



كلية الدراسات العليا

إدارة الأعمال

هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة

في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية

**Capital structure and its impact on the financial performance of Public  
shareholding companies in Palestine exchange: applied study**

إعداد

محمد خالد بعيوات

إشراف الدكتور

يوسف محمد حسان

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في إدارة الأعمال بكلية الدراسات العليا

والبحث العلمي في جامعة الخليل

2020م

## إجازة الرسالة

هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة  
في بورصة فلسطين

### إعداد الطالب

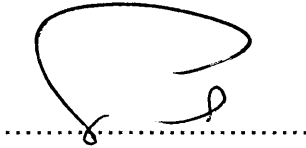
محمد خالد عبيد بعيوات

### إشراف الدكتور

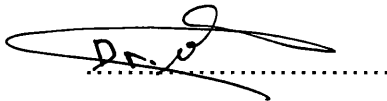
يوسف محمد حسان

نوقشت هذه الرسالة يوم: الأحد الموافق 2020\5\10م، وأجيزت من أعضاء لجنة المناقشة:

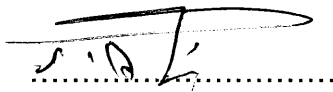
### التوقيع :



مشرفا ورئيسا



ممتحنا خارجيا



ممتحنا داخليا

### أعضاء لجنة المناقشة :

د. يوسف محمد حسان

د. مجدي وائل الكبيجي

د. نائل السيد أحمد

2020م - 1441هـ

## بسم الله الرحمن الرحيم

### الإهداء

أقدم ثمرة جهدي ، وعصارة فكري إلى الذين خلدوا بصمات بر وعطاء ورفد وسخاء في رفع رسالتي هذه ، وحملها إلى رواق النور ، وسدة المعرفة وشعاعها ، إلى

الأيدي التي ربتني على الإيمان، إلى الذي أجد به التقدم والرقى، إلى الذي أضاء لي بعطائه ونصائحه دروب العلم والذي تحمل الصعاب في سبيل انجاز هذا البحث المتواضع...أبي الغالي

وإلى الأعين التي سهرت علي، صاحبة العطاء، إلى نبع الدفء والحنان، إلى الدعاء الذي لا ينقطع، إلى من بقلبها أجد نفسي دائما.... أُمي الحنونة.

إلى الدرع الحصين، وإلى من أجد بفرحي فرحهم.. وبحزني حزنهم.. إلى من لا يسعني إلا أن أحبهم وأعزهم.. إخواني وأخواتي الأعزاء..

إلى من كان عطاؤها عنوانا لدعم مسيرتي العلمية ... زوجتي الغالية

إلى أستاذي الفاضل / الدكتور يوسف محمد حسان /المشرف على هذه الأطروحة، صاحب الجهد المشكور ومعطي التوجيهات الثرية في اختيار هذا البحث وانتقائه والذي تكلم بالنصح والإرشاد وتوج بالأفضل إن شاء الله

وإلى الذين أضاءوا الدروب المظلمات... أساتذتي الكرماء عناوين المعرفة في كلية الدراسات العليا والبحث العلمي في جامعة الخليل- كلية التمويل والإدارة- برنامج الماجستير في إدارة الأعمال- بخاصة، وأساتذتي الأجلاء في جامعة الخليل بعامة

إلى كل من شحذ هذه الدراسة وزودها بمعلومة طيبة حتى اكتمل بناؤها، لتكون لبنة خيرة في صرح

البحث العلمي ودعمه و ترسيخه بإذن الله

إلى كل الشهداء والجرحى والأسرى الذين ضحوا من أجل وطنهم فلسطين

إلى كل الأحرار بهذا الوطن المعطاء.

أهدي هذا العمل المتواضع، آملاً من العلي القدير أن ينفع به المجتمع الفلسطيني وكل من يبحث

في المواضيع ذات العلاقة.

والله هو الموفق وهو الهادي إلى سواء السبيل



## الفهرس :

ب	الاهداء .
ز	الملخص باللغة العربية
ح	الملخص باللغة الانجليزية
1	1.1 مقدمة
2	مشكلة الدراسة وأسئلتها
3	أهمية الدراسة
4	فرضيات الدراسة:
4	أهداف الدراسة
5	منهجية الدراسة :
5	مجتمع وعينة الدراسة
6	أنموذج الدراسة
6	حدود الدراسة
7	مصطلحات الدراسة
9	1.2 المقدمة
10	2.2 هيكل رأس المال:-
11	1.2.2 تكلفة رأس المال :
16	مشكلة الوكالة :
18	تكاليف الوكالة وهيكل الملكية:
22	3.2 الأداء المالي للشركات أهميته، مؤشراتته:
24	1.3.2 تقييم الأداء المالي:
25	2.3.2 التحليل المالي:
25	أهمية التحليل المالي:
28	4.2 هيكل الملكية ونظرية الوكالة وعلاقته بالأداء المالي:
29	1.2.4 الأداء المالي وتكاليف الوكالة:
30	6.2 لمحة عن بورصة فلسطين :
32	7.2 الدراسات السابقة:
32	الدراسات الأجنبية
37	2.7.2 الدراسات العربية
45	8.2 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

46.....	1. مقدمة.....
46.....	2. مجتمع الدراسة.....
46.....	3. عينة الدراسة.....
46.....	4. مصادر وأدوات جمع البيانات.....
46.....	5. منهجية الدراسة.....
46.....	6. نموذج الدراسة.....
47.....	1.3 مقدمة.....
47.....	2.3 مجتمع الدراسة.....
48.....	جدول رقم 1.3 يبين قطاعات مجتمع الدراسة :.....
48.....	3.3 عينة الدراسة.....
48.....	جدول 2.3 عينة الدراسة.....
49.....	4.3 مصادر وأدوات جمع البيانات :-.....
49.....	5.3 أدوات الدراسة :-.....
49.....	1.5.3 أدوات جمع البيانات :-.....
49.....	2.5.3 أدوات تحليل البيانات :-.....
50.....	6.3 منهجية الدراسة.....
50.....	2.6.3 قياس متغيرات الدراسة :-.....
52.....	جدول 3.3 قياس المتغيرات التابعة.....
53.....	جدول 4.3 قياس المتغيرات الضابطة.....
54.....	7.3 الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة:-.....
55.....	1.4 مقدمة.....
55.....	2.4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.....
55.....	3.4 اختبار صلاحية البيانات لتحليل الانحدار.....
55.....	4.4 نتائج تحليل الارتباط الخطي المتعدد واختبار الفرضيات.....
56.....	1.4 مقدمة.....
56.....	2.4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.....
56.....	جدول رقم (1.4) التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.....
61.....	3.4 اختبار صلاحية البيانات لتحليل الانحدار المتعدد:.....
61.....	1.3.4 اختبار الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity Test).....

63.....	جدول رقم (2.4) مصفوفة الارتباطات التبادلية لمتغيرات الدراسة ( Correlation Matrix )
64.....	جدول رقم (3-4) معامل تضخم التباين:
65.....	2.3.4 اختبار الارتباط الذاتي (Test Autocorrelation).....
65.....	4.4 نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد واختبار الفرضيات:
66.....	جدول رقم (4.4): تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد وقوة نموذج الدراسة
67.....	قوة نموذج الدراسة
68.....	اختبار فرضيات الدراسة:
81.....	1.5 مقدمة
82.....	1-5 مقدمة
82.....	2.5 ملخص النتائج:
84.....	3.5 التوصيات :-
84.....	1.3.5 توصيات خاصة:
85.....	2.3.5 توصيات عامة
86.....	4.5 المصادر والمراجع
86.....	1.4.5 المصادر والمراجع العربية
89.....	2.4.5 المصادر والمراجع الأجنبية
90.....	3.4.5 المواقع الالكترونية
92.....	5.5 الملاحق
92.....	1.5.5 ملحق رقم (1) شركات عينة الدراسة:
94.....	2.5.5 ملحق رقم (2) مقارنة نتائج الدراسة الحالية بنتائج الدراسات السابقة

هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة  
فلسطين : دراسة تطبيقية

**Capital structure and its impact on the financial performance of  
Public shareholding companies in Palestine Exchange:An  
Empirical study**

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2011-2017). اعتمدت الدراسة على البيانات المالية المنشورة في موقع بورصة فلسطين لعينة الدراسة البالغ عددها (27) شركة مدرجة لتحديد أثر هيكل رأس المال مقاسا بثلاثة مقاييس وهي نسبة إجمالي الديون لإجمالي الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول ونسبة الديون إلى حقوق الملكية على الأداء المالي مقاسا بثلاثة مؤشرات وهي معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على السهم.

اعتمدت الدراسة في تحليل البيانات على نموذج الانحدار المتعدد لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة. نتج عن الدراسة وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والأداء المالي مقاسا بمعدلي العائد على حقوق الملكية والعائد على السهم. كما أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين هيكل رأس المال مقاسا بنسبة إجمالي الديون لإجمالي الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول والأداء المالي بمؤشراته الثلاث. كما كان لكل من المتغيرات الضابطة (حجم الشركة، حجم شركة التدقيق، ملموسية الأصول، القطاع) أثر ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. وأوصت الدراسة بضرورة الاعتماد على حقوق الملكية في التمويل، لأن ذلك يؤدي إلى تحسين الأداء المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

كلمات مفتاحية: هيكل رأس المال، الأداء المالي، نسبة المديونية، نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على السهم.

## **Abstract**

This study aimed to identify the capital structure and its impact on the financial performance of nonfinancial Palestinian companies listed on Palestine Exchange during the period (2011-2017). The study relied on the financial data published on the Palestine Exchange website for the study sample of (27) listed companies to determine the impact of the capital structure measured by three measures including ratio of total debt to total assets, ratio of long-term debt to total assets and ratio of debt to equity on financial performance measured It has three indicators including rate of return on assets, rate of return on equity and earnings per share.

The study employed the multiple regression model to explain the relationship between independent and dependent variables. The study resulted in an inverse relationship with statistical significance between the ratio of debt to equity and financial performance as measured by the rates of return on equity and earnings per share. The study results also showed that there is no statistically significant relationship between the capital structure as measured by the ratio of total debt to total assets and the long-term debt ratio to total assets and financial performance with its three indicators. Also, each of the control variables (company size, auditor size, asset tangibility, sector) had a statistically significant effect on the financial performance of the companies listed on the Palestine Exchange. The study recommended the necessity of relying on equity in financing, as this would improve financial performance in the companies listed on Palestine Exchange.

**Key words:** capital structure ,Debt ratio, Debt to equity financial performance, return on assets(ROA), return on equity(ROE), earnings per share(EPS).

## الفصل الأول

### 1.1 مقدمة

بدأت الدراسات حول هيكل رأس المال بشكل علمي في بداية الخمسينات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال والتي باتت تعرف بالنظرية التقليدية لهيكل رأس المال والتي تنص على ضرورة الوصول لهيكل رأس المال الأمثل الذي يحقق أعلى عائد ويعظم قيمة الشركة(عبد الرسول،2011).

ويعتبر هيكل رأس المال عنصرا هاما يحكم على مدى نجاح أو فشل الشركة، إضافة إلى أن الطريقة التي تتخذ بها الشركات قرارات هيكل رأس المال تعد من أكثر الأمور التي تم بحثها بشكل كبير في إطار الإدارة المالية، ومن أجل تحقيق أهداف تمويل الشركات لابد من البحث عن تمويل ذي تكلفة مناسبة وصولا إلى المزيج الأمثل للتمويل وهو الذي يحقق أعلى قيمة ممكنة للشركة(عبد الرسول، 2011). ويعرف هيكل رأس المال على أنه تركيبة مصادر أموال الشركة وهذه المصادر إما أن تكون خارجية(من خلال الاقتراض) أو أن تكون داخلية(من خلال التمويل من حقوق المساهمين المتمثلة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة)(عبد الرسول، 2011).وإذ يجب على الشركات تحديد حجم التمويل المطلوب توفيره، ونوعية الأموال والمجال الاستثماري لها أو مجال إنفاقها، وذلك بهدف الوصول إلى الأداء المالي المطلوب من خلال اختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى أقل مستوى، وبالتالي تقليل مخاطر الالتزامات وتعظيم ثروة الملاك(عبد الرؤوف، 2014).

ويؤثر هيكل رأس المال على أداء الشركات، فزيادة نسبة الرفع المالي إلى حد معين قد يحسن من الربحية على اعتبار أن الفرق بين كلفة الاقتراض اقل من مردود الاستثمار، أو مثلا في

فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة، كما أن اختيار هيكل رأس المال المناسب يجب أن يوازن بين تعظيم الأرباح والحفاظ على الاستمرارية، وهذه أهم أهداف الشركات في قطاعات الأعمال (عبد الجليل، 2014)، إضافة إلى أن عملية تحديد هيكل رأس مال مثالي عملية صعبة أحيانا.

