أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة الاقتصادية:

دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500

The Impact of the Financial Behavior on Economic Value Added of economic company: An Econometric Study of the Economic Companies Listed in the S&P500 Index

موصو سراح*

مخبر مالية، محاسبة، جباية وتأمين بجامعة سوق أهراس،

جامعة جيجل، الجزائر

s.moussou@univ-jijel.dz

محرز نور الدين

مخبر LAREE،

جامعة سوق أهراس،

noureddine.mehrez@univ-soukahras.dz

تاريخ الإرسال: 2020/12/01 تاريخ القبول: 2021/05/10 تاريخ النشر: 2021/12/16

ملخص:

يعد السلوك التمويلي وعلاقته بخلق القيمة للمساهمين أهم مواضيع الإدارة المالية وفي نفس الوقت أحد التحديات الرئيسة للمديرين الماليين، وعليه جاءت هذه الدراسة بهدف تقييم أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لعينة مكونة من 168 مؤسسة اقتصادية مدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019 ، ومن الأجل الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات تم الاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (بيانات بانل). توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي وذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة، كما أشارت النتائج إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي للحجم (متغير ضابط) على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.

الكلمات المفتاحية: بيانات بانل؛ ديون؛ سلوك تمويلي؛ قيمة اقتصادية مضافة؛ مؤشر S&P500.

Abstract :

The financing behavior and its relationship to creating value for shareholders is the most important topic of financial management and at the same time one of the main challenges for financial managers, accordingy this study came to asseses the impact of financing behavior on the economic added value (EVA) for a sample of 168 economic institutions included in the S & P500 index during the period 2010-2019, and from the term to answer the problem raised and test the hypotheses, the Panel data. The study found a negative and statistically significant effect of long-term debt on the economic value added of the institutions under study, and the absence of a statistically significant effect of short-term debt on the added economic value, and the results indicated a positive and significant effect of size (a controlled variable) on the economic value. Added to the companies under study.

Key Words: Debt; Economic Value Added ; Financial Behavior ; Panel Data ; S&P500 Index.

JEL Classification: G32, G15, C23.

* مرسل المقال: موصو سراح (*moussousarah94@gmail.com*)

المقدمة:

شغل السلوك التمويلي اهتمام الباحثين والمفكرين في مجال الإدارة المالية باعتباره من أصعب القرارات المالية التي تمارسها المؤسسة، لارتباطه بالهدف الأساسي لوجودها وهو تعظيم قيمتها من أجل البقاء والاستمرارية في اقتصاديات الأعمال. وهو مصطلح يعمل على إيجاد الطريقة المناسبة لتمويل أصول المؤسسة من خلال الجمع بين الأموال الخاصة والديون من أجل صياغة الهيكل التمويلي الأمثل الذي يهدف إلى تدنية التكلفة الإجمالية لرأس المال وتعظيم قيمتها، حيث يؤدي استخدام الديون في الهيكل التمويلي إلى زيادة أرباح السهم لأنه يتم خصم الضريبة على مدفوعات الفائدة، ومع ذلك قد يؤدي استخدام المزيد من الديون إلى زيادة المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، وهذه الأخيرة تؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل الإجمالية مما يساهم ذلك في انخفاض سعر السهم في السوق المالي. لذلك يجب على المؤسسة أن تسعى جاهدة للحفاظ على الهيكل التمويلي الأمثل الذي يساعد في خلق القيمة وتعظيمها للمساهمين، وأفضل طريقة لذلك هي تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة والتي تسلط الضوء على قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد أعلى من تكلف رأس المال.

تحاول هذه الدراسة تسليط الضوء على أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 لتقدم دليلا جديدا من واقع البيئة الأمريكية. وعليه يمكن طرح الإشكالية التالية: **إلى أي مدى يؤثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500؟.**

يندرج تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- هل تؤثر الديون قصيرة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات المدرجة في مؤشر S&P500؟.
- هل تؤثر الديون طويلة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات المدرجة في مؤشر S&P500؟.

فرضيات الدراسة: للإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية تم صياغة الفرضيات التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات المدرجة في مؤشر S&P500؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات المدرجة في مؤشر S&P500.

أهداف الدراسة: يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في اختبار العلاقة بين السلوك التمويلي ممثلا في الديون القصيرة والطويلة الأجل والقيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال فترة الدراسة الممتدة من 2010 إلى 2019.

إضافة إلى الهدف الأساسي هناك أهداف ثانوية نسعى إلى تحقيقها هي:

- تقديم الإطار المفاهيمي لكل من السلوك التمويلي والقيمة الاقتصادية المضافة؛
- تحديد تكلفة حقوق الملكية والتكلفة الإجمالية لرأس المال؛
- تقديم اقتراحات لتحسين أداء المؤسسات المختارة لعينة الدراسة وتعزيز قيمتها الاقتصادية المضافة.

الدراسات السابقة:

توجد مجموعة من الدراسات التي عالجت موضوع أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة، وفيما يلي أهم بعض الدراسات ومختلف النتائج التي توصلت إليها:

- **دراسة** (Ghasemi & Noorifard, 2015) **بعنوان: Study of the relationship between Capital Structure and free cash flows with financial performance of companies listed on Tehran Stock Exchange** حاولت إبراز علاقة هيكل رأس المال والتدفقات النقدية الحرة بالأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة طهران، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 130 مؤسسة صناعية خلال الفترة 2009-2013، استخدمت الدراسة بيانات Panel، توصلت إلى وجود علاقة سلبية كبيرة للرفع المالي مع مقاييس الأداء المالي (معدل العائد على الأصول، معدل عائد السهم السنوي، القيمة الاقتصادية المضافة) للمؤسسات محل الدراسة، أظهرت أيضا وجود علاقة طردية وكبيرة بين التدفقات النقدية والأداء المالي، وأيضا وجود علاقة إيجابية بين الحجم والأداء المالي.

