 41-45.
- Antwi, S., Mills, E. F. E. A., & Zhao, X. (2012). Capital structure and firm value: Empirical evidence from Ghana. **International Journal of Business and Social Science**, 3(22). ISO 690, PP. 103-111.

- Asiri, B. K., & Hameed, S. A. (2014). Financial ratios and firm's value in the Bahrain Bourse. **Research Journal of Finance and Accounting**, 5(7), PP.1-9. <https://core.ac.uk/reader/234629860>
- Bae, S., Kwon, T. & Lee, J., (2008), "Corporate Diversification, Relatedness, and Firm Value: Evidence from Korean Firms", **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, Vol. 37, No. 6, PP. 1025- 1064.
- Baker, M., and J. Wurgler (2002). "Market timing and capital structure". **Journal of Finance**, 57 (1), PP. 1-32.
- Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I., & Ng, M. (2019). The effect of capital structure on profitability and stock returns: Empirical analysis of firms listed in Kompas 100. **Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies**. Vol. 12 No. 2, pp. 74-89.
- Chen, C. R. and T. L. Steiner. (2000). "Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage: A Non-Linear Simultaneous Equations Model". **Journal of Economics and Business**, 52, pp. 365-382
- Chen, S. & Chen, L., (2011), "Capital Structure Determinants: An Empirical Study in Taiwan", **African Journal of Business Management**, Vol. 5, No. 27, PP. 10974-10983.
- Chen, W.P., Chung, H., Hsu, T.L., and Wu, S., (2010), "External financing needs, corporate governance, and firm value", Corporate Governance: **An International Review**, Vol.18, No.3, pp.234-249.
- Dang, T. D., & Do, T. V. T. (2021). Does Capital Structure Affect Firm Value In Vietnam? **Investment Management and Financial Innovations**, 18(1), 33-41
- Drobetz, W. & Fix, R., (2003), "What are the Determinants of the Capital Structure: Some Evidence from Switzerland", **Working Paper**, University of Basel, Basel, April.

- Ezeoha, A., (2008), "Firm Size and Corporate Financial-Leverage Choice in a Developing Economy Evidence from Nigeria", **the Journal of Risk Finance**, Vol. 9, No. 4, PP. 351-364.
- Financial performance on stock returns "a case of Pakistan textile industry", **Middle-East Journal of Scientific Research**, Vol. 16 No. 2, pp. 289-295.
- Gujarati, D.N. and Porter, D.C., (2009), "**Basic Econometrics**". 5th Edition, McGraw Hill Inc., New York.
- Handoo, A. & Sharma, K., (2014), "A Study on Determinants of Capital Structure in India", **IIMB Management Review**, Vol. 26, PP. 170-182.
- Hermuningsih, S. (2013). Profitability, growth opportunity, capital structure and the firm value. **Bulletin of Economic Monetary and banking**, 16(2), 115-136.
- Ibrahim, H. & Masron, T., (2011), "Capital Structure and the Firm Determinants: Evidence from Small and Medium Enterprises (SMEs) in Malaysia", **International Conference on Economics, Trade and Development**, IPEDR Vol. 7, PP.25-28.
- Ibrahim, U. A., & Isiaka, A. (2020). Effect of financial advantage on firm value: Evidence from selected firms quoted on the Nigerian stock exchange. **European Journal of Business and Management**, 12(3), PP. 124-135.
- Ishari, M. P. S., & Abeyrathna, S. P. G. M. (2016). The Impact of Financial Leverage on Firms' Value (Special Reference to Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka). **International Journal of Advancement in Engineering Technology, Management and Applied Science**, 3(7), PP. 100-104.
- Jiahui, M., (2015), "Relationship between Capital Structure and Firm Performance, Evidence from Growth Enterprise Market in China", **Management Science and Engineering**, Vol. 9, No. 1, PP. 45-49.