### مشكلة الدراسة وأسئلتها

تعاني الكثير من الشركات المساهمة العامة بعد دراسة الباحث للتقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين من مشكلة الأداء المالي ، وكيفية زيادة الأداء المالي ، وكفاءة استغلال الأصول من اجل الوصول إلى أقصى عائد ومعدل عائد على السهم عالي ومرضي للمساهمين، في ظل حرص هذه الشركات على الحفاظ على هيكل رأس مال مناسب وحاضن لأهداف الشركة في الحفاظ على الأداء المالي من اجل ضمان الشركات قدرتها على الاستمرارية وتمويل عملياتها التشغيلية. فالأداء المالي الجيد للشركات يمكنها من اتخاذ العديد من القرارات الإستراتيجية الخاصة بالشركة مثل التوسع والاستثمار، والأداء المالي يتأثر بعوامل مهمة من أهمها هيكل رأس مال الشركة ، لذا تهدف هذه الدراسة إلى دراسة هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

تكمّن مشكلة الدراسة في محاولة الإجابة على سؤال البحث الرئيسي التالي :

- هل يؤثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق

المالية. ويتفرع سؤال الدراسة إلى عدد من الأسئلة الفرعية التالية

1- هل يؤثر هيكل رأس المال على معدل العائد على الأصول (ROA) في الشركات المدرجة

في بورصة فلسطين؟

2- هل يؤثر هيكل رأس المال على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات

المدرجة في بورصة فلسطين؟

3- هل يؤثر هيكل رأس المال على معدل العائد على السهم (EPS) في الشركات المدرجة في

بورصة فلسطين؟

### أهمية الدراسة

تعد هذه الدراسة امتداد لمجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت في مضمونها دراسة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي للشركات ، وتسعى الشركات إلى الحفاظ على مزيج تمويلي يحقق لها أداء مالي مرتفع مع الحفاظ على نسبة مخاطرة قليلة ، وتكمن أهمية الدراسة في دورها الكبير في مساعدة الإدارة في اتخاذ قرارات التمويل، سواء التمويل من خلال حقوق الملكية أو التمويل بالدين، بما يحقق أعلى معدل عائد على الأصول وأعلى معدل عائد على الملكية، وأقل تكلفة تمويل، كما وتساهم الدراسة في مساعدة المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قراراتهم، حيث إن المستثمر يعتمد قراره الاستثماري في شركة ما على معدل العائد على الاستثمار (ROI)، والعائد على الأصول (ROA)، وكذلك العائد على حقوق الملكية (EPS)، فكلما كان الأداء المالي للشركة مرتفع واستغلال الأصول بطريقة كفؤة يكون لذلك تأثير في قرارات المستثمرين، وأيضا الدائنين، حيث يعتمد قرارهم في عملية الإقراض على قدرة الشركة على تحقيق أداء مالي عالي يمكنها من الوفاء بالتزاماتها ودفع الفوائد الدائنة، كما وتساهم الدراسة في مساعدة الحكومة على اتخاذ بعض القرارات الاقتصادية المرتبطة بالسياسة المالية والسياسة النقدية، فالأداء المالي المرتفع للشركات ينعكس إيجابا على التنمية الاقتصادية في الدولة كتوفير فرص عمل جديدة وزيادة الناتج المحلي الإجمالي، ورفع مستوى المعيشة وتقليل معدلات التضخم، وبما أن أداء



الشركات المساهمة العامة ينعكس على تشجيع الاستثمار الأجنبي، وذلك باعتبار بورصة فلسطين تمثل مرآة الاقتصاد الوطني بصورة عامة.

### فرضيات الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار الفرضيات الرئيسية والفرعية التالية:

الفرضية الأولى : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\geq 5\%$  لهيكل رأس المال (نسبة الالتزامات/مجموع الأصول ) على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الثانية :لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\geq 5\%$  لهيكل رأس المال (نسبة الالتزامات طويلة الأجل/ مجموع الأصول) على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الثالثة :لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\geq 5\%$  ما بين هيكل رأس المال (نسبة الالتزامات / حقوق الملكية) على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الرابعة :لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\geq 5\%$  لهيكل رأس المال على الأداء المالي تعزى للمتغيرات الضابطة (حجم الشركة، حجم شركة التدقيق، نمو المبيعات، الأصول الملموسة، ونوع القطاع).

### أهداف الدراسة

1- تهدف هذه الدراسة إلى بيان مفهوم هيكل رأس المال ومكوناته والمصادر المتبعة في

التمويل.

2- بيان أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها 48 شركة مساهمة عامة وذلك من خلال دراسة تأثير المديونية، ونسبة (الالتزامات طويلة الأجل/ مجموع الأصول)، ونسبة (مجموع الالتزامات/ حقوق الملكية) على مؤشرات الأداء المالي وهي معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، ومعدل العائد على السهم (EPS)، وذلك للوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل (Optimal capital structure) أو المزيج التمويلي الذي يحقق أعلى عائد وأقل مخاطر وتكلفة تمويل.

### منهجية الدراسة :

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي، حيث سيتم جمع البيانات من مصدرين رئيسيين هما:

1- التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الأعوام من 2011- إلى 2017.

2- من بعض النشرات التي تصدرها بورصة فلسطين، وذلك لإيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة باستخدام برنامج التحليل الإحصائي المعروف ب (SPSS).

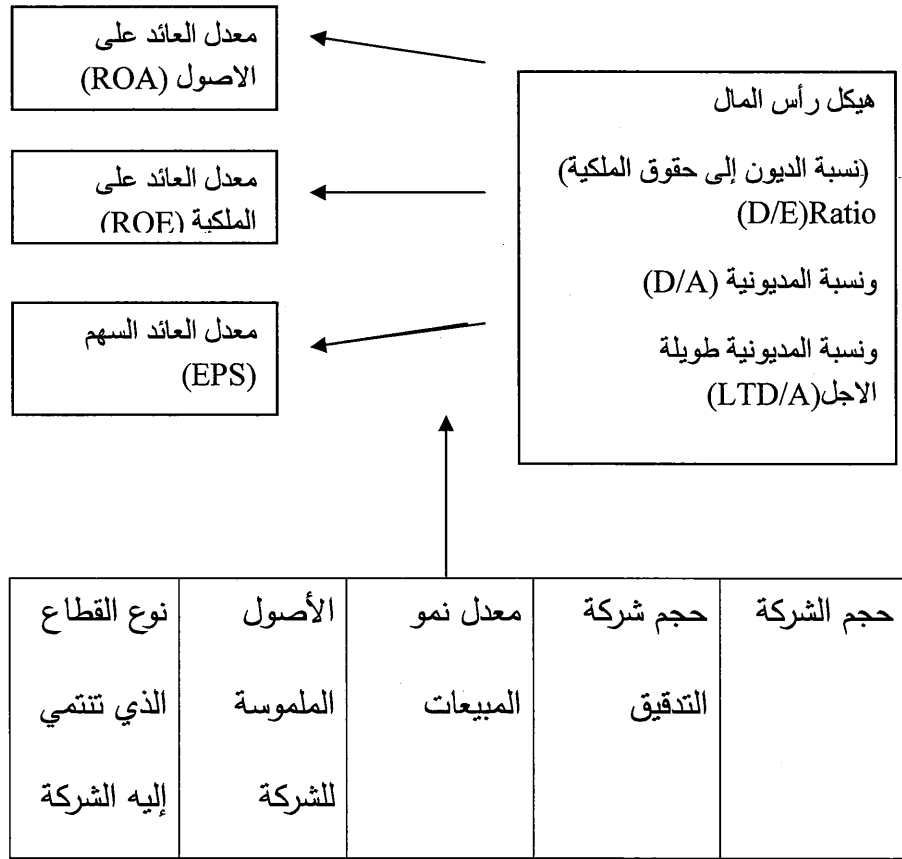
### مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في هذا البحث من جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وفي نهاية عام 2017 كان عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 48 شركة موزعة على خمس قطاعات رئيسية هي (البنوك ، الصناعة، التأمين، الخدمات،

الاستثمار) وأما عينة الدراسة فتشمل كل الشركات غير المالية أي شركات الاستثمار والخدمات والصناعة.

## أنموذج الدراسة

المتغير المستقل يتفرع منه المتغيرات المستقلة التالية المتغيرات التابعة (الأداء المالي)



الشكل رقم (1) يبين العلاقة ما بين هيكل رأس المال والأداء المالي

## حدود الدراسة

الحدود المكانية : اشتملت هذه الدراسة على عينة من الشركات المساهمة العامة والمدرجة أسماؤها في سوق فلسطين المالي .

الحدود الزمانية : اقتصرت الفترة الزمنية للدراسة من العام 2011حتى العام 2017.

## مصطلحات الدراسة

1. هيكل رأس المال : التمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من الالتزامات طويلة الأجل مثل السندات وحقوق الملكية مثل الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة التي تستخدمها الشركة لتمويل أصولها (سمحان ، 2015)
2. محددات هيكل رأس المال: هي عبارة عن مجموعة من العوامل تلعب دورا هاما في اختيار مصدر التمويل لأصول الشركة وحجمه أيضا.
3. حقوق الملكية: تمثل مجموع مبالغ الأسهم العادية والأسهم الممتازة وعلاوة إصدار الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة.
4. الأداء المالي : مدى نجاح الشركة في استغلال الموارد المتاحة لديها من موارد مادية ومعنوية أفضل استغلال ومحاولة الوصول للأهداف المخطط لها مسبقا من إدارة الشركة، (مسمح ، 2018).

## الفصل الثاني

### 2.1 الإطار النظري

### 2.2 الدراسات السابقة

## 2.2 الإطار النظري:

### 2.2.1 المقدمة

إن الهدف الأساسي لشركات القطاع الخاص سواء كانت عائلية أم مساهمة عامة أو مساهمة خاصة هو تحقيق الأرباح والحصول على أعلى العوائد، وهذا يعتمد أيضا على حجم وكفاءة رأس المال المستثمر، وكفاءة أنشطة الشركة التشغيلية، فلا بد لأي شركة أن تحتاج إلى التمويل ومصادر التمويل كثيرة ومتعددة منها ما يندرج تحت الاقتراض أو الدين من خارج الشركة، أو أن تزيد رأس المال، فبما أن الدراسة الحالية تركز على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، فلا شك أن يكون تمويلها الخارجي من خلال الاقتراض أو أي شكل من أشكال الالتزامات طويلة الأجل، وإذا كانت تنوي التمويل الداخلي فهذا يعني زيادة رأس المال من خلال حقوق الملكية عن طريق إصدار الأسهم أو من خلال احد عناصر التمويل من حقوق الملكية، لذا فإن التمويل سواء داخلي أم خارجي يعتبر قرار من قرارات الإدارة (إسماعيل، 2016). ولا بد أن تكون عملية اتخاذ القرارات مبنية على أساس الهدف الرئيسي للشركة وهو تحقيق الأرباح، والوصول لأعلى قيمة للشركة من خلال ارتفاع قيمة السهم السوقية وربحية السهم اللذان يعتبر كل منهما مؤشر من أهم مؤشرات الأداء المالي للشركة، لذلك فإن هيكل التمويل الأمثل الذي تكون تكلفته اقل وتأثيره على الأداء المالي بالارتفاع هو ما تسعى الشركات المساهمة العامة للوصول إليه (أبو ليلة، 2014). لذا سنتعرف في هذه الدراسة على هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

تناولت العديد من الدراسات مفهوم هيكل رأس المال ومحدداته ونظرياته وأثره على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة، ومنها دراسة (Salim and Yadav، Capital structure and firm performance in malisya)، ودراسة باسل، 2018 بعنوان (أثر هيكل الملكية على

الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين)، ودراسة بهيرة عبد الفتاح بعنوان (العلاقة بين هيكل رأس المال والربحية في شركات التأمين العاملة في الأردن)، لما له من أهمية كبيرة في التأثير على قرارات المدراء والمحللين الماليين والمستثمرين والدائنين وفي مساعدتهم في التنبؤ ووضع الخطط المالية الإستراتيجية لضمان قدرة الشركات على الاستمرارية في تحقيق الأرباح.

كما قد يؤدي الاقتراض طويل الأجل إلى حد معين إلى تعظيم ربحية الشركة، والمستثمر المقترض يفترض أن يكون مردود عائد الأموال المقترضة أعلى من تكلفة التمويل، إلا أن التمويل بالدين يزيد درجة مخاطر احتمال عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات، لذا لا بد من اختيار هيكل رأس المال المناسب والموازنة بين حقوق الملكية والديون، وهذه تختلف من شركة لأخرى حسب نوعية الاستثمار وحجم النشاط، ومن فترة لأخرى و حسب ظروف السوق وغيرها ويتطلب الاقتراض التخطيط لسداد الدين وفوائده في تاريخ الاستحقاق، إلا أن عدم القدرة على السداد يتسبب في مشكلات تمويلية للشركة قد تؤدي إلى الإفلاس (خنفر، 2017).

## 2.2.2 هيكل رأس المال:-

يختلف هيكل رأس المال (Capital structure) عن الهيكل المالي (Financial structure) فهيكّل رأس المال هو عبارة عن التمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من الالتزامات طويلة الأجل مثل السندات وحقوق الملكية مثل الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة التي تستخدمها الشركة لتمويل أصولها (سمحان، 2015). أما الهيكل المالي فهو تشكيلة المصادر التي حصلت منها الشركة على أموال بهدف تمويل موجوداتها واستثماراتها ويتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب المطلوبات في قائمة المركز المالي، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل (هاشم، 2015).

## 3.2.2 تكلفة رأس المال :

تعتبر معرفة متوسط تكلفة رأس المال اللازم لشراء الأصول والتي عادة ما يطلق عليها بالتكلفة المرجحة لرأس المال، أمراً مهماً للشركات المساهمة العامة، نظراً لاستخدامه كمعدل خصم في إعداد الموازنات المختلفة اللازمة لتقييم المشاريع (khattab,2018).

### التكلفة المرجحة لرأس المال **weighted average cost of capital**

(WACC):- يعرف متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال بأنه الحد الأدنى للعائد الذي يقبل به الموردون لعناصر رأس المال لتحقيقه في المشروع، إذ يتطلب احتساب هذه التكلفة تحديد مكونات هيكل رأس المال من خلال احتساب هذه التكلفة بناءً على المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر للتمويل في هيكل رأس المال، ويجب إعطاء وزن نسبي محدد لجميع مصادر التمويل، وبعدها يتم القيام بضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لما يساهمه في هيكل رأس المال ثم يتم تجميع النتيجة من أجل الحصول على الكلفة المرجحة للأموال، وتعود أهمية احتساب الكلفة المرجحة المتوسطة للأموال لكونها تعمل على تخفيض العبء الذي يقع على عاتق المشروع نتيجة ارتفاع كلفة مصادر التمويل، فاحتساب هذه التكلفة يسمح بالمقارنة بين عائد المشروع والبدائل المطروحة من مصادر التمويل للمشروع حيث يتم من خلال هذه المقارنة اتخاذ القرار حول مدى الاعتماد على تلك المصادر بأهميتها النسبية التي تم اقتراحها أو العمل على تغيير مقدار مساهمة كل عنصر وبالذات المصادر ذات الكلفة العالية التي تشكل ثقلًا على المنشأة (المشهداني،2017).