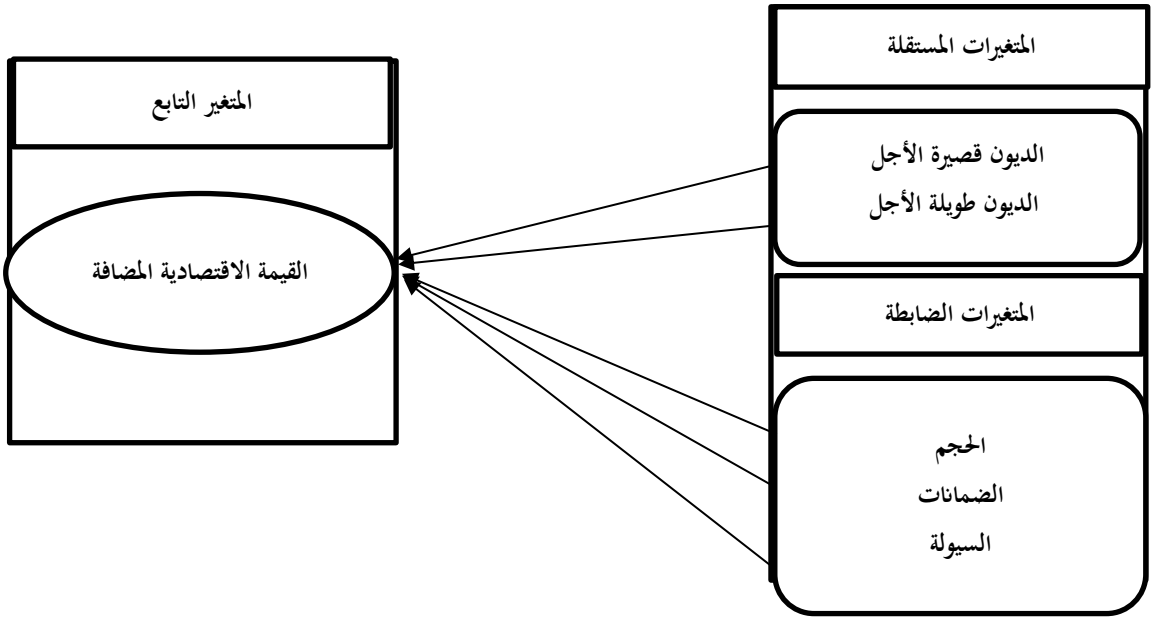
دراسة (Samiloglu, Bagci, & Polat, 2014) **بعنوان: The Effect of Capital Structure on Economic Value Added: Evidence from Turkey** ركزت هذه الدراسة في البحث عن تأثير هيكل رأس المال على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة اسطنبول، تكونت عينة الدراسة من 120 مؤسسة خلال الفترة 2003-2012، حيث عبرت عن هيكل رأس المال بنسبة إجمالي الديون ونسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل، استخدمت بيانات البانل، أظهرت هذه الدراسة وجود أثر سلبي ومعنوي للديون قصيرة الأجل وإجمالي الديون على القيمة الاقتصادية المضافة، بينما كان للديون طويلة الأجل أثر إيجابي على القيمة الاقتصادية المضافة.

– دراسة (Vijayalakshmi & Manoharan, 2015) **بعنوان: Corporate leverage and its impact on EVA and MVA** هدفت إلى معرفة تأثير الرافعة المالية للمؤسسة على مقاييس خلق القيمة للمساهمين (EVA,MVA)، تكونت عينة الدراسة من 7 مؤسسات منتجة مدرجة في الهند خلال الفترة 1996-2010 ، توصلت إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكل من إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة لهذه المؤسسات، بينما كان لهذه المقاييس أثر موجب على القيمة السوقية المضافة.

نموذج الدراسة: استنادا إلى الدراسات السابقة التي تناولت أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة وبعد توضيح أبرز النتائج التي توصلت إليها، تم وضع نموذج الدراسة والذي يشتمل على نوعين من المتغيرات هما المتغير المستقل والمتغير تابع، حيث تم تقسيم السلوك التمويلي إلى الديون قصيرة الأجل (SDAC) والديون طويلة الأجل

(LDAC)، في حين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تتمثل في المتغير التابع، كما تم تعزيز النموذج بمتغيرات ضابطة هي الحجم (SIZE) الضمانات (TANG) والسيولة (LIQ).

الشكل 01: "نموذج الدراسة"



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات السابقة.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة: تتشابه هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في كونها تعالج نفس الموضوع والمتمثل في السلوك التمويلي وعلاقته بخلق القيمة للمؤسسة الاقتصادية، غير أن هذه الدراسة تتميز عن الدراسات السابقة في كونها تتناول هذا الموضوع في بيئة تتميز باقتصاد قوي وهي بيئة الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك من خلال عينة مكونة من أكبر المؤسسات المسعرة في البورصة الأمريكية، كما تم إدخال متغيرات أخرى ضابطة والمتمثلة في: الحجم، الضمانات والسيولة، كما تتجلى أيضا أهمية الدراسة في كونها تختبر وتقيس أثر السلوك التمويلي على قيمة المؤسسة من منظور المؤشرات الحديثة، وذلك في ظل نقص الدراسات العربية التي تناولت هذه المؤشرات، حيث ركزت أغلبها على أثر السلوك التمويلي على المؤشرات المحاسبية لخلق القيمة. وذلك بهدف أن تكون مرجعا يمكن الاستناد عليه.

في للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي

هيكل الدراسة: بهدف التحقق من فرضيات الدراسة تم تقسيم البحث إلى محورين رئيسين هما:

- الإطار النظري لمتغيرات الدراسة؛
- دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.

الأدوات الإحصائية المعتمدة: من أجل اختبار صحة الفرضيات وتحليل البيانات تم اعتماد البرنامج الإحصائي GRETL والأساليب الإحصائية الوصفية المتمثلة في، الإحصاء الوصفي، ومصفوفة الارتباط لمعرفة العلاقة بين

متغيرات الدراسة، كما يتم استخدام مجموعة من الاختبارات من أجل التأكد من جودة وقوة النموذج الملائم للدراسة من الناحية الإحصائية والقياسية.

I. التأصيل النظري لمتغيرات الدراسة

1. مفاهيم أساسية حول السلوك التمويلي

يعد السلوك التمويلي من أهم القرارات الاستراتيجية في المؤسسة الذي يلعب دور كبير في التأثير على حياتها المالية، وذلك نظرا لارتباطه بالهدف الأساسي لوجودها ألا وهو تعظيم قيمتها مما يضمن لها البقاء والاستمرارية.

1.1. تعريف السلوك التمويلي: يشير مصطلح السلوك التمويلي إلى ذلك " القرار الذي ينطوي على اختيار المصدر أو المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة من أجل تمويل الاستثمار في موجوداتها، ويتم اتخاذ السلوك التمويلي بعد دراسة مسبقة ومعمقة للهيكل التمويلي المرغوب من قبل المؤسسة والذي يتسم بأقل تكلفة ممكنة" (القاضي، عباس، صايمة، و غازي، 2016).

يعرف السلوك التمويلي بأنه "الطريقة التي يقوم من خلالها المدير المالي بالبحث واختيار التوليفة المثلى من مختلف المصادر التمويلية المتاحة واستخدامها في تمويل استثمارات المؤسسة من أجل تعظيم قيمتها" (Herawati, Candiasa, Yadnyana, & Suharsono, 2018).

2.1. مصادر التمويل: نظرا لقيام المؤسسات الاقتصادية على مبدأ الاستمرارية والتوسع فهي تحتاج إلى أنواع مختلفة من الأموال من أجل إقامة استثماراتها ويتسنى لها ذلك عن طريق مصادر مختلفة ومتعددة تتمثل في:

أ. مصادر التمويل قصيرة الأجل: التمويل قصير الأجل هو التمويل الذي تتلقاه المؤسسة من المصادر الخارجية وتلتزم برده خلال فترة لا تتجاوز السنة الواحدة (Abdelraheem & Serajeldin, 2017). ومن أهم المصادر قصيرة الأجل:

أ1. الائتمان التجاري: هو مصدر تمويلي قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين عن طريق شراء سلع بالأجل، أي التي لا يتم دفع ثمنها مباشرة (Fatoki & Odeyemi, 2010).

أ2. الائتمان المصرفي: يقصد بالائتمان المصرفي تلك القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، لسد احتياجاتها من الأموال وتمويل عملياتها التجارية المختلفة (العمار و غيا، 2018).

ب. مصادر التمويل طويلة الأجل: تتمثل مصادر التمويل طويلة الأجل في الأموال الداخلية والأموال الخارجية.

ب1. مصادر التمويل الداخلية: تتمثل في الأرباح المحتجزة وهي عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح التي حققتها المؤسسة ولم تقوم بتوزيعها على حملة الأسهم العادية بل تحتفظ بها لإعادة استثمارها في المستقبل بهدف زيادة قيمتها وأرباحها (Antwi, Mills, & Zhao, 2012).

ب2. مصادر التمويل الخارجية: تحصل المؤسسة على التمويل من مصادر خارجية مختلفة تتمثل في:

– **الأسهم:** هي عبارة عن حصص متساوية القيمة من رأس مال المؤسسة لصالح المكتتبين، ويؤكد ذلك على وثيقة تسمى السهم تحمل قيمته الاسمية، مقابل الحصول على عوائد إن وزعت في آخر الدورة، كما يمكن لهم

الحق في الحصول على جزء من رأس المال المتبقي في حال التصفية، وتنقسم إلى الأسهم بنوعيها العادية والممتازة (احمد، سعاد، و خدوجة، 2017).

– **السندات:** السند يمثل مستند مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسات يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه الحق أيضا في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الاسمية (الحفيظي و عادل، 2014).

– **القروض طويلة الأجل:** هي القروض التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين حيث يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين سنة، ويتم الاتفاق بين المقرض والمقترض على سعر الفائدة وتاريخ الاستحقاق والضمانات (Abdelraheem & Serajeldin, 2017).

– **القرض الايجاري:** يعرف بأنه "عبارة عن عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول مقابل انتفاعه بها لفترة معينة" (العمار و غيا، 2018).

3.1. تكلفة مصادر التمويل: إن قيام المؤسسة بلجوئها إلى مصادر تمويل معينة لتمويل الفرص الاستثمارية وتحديد الأهمية النسبية لكل مصدر ضمن هيكلها التمويلي، سوف يؤثر على درجة المخاطر التي تواجه المؤسسة ومستوى العائد المتوقع وتتأثر بالتبعية تكلفة كل مصدر من هذه المصادر داخل الهيكل التمويلي المقترح، وعليه يحظى مفهوم تكلفة التمويل بأهمية كبيرة باعتباره من أهم العناصر التي يبنى عليها نجاح المؤسسة واستمرارها في السوق خاصة في ظل التغيرات السريعة التي يشهدها محيط الأعمال.