- Kausar, A. et al. (2014). "Capital Structure and Firm Value Empirical Evidence from Pakistan". **Asian Journal of Research in Economics and Finance**, 1 (1), PP. 11-22.
- Kontesa, Maria, (2015), "Capital structure, profitability, and Firm Value, What's New?" **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol. 6, No. 20, PP. 185-192.
- Koralun, Julia, Bereznicka. 2013. How Does Asset Structure Capital Structure With corelate. Cross-Industry and Cross-Size Analysis of the EU Countries. **Universal Journal of Accounting and Finance**, Vol. 1, No. 1, pp. 19-28.
- Kruk, S. (2021). Impact of Capital Structure on Corporate Value— Review of Literature. **Journal of Risk and Financial Management**, 14(4), PP.155-165.
- Laz_ar, S. (2016), "Determinants of firm performance: evidence from Romanian listed companies", **Review of Economic and Business Studies**, Vol. 9 No. 1, pp. 53-69.
- Le Thi, P. V., Phan, T., & Nguyet, B. (2013). Impact of state ownership on funding decisions: Experimental evidence in Vietnam. **Development & Integration Journal**, 22(32), PP. 50–57.
- LUU, D. H. (2021). The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Case Study in Vietnam. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, 8(5), PP.287-292.
- Mahdaleta, E., Muda, I., & Nasir, G. M. (2016). Effects of capital structure and profitability on corporate value with company size as the moderating variable of manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange. **Academic Journal of Economic Studies**, 2(3), PP. 30-43.
- Mai, T. G. (2020). The impact of capital structure on the value of firms in the plastic and packaging industry listed in Vietnam. **Economy and Development Journal**, 280, pp59–67.

- Maksum, N. A., & Sirojuzilam, E. (2018). VALUE OF THE FIRM IN CAPITAL STRUCTURE PERSPECTIVE (Case study of tourism companies in Indonesia Stock Exchange). **Economy and Development Journal**, 6(1), pp20-41
- Manu, R., Alhabsji, T., Rahayu, S., and Nuzula, N., (2019), "The effect of corporate governance on profitability, capital structure and corporate value", **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.10, No.8, pp.202-214.
- Mateev, M., Poutziouris, P. & Ivanov, K., (2013), "On the Determinants of SME Capital Structure in Central and Eastern Europe: A Dynamic Panel Analysis", **Research in International Business and Finance**, Vol. 27, No. 1, PP. 28-51.
- Modigliani, F. and M. H. Miller (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction". **The American Economic Review**, 53, PP.443-53
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, 48(3), PP. 261-297. Retrieved from
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, 5(2), PP.147- 175.
- Myers, S. C. (1984). "The capital structure puzzle". **Journal of Finance**, 39 (3), PP. 575-592.
- Nsour, O. J. (2019). Capital Structure, Profitability and Firm's Value: Evidence from Jordan. **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.10, No.20, 2019, pp73-80
- Pacheco, Luis. (2016). Capital structure and internationalization: The cast of Portugese industrial SMEs. **Research in International Business and Finance** 38: PP.531-45. [CrossRef]
- Rahayu, S.M., Saif, S., and Saif, M., (2019), "the reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts

on corporate values of manufacturing companies in Indonesia”, **International Journal of Productivity and Performance Management**, DOI 10.1108/IJPPM-05-2018-0196.

- RAHMAN, M. M., SAIMA, F. N., & JAHAN, K. (2020). The Impact of Financial Leverage on Firm's Profitability: An Empirical Evidence from Listed Textile Firms of Bangladesh. **The Journal of Business Economics and Environmental Studies**, 10(2), PP.23-31.
- Rajhans, R. K. (2013). Financial determinants of firm's value: Evidence from Indian firms. **International Journal of Business Economics & Management Research**, 3(500), PP. 1–12. <https://ssrn.com/abstract=2305950>
- Saleem, F., Rafique, B., Mehmood, Q., Irfan, M., Saleem, R., Tariq, S., & Akram, G. (2013). The determination of capital structure of oil and gas firms listed on Karachi stock exchange in Pakistan. **Interdisciplinary journal of contemporary research in business**, 4(9), PP.225-235.
- Sudrajat, J., & Setiyawati, H. (2021). Role Of Firm Size and Profitability On Capital Structures And Its Impact Over Firm Value . **International Journal of Economics, Finance & Accounting**, 2(1), PP. 13-26.
- Wira, V. (2021). The Effects of Financial Performance toward Firm Value on Tourism, Hotel and Restaurant, and Transportation Sectors Listed on Indonesia Stock Exchange. **Journal innovation Business**, 9(1), PP.141-149.