وفي ما يلي مثال تطبيقي على احتساب التكلفة المرجحة لرأس المال:

حددت شركة (س) احتياجاتها من الأموال للتمويل وكان مقدار حاجاتها بمبلغ 1,000,000 دولار أمريكي، فقررت إصدار 6000 سهم بسعر 100 دولار لكل سهم، و400 سند بسعر 1000 دولار لكل سند، وكانت نسبة العائد المتوقع على الأسهم بالنسبة للمستثمرين 6% من الاستثمار في الأسهم، و5% من الاستثمار في السندات، وكان معدل الضريبة 35%.

المطلوب: احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال،

الحل : يتم حساب التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) من خلال التعبير عنها بالصيغة الآتية:

(نسبة العائد المتوقع على الأسهم \* الوزن النسبي للتمويل بالأسهم) + (نسبة العائد على السندات \* الوزن النسبي للتمويل بالسندات (1- معدل الضريبة))

$$= 6\% * (1000000/600000) + (5\% * (1000000/400000) * (1-35\%))$$

= 0.049 ، وهذا يعني أن كل دولار تحصل عليه الشركة س للتمويل تدفع مقابله 0.049 دولار

كتكلفة مرجحة لرأس المال (الإدارة والمالية - Thpanorama).

## 4.2.2 نظريات هيكل رأس المال:

إن النظريات الخاصة بدراسة هيكل التمويل تعتبر أحد أكثر الحقول المبحوثة للمناقشة ضمن الدراسات الخاصة بتمويل الشركات، فالنظرية الحديثة لهيكل التمويل بدأت (1958) عندما قدم Modigliani & Miller مقالتهم (تكلفة رأس المال، تمويل الشركات ونظرية الاستثمار) وبرهنوا

بأن الاختيار بين التمويل بالدين والملكية، وأيضاً قيمة الشركة لا علاقة له بهيكل التمويل، وافترضوا أن أسواق رأس المال مثالية (المومني وحسن، 2011).

### وفيما يلي توضيح أهم نظريات الهيكل المالي:

1-نظرية (Modigliani and miller) :تم نشر هذه النظرية عام 1958 وكانت ولا تزال هذه النظرية موضوع جدل ونقاش المهتمين في الإدارة المالية حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات أن قيمة الشركة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين، وذلك بسبب إمكانية تحقيق الوفرة الضريبية لأن الفوائد المدفوعة تسجل نفقات مقبولة ضريبياً، وبالتالي تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، وبالتالي تحقيق قيمة أعلى للسهم في السوق، وقد أشارت النظرية انه في ظل غياب الضريبة فان القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بهيكل التمويل أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية، ولذلك أكدت النظرية عدم وجود هيكل تمويل أمثل (إسماعيل ، 2016).

الجدول رقم ( 1 ) الفرضيات التي قامت عليها هذه النظرية:

الافتراضات	الانتقادات
1. عدم وجود تكاليف وساطة في بورصات الأسواق المالية .	هذا الافتراض غير واقعي في المجال التطبيقي للشركات
2. الشركة تعمل في ظل سوق المنافسة التامة حيث تستطيع دخول السوق لشراء وبيع ما ترغب من الأوراق المالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية ويترتب على ذلك: أ- توافر وإتاحة المعلومات عن المنشأة العاملة في الأسواق المالية	هذا الافتراض يؤدي إلى استنتاج ، مفاده أن معدل كلفة التمويل يكون مستقلاً عن الهيكل المالي، وهذا الاستنتاج غير موضوعي فافتراض سوق منافسة تامة صعب التحقيق للأسباب التالية : أ- عرض الأموال غير مرن.

<p>ب- القواعد التي تحكم المعاملات في سوق المال تختلف عن تلك التي تحكم سوق السلع.</p> <p>ت- عدم توافر المعلومات عند جميع المتعاملين في السوق.</p>	<p>ب- إمكانية شراء المشتري ما يحتاجه من استثمارات مالية مهما كانت قليلة</p> <p>ت- كافة المستثمرون يتصرفون في الأسواق المالية بطريقة رشيدة وعقلانية .</p>
<p>هذا الافتراض غير عملي للأسباب الآتية :</p> <p>أ- صعوبة تصنيف الشركات التي لها نفس درجة المخاطرة .</p> <p>ب- تباين القيود المالية على الشركات المالية.</p> <p>ت- اختلاف أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للمنشأة من وقت لآخر، تبعاً لحجم القرض والضمانات المقدمة، ومجالات الاستثمار فضلاً عن المركز المالي.</p>	<p>3. إمكانية تقسيم الشركات إلى مجموعات متجانسة على أساس درجة المخاطرة لنشاطها وبذلك تتعرض لها الشركات ضمن مجاميعها لنفس الدرجة من المخاطرة.</p>
<p>ليس له سند أو دعم لأن معدل الفائدة يتوقف على عوامل عديدة كالظروف الاقتصادية، والمركز المالي للمقترض، ومدة القرض. فضلاً عن أن الفائدة على الاقتراض تخصص لأغراض ضريبية الدخل ، لذلك فإن استخدام التمويل المقترض يقلل من كلفة التمويل، الأمر الذي يعني أن زيادة نسبة التمويل تزيد من قيمة الشركة.</p>	<p>4. تساوي الفرد والشركة من ناحية المقدرة على الاقتراض.</p>
<p>كلفة التمويل ليست دالة للرافعة المالية فحسب، بل أنها تعتمد على حجم المنشأة وتركيبية الموجودات ومعدل النمو في العوائد.</p>	<p>5. كلفة التمويل يعد دالة للرافعة المالية.</p>

2- نظرية التبادل (Trade off theory): يعود الأساس النظري لهذه النظرية إلى سنة 1963، عندما قدم (Modigliani and miller) الدرع الضريبي للدين (shield tax)، والذي يجعل الدين أقل كلفة من التمويل بالأسهم، وهو ما يجعل قيمة الشركة تزداد بازدياد حجم الدين المستخدم في التمويل، ويعود السبب في ذلك إلى أن الفوائد على الديون تخصم من أرباح الشركة عند احتساب ضريبة الدخل، لذلك فإن قيمة هذه الشركة المقترضة تعظم عندما تعتمد كلياً على التمويل بالديون (Habimana,2014).

وتعتمد نظرية التبادل على نظرية الدرع الضريبي Shield Tax ونظرية تكاليف الإفلاس Bankruptcy cost، ونظرية تكاليف الوكالة Agency cost في تفسير الاختلاف في قرار تمويل أنشطة الشركة، وتهدف إلى الموازنة بين فوائد التمويل وتكاليفه باستخدام أموال الاقتراض، وبحسب النظرية فإن الشركة تتجه نحو هيكل رأس المال الأمثل في كل مرة يتم فيها اتخاذ قرار يتعلق بتمويل الشركة (خنفر، 2017).

3- نظرية (Modigliani and miller) المصححة عام 1963: أشارت هذه النظرية إلى أن الفرق بين قيمة الشركة التي تستخدم التمويل بالرافعة المالية في هيكل رأس مالها وقيمة الشركة التي تعتمد على التمويل بحقوق الملكية هو في القيمة الحالية في الوفورات الضريبية، وأضافت هذه النظرية جانب مؤثر على تكلفة التمويل ومن ثم على قيمة الشركة وهو الجانب الضريبي، حيث سمحت القوانين الضريبية في الولايات المتحدة الأمريكية بان مصروف الفائدة هو بمثابة مخفف ضريبي وأن توزيعات الأرباح للمساهمين لا تعد مصروفًا يخفف من الضريبة المستحقة على الشركة وبالتالي كان ذلك تبريراً للشركات بالتوجه لاستخدام الرافعة المالية أساساً لتخفيض تكلفة التمويل ورفع القيمة الجوهرية للشركة.

تلخصت هذه النظرية إلى أن الهيكل الأمثل لرأس المال هو الذي يهدف لتكون القيمة الجوهرية للشركة بأعلى مستوياتها من خلال التمويل التام بالرافعة المالية بنسبة 100%، رغم ما توصلت إليه هذه النظرية إلا أن الوفورات الضريبية التي تتعلق بالتمويل بالدين لا تكون مستقرة لأن الوفورات الحالية قد تتحول إلى عجز في المستقبل وهو ما دفع الدراسات التخلي عن بعض الفرضيات وتعويضها بفرضيات أكثر واقعية في تفسير محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة مثل الأخذ بعين الاعتبار لدور كلفة الإفلاس وكلفة الوكالة (خنفر، 2017).

4- نظرية الوكالة : نعني بعلاقة الوكالة أنه بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل من أجل القيام بمهمة نيابة عنه وباسمه نرى أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض، حيث يحاول كل منهما تحقيق منفعته الخاصة على حساب الآخر مما يجعل علاقتهما مصدر لتناقض فتقترح هذه النظرية تفسير لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة وينجم عن علاقة الوكالة نوعان من تضارب المصالح فهي تؤدي إلى بروز لتناقض في المصالح بين المدير من جهة بتحويل ثروة مالية للصالح الشخصي وبين المساهمين والمدنيين (المقرضين) من جهة ثانية لاعتبار أن هذه العلاقة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة مما قد يؤدي لشكوك المقرض في نوايا المساهمين في استخدام القرض (هاجر، 2014).

### مشكلة الوكالة :

تتعرض الوكالة لنوعين أساسيين من المشكلات هما :-

1- مشكلة التخلخل الخلفي : تنشأ عندما لا يقوم الأصيل (المالك) ملاحظة أداء الوكيل (المدير)

في اختياراته، وعندما تختلف تفضيلات كل من الأصيل والوكيل حول البدائل المتاحة

للاختيار .

2- مشكلة التخلخل العكسي (الاختيار العكسي) :تنشأ عندما تكون لدى الوكيل القدرة على الحصول على المعلومات الخاصة بنتائج كل بديل وذلك قبل قيامه بالأداء ، أو الاختيار في الوقت الذي لا تتوافر للأصيل فيه هذه المعلومات .

تكاليف الوكالة وهيكل رأس المال :من الممكن في حالة وجود مشكلة الوكالة أن يختار المدير هيكلاً لرأس المال لا يعظم القيمة السوقية للشركة ، حيث تبين بعض الدراسات أن كثيراً من الشركات تختار نسبة اقتراض اقل من تلك النسبة التي يتوقع اختيارها للاستفادة من الإعفاء الضريبي ، أما سبب ذلك فيعود لرغبة المدير في تجنب الضغوط والقيود التي من الممكن أن تمارس من قبل المقرضين.(خنفر ، 2017)

يعد هيكل رأس المال على انه أداة رقابة خارجية ، ويكون ذلك عن طريق التركيز على التمويل من خلال الاقتراض ، والاقتراض يضع قيوداً لا يستهان بها على عمل الإدارة ، ويضعها أمام تحد كبير لتسديد الأقساط والفوائد المترتبة على الاقتراض ، إلا أن الاعتماد على الاقتراض بشكل كبير من شأنه إحداث صراع بين الدائنين والمساهمين، وبالتالي ظهور مشكلة الوكالة بينهم من هنا فان الاعتماد على الاقتراض كإحدى المشاكل المخففة لمشكلة الوكالة يتطلب عدم إدخال أطراف جديدة في الشركة ، أي عدم إصدار أسهم جديدة، والتقليل من قدرة الإدارة على استغلال الشركة، بسبب شروط الاقتراض التي يتم فرضها من قبل الدائنين .(خنفر ، 2017)

كما أن زيادة السيولة يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة المتمثلة في وجود سيولة عالية لدى الإدارة يمكن أن يساء استخدامها، وبين سعي الإدارة لزيادة سيولة الشركة للتخفيف من تكاليف العسر المالي وزيادة قدرتها على الاقتراض ، وسعي أصحاب الشركة للتخفيف من تكاليف الوكالة الناتج عن زيادة سيولة الشركة، يلجأ أصحاب الشركة إلى الاقتراض لوضع مزيد من الالتزامات المالية

على الإدارة ولإيجاد طرف خارجي ذي مصلحة في الرقابة على التصرفات المالية للشركة، محاولة منهم للتخفيف من تكاليف الوكالة. كما أن الدين يمكن أن يشكل بديلاً لتوزيعات الأرباح في معالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة (Free cash flow) ، وبالمقابل إن الدين قد يعالج مشكلة المبالغة في الاستثمار الناتجة عن توفر نقد حر تحت تصرف الإدارة الذي يمكن استغلاله لتحقيق أهدافها الخاصة. (خنفر، 2017)

إلا أن الدين كذلك قد يخلق نوعاً آخر من تضارب المصالح بين المالكين وأصحاب الدين نتيجة لمشكلة نقل الثروة والتي قد تدفع بأصحاب الدين إلى طلب علاوة، مما يؤدي إلى ارتفاع التكاليف نتيجة التمويل بالدين، وهذا يسبب ما يعرف بمشكلة تراجع الاستثمارات لتخلي الشركة عن بعض الفرص الاستثمارية المربحة لارتفاع تكاليف التمويل. من جهة أخرى وإذا ما تعدت نسبة الديون في هيكل رأس مال الشركة حداً معيناً، فإن ذلك قد يؤدي إلى حدوث أثر عكسي للرفع المالي على تكاليف الوكالة، أي يؤدي إلى زيادتها (خنفر، 2017)

### **تكاليف الوكالة وهيكل الملكية:**

اهتم الكثير من الاقتصاديين بقضية فصل الإدارة عن الملكية، وهناك من عارض فكرة فصل الإدارة عن الملكية، وهناك من أيدها، و يرى المؤيدون أن الإدارة ليست مهمة بدرجة كبيرة، لأن الشركة تعد وحدة متكاملة تتفاعل مع السوق، وتتأثر بالعوامل المحيطة بها. أما فيما يخص المعارضين وقد عارضوا وجود مجموعة صغيرة ممثلة في مجلس الإدارة تمثل الشركة وتتحكم بمصيرها، ولها صلاحية اتخاذ القرارات التي تخص الشركة دون أخذ مصلحة المساهمين بعين الاعتبار.