أ. مفهوم تكلفة التمويل:

أ1. تعريف تكلفة التمويل: تعرف تكلفة التمويل بأنها "مقدار ما تدفعه المؤسسة من أجل الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، كما يمكن النظر إلى تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة" (حمزة و بدروني، 2019).

كما تعرف أيضا تكلفة التمويل بأنها هي معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة وتعظيمها (خبابة، 1997).

أ2. أهمية حساب تكلفة التمويل: يمكن هنا التمييز بين أهمية تكلفة التمويل (تكلفة رأس المال) من وجهة نظر المستثمر المرتقب والتي تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول لكل من المساهمين والمقرضين لاستثمار أموالهم في المؤسسة، وعادة ما تتأثر تكلفة التمويل بسعر الفائدة السائد في السوق وتختلف من مؤسسة إلى أخرى، وتنبع أهميتها من كونها تمثل أساس المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة، ووجهة نظر المؤسسة التي تستخدمها لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بالمشروعات المستقبلية، بحيث أنه إذا تولد عن المشروع عائد يقل عن تكلفة الأموال المستثمرة فيه فإنه لا بد من رفضه حتى لا يؤثر لبيا على ثروة المساهمين ويؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة، كما تعتبر تكلفة رأس المال مؤشرا هاما لقياس وتقييم قدرة المؤسسة على تخصيص الموارد المحدودة بين الاستثمارات المتاحة (مناعي، 2018).

2. القيمة الاقتصادية المضافة

1.2. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة: منذ بداية التسعينات أصبح مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة موضوعا مثيرا للاهتمام، فانتشر على نطاق واسع وتضمنته العديد من البحوث المالية والاقتصادية من وجهات نظر مختلفة، وقد كانت بداية ظهور هذا المؤشر مع اقتراح شركة (Stern& Stewart) في عام 1991 هذا المفهوم كمقياس حديث لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، بوصفها أن القيمة الاقتصادية المضافة تعكس فقط القيمة المضافة التي تتمكن المؤسسة من تحقيقها بعد خصم تكلفة رأس المال المستثمر المكون من الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة(Lee & Kim, 2009). وعليه تعرف القيمة الاقتصادية المضافة بأنها " مؤشر لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، كما أنه طريقة للتحفيز بحيث نجده يقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويتم وفق هذا المؤشر ربط المسيرين بالمؤسسة و تحسيسهم بها وفق منطق النتائج من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال التي تحت تصرف كل مسير من جهة، وفق تكلفة رأس المال التي تمثل التعويض التي يحصل عليه أصحاب الأموال ممثلين في المساهمين بالدرجة الأولى من جهة ثانية" (سعاد و سميحة، 2017).

2.2. حساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، وتستخدم خمس خطوات أساسية لحساب القيمة الاقتصادية المضافة هي (بوتواتة، 2019):

- الاطلاع ومعاينة البيانات المالية للوحدات: ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية، وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لسنتين لإجراء عملية القياس؛
- تحديد رأس المال المستثمر: إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولا عاما كثيرا ما تضلل في وصف الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة؛
- حساب التكلفة الوسطية لرأس المال (WACC)؛
- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPT: يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر الاستثمار والتمويل؛
- حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

هناك طريقتين لحساب القيمة الاقتصادية المضافة هما:

الطريقة الأولى: **(Beneke, 2016)**

$$EVA = NOPT - (WACC \times IC)$$

الطريقة الثانية:((بوتواتة، 2019)

$$EVA = (ROI - CMPC) \times IC$$

II. دراسة قياسية لأثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 .

1. مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من 500 مؤسسة اقتصادية مدرجة في مؤشر S&P500، وذلك خلال الفترة 2010-2019، ويجب أن تتوفر في جميع هذه المؤسسات الشروط التالية لضمان قياس متغيرات الدراسة:

- أن تكون المؤسسة موجودة في المؤشر من عام 2010 إلى 2019 وهي تمثل فترة الدراسة؛
- ألا تكون المؤسسة قد دمجها أو تم الاستحواذ عليها؛
- أن لا تكون مؤسسة مالية بنك أو شركة تأمين؛
- أن تكون السنة المالية المعتمدة من N/1/1 إلىN/12/31؛
- أن تتوفر عن الشركات البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة لقياس متغيرات الدراسة.

وعليه تكونت عينة الدراسة من 168 مؤسسة مستوفية كل الشروط.

2. مصادر جمع البيانات

اعتمدت الدراسة على مصادر البيانات التي تتمثل في:

- الكتب والمقالات العلمية من أجل توضيح الجانب النظري لمتغيرات الدراسة؛
- القوائم المالية السنوية للمؤسسات الاقتصادية والمنشورة من 2010 إلى 2019.

3. النموذج الرياضي المعتمد

بهدف اختبار ومعرفة أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500، تستخدم هذه الدراسة نموذج الانحدار المتعدد بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، وقد تم اعتماد النموذج الرياضي التالي:

$$EVA_{it=}\beta_0 + \beta_1 SDAC_{i,t} + \beta_2 LDAC_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t_{i,t}} + \varepsilon_{it}$$

والجدول التالي يوضح متغيرات الدراسة وطريقة قياسها وبعض الدراسات السابقة التي اعتمدت نفس طريقة القياس.