وقد صنف الكثير من الاقتصاديين مالكي الأسهم في الشركة إلى مجموعتين: المجموعة الأولى تمثل حملة الأسهم (الإدارة)، و يقومون أيضاً بإدارة الشركة، أما المجموعة الثانية فتمثل بقية

حملة الأسهم (المالكين)، ولكلنا المجموعتين الحقوق نفسها، كحق التصويت، والحصول على عوائد الاستثمار، والتأثير في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، والتمويلية في الشركة. (خنفر، 2017)

#### 5- نظرية الإشارة (Signaling Theory):

تعتمد نظرية الإشارة على عدم التماثل في المعلومات المصرح بها من قبل المسيرين في السوق المالي، و تتمثل هذه الإشارات في القرارات الهامة: مثل الرفع من رأس المال، مستوى الديون، تعديل الأسهم... إلخ، فهذه الإشارة تعطي دلالة على أن المؤسسة في مستوى عالي من الكفاءة أم لا، و بالخصوص إذا تعلق الأمر بمستوى المديونية، مما يظهر أن المؤسسة تتمتع بهامش أمان و بإمكانها الاعتماد على الاستدانة و المناورة من أجل تحقيق الأرباح، لكن الإشكال يكمن في مصداقية المعلومات و الإشارات المصرح بها، على غرار الفضائح المالية التي وقعت في الولايات المتحدة المتعلقة بالمعلومات المضللة المصرح بها، التي لا تعكس مطلقا المستوى الحقيقي للمؤسسات، الأمر الذي أدى إلى ظهور فضائح. هذا من جهة، و من جهة أخرى تعارض أهداف المساهمين مع مصالح الأطراف المسيرة، مما يشكك في تصريحات المسيرين بشأن مصير أملاك المساهمين في المؤسسة. تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي. فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفوها إلى نوعين A و B، المؤسسات من نوع A أحسن أداءا من المؤسسات من نوع B. ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين، يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا للاستدانة D\* فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد لها قدرة على الاستدانة يصل إلى D\* و العكس بالعكس. الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه



لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك. وعليه، لابد من الإشارة إلى

أنه :- (خبيزة، 2011)

- ❖ يتساءل المستثمر أولاً عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة؛
- ❖ يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال؛
- ❖ يراعي مراقبة و حكم سلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة؛ و لتوضيح هذه النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، نفترض أننا أمام وضعين: الأول أن إدارة المؤسسة على ثقة بأن مستقبل مؤسسة (ج) يبشر بنتائج جيدة، والوضع الثاني، أن المسيرين على ثقة بأن مستقبل المؤسسة (ب) يبدوا سيئا، وأن المؤسسة (ج) اكتشفت منتجا جديدا وحصلت على براءة اختراع وأرادت الاحتفاظ بهذا المنتج الجديد سرا لأطول فترة ممكنة، بهدف تأخير دخول منافسين إلى السوق، حتى يتم بناء مصنع جديد لإنتاج المنتج، الأمر الذي يتطلب زيادة رأس مال إضافي، فكيف يمكن لإدارة هذه المؤسسة زيادة رأس المال؟

لذلك، يمكن القول بأنه على المؤسسات المتوقع لها مستقبل غير مناسب، اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة لتجنب حدوث إفلاس ومشاركة المستثمرين الجدد في أي خسائر متوقعة، ومنه فتفضل المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبلا جيدا التمويل عن طريق القروض، في حين أن المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبلا سيئا تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة. تشير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة، بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل، و يرجع الاختلاف بين تكلفة التمويل للمصدرين إلى تكلفة الإصدار.

وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن تركيبة رأس المال مرتبطة بالإشارات الصادرة عن المؤسسة، التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل (خبيزة، 2011).

6- نظرية أولويات التمويل (Picking Order Theory) - نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل (Pecking Order Theory) وضعت اعتمادا على عمل (Myers and Majluf, 1984):

وفقا لهذه النظرية، فإن مصادر التمويل للمؤسسات ثلاثة، التمويل الداخلي أو الذاتي المعتمد على الأموال المتولدة من أرباح الشركة والتمويل بالدين، والتمويل بالأسهم الجديدة. وأما أولويات مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات وفقا لهذه النظرية فيأتي التمويل الداخلي أولا، ومن ثم التمويل بالدين، وأخيرا التمويل بالأسهم الجديدة. وعلى المؤسسات أن تلتزم بهذا التسلسل الهرمي في اختيار مصادر التمويل حيث يكون التمويل بالأسهم ملاذا أخيرا وذلك لأنه يأتي بملاك جدد للمؤسسة مما يؤثر على اتخاذ القرارات (حمدان والقضاة، 2013).

وإن هذه النظرية تحدد خيارات التمويل من المصادر المتاحة للتمويل وهي الأرباح المحتجزة والديون وحقوق المساهمين، والمشكلة في عملية الاختيار بين المصادر المتاحة لتمويل الاستثمار، لأن المستثمر يطالب بمعدل عائد أكبر على الاستثمار في حال استخدام الديون، وبذلك فالأرباح المحتجزة تعتبر الأفضل ويمكن التمويل بالديون إذا لم تكفي الأرباح المحتجزة لتمويل الاستثمار (عبد ربه، 2015).

7- نظرية التوقيت "Timing theory":

تقوم هذه النظرية على فرض توقيت الموازنة بين إصدار أسهم جديدة أو التوجه إلى التمويل بالقروض، حيث إن الشركة تتوجه إلى التمويل بالقروض في الوقت الذي تكون فيه تكلفة إصدار

الأسهم مرتفعة نتيجة انخفاض أسعار الأسهم، وبالتالي انخفاض حصيلة الإصدار، ولكنها تتوجه إلى إصدار أسهم جديدة عندما يكون سعر السهم أعلى من قيمته الفعلية ، فهذه النظرية تستند إلى متابعة حركة أسعار الأسهم في السوق لكي تستطيع الشركة اتخاذ قرار التمويل المناسب والمفاضلة بين التمويل بإصدار أسهم جديدة أو التمويل بالقروض (عبد ربه، 2015).

ومن خلال استعراضنا لأهم نظريات الهيكل التمويلي، نرى أنها تفسر السلوك التمويلي في الشركات المساهمة العامة، وهناك تأثير لهذه النظريات في عملية اتخاذ قرارات التمويل في الشركات المساهمة العامة، حيث تتوع محتوى هذه النظريات بالنسبة لعملية التمويل سواء التمويل الداخلي الذاتي أو الخارجي بالدين أو إصدار أسهم جديدة. إذ تعتمد نظرية أولويات التمويل (Picking Order Theory) على تسلسل هرمي لأولويات التمويل بدءا بالتمويل من خلال الأرباح المحتجزة، يليها التمويل بالدين، ثم يكون إصدار الأسهم ملاذا أخيرا للتمويل. ويرأينا تعتبر نظرية أولويات التمويل (Picking Order Theory) هي الأفضل لعملية التمويل، لأنها تبدأ بالتمويل بالأرباح المحتجزة ما يبعد الشركة عن التمويل بالدين والتمويل بالأسهم، وبالتالي تقليل الاعتماد على الدين والأسهم في التمويل يقلل من التأثير في قرارات الشركة، إضافة إلى أن الاعتماد على هذه النظرية في التمويل يؤدي تحسين مستوى الأداء المالي للأفضل.

## 5.2.2 الأداء المالي للشركات أهميته، مؤشراتته:

مفهوم الأداء المالي: إن الأداء المالي هو عبارة عن مدى نجاح الشركة في استغلال الموارد المتاحة لديها من موارد مادية ومعنوية أفضل استغلال ومحاولة الوصول للأهداف المخطط لها مسبقا من إدارة الشركة، (مسمح ، 2018).

ويعرف الأداء المالي على أنه مدى مساهمة الأنشطة التي تقوم بها الشركات في صنع القيمة أو الفاعلية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف، (مسمح، 2018).

يرتبط مفهوم الأداء المالي بشكل وثيق بالإدارة الإستراتيجية لأنه يعمل على تقييم أداء إدارة الشركة باستخدام مجموعة من المؤشرات المالية وغير المالية قصيرة وطويلة الأجل، (دزابت، مبروكة، ص3 ، 2013).

يتمثل الأداء المالي للشركات في مؤشرات الربحية (نسبة صافي الدخل، نسبة العائد على الأصول (ROA)، نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE)، ومؤشرات السيولة كنسبة التداول، وكذلك مؤشرات الرفع المالي (نسبة المديونية، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، حيث إن لمؤشرات الربحية التي ذكرت أهمية كبيرة فهي تؤثر على رأي مدقق الحسابات الخارجي، كون الشركات محل الدراسة مساهمة عامة ومدرجة في بورصة فلسطين، فهذه تعتبر فائدة في عملية التدقيق، (ذنيبات، 2011). إن تتبع المؤشرات المالية السابق ذكرها أهمية كبيرة بالنسبة للمدراء التنفيذيين، والمدراء الماليين حيث تتيح لهم سهولة كبيرة في عملية اتخاذ القرارات الإستراتيجية الخاصة بالشركة وتطويرها (<https://www.solvexia.com/blog/10-financial-performance-measures-for-2020>).

وفيما يلي توضيح لأهم النسب المالية المستخدمة في تقييم الأداء المالي:

1- نسب السيولة :- تمثل مقدار النقد أو الموجودات التي يمكن تحويلها إلى نقد خلال فترة قصيرة عادة ما تكون سنة مالية، أو الدورة التشغيلية أيهما أطول .

2- نسب الرفع المالي :- وتمثل نسبة القروض طويلة الأجل إلى جميع الأموال في المنشأة

(مجموع الموجودات ) سواء كانت طويلة الأجل أم قصيرة

الأجل (<https://efinancemanagement.com/financial-leverage>).

3- نسب الربحية :- إن الربحية هي الهدف الأساسي لجميع منظمات الأعمال، وهي بالتالي

أمر ضروري لبقائها واستمرارها، وغاية يتطلع إليها المستثمرون، ومؤشر يهتم به الدائنون

عند تعاملهم مع المنظمة، وهي أيضا أداة مهمة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد

الموجودة بحوزتها، وتعد الربحية أفضل مؤشر في تحديد واختيار أي مشروع قياسا بالربح

(الفار، 2018).

ومن خلال استعراضنا لمفهوم الأداء المالي وأهميته ومؤشرات قياسه المتمثلة في نسب

السيولة، والربحية، والرفع المالي فإن هناك علاقة وطيدة ما بين هيكل رأس المال والأداء

المالي، ويتوجب على متخذي القرار في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة

فلسطين الأخذ بعين الاعتبار هذه العلاقة بالشكل الذي يؤدي إلى الوصول لهيكل رأس المال

الأمثل في تمويل الأصول وصولا إلى أفضل مستويات للأداء المالي، ما يزيد من القيمة

السوقية للشركات.

## 6.2.2 تقييم الأداء المالي:

تقييم الأداء المالي يعرف على أنه قياس العلاقة بين العناصر المكونة للمركز المالي للمشروع (

الأصول، المطلوبات، حقوق المساهمين / النشاط التشغيلي ) للوقوف على درجة التوازن بين

هذه العناصر، وبالتالي، تحديد مدى متانة المركز المالي للمشروع، وعلى ضوء ذلك يمكن قياس

التنبؤ بالفشل المالي (احمد والكسار ، 2009).

ولقياس الأداء المالي لأي شركة يتم تصنيف النسب المالية إلى ثلاث مجموعات الأولى متعلقة بنسب الربحية ، والثانية متعلقة بنسب الأداء الإداري، والثالثة نسب المديونية والسيولة . وهي بمجموعها تكون قيمة الأداء المالي(احمد والكسار، 2009).

## 7.2.2 التحليل المالي:

يعرف التحليل المالي بتعريفات كثيرة وهي متشابهة في معظمها وتشير إلى أن التحليل المالي هو عملية يتم بواسطتها استكشاف مجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية حول أداء نشاط مشروع اقتصادي ، ويتم بعد ذلك تقييم أداء المشروع الاقتصادي من خلال تلك المؤشرات (ذنيبات ، 2011). كما يعتبر عملية يتم من خلالها تقييم الشركات والميزانيات وغيرها لتحديد أدائها وملائمتها، فعند النظر إلى شركة معينة، يقوم المحلل المالي بالتحليل مرتكزاً على بيان الدخل والميزانية العمومية وبيان التدفقات النقدية، ومن الطرق الأكثر شيوعاً لتحليل البيانات المالية هو تحليل النسب المالية، كما يعتبر التحليل المالي هو العمليات المنظمة التي يتم بها معالجة البيانات المالية للمنظمة للوصول إلى معلومات تعكس أداء المنظمة خلال فترة محددة، ويتم الاستفادة من معلومات التحليل من قبل المالكين والمدراء الماليين وصانعي القرار بحيث تنعكس على القرارات والسياسات المالية، ومن المصادر التي يعتمد عليها المحلل المالي هي القوائم المالية والتي تتم في نهاية السنة المالية (<https://sotor.com>).

## أهمية التحليل المالي:

يعتبر التحليل المالي أداة ملائمة لدراسة القوائم المالية بشكل تحليلي مفصل يوضح العلاقات بين عناصر هذه القوائم، والتغيرات التي تطرأ على هذه العناصر في فترة زمنية محددة، أو فترات زمنية متعددة، إضافة إلى توضيح حجم هذا التغير على الهيكل المالي العام للمنشأة، حيث أن عملية اتخاذ القرار تكون معتمدة في الأساس على نتائج التحليل المالي، لذلك فإن التحليل المالي

قد يستخدم في مجالات منح التمويل و الاستثمار وتقييم كفاءة الإدارة وغيرها. لذلك فإن قرار المنح أو الرفض للتسهيلات الائتمانية يكون معتمدا على نتائج التحليل المالي لطالبي التمويل التي يقوم بإجرائها المحلل التمويلي لدى دوائر التمويل في المصارف، الذي يجب أن يتمتع بصفات عديدة تتعلق بالموضوعية والصدق والخبرة الجيدة، ويتم الحصول على المعلومات اللازمة للتحليل المالي من مصدرين مهمين، داخلية وخارجية ومدى اعتماده على أي منها يتحدد حسب طبيعة وأغراض عملية التحليل المالي، وكذلك على حسب طبيعة المؤشرات المطلوبة وما إذا كانت مؤشرات كمية أم مؤشرات وصفية، ومن هذه المصادر ما يلي: (الحو، 2016).

- 1- البيانات المحاسبية الختامية المنشورة وغير المنشورة وتشمل الميزانية العمومية وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية والإيضاحات المرفقة بتلك البيانات.
- 2- تقرير مدقق الحسابات والتقرير الختامي لأعضاء مجلس الإدارة
- 3- التقارير المالية الداخلية التي تعد لأغراض إدارية مثل التوقعات والتنبؤات المالية
- 4- المعلومات الصادرة عن أسواق المال وهيئات البورصة ومكاتب الوساطة المالية .
- 5- الصحف والمجلات والنشرات الاقتصادية التي تصدر عن الهيئات والمؤسسات الحكومية – ومراكز البحث.

وسنبين فيما يلي توضيحا لأهم النسب المالية التي تقيس ربحية المنشأة، وكما سنوضح بعض أهم نسب المديونية لما لها من أهمية في اتخاذ القرارات المالية :

❖ نسب الربحية ( profitability ratio ): تعكس نسب الربحية مدى تحقيق المشروع

للمستويات المتعلقة بأداء المؤسسة، كما أنها تعبر عن محصلة نتائج السياسات و القرارات

التي اتخذها المشروع: (الحو، 2016) ومنها:

1- نسبة الأرباح إلى حقوق الملكية: تعكس هذه النسبة جدوى استثمار هذه الأصول في هذا المجال، فكلما كانت النسبة أعلى تشجع أصحاب المؤسسة على الاستمرار في هذا النشاط و تحسب على أساس العلاقة التالية نسبة الأرباح إلى حقوق الملكية = صافي الربح / حقوق الملكية

حيث أن:

صافي الربح = الربح بعد الضريبة - حقوق حملة الأسهم الممتازة

حقوق الملكية = حقوق المساهمين ( أي حملة الأسهم العادية)

2- صافي الربح إلى المبيعات: تقيس نسبة صافي الربح إلى المبيعات، الربح المحقق لكل وحدة نقدية من المبيعات. و تحسب على أساس العلاقة التالية:

نسبة صافي الربح إلى المبيعات = صافي الربح / المبيعات.

❖ **نسب المديونية:** إن الهدف من حساب نسب المديونية يكمن في تحليل السياسة التمويلية

للمؤسسة، ومدى اعتمادها على الديون في تمويل إجمالي أصولها.

1- نسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول: وهي تقيس مقدار مساهمة المقرضين في تمويل

أصول المنشأة، و كذلك تفسر الأمان الذي يتمتع به الدائنون في الأجل القصيرة و الطويلة،

و تحسب على أساس العلاقة التالية:

نسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول = مجموع الديون / مجموع الأصول.



2- ديون الأجل إلى حقوق المساهمين: تشير هذه النسبة إلى مدى التمويل المقدم من الدائنين

مقارنة بالتمويل المقدم من طرف أصحاب المشروع، و تحسب على أساس العالقة التالية:

نسبة ديون الأجل إلى حقوق المساهمين = مجموع الديون/ حقوق المساهمين.

## 8.2.2 هيكل الملكية ونظرية الوكالة وعلاقته بالأداء المالي:

بين (Wiseman and et al, 2012) إن نظرية الوكالة تلعب دورا مهما بين بنية الملكية وأداء الشركة، وان تكلفة الوكالة هي احد العوامل الحاسمة التي تؤثر على الأداء المالي للشركة. ويجب النظر في هيكل ملكية الشركة عند دراسة مسائل التمويل ويعود ذلك، إلى أن الاختلافات في هيكل الملكية تؤثر على كفاءة أهداف المطلعين (المدراء) مع تلك الخاصة بمقدمي التمويل (المساهمين) بمعنى آخر، فإن العلاقة التعاقدية بين الملكية والإدارة التي تقوم على مبدأ الفصل بينها أوجد مشاكل عدة تمثلت بمشكلة الوكالة، حيث إن هذه المشكلة تتفاقم تباعا بسبب عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي أوجب على الإدارة البحث والسعي نحو مصالحهم مما كان له تأثير سلبي على قيمة الشركة، ومن ناحية أخرى فقد قام الملاك باتخاذ إجراءات أمان ورقابة من خلال الوسائل التي اتخذوها على سلوكيات الإدارة، مما ساهم في تحمل المنشأة تكاليف إضافية عرفت بتكاليف الرقابة، كذلك يوجد تكاليف أخرى تتمثل بإعداد التقارير التي تقدم للمالكين وتعرف بتكاليف الربط وهدفها التأكد من أن الإدارة تعمل بشكل واضح على تعظيم ثروتهم والسعي وراء مصالحهم، إن وجود مثل هذه التقارير تحد بشكل كبير من مشكلة الوكالة ولكن التوافق لا يحدث بشكل كامل إذ أنه يوجد هناك بعض الانحرافات المتبقية تؤدي إلى خسائر لا بد منها تسمى بالخسائر المتبقية، وبذلك يكون قد ظهرت ثلاثة أنواع من التكاليف مجموعها يعرف بتكاليف الوكالة (مسمح ، 2018). وعليه فإن نظرية الوكالة تعتبر جزءا من برنامج بحثي واسع في تقييم أداء الشركة وعلى الرغم من أن إطار الوكالة واسع للغاية إلا أنه يوفر

التطبيقات والأرض الخصبة لمزيد من العمل، ولعل القضية الأساسية هي ما إذا كانت العلاقة الرئيسية والعوامل يمكن أن تستمر مع توليد نتائج فعالة في الشركة، ومن أجل معالجة هذه المشكلة تشمل هذه الدراسة هيكل الملكية في شرح أداء الشركة ، وبالتالي من المتوقع أن تساعد دراسة علاقة الوكالة على فهم هياكل الملكية ومن ثم تحديد الطريقة الأكثر كفاءة لحكم الشركة والوصول لأفضل النتائج المالية.

### الأداء المالي وتكاليف الوكالة:

ولهذه العلاقة يوجد تفسيران وهما أن تركيز الملكية يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة عن طريق إدارة الشركة من خلال المساهمين، وتوجيه الشركة نحو تنمية استثمارات المستثمرين للوصول لأفضل أداء مالي، أما التفسير الثاني وهو أن تكاليف الوكالة تؤثر سلباً على الأداء المالي، حيث أن تركيز الملكية في أيدي كبار المساهمين يجعلهم قادرين على عقد صفقات خاصة بهم لا تصب في مصلحة المساهمين الصغار والشركة ككل من جانب آخر فإن الشركات ذات التركيز العالي للملكية تقوم بتوظيف أشخاص ليس لديهم الخبرة والكفاءة الإدارية الذي ينعكس على الأداء المالي للشركة. كما أن المعايير والمؤشرات الخاصة بقياس الأداء تعمل على ضمانة للمالكين، بأن الإدارة تقوم باتخاذ قرارات وتصرفات بالنيابة عنهم، وبما يتفق مع المصالح المشتركة حيث أنهم يعملون على اتخاذها من باب أنهم متخذي القرار في الشركة وهناك عدة معايير يتم استخدامها كالعائد على الاستثمار والعائد على الأصول وصافي الدخل حيث يساعد كل ما سبق من هذه المعايير على اهتمام الإدارة بمصالح أصحاب رأس المال ويعزز الثقة لدى الجميع من خلال اتخاذ بعض الإجراءات التي من شأنها تقوية إدارة الشركة ومساندة مجلس الإدارة (مسمح ، 2018).

## الشركات المساهمة العامة في فلسطين (لمحة عامة):

تحتل بورصة فلسطين مركزاً مميزاً بين أسواق المال العربية والإقليمية، وتحتكم لأفضل الأنظمة والممارسات المتبعة عالمياً، وتعمل بورصة فلسطين على تقديم الدعم المستمر للشركات المدرجة والشركات التي تعتزم طرح أسهمها للاكتتاب العام، و تعتبر الشركات المدرجة في بورصة فلسطين من كبرى الشركات في فلسطين، حيث ساعدت هذه الشركات في دعم السوق ونجاحها.

وفي إطار سعيها لتقديم أفضل الخدمات للشركات المدرجة طورت بورصة فلسطين داخليا أنظمة إلكترونية، كنظام إفصاح وإدراج الإلكترونيين، لتسهيل قيام الشركات بأعمالها. وتعمل بشكل مستمر على استقطاب ومساعدة الشركات المساهمة العامة غير المدرجة والشركات العائلية للتحويل والإدراج في البورصة حرصا منها على استمرارية عمل هذه الشركات بشكل خاص ودعمًا للاقتصاد الوطني بشكل عام.

تمكن بورصة فلسطين المتعاملين والمستثمرين من الإطلاع على كافة الأوراق المالية المدرجة فيها وتوفر بيانات تتعلق بأنشطة التداول والبيانات التاريخية بالإضافة إلى معلومات وافية حول الشركات المدرجة كالملكية، مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية وعناوين الاتصال وتداول المطلعين وبياناتها المالية وأفصاحاتها وغيرها من البيانات (<https://web.pex.ps>).

### 9.2.2 لمحة عن بورصة فلسطين :

كان أول تأسيس لبورصة فلسطين كشركة مساهمة خصوصية في عام 1995 وكان الهدف منها توفير سوق مالية تؤمن الادخار من خلال تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لنهضة الاقتصاد الوطني ، كما تعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية

والتعامل بها بما يحقق سلامة هذا التعامل وسرعته وسهولته ، كما تعد بورصة فلسطين البورصة العربية الوحيدة المملوكة للقطاع الخاص بشكل كامل ، وكانت أول جلسة تداول في 1997/2/18.

وفي عام 2010 تحولت بورصة فلسطين إلى شركة مساهمة عامة وهي مسجلة أيضا لدى مراقب الشركات في وزارة الاقتصاد الوطني ، وأطلق عليها اسم "بورصة فلسطين" ليصبح اسمها التجاري وتحت شعار "فلسطين الفرص" وتم إدراجها للتداول في 2012/4/4 وذلك تطبيقا لمبادئ الحوكمة الرشيدة لتحتل بعدها المرتبة الثانية بين البورصات العربية ، وتعمل على ترويج الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة واستقطاب مستثمرين جدد محليين وإقليميين ودوليين ، إضافة إلى فلسطينيي الشتات ، وبأشرت أعمالها من مقرها في مدينة نابلس ، كما واكبت أحدث القوانين والتشريعات والأنظمة العصرية التي تهدف إلى ضمان أقصى درجات الشفافية والنزاهة وحماية المستثمرين ، وسعت إلى اقتناء أحدث التكنولوجيا في عالم أسواق المال، فكانت أول بورصة عربية مؤتمتة بالكامل. استخدمت بورصة فلسطين دائما أنظمة NASDAQ OMX الأمريكية في التداول والرقابة على التداول والإيداع والتحويل، وستتحول في العام 2019 لاستخدام الجيل الثالث من أنظمة NASDAQ OMX عبر استخدام منصة التداول إكستريم "X-Stream".

وتتقسم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين إلى خمس قطاعات وهي البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار ، والصناعة ، والخدمات. ويتم التداول في السوق بالأسهم العادية بعمليتي الدينار والدولار الأمريكي ، وتمتد أعمالها في الضفة الغربية وقطاع غزة. كما أنها مدرجة في أهم المؤشرات المالية العالمية ، فهي ضمن الأسواق المبتدئة، وهي ضمن مؤشر مستقل خاص

بفلسطين ،كما لها حضور إقليمي ودولي من خلال عضويتها في العديد من الاتحادات المتخصصة بالأسواق المالية ، وتعد أيضا عضو كامل في إتحاد البورصات العالمية، واتحاد البورصات العربية واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية وملتقى بورصات الدول الإسلامية ومؤسسة الإيداع لدول إفريقيا والشرق الأوسط ، ومؤسسة وكالات الترميز الوطنية .إضافة إلى العديد من مذكرات التفاهم مع البورصة السعودية والبورصة المصرية وصندوق النقد العربي.

تعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004. وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن.(الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين،2019) (<https://web.pex.ps>).

بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 48 شركة كما بتاريخ 30/11/2018 بقيمة سوقية بلغت حوالي 3,734 مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 8 شركات (<https://web.pex.ps>).

## 2.2 الدراسات السابقة:

### الدراسات الأجنبية

1- دراسة (Obonyo,2017) بعنوان "The impact of capital structure on financial performance of companies listed at the Nairobi exchange in Kenya"

هدفت الدراسة إلى تحليل تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة نيروبي لمدة 5 سنوات، حيث كانت عينة الدراسة من مجموعة من الشركات المدرجة في بورصة نيروبي والتي بلغ مجتمع الدراسة فيها مكون من 30 شركة مدرجة في بورصة نيروبي، موزعة على القطاعات الخمس التالية، الزراعة، الخدمات، البناء، الطاقة، والقطاع التجاري. حيث كان هيكل رأس المال عبارة عن المتغير المستقل وتم قياسه بنسبة المديونية Debt ratio (مجموع الالتزامات / مجموع الأصول)، وكان الأداء المالي هو المتغير التابع وتم قياسه بالمؤشرات الثلاثة التالية، معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على السهم (EPS)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). وتم الاعتماد على تحليل القوائم المالية السنوية للشركات عينة الدراسة من أجل تحقيق أهداف الدراسة، واستنتجت الدراسة وجود علاقة طردية ما بين هيكل رأس المال والأداء المالي.

## 2- دراسة (Nassar, 2016) بعنوان "The impact of capital structure on financial performance of the firms: evidence from borsa of Istanbul."

هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة اسطنبول، واستخدم الباحث التقارير المالية السنوية لهذه الشركات والبالغ عددها (136) شركة لفترة (8) سنوات من عام 2005-2012. ولاختبار العلاقة ما بين هيكل رأس المال والأداء المالي لتلك الشركات، فقد استخدم الباحث تطبيق تحليل الانحدار المتعدد (A multivariate regression analysis)، وقياس الأداء المالي للشركات فقد تم استخدام المؤشرات التالية، معدل العائد على الأصول (Return On Assets)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (Return On Equity)، ومعدل العائد على السهم

( Earnings Per Share )، وهي تتدرج ضمن المتغير التابع وهو الأداء المالي، كما استخدمت الدراسة نسبة المديونية (Debt ratio) ضمن متغير هيكل رأس المال، وهو المتغير المستقل. واستنتجت الدراسة وجود علاقة سلبية ما بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات.