الجدول 01: "متغيرات الدراسة وطريقة قياسها"

المتغير	الرمز	طريقة القياس	الدراسات السابقة
المتغير التابع			
القيمة الاقتصادية المضافة	EVA	$EVA = NOPT - (Wacc \times IC)$	(Akgun, Samiloglu, & Oztop, 2018), (Babatunde & Evuebie, 2017), ((Behera, 2020)
المتغيرات المستقلة			
الديون قصيرة الأجل	SDAC	الديون قصيرة الأجل / إجمالي الأصول	(Rao & Suryanarayana, 2018), (Chaleeda, Islam, Ahmad, & Ghazalat, 2019)
الديون طويلة الأجل	LDAC	الديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول	(Aziz & Abbas, 2019), (K.M.R.Magoro & Abeywardhana, 2017), (A & OL, 2018)
المتغيرات الضابطة			
حجم المؤسسة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	(Onanjiri & Korankye, 2014), (Ezenwakwelu, 2018), (Rafindadi & Bello, 2019)
الضمانات	TANG	الأصول الثابتة / إجمالي الأصول	(Al-Slehat, 2020), (Chinaemerem & Anthony, 2012)
السيولة	LIQ	الأصول الجارية / الخصوم الجارية	(Thanh & Huong, 2017), (Javed, Rao, Akram, & Nazird, 2015)

المصدر: من إعداد الباحثين بناءا على الدراسات السابقة.

4. الإحصاء الوصفي:

طبقت الدراسة على عينة مكونة من 168 مؤسسة اقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى2019، وعليه يكون عدد المشاهدات 1680، والجدول رقم(02) يعرض الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

الجدول 02: "الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة"

Variables	EVA	SDAC	LDAC	SIZE	TANG	LIQ
Mean	4.1061	0.2094	0.4438	5.2967	0.6914	2.5237
Median	3.6763	0.1689	0.4415	4.7329	0.7078	1.3269
Maximum	7.3238	1.5156	2.6041	7.8275	0.9806	1420.039
Minimum	-1.0000	0.0003	0.0000	3.2920	0.0000	0.0779
Std. Dev.	1.4722	0.1365	0.2165	1.2177	0.1998	34.6395
Observations	**1680**	**1680**	**1680**	**1680**	**1680**	**1680**

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج .Gretl

نلاحظ من خلال الجدول (2) أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بلغ 4.11، بانحراف معياري قدر ب1.47 وهو مرتفع ما يدل ذلك على أن هناك تفاوت في مقدار القيمة الاقتصادية المضافة المحققة بين المؤسسات محل الدراسة، يوضح أيضا الجدول المتوسطات الحسابية لمتغيرات السلوك التمويلي الممثلة في، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل حيث بلغت0.21 و 0.44 على التوالي، و بانحراف معياري يساوي 0.13 و 0.21، أيضا بلغت المتوسطات الحسابية للمتغيرات الضابطة المتمثلة في الحجم، لضمانات والسيولة: 1.21، 0.19، 34.63 على الترتيب.

5. مصفوفة الارتباط:

تم إعداد مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، من أجل التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة. والجدول (3) يوضح ذلك:

الجدول 03: "مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة"

Variables	SDAC	LDAC	SIZE	TANG	LIQ	VIF
SDAC	1					1.465
LDAC	-0.2204	1				1.353
SIZE	-0.00001	-0.1447	1			1.025
TANG	-0.0553	0.4936	-0.0839	1		1.848
LIQ	-0.0463	0.0206	0.0319	-0.0521	1	1.016
Mean VIF						1.341

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Gretl

تساهم مصفوفة الارتباط في الكشف عن وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية (المتغيرات المستقلة والضابطة) من عدمه ، وعليه فإن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد ووفقا للعديد من الباحثين تظهر عندما

تكون قيم معاملات الارتباط أكبر من 0.8، أما بالنسبة لدراستنا ومن خلال الجدول رقم (03) نلاحظ أن أكبر قيمة لمعامل الارتباط هي 0.49 ، وبالتالي عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية، كما تم التأكد من ذلك أيضا من خلال إجراء اختبار معامل تضخم التبيان VIFحيث إذا كان معامل تضخم التباين (VIF) أقل أو يساوي 10 فإن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية غير موجودة، حيث تشير نتائج الجدول إلى أن جميع قيم معاملات تضخم التباين للمتغيرات التفسيرية أقل من 10 ، مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية.

6. اختيار النموذج الملائم للدراسة

بعد إتمام الخطوات السابقة يتم اختيار النموذج الملائم للدراسة من خلال المفاضلة بين النماذج الثلاث للبانل، ويتم ذلك من خلال القيام باختبارين هما:

-اختبار فيشر (Fisher) المقيد للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة؛

- اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

1.6. اختبار فيشرF المقيد للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة: يقوم هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين: H_0 : النموذج التجميعي هو الملائم.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

الجدول04: "نتائج اختبار فيشر المقيد"

الاختبار الإحصائي	القيمة الجدولية	القيمة المحسوبة	درجة الحرية	القيمة الاحتمالية
F-test individual effects	1.20	65.2	Df 1 = 167 Df 2 = 1507	(0.0000)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Gretl

أشارت النتائج المتحصل عليها في الجدول أعلاه إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب، وبالتالي رفض الفرضية الصفرية لكون أن القيمة المحسوبة تساوي 2.65 أكبر من القيمة الجدولية.1.20

2.6. اختبار هوسمان (Hausman test) للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية: والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول 05: "نتائج اختبار Hausman"

The statistical test	Chi square value	Degree of freedom	Probability value
Hausman test	50.4537	5	(0.0000)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Gretl

على ضوء نتائج Hausman تبين أن النموذج الأنسب هو نموذج الآثار الثابتة وذلك لكون أن القيمة الاحتمالية أقل من 0.05، وعليه يتم رفض الفرضية الصفرية القائلة أن النموذج العشوائي.