### 3- دراسة ( Vătavu ، 2015 ) بعنوان "The impact of capital structure on

#### "financial performance in Romanian listed companies

هدفت الدراسة إلى توضيح العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي لـ 196 شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق بيوشرست (Bucharest) المالي وتعمل هذه الشركات في قطاع التصنيع ( manufacturing ) للفترة ما بين 2003-2010 وكان التحليل للبيانات تحليل قطاعي أي تحليل الانحدار للقطاع ، تم اعتماد محددات أو مؤشرات هيكل رأس المال في الالتزامات طويلة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل وإجمالي الالتزامات وحقوق الملكية ، كما اعتمدت الدراسة العائد على الأصول والعائد على الملكية مؤشرات للأداء ، كما أن الدراسات السابقة حددت ملموسية الأصول والضريبة والمخاطرة والسيولة والتضخم من محددات هيكل رأس المال في الشركات الرومانية الصناعية إلى جانب تلك العوامل إلا أنها تمتلك أهمية في التأثير على القرارات المالية وتشمل التحليل المتوقع في التأثير على الأداء، كما استنتجت الدراسة إن تحليل الأداء في الشركات الرومانية يرتفع عندما يتم الاعتماد على حقوق الملكية في التمويل مع تجنب المديونية ، ويبدو إن شركات التصنيع ليس لديها تمويل داخلي كاف للقيام باستثمارات مربحة ولا تستخدم أصولها بفعالية. وخلال فترة زيادة الضرائب والتضخم اتجهت الشركات الأكثر ربحية إلى التخلص من جزء من أصولها لتقليل التكاليف. وهذا أيضا مؤشر على سلوك تبني المخاطرة، وهذا العرض بديل عن الدين عندما يكون هناك صعوبات في التمويل ومواجهة الشركة لمخاطر في

العمل والقطاع، وأيضا عندما لا تستطيع جدولة الدين بسبب نقص النقد وضعف السيولة، وأيضا هناك نقص في البيانات حول الالتزامات طويلة الأجل ونسبها ونتائج الانحدار ليست كبيرة إحصائيا.

**4- دراسة (nirajini, and pria, 2013) بعنوان " The impact of capital structure on financial performance of listed trading companies in srilanka"**

هدفت الدراسة إلى معرفة كيف يؤثر هيكل رأس المال على الأداء المالي من خلال تحليل هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات التجارية المدرجة في السوق المالي في سيريلانكا خلال الفترة ما بين 2006-2010 ، كما هدفت الدراسة إلى التعرف على طبيعة العلاقة ما بين المديونية وحقوق الملكية وأيضا التعرف إلى العوامل التي تحدد هيكل رأس المال الأمثل. ولتحقيق أهداف الدراسة تم جمع البيانات من التقارير السنوية لعينة من الشركات التجارية المدرجة في السوق المالي في سريلانكا، وتم استخدام معامل الانحدار في التحليل. واستنتجت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين هيكل رأس المال والأداء المالي، أيضا ظهر تأثير كبير لهيكل رأس المال على الأداء المالي في تلك الشركات في ظل استخدام المؤشرات التالية : نسبة المديونية إلى الأصول، نسبة المديونية إلى حقوق الملكية، الالتزامات طويلة الأجل وعلاقتها مع إجمالي الربح الحدي وهي متغيرات مستقلة، العائد على رأس المال المستثمر، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية وهي متغيرات تابعة.

**5- دراسة (Salim, and Yadav, 2012)، بعنوان Capital Structure and Firm**

**.Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies**



تناولت الدراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام إجراء بيانات الفريق لعينة مكونة من 237 شركة ماليزية مدرجة في سوق ماليزيا المالي للفترة ما بين 1995-2011 ، واستخدمت الدراسة أربعة مقاييس للأداء وهي العائد على الملكية (ROE) ، العائد على الأصول (ROA) ، Topin s Q ، العائد على السهم ، واعتمدت هذه المقاييس على أنها المتغيرات التابعة .واستخدمت الدراسة خمسة مقاييس لهيكل رأس المال وهي الالتزامات طويلة الأجل(LTD) ، الالتزامات قصيرة الأجل (STD) ، إجمالي الالتزامات (TD) ، وتم تصنيف هذه المقاييس على أنها المتغيرات المستقلة كما اعتمدت الدراسة حجم الشركة ، والنمو على أنها متغيرات مسيطرة (control) variables. وتم تقسيم البيانات ضمن ستة قطاعات وهي ( البناء ، السلع الاستهلاكية ، قطاع الصناعة ، قطاع الاستخراج ، العقارات ، وقطاع التجارة والخدمات). واستنتجت الدراسة التي تتمحور حول أداء الشركة الذي اعتمدت الدراسة العائد على الملكية والعائد على الأصول والعائد على السهم مؤشرات لقياسه أن هناك علاقة سلبية بين هذه المتغيرات التابعة وبين المتغيرات المستقلة وهي الالتزامات قصيرة الأجل والالتزامات طويلة الأجل وإجمالي الالتزامات. إلا أن هناك علاقة إيجابية بين النمو والأداء في كل القطاعات الستة المذكورة ، أما تقرير Topin s Q فهناك علاقة إيجابية نوعا ما علاقة إيجابية بينه وبين الالتزامات قصيرة الأجل والالتزامات طويلة الأجل. وتبين أن علاقة إجمالي الالتزامات سلبية مع الأداء.

## 1.2.2 الدراسات العربية

6- دراسة (الفار، 2018) بعنوان "العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير

المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's q "

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين مقاسا بنموذج Tobin's q للفترة ما بين 2010م - 2016م، وتضمن مجتمع الدراسة على الشركات غير المالية والبالغ عددها (16) شركة، كما استبعدت الدراسة (8) شركات لعدم ملائمتها لأهداف الدراسة، واستخدمت الباحثة المنهج القياسي التحليلي في تحليل البيانات المالية، واستخدمت أيضا أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار المتعدد، كما استخدمت الدراسة نموذج التأثير العشوائي من الانحدار المتعدد بعد إجراء الاختبارات اللازمة لذلك، وقد تم استخدام برنامج (EViews) للوصول إلى نتائج الدراسة. واستنتجت الدراسة وجود أثرا إيجابيا ذا دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة التالية على الأداء المالي للشركة وهي، إنتاجية الشركة، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، معدل نمو التدفقات النقدية، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (حجم الشركة، والربحية) والأداء المالي. أوصت الدراسة باستخدام نموذج Tobin's Q في قياس القيمة السوقية للشركات، وأوصت الشركات بزيادة الطاقة الإنتاجية، لزيادة كمية الإنتاج، وتوزيع الأرباح نقدا على المساهمين في نهاية كل عام، وإدارة تدفقاتها النقدية بشكل سليم.

7- دراسة (أبو شمالة وآخرون، 2017)، بعنوان "أثر هيكل التمويل على الأداء المالي

بعض الأدلة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت الدراسة إلى التعرف على اثر هيكل المديونية في الشركة على أدائها المالي ، وتكونت عينة الدراسة من (41) شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة فلسطين، كما استنتجت الدراسة قطاع المصارف ،حيث تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وكان نموذج القياس من خلال الانحدار الخطي المتعدد لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية . واستنتجت الدراسة أن اللجوء إلى الديون طويلة الأجل في قطاعي الاستثمار والتأمين والقطاع الصناعي يزيد من معدل العائد على الأصول ،على العكس قطاع الخدمات .وكان الأثر سلبيا لاستخدام الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في الشركات التي تتدرج ضمن القطاع الخدماتي .كما أظهرت النتائج إن لرصيد الدائنين اثر ايجابي على العائد على الأصول في شركات القطاع الاستثماري وقطاع التأمين ، وأوصت الدراسة بالاعتماد على القروض طويلة الأجل بنسب مناسبة لما لها من اثر ايجابي لربحيته.

8- دراسة ( خنفر ، 2017 ) ، بعنوان " محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في

بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة الزمنية (2005- 2014) " :

هدفت الدراسة التعرف على محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2005-2014) وقياس أثرها ونموها على هيكل رأس المال ،كما اعتمدت الدراسة على البيانات المالية المنشورة على موقع بورصة فلسطين لعينة الدراسة المكونة من 18 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة فلسطين ، وكانت هذه المحددات مكونة من حجم الشركة، عمر الشركة، نمو الشركة المتوقع، الربحية، السيولة، ملموسية الأصول، والمخاطرة. أما هيكل رأس المال فقد تم قياسه بنسبة المديونية أو الرفع المالي (مجموع الالتزامات / مجموع الأصول)، وتم استخدام (Panel data) في تحليل البيانات ، كما اعتمدت الدراسة

على الأسلوب الإحصائي المتمثل في الانحدار المتعدد لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. واستنتجت الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال وبين عمر الشركة، وملموسية الأصول، والنمو المتوقع للشركة، واستنتجت أيضا وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وبين هيكل رأس مال الشركة، كما استنتجت عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة، والربحية، والمخاطرة وبين هيكل رأس المال.

#### 9- دراسة (المشهداني، 2017) بعنوان "أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم

#### ثروة الملاك":

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك، وتمثل مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وتم اختيار الشركات التي تتوفر بياناتها المالية خلال الفترة الممتدة ما بين عامي 2011-2015، والتي مثلت عينة الدراسة والبالغ عددها (30) شركة مدرجة في بورصة عمان، حيث قام الباحث بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في إجراء الدراسة من أجل تحقيق أهدافها، وتم قياس تعظيم ثروة الملاك بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، واستخدم الباحث نموذج الانحدار المتعدد (Multiple linear regression) لاختبار فرضيات الدراسة. واستنتجت الدراسة وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتكلفة المرجحة لرأس المال (تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون) على تعظيم ثروة الملاك مقاسا بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. وأوصت الدراسة الشركات بالاعتماد على الهيكل التمويلي الأنسب لها من خلال احتساب تكلفة رأس المال لزيادة أرباحها وذلك لتعظيم ثروة ملاكها.

## 10- دراسة (إسماعيل ، 2016) بعنوان "محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس

### المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية":

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر محددات الهيكل المالي في هيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وهذه المحددات هي حجم الشركة، هيكل الأصول، ربحية الشركة، نمو الشركة، معدل الفائدة، معدل الضريبة. واستخدمت الدراسة للوصول إلى النتائج المنهج الوصفي التحليلي لتحليل البيانات المالية لعينة الدراسة المكونة من 12 شركة صناعية مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2005-2014) ، وتم استخدام أسلوب الإحصاء الوصفي وتحليل الارتباط وتحليل الانحدار المتعدد اعتماداً على برنامج Eviews. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى أقل من أو يساوي 0.05 ما بين حجم الشركة وهيكل رأس المال، وأظهرت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين الربحية، ومعدل النمو، ومعدل الفائدة، ومعدل الضريبة على هيكل رأس المال.

## 11- دراسة (سمحان ، 2015) ، بعنوان: " أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية

### على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية " .

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر كل من هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان ، مما يساعد المحللين الماليين في التنبؤ بقيمة الشركة في المستقبل ، وتم تحليل العلاقات بين المتغيرات باستخدام المنهج الوصفي والبرامج الإحصائية المحوسبة للتوصل إلى النتائج . استنتجت الدراسة تمكن هذه الشركات من زيادة قيمتها السوقية بشكل ملحوظ خلال الفترة (2006-2011) ، كما استنتجت عدم تأثير

مستوى العائد الذي حققه المساهمون على القيمة السوقية لهذه الشركات. وأوصت الدراسة بضرورة اهتمام هذه الشركات بإدارة هيكل رأس المال ودرجة الرفع المالي بما يحقق الاستمرار في زيادة قيمتها السوقية.

## 12- دراسة ( عبد الفتاح ، 2014 ) ، بعنوان " العلاقة بين هيكل رأس المال والربحية في

شركات التأمين العاملة في الأردن " .

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين هيكل رأس المال والربحية لشركات التأمين العاملة في الأردن خلال الفترة (2009-2012)، وتم التعبير عن هيكل رأس المال بنسبة (الديون / مجموع الأصول)، كما تم قياس الربحية من خلال النسب الآتية : العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية وهامش صافي الأرباح ، واستخدمت الدراسة تحليل الارتباط المتمثل بمعامل بيرسون الثنائي ومعامل الانحدار لتفسير العلاقة بين المتغيرات. وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ومعد العائد على حقوق الملكية، واستنتجت وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية ما بين هيكل رأس المال وهامش صافي الربح، إضافة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين هيكل رأس المال ومعدل العائد على الأصول. وتوصي الدراسة الشركات محل الدراسة على عدم الأخذ بعين الاعتبار لمعدل العائد على حقوق الملكية فقط على أنه مؤشر للربحية لأنه ثمة نسب أخرى للربحية لها دور مهم في اتخاذ القرارات وزيادة الكفاءة وتقليل استخدام الدين في التمويل.

## 13- دراسة ( ناصح ويدران ، 2014 ) ، بعنوان : " علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة

دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي (المسجلة في سوق العراق

لأوراق المالية للفترة من (2004-2011).

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة ما بين هيكل التمويل والربحية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، حيث تم قياس الربحية بمعدل العائد على الأصول، وقياس هيكل التمويل بنسبة المديونية، واعتمدت الدراسة على البيانات المالية المنشورة لشركات عينة الدراسة المكونة من (14) شركة خلال الفترة (2004-2011)، كما استخدمت الدراسة أسلوب الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط لتحليل البيانات واختبار الفرضيات. ونتج عن الدراسة عدم وجود علاقة بين المتغير المستقل (نسبة المديونية) والمتغير التابع وهو الربحية مقاسا بمعدل العائد على الأصول.