7. تحليل نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة:

يتم عرض نتائج نموذج التأثيرات الثابتة باعتباره النموذج الملائم للدراسة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول 06: "نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة"

نموذج الآثار الثابتة			
Fixed Effect			
	Coefficient	**Std. Error**	**P-Value**
C	0.7565	0.3144	0.0162**
SDAC	-0.2178	0.3080	0.4796
LDAC	-0.5542	0.1775	0.0018***
SIZE	0.6643	0.0436	0.0001***
TANG	0.1770	0.2593	0.4949
LIQ	-0.0001	0.0005	0.7412
R-squared = 0.7472 AdjR-squared = 0.7184			
F-statistic= 25.9093 Prob(F-Statistic)=(0.0000)			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Gretl

1.7. اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

أ. اختبار معنوية المعالم المقدرة: من أجل تحديد ما إذا كان هناك أثر للمتغيرات المستقلة الديون قصيرة الأجل ،الديون طويلة الأجل، والمتغيرات الضابطة الحجم، الضمانات والسيولة على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للمؤسسات موضع الدراسة ، لا بد من اختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات هذه المتغيرات في النموذج، ومن خلال الجدول رقم (07) نلاحظ بأن الديون قصيرة الأجل كانت غير معنوية ما يعني أنه لا يوجد أثر لهذا المتغير على القيمة الاقتصادية المتغير المتمثل في الحجم معنوي أيضا عند مستوى1% ، بينما كانت باقي المتغيرات الضابطة غير معنوية، ما يدل ذلك على عدم وجود أثر لهذه المتغيرات الضابطة على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.المضافة، بينما الديون طويلة الأجل كانت معنوية عند مستوى 1% أي لها على أثر على المتغير التابع.

ب. اختبار المعنوية الكلية للنموذج: من أجل اختبار المعنوية الكلية للنموذج نستخدم معامل التحديدR^2 واختبار فيشر، ومن خلال الجدول (7) نلاحظ أن:

- معامل التحديدR^2 بلغت قيمته 0.7472 وهي قيمة كبيرة مما يدل على ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية، إذ يمكن القول أن ما نسبته 74.72% من التغيرات التي تحدث في القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات

الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 201010-2019 يتم تفسيرها عن طريق المتغيرات التفسيرية التي تم إدراجها في نموذج الدراسة، أما النسبة المتبقية (25.28%) فتفسرها متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

- نلاحظ من خلال نموذج التأثيرات الثابتة أن القيمة الإحصائية المحسوبة لFisher تقدر ب 25.91 وهي أكبر من القيمة الجدولية 2.22، كما أن Prob(F-statistic) تساوي 0.0000 وهي أقل من 0.05، وبذلك نرفضH0 ونقبل الفرضية البديلة أي أن للنموذج معنوية كلية.

2.7. اختبار النموذج من الناحية القياسية: بعد التأكد من جودة وصلاحية النموذج من الناحية الإحصائية، لابد أن نقوم باختباره من الناحية القياسية.

أ. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation Test): توجد العديد من الاختبارات لإجراء الاختبار الذاتي للأخطاء، وسنعتمد في دراستنا هذه على اختبار Wooldridge Test بالاعتماد على برنامج Gretl

Null hypothesis: No first-order autocorrelation (rho = 0)
Test statistic: t(167) = 4.68921
with p-value = P(|t| > 4.68921) = 0.0000

نلاحظ بأن $Prob> F = 0.0000$ وبالتالي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص بوجود ارتباط ذاتي.

ب. اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity): يتم استخدام اختبار **وولد Wald test** من أجل التأكد من ثبات التباين للأخطاء من عدمه، يقوم هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين:

H_0: ثبات التباين في الأخطاء.

H_1: عدم ثبات التباين في الأخطاء.

Distribution free Waldtest for heteroskedasticity:
Chi-square(168) = 5.48417e+006, with p-value = 0.0000

نلاحظ بأن p-value أصغر من مستوى المعنوية 5% وعليه يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد عدم ثبات تباينات الأخطاء للوحدات المقطعية في نموذج التأثيرات الثابتة. و توصلنا من خلال الاختبار القياسي لنموذج التأثيرات الثابتة بأنه يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ومشكلة عدم ثبات التباين، ولتصحيح هذه المشاكل نلجأ إلى طريقة الأخطاء لمعيارية المصححة Corrected Standard Errors (PCSE) والمقترحة من طرف Beck and Katz سنة 1995. يمكن عرض نتائج نموذج التأثيرات الثابتة المصحح باستعمال هذه الطريقة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول 07: "نموذج التأثيرات الثابتة المصحح"

نموذج الآثار الثابتة			
Fixed Effect			
	Coefficient	**Std. Error**	**P-Value**
C	0.7567	0.3953	0.0556*
SDAC	-0.2178	0.4338	0.6156
LDAC	-0.5542	0.1522	0.0003***
SIZE	0.6643	0.0617	0.0001***
TANG	0.1770	0.7109	0.4772
LIQ	-0.0001	0.0003	0.5180
R-Squared = 0.7472 AdjR-Squared = 0.7184			
F-statistic= 30.5268 Prob(F-Statistic)=(0.0000)			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Gretl

8. مناقشة نتائج الدراسة

توصلنا من خلال تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد وبالاعتماد على برنامج gretl إلى مجموعة من النتائج يمكن تحليلها ومناقشتها على النحو التالي:

- عدم وجود أثر للديون قصيرة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019 ، ويمكن تفسير ذلك بأن الديون قصيرة الأجل وجودها مؤقت في الميزانية، فالمؤسسات محل الدراسة تستعمل هذه الديون في تمويل استثمارات قصيرة الأجل وتلبية مختلف الالتزامات اليومية والمؤقتة لديها كدفع مرتبات الأجور والإجار ...الخ، ولا تقوم باستثمارها في مشاريع استثمارية طويلة الأجل تحقق عوائد أكبر للمساهمين، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Vijayalakshmi & Manoharan, 2015) وعليه يتم رفض الفرضية الأولى.

- يؤثر السلوك التمويلي معبرا عنه بنسبة الديون طويلة الأجل سلبا على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، حيث أن الزيادة في الديون طويل الأجل لهذه المؤسسات بوحدة واحدة يؤدي مباشرة إلى انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة بمقدار 0.55 وحدة، على الرغم من أن الديون لها ميزة الوفر الضريبي إلا أنها تسبب الزيادة في أعباء الفوائد والمخاطر المالية كمخاطر تكلفة الإفلاس الناتجة عن عدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها في تواريخ استحقاقها التي تقلل في النهاية من عوائد الأسهم وقيمة المساهمين، فعندما تكون الديون مرتفعة في الهيكل التمويلي للمؤسسة يتعين على المدير المالي مراعاة سياسة توزيع الأرباح (تقليل الأرباح الموزعة) لإنقاذ المؤسسة من مخاطر

الإفلاس، وبالتالي الاستفادة من فرص الاستثمار في المستقبل بشكل أقل، فخلق القيمة للمساهمين وتعظيمها يتطلب موارد مالية عالية واستثمارات مدروسة ودخول أسواق مالية جديدة، إلا أن الديون الطويلة الأجل تمنع تنفيذ ما سبق وبالتالي تقليل وتدمير ثروة المساهمين، وهب النتيجة تتوافق مع النتائج التي توصل إليها (Ghasemi & Noorifard, 2015) وعليه يتم قبول الفرضية الثانية.

– أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر موجب وذو دلالة إحصائية للمتغير الضابط الحجم على القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، وعليه يتم دعم فكرة أن المؤسسات كبيرة الحجم لديها القدرة على الحصول بسهولة على الأموال من مختلف مصادر التمويل مما يسمح لها بتوسيع استثماراتها وإقامة استثمارات جديدة مربحة، وبالتالي تعظيم قيمة المساهمين، على عكس المؤسسات الصغيرة التي تواجه صعوبات وعراقيل عديدة من طرف البنوك ومختلف المؤسسات المالية أو عند لجوئها لإصدار أسهم من أجل الحصول على التمويل، مما يجعلها تتجه نحو الاقتراض قصير الأجل.

– وجود أثر موجب للضمانات على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة إلا أنه ليس دال إحصائيا.

– عدم وجود أثر للسيولة على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.

الخاتمة:

اكتسب موضوع خلق القيمة للمساهمين وتعزيزها اهتمامات المؤسسات على اختلاف أنواعها وأحجامها، فأصبحت كل مؤسسة ملزمة باتخاذ سلوك تمويلي معين يساهم في تعظيم ثروة المساهمين باعتبارهم المالكين النهائيين للمؤسسة، وقد جاءت هذه الدراسة لمحاولة معرفة واختبار أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) وبتطبيق نموذج التأثيرات الثابتة وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تتمثل أهمها في: عدم وجود أثر للديون قصيرة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500؛ وجود أثر سلبي ودال إحصائيا للديون طويلة الأجل على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة؛ يوجد أثر موجب وذو دلالة إحصائية للمتغير الضابط الحجم على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة؛ ليس هناك أثر للضمانات والسيولة على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.

وبناءا على النتائج التي تم التوصل إليها توصي هذه الدراسة بما يلي:

– بما أن حجم الديون طويلة الأجل يؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة، إذ يجب على هذه المؤسسات وضع سياسة تضمن الاستخدام السليم للديون وضمان مستوى الاستدانة الأمثل، من أجل خلق القيمة وتلبية مطالب المستثمرين والمساهمين.

– من الضروري على المؤسسات محل الدراسة إجراء دراسات للتأكد من مختلف العوامل التي تؤثر على قيمتها الاقتصادية المضافة.

– إجراء العديد من الدراسات حول هذا الموضوع وتكون عينة الدراسة أكبر من عينة دراستنا الحالية، مما يزيد من تحسين جودة النتائج الإحصائية ومساعدة متخذي القرار بالاستثمار في أحد المؤسسات محل الدراسة.