#### 14- دراسة ( النجار، 2013 ) ، بعنوان : " مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي

للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ، حيث تم قياس الأداء المالي باستخدام المتغيرات التالية، العائد على الأصول (ROA) ، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على المبيعات (ROS)، القيمة السوقية للشركة، ونمو المبيعات، ومعرفة أكثرها تأثيرا بالرفع المالي، علما بأنه قد تم احتساب نمو المبيعات والقيمة السوقية وفقا لنموذج Tobins q، ويمثل مجتمع الدراسة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، أما عينة الدراسة فكانت (20) شركة تم اختيارها من مجتمع الدراسة لتحليلها خلال الفترة (2004-2011)، كما استخدمت الدراسة نموذج الانحدار لتحليل البيانات واختبار الفرضيات. أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي للرفع المالي على كل من العائد على الأصول، والعائد على المبيعات، ومعدل نمو المبيعات، مع احتمالية امتداد هذا الأثر لعدة سنوات لاحقة. كما استنتجت الدراسة وجود أثر سلبي للرفع المالي على

القيمة السوقية للشركة حسب نموذج tobins q . أوصت الدراسة بضرورة قيام إدارات تلك الشركات بدراسة وتقييم الهيكل المالي وصولاً إلى الدرجة المثلى للهيكل التمويلي بالشكل الذي يرفع من الأداء المالي.

15- دراسة (عبد الجليل ، 2013) بعنوان "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات

#### الصناعية المساهمة العامة الأردنية"

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل رأس المال (مقاساً بنسبة المديونية، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، ومعدل دوران الأصول، ونسبة النمو) على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية المسجلة في سوق عمان المالي (مقاساً بالعائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية) لفترة 5 سنوات تمتد من (2008 إلى 2012). استخدمت الدراسة تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر نسبة المديونية، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، ونسبة التغير السنوي في الأصول، ومعدل دوران الأصول، على كل من العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية، كما استخدمت معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة لتدعيم نتائج الانحدار المتعدد. واستنتجت الدراسة وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10 % لنسبة المديونية على العائد على الاستثمار، ولم يجد تحليل معامل الانحدار أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10 % لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على العائد على الاستثمار. كما استنتجت وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1 % لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على العائد على حقوق الملكية، ولم يجد تحليل معامل الانحدار أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10 % لنسبة المديونية على العائد على حقوق الملكية. وتشير هذه النتيجة إلى أن مردود التمويل الخارجي أقل من تكلفته في الشركات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة



خلافًا للتوقعات. أيضا وجود أثر طردي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% لمعدل دوران الأصول، ونسبة النمو على العائد على الاستثمار، وأثر طردي ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول ونسبة النمو (1%، 5% على التوالي) على العائد على حقوق الملكية.

#### 16- دراسة (قدومي ، 2008) ، بعنوان : " قرار التمويل وأثره على أداء الشركة"

دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (1999-2008) تواجه شركات الأعمال تحديات كبيرة محليا وعالميا تعكس أثرها على هذه الشركات من خلال التأثير على القرارات المالية لهذه الشركات، وتبعاً لذلك يتباين سلوك شركات الأعمال في اختيار طريقة التمويل والتي سيكون لها أثر واضح على مستوى أداء الشركة. ويتجلى ذلك من خلال دراسة مؤشرات الأداء المالية المختلفة وتحليلها، وتأتي هذه الدراسة كمساهمة لبحث أثر القرارات المالية لإدارة الشركة والمتعلقة بتركيبة هيكل رأس المال على أداء الشركة وعوائدها من خلال دراسة العلاقة بين مديونية الشركة وأثرها على كل من العائد السهم الواحد وتوزيعات السهم الواحد والقيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية للسهم والعائد على الموجودات والعائد على حقوق المساهمين، وتم تحليل هذه العلاقة على عينة (53 شركة) من الشركات المدرجة في بورصة عمان باستخدام التحليل الإحصائي لتحديد معامل الارتباط (R) من أجل التعرف على نوع وقوة العلاقة بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة وأيضاً معامل التحديد ( $R^2$ ) للتعرف على مدى تأثير المتغيرات التابعة بالمتغير المستقل إضافة إلى أنه تم حساب معامل الانحدار (B) لتحديد حجم التغير في المتغير التابع الناتج عن التغير في المتغير المستقل بمقدار وحدة واحدة. واستنتجت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة المديونية والقروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل ومتغيرات الدراسة، كما أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية والعائد على الاستثمار.

## 8.2 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

اهتمت الدراسة اهتماما كبيرا بالأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، كما بينت الدراسة هيكل رأس المال لهذه الشركات وتأثيره على الأداء المالي من خلال دراسة أهم المتغيرات التي تضمنها هيكل رأس المال وهي نسبة الالتزامات إلى مجموع الأصول (Debt ratio)، ونسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول، ونسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية، إضافة إلى بيان أهم نظريات الهيكل التمويلي والتي تؤثر في اختيار هيكل رأس المال الأنسب للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وهنا يتضح هيكل رأس المال لتلك الشركات، إضافة إلى اهتمام الدراسة بالأداء المالي من خلال دراسة تأثير هيكل رأس المال على أهم مؤشرات الأداء المالي وهي، معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل العائد على السهم. كما تميزت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة مثل دراسة (Salim, and yadav, 2012) ودراسة (عبد الجليل، 2013) ودراسة (عبد الفتاح، 2014) والعديد من الدراسات، بتركيزها على شركات القطاع الصناعي والخدماتي والاستثماري، وذلك من أجل الوصول على نتائج دقيقة ومفيدة لمتخذي القرارات في تلك الشركات، حيث استبعدت الدراسة قطاعي البنوك والمؤسسات المالية والتأمين لاختلاف تركيبة رأس المال في تلك الشركات عن باقي الشركات المدرجة وعدم ملائمتها لأهداف الدراسة.

## الفصل الثالث:

1. مقدمة
2. مجتمع الدراسة
3. عينة الدراسة
4. مصادر وأدوات جمع البيانات
5. منهجية الدراسة
6. نموذج الدراسة

### 1.3 مقدمة

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مفهوم هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ، من خلال عدد من المتغيرات التابعة والمستقلة ، وحاولت الدراسة في الفصلين السابقين تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات في ضوء نظريات هيكل رأس المال والدراسات العملية التي تفسر سلوك الإدارات في الشركات المدرجة والتي تناولت دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في الشركات المدرجة في الأسواق المالية الأجنبية ، وعليه يقدم هذا الفصل من الدراسة المنهجية المتبعة في تقدير العلاقات الإحصائية بين متغيرات الدراسة ، بدءاً بالتعريف بمجتمع وعينة الدراسة وطرق جمع البيانات والأساليب المستخدمة في التحليل ، أيضاً والتعريف بمتغيرات الدراسة وطرق قياسها ، وذلك بهدف مقارنة نتائج هذه الدراسة بنتائج الأدبيات والدراسات السابقة .

### 2.3 مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين كافة والبالغ عددها (48) شركة ، وتم استبعاد 10 شركات منها لعدم ملائمتها مع أهداف الدراسة من حيث تركيبة رأس المال وما إذا كانت الشركة مدرجة خلال سنوات الدراسة البالغة 7 سنوات من العام 2011 وحتى العام 2017 أم لا، حيث إن البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وشركات التأمين عادة ما تكون التزاماتها عالية جداً ومتفرعة بشكل كبير مثل العقود الآجلة على سبيل المثال، والأصول الثابتة مثل الآلات والمعدات التي تدخل في حساب متغير ملموسية الأصول بنسبة 100%، إضافة لاختلاف علاقة هيكل رأس المال فيها مع المؤشرات المالية المستخدمة في الدراسة، لذا تم اختيار عينة الدراسة المكونة من 27 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة فلسطين موزعة على ثلاث قطاعات رئيسية وهي (الخدمات ، الصناعة ، الاستثمار).

جدول رقم 1.3 يبين قطاعات مجتمع الدراسة :

النسبة المئوية	العدد في مجتمع الدراسة	القطاع	الرقم
%38.2	13	الصناعي	1
% 32.4	11	الخدمات	2
%29.4	10	الاستثمار	3
%100	34	المجموع	4

3.3 عينة الدراسة

ولغايات الدراسة فقد تم اختيار عينة عشوائية طبقية مكونة من 27 شركة واشتملت على نسبة 71% من مجتمع الدراسة لتمثل 3 قطاعات من مجتمع الدراسة كما هو موضح بالجدول

الآتي:-

جدول 2.3 عينة الدراسة

النسبة	العدد في عينة الدراسة	النسبة	العدد في مجتمع الدراسة	القطاع	الرقم
%40.7	11	%38.2	13	الصناعي	1
%29.65	8	% 32.4	11	الخدمات	2
%29.65	8	%29.4	10	الاستثمار	3
%100	27	%100	34	المجموع	4

### 4.3 مصادر وأدوات جمع البيانات :-

1.4.3 المصادر الثانوية :- قام الباحث بجمع بيانات الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة الزمنية ما بين 2011-2017 للحصول على أرقام كمية تمثل متغيرات الدراسة ومن ثم تحليل هذه البيانات باستخدام برنامج (spss) وبرنامج (E-views).

وتم الحصول على البيانات من مصادر ثانوية أخرى مثل الكتب ، والمراجع العربية والأجنبية ، والمقالات والأبحاث ، والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة ، والمجلات العلمية المنشورة وبعض مواقع الانترنت .

### 5.3 أدوات الدراسة :-

#### 1.5.3 أدوات جمع البيانات :-

بعد مراجعة الدراسات السابقة والأبحاث وجمع البيانات من المصادر الثانوية ذات الصلة بموضوع هيكل رأس المال للشركات وتأثيره على الأداء المالي تم جمع بيانات شركات الدراسة ( الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة ما بين (2011-2017) من موقع بورصة فلسطين ([www.pex.ps](http://www.pex.ps)) وبعدها احتساب قيم المتغيرات المستقلة والتابعة للحصول على نسب لكل شركة تشمل كل متغير من المتغيرات للفترة ما بين (2011-2017).

#### 2.5.3 أدوات تحليل البيانات :-

تم استخدام تحليل البيانات الزمنية المقطعية (The panel data analysis) لتحليل بيانات الدراسة ومصطلح البيانات الجدولية (Panel data) هو بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (The time series and cross section data) ، بحيث اكتسبت هذه النماذج في الآونة

الأخيرة اهتماما خاصة بالنسبة للدراسات الاقتصادية لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلافات بين الوحدات المقطعية ( شهيناز، 2015).

### 6.3 منهجية الدراسة

تسعى الدراسة لتبيان مفهوم هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين واستخدام الباحث أسلوب المنهج الوصفي التحليلي، والذي يعتمد على دراسة الظاهرة كما توجد في الواقع ، وذلك من خلال اختبار تأثير ثلاث متغيرات مستقلة ( نسبة المديونية) مجموع الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل / مجموع الأصول، ونسبة (الالتزامات إلى حقوق الملكية)، ونسبة الرفع المالي (الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول) على أهم مؤشرات الأداء المالي والتي تمثل المتغيرات التابعة وهي (نسبة العائد على الأصول(ROA)، ونسبة العائد على السهم(EPS)، ونسبة العائد على حقوق الملكية(ROE) في ظل وجود بعض المتغيرات التي يمكن أن يكون لها تأثير في الدراسة وهي المتغيرات الضابطة وتمثل ( حجم الشركة، حجم شركة التدقيق التي تقدم خدمة التدقيق الخارجي على الشركات عينة الدراسة، نمو المبيعات، الأصول الملموسة للشركة، ونوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة)، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد ما أمكن صياغة الفرضيات العدمية التي تسعى الدراسة لاختبارها.

### 2.6.3 قياس متغيرات الدراسة :-

وظفت الدراسة مجموعة من المقاييس لمتغيراتها، واستندت على مجموعة من الدراسات ذات الصلة بعنوان الدراسة ، بما يتناسب مع البيانات المفصّل عنها في قاعدة بيانات بورصة فلسطين، وفيما يلي توضيح طرق قياس المتغيرات:

### 1.2.6.3 قياس المتغيرات المستقلة ( هيكل رأس المال ) :-

وتتمثل بثلاث متغيرات مستقلة وهي على النحو التالي :-

1-نسبة المديونية :- وتعني مدى الاعتماد على الديون طويلة وقصيرة الأجل في تمويل

أصول الشركة وتحسب بقسمة مجموع الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل على مجموع

الموجودات (TD/TA). وتحسب على أساس الصيغة التالية:

نسبة مجموع الالتزامات إلى مجموع الأصول = مجموع الالتزامات ÷ مجموع الأصول

2-نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول ( LTD/TA):- وتعني مدى اعتماد

الشركة على الديون طويلة الأجل كالسندات والقروض طويلة الأجل في تمويل أصولها.

ويتم حسابها على أساس الصيغة التالية:

نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى الأصول = مجموع الالتزامات طويلة الأجل ÷ مجموع

الأصول. ([http://educ.jmu.edu/~drakepp/principles/module2/fin\\_rat.pdf](http://educ.jmu.edu/~drakepp/principles/module2/fin_rat.pdf))

3-نسبة المديونية إلى حقوق الملكية :- هي نسبة دين تستخدم لقياس الرافعة

المالية للشركة عن طريق حسابها بقسمة إجمالي التزامات الشركة على حقوق

المساهمين. تشير نسبة الديون لحقوق المساهمين D/E إلى مقدار الدين الذي تستخدمه

الشركة لتمويل أصولها المتعلقة بقدر القيمة الممثلة في حقوق المساهمين

(<https://trading-secrets.guru/>). ويتم حساب نسبة الديون إلى حقوق الملكية على

أساس الصيغة التالية:

نسبة الديون إلى حقوق الملكية = مجموع الالتزامات ÷ مجموع حقوق الملكية

([http://educ.jmu.edu/~drakepp/principles/module2/fin\\_rat.pdf](http://educ.jmu.edu/~drakepp/principles/module2/fin_rat.pdf))



### 2.2.6.3 قياس المتغيرات التابعة (الأداء المالي) :-

وتم قياسه باستخدام ثلاث مؤشرات :-

1- معدل العائد على الأصول (Return on assets) : وهو عبارة عن قيمة الربح الناتج

عن كل دولار في الأصول ويحسب على أساس الصيغة الآتية:

معدل العائد على الأصول (ROA) = صافي الربح بعد الضريبة ÷ مجموع الأصول

2- معدل العائد على السهم (Earnings per share): هو عبارة عن حصة كل سهم من

الأسهم العادية من صافي الأرباح بعد الضريبة، وتحسب هذه النسبة على أساس

الصيغة التالية:

معدل العائد على السهم (EPS) = صافي الربح بعد الضريبة ÷ عدد الأسهم العادية

3- معدل العائد على حقوق الملكية (Return on equity): هي مقدار الربح لكل \$1 من

حقوق المساهمين، وتحسب بناء على الصيغة التالية:

معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) = صافي الربح بعد الضريبة ÷ مجموع حقوق الملكية

(<https://msu.edu/course/aec/853/chapter5.pdf>).