قائمة المراجع:

- ابراهيم علي عبد الله القاضي، علي عباس، عبد العزيز صايمة، و علي زكي غازي. (2016). أثر القرارات الاستراتيجة التمويلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم من الأرباح. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 15، 309.
- أحمد عبد الحفيظي، و سلماني عادل. (2014). كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال. مجلة البديل الاقتصادي، 1(2)، 205.
- أمينة بوتواتة. (2019). تقييم الأداء المالي لمجمع سونطراك بالمقارنة بين أساليب التقييم الحديث والتقليدي–دراسة قياسية للفترة (2012–2015)–. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، 6(1)، 85–86.
- حكيمة مناعي. (2018). أثر جودة الإفصاح المحاسبي على تخفيض تكلفة رأس المال. مجلة الاقتصاد الصناعي، 14(1)، 382–383.
- رضوان العمار، و دانيا ابراهيم غيا. (2018). أثر القرار التمويلي في الربحية– دراسة تطبيقة على شركات صناعة النسيج في سورية–. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، 40(5)، 392.
- صديقي احمد، فقيقي سعاد، و صبرو خدوجة. (2017). تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة. مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، 1(1)، 80.
- غربي حمزة، و عيسى بدروني. (2019). العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة. مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، 1(2)، 147.
- معاليم سعاد، و بوحفص سميحة. (2017). إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA–دراسة حالة: مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل–بسكرة–. مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية(30)، 405.
- نور الدين خبابة. (1997). الإدارة المالية (الإصدار الطبعة الأولى). بيروت: دار النهضة العربية للنشر والطباعة.

- A, A., & OL, W. O. (2018). Capital structure and financial performance of listed manufacturing firms in Nigeria. Journal of Research in International Business and Management, 5(1).
- Abdelraheem, A. A., & Serajeldin, B. (2017). Financial Structure and its Impact on Commercial Bank Objectives. *IJARIIE*, *3*(Issue 4), 1290.
- Akgun, A. I., Samiloglu, F., & Oztop, A. O. (2018). The Impact of Profitability on Market Value Added: Evidencefrom Turkish Informatics and Technology Firms. *International Journal of Economics and Financial*, *8*(4).

- Al-Slehat, Z. A. (2020). Impact of Financial Leverage, Size and Asset Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector, Jordan. *International Business Research, 13*(1).
- Antwi, S., Mills, E. F., & Zhao, X. (2012). Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Social Science, 22*(3), 105.
- Aziz, S., & Abbas, U. (2019). Effect of Debt Financing on Firm Performance: A Study on Non-Financial Sector of Pakistan. *Journal of Economics and Commerce, 2*(Issue 1).
- Babatunde, A. A., & Evuebie, O. C. (2017). The Impact of Economic Value Added (EVA TM)on Stock Returns in Nigeria. *Scholars Journal of Economics, Business and Management, 4*(2).
- Behera, S. (2020). Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required return than constant required return? *Financial Innovation, 9*(6).
- Beneke, J. (2016). Benchmarking value creation of companies listed on the jse's altx. *International journal of economics and finance studies, 8*(1), 138.
- Chaleeda, Islam, M., Ahmad, T. S., & Ghazalat, A. N. (2019). The Effect of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia. *International Journal of Economics and Finance, 11*(3).
- Chinaemerem,O.C., & Anthony,O. (2012). Impact of capital structure on the financial performance of nigerian firms. *Arabian Journal of Business and Management Review, 1*(12).
- Ezenwakwelu, G. C. (2018). Capital Strucure and Commercial Banks Performance In Nigeria . *International Journal of Social Sciences and Humanities Reviews, 8*(2).
- Fatoki, O., & Odeyemi, A. (2010). The determinants of access to trade credit by new SMEs in South Africa. *African Journal of Business Management, 4*(13), 3.
- Ghasemi, H., & Noorifard, Y. (2015). Study of the relationship between Capital Structure and free cash flows with financial performance of companies listed on Tehran Stock Exchange. *INTERNATIONAL JOURNAL OF HUMANITIES AND, ISSN 2356-5926*.
- Herawati, N. T., Candiasa, I. M., Yadnyana, I. K., & Suharsono, N. (2018). Factors That Influence Financial Behavior Among Accounting Students in Bali. *International Journal of Business Administration, 9*(3), 33.
- Javed, Z. H., Rao, H., Akram, B., & Nazird, M. F. (2015). Effect of Financial Leverage on Performance of the Firms:Empirical Evidence from Pakistan. *Spoudai Journal of Economics and Business, 65*(1-2).
- K.M.R.Magoro, & Abeywardhana, D. (2017). Debt capital and financial performance: A study of South African companies. *International Journal of Scientific Research and Innovative Technology, 4*(4).
- Lee, S., & Kim, W. (2009). EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry? *International Journal of Hospitality Management*(28), 439.
- Onanjiri, R. N., & Korankye, T. (2014). Dividend Payout and Performance of Quoted Manufacturing Firms in Ghana. *Research Journal of Finance and Accounting, 5*(15).

- Rafindadi, A. A., & Bello, A. (2019). Is Dividend Payment of any Influence to Corporate Performance in Nigeria? Empirical Evidence from Panel Cointegration. *International Journal of Economics and Financial, 9*(2).
- Rao, B. R., & Suryanarayana, A. (2018). Capital Structure and Firms Financial Performance; A Study of Selected Companies Listed on The Bombay Stock Exchange. *Journal of Advance Management Research, 6*(Issue 4).
- Reyes, J. A., Montserrat , R., & Jorge , V.-M. (2019). Capital structure construct: a new approach to behavioral finance. *Investment Management and Financial Innovations, 16*(4), 86-97.
- Samiloglu, F., Bagci, H., & Polat, Y. (2014). The Effect of Capital Structure on Economic Value Added: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*(Issue 119).
- Thanh, L. T., & Huong, d. M. (2017). Determinants of Capital Structure:An Empirical Study on Vietnames Listed Firms. *Serbian Journal of Management, 12*(1).
- Vijayalakshmi, & Manoharan, P. (2015). Corporate leverage and its impact on EVA and MVA. *International Journal of Multidisciplinary Research and Development, 2*(2).