### جدول 3.3 قياس المتغيرات التابعة

الرقم	المؤشر	طريقة القياس
1	معدل العائد على الأصول ROA	صافي الربح بعد الضريبة / مجموع الأصول
2	معدل العائد على حقوق الملكية ROE	صافي الربح بعد الضريبة / مجموع حقوق الملكية
3	معدل العائد على السهم أو ربحية السهم EPS	صافي الربح بعد الضريبة / عدد الأسهم العادية المصدرة

حيث تم جمع بيانات تلك النسب من القوائم المالية للشركات المدرجة والمنشورة على موقع

بورصة فلسطين، إضافة إلى تقرير نشاط التداول والذي ينشر عبر موقع البورصة.

### 3.2.6.3 قياس المتغيرات الضابطة: وقد تضمنت الدراسة المتغيرات الضابطة

التالية:

#### جدول 4.3 قياس المتغيرات الضابطة

الرقم	المؤشر	طريقة القياس
1	حجم الشركة	وتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة.
2	حجم شركة التدقيق	إذا كانت شركة التدقيق المسؤولة عن تدقيق حسابات الشركة إحدى شركات التدقيق العالمية الأربعة الكبار Big4 والتالية أسماؤها، وهي Pricewaterhouse, Delloitte Touche Tohmatsu, KPMG, Ernst And Young, Coopers، فتصنف برقم (1) ويعتبر التدقيق ذو جودة عالية وإذا كانت الشركة لا تدقق من إحدى شركات التدقيق العالمية الأربعة الكبار Big 4 فتصنف بالرقم (0) ويعتبر ذو جودة منخفضة.
3	معدل نمو المبيعات	(المبيعات في السنة الحالية مطروحة منها مبيعات السنة الماضية) / مبيعات السنة الماضية.
4	الأصول الملموسة للشركة	الأصول الملموسة (الأصول الثابتة) / إجمالي أصول الشركة.
5	القطاع الصناعي	إذا كانت الشركة تنتمي للقطاع الصناعي فتصنف برقم (1) وإذا كانت تنتمي لغير القطاع الصناعي فتصنف بالرقم (0).
6	قطاع الاستثمار	شركات القطاع الاستثماري فتصنف برقم (1) وشركات القطاع غير الاستثماري فتصنف بالرقم (0).
7	قطاع الخدمات	شركات القطاع الخدمي تصنف بالرقم (1)، وشركات القطاع غير الخدمي تصنف بالرقم (0).

### 7.3 الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة:-

لتحقيق أهداف الدراسة فقد تم استخدام الأساليب الإحصائية المناسبة باستخدام برنامج الحزم

الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) Statistical Package for Social Science

وفي ما يلي مجموعة من الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات :-

1- الوسط الحسابي (Mean)

2- الانحراف المعياري (Standard deviation)

3- معامل ارتباط بيرسون (Person correlation coefficient)

4- تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد (Multiple Regression And Simple

.Regression)

## الفصل الرابع:

### تحليل البيانات واختبار الفرضيات

1.4 مقدمة

2.4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

3.4 اختبار صلاحية البيانات لتحليل الانحدار

4.4 نتائج تحليل الارتباط الخطي المتعدد واختبار الفرضيات

#### 1.4 مقدمة

يعرض الفصل الحالي نتائج التحليل الإحصائي حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى عدة أقسام، يتضمن القسم الأول وصف البيانات عينة الدراسة من خلال إجراء التحليل الوصفي بالاستعانة بالمقاييس الإحصائية الوصفية والمتمثلة بكل من ( الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، وأقل قيمة وأكبر قيمة) ، في حين تضمن القسم الثاني اختبار مصفوفة بيرسون لقياس قوة العلاقة الخطية بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة والضابطة، كما وضع القسم الثالث اختبار صلاحية البيانات لتحليل الانحدار، أما القسم الرابع فيعرض نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد واختبار الفرضيات.

**2.4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة :** تم وصف المتغيرات المستخدمة في الدراسة باستخدام الإحصاء الوصفي من وسط حسابي وانحراف معياري وأعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغيرات المختلفة خلال فترة الدراسة وهي 7 سنوات من عام (2011-2017) ، حيث أن الجدول رقم (4-1) يبين الوصف الإحصائي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

#### جدول رقم (1.4) التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	أعلى قيمة	أدنى قيمة
العائد على السهم (EPS)	189	.312	.14329	1.710	-.379
العائد على الأصول (ROA)	189	.088	.0219	.261	-.622
العائد على حقوق الملكية (ROE)	189	.150263	.01912	.319	-1.209

.009	.751	.286	.183	189	نسبة المديونية ( Debt /Assets)
.009	3.022	.5319	.5359	189	نسبة الرفع المالي - Debt/equity
.000	.482	.09222	.1057	189	نسبة المديونية طويلة الأجل (LTD/Assets)
6	9	7.54	.656	189	الحجم (Log (Size)
0	1	.5925	.4926	189	حجم شركة التدقيق (Auditor)
.002	.947	.294	.247	189	ملموسية الأصول - Log (tangable assets)
-908	50.730	.47732	4.15	189	نمو المبيعات (-) sales-growth
0	1	59.3	49.2%	189	القطاع الصناعي
0	1	29.6%	45.7%	189	القطاع الاستثماري
0	1	45.6	29.6%	189	القطاع الخدمي

1- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل ربحية السهم أو العائد على السهم (14%) في عينة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2011-2017) ، عند انحراف معياري مقداره (31.2%)، كما بلغت أعلى قيمة لذلك المعدل (107%)، فيما كانت أدنى قيمة (-) (37.9%)، ويعود سبب هذا التباين إلى أن عينة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تعاني من مشكلة تذبذب في صافي الأرباح، الأمر الذي سبب تباينا في معدل العائد على السهم، في حين كان الانحراف المعياري لنسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية أقل منه في معدل العائد على السهم، إضافة إلى احتمالية إصدار أسهم جديدة، أو ربما يعود سبب

الاختلاف في معدل العائد على السهم إلى قرارات الإدارة للشركات عينة الدراسة مثل تقسيم السهم (Stock split).

2- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول (2.19%) في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2011-2017) في حين كان الانحراف المعياري (8.8%) ، فيما بلغت أعلى قيمة (26.1%) ، وأدنى قيمة (62.2%) ويرجع سبب التباين لسببين، الأول يعود إلى اختلاف حجم الأصول في الشركات عينة الدراسة، والثاني هو أن نسبة ارتفاع حجم الأصول أعلى من نسبة الارتفاع في صافي الأرباح، حيث إن مصاريف الاستهلاك قد تكون عالية، والفوائد المترتبة على الديون، ما يقلل من الأرباح.

3- وصلت نسبة المتوسط الحسابي لمعدل العائد على حقوق الملكية في عينة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2011-2017) (1.9%) وانحراف معياري بنسبة (15%) بوجود أعلى قيمة بلغت (31.9%) ، وأدنى قيمة (-) 102% ويعود سبب التباين إلى أن عينة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تستخدم حقوق الملكية في تمويل أصولها بنسبة عالية، وأن نسبة الزيادة في حقوق الملكية أعلى من نسبة الزيادة في صافي الأرباح بسبب وجود مصاريف تتكبدها الشركة، إضافة إلى وجود أصول غير مستغلة بالشكل الأمثل.

4- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة المديونية في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين (28.6%) خلال الفترة (2011-2017) ، وانحراف معياري (18.3%) فيما كانت أعلى قيمة (75.1%) وأدنى قيمة (0.009). هناك تباين بسيط فيما سبق ويشير إلى وجود التزامات طويلة الأجل لدى عينة الشركات المدرجة تستخدم في التمويل، إضافة إلى أن هيكل رأس المال لهذه الشركات يتكون من الالتزامات وحقوق الملكية.

5- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل الرفع المالي (الالتزامات / حقوق الملكية) للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2011-2017) (53.19%) وانحراف معياري (53.5%) في حين كانت أعلى قيمة (3.22) وأدنى قيمة (0.009). ويشير هذا، إلى أن الشركات المدرجة عينة الدراسة تختلف درجة الرفع المالي فيها من سنة لأخرى ربما دل ذلك على وجود التزامات قصيرة الأجل إلى جانب الالتزامات طويلة الأجل المستخدمة لتمويل الأصول، ووجود تذبذب في حجم الالتزامات لهذه الشركات وكذلك وجود تذبذب في هيكل رأس المال فيها.

6- كان المتوسط الحسابي لنسبة المديونية طويلة الأجل في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين (9.2%) خلال الفترة (2011-2017) وانحراف معياري (10.5%) بينما كانت أعلى قيمة (48.2%) وأدنى قيمة (0) ويعود سبب هذا التباين إلى اختلاف اعتماد الشركات على القروض والسندات في التمويل، ووجود معدل دوران عالي للالتزامات طويلة الأجل إضافة إلى وجود شركات ليس لديها التزامات طويلة الأجل، ما يدل على اعتماد الشركات عينة الدراسة على حقوق الملكية بشكل كبير في تمويل الأصول.

7- بلغ المتوسط الحسابي لحجم الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين (log) 7.54 خلال الفترة (2011-2017) وانحراف معياري 65% (log) وفيما كانت أعلى قيمة (log) 9 وأدنى قيمة (log) 6 ويبدو أن هناك تباين كبيرا إلا أنه يعزى إلى أن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عينة الدراسة، تتميز بارتفاع معدل دوران الأصول ما يجعل حجمها يتباين من سنة لأخرى، ما يؤدي إلى تباين حجم تمويلها وتباين هيكل رأس مالها من سنة لأخرى ما وهو ما يوضح ويفسر تباين أرباحها وتأثير ذلك على الأداء المالي لها.



8- بلغ المتوسط الحسابي لحجم شركة التدقيق التي تقوم بالتدقيق الخارجي على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين (59.2%) وانحراف معياري (49%) بوجود أعلى قيمة (1) وأدنى قيمة (0) ويدل ذلك على هيمنة شركات التدقيق العالمية الكبرى على تقديم خدمات التدقيق في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، وهو ما يؤثر على هيكل رأس المال للشركات من حيث التمويل الصحيح والأمثل للأصول بما يحقق مستوى معقول من تكلفة رأس المال وبالتالي تحقيق مستوى جيد للأداء المالي.

9- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل ملموسية الأصول في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2011-2017) نسبة (29.4%) وانحراف معياري (24.7%) وأعلى قيمة للأصول الملموسة (ناتج قسمة الأصول الثابتة بالصافي / إجمالي الأصول) حيث بلغت (94.7%) بينما كانت أدنى قيمة (0.002) بالآلاف، يشير ما سبق إلى أن الشركات المدرجة عينة الدراسة لا تخلو أبداً من عنصر الأصول الثابتة في قائمة المركز المالي، ما يدل على استمرار حاجة الشركات المدرجة للتمويل وهنا نتطرق إلى التمويل بالدين أو حقوق الملكية، الأمر الذي يمتد تأثيره على الأداء المالي ويختلف حجم الأصول الثابتة في الشركات المدرجة من سنة لأخرى ومن شركة لأخرى ومن قطاع لآخر .

10- بلغ المتوسط الحسابي لنمو المبيعات في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين من العام (2011-2017) (47.7%) عند انحراف معياري بنسبة (4.15) وأعلى قيمة (50.7) وأدنى قيمة (-90.7%)، ويعود سبب هذا التباين إلى اختلاف قدرة الشركات في تحقيق نمو المبيعات خلال الفترة 2011-2017، إضافة إلى تأثير المبيعات بتغير حجم الشركات عينة الدراسة فحجم الشركات يعكس إجمالي أصول الشركة المتداولة والثابتة لذلك يتغير حجم الأرباح خلال السنوات السبع وهي سنوات الدراسة.

11- بلغت نسبة الشركات التي تنتمي لقطاعي الاستثمار (Investment) والخدمات في العينة (29.6%) لكل من القطاعين بينما بلغت نسبة الشركات التي تنتمي إلى القطاع الصناعي (Manufacturing) (40.8%) وهو ما يعكس عدد الشركات المكونة لكل قطاع والمدرجة في بورصة فلسطين، كما تشير النسب المذكورة إلى المزيج القطاعي الذي تتكون منه بورصة فلسطين والاقتصاد الفلسطيني بشكل عام.

#### 3.4 اختبار صلاحية البيانات لتحليل الانحدار المتعدد:

لتحقيق أهداف الدراسة والمتمثلة في التعرف على تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة المكونة من 7 سنوات ما بين 2011-2017، استخدمت هذه الدراسة تحليل الانحدار المتعدد انسجاماً مع كثير من الدراسات السابقة (abdurrouf,2015) قبل إجراء تحليل الانحدار المتعدد واختبار فرضيات الدراسة، لا بد من إجراء الاختبارات الإحصائية الأولية المتمثلة باختبار التأكد من عدم وجود ظاهرة الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity Test) واختبار التأكد من عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية بين البواقي ( Test Autocorrelations) وذلك من خلال دلالة معامل الارتباط بين المتغيرات واختبار دارين - واتسون (Durbin-Watson (D-W) على التوالي.

وفيما يلي عرض لهذين الاختبارين الإحصائيين على بيانات الدراسة:

#### 1.3.4 اختبار الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity Test) : تم فحص التداخل

الخطي المتعدد من خلال مصفوفة بيرسون للارتباطات التبادلية (Correlation Matrix)

بين المتغيرات المستقلة والضابطة للتأكد من عدم وجود ارتباطات عالية بينها. يعتبر وجود

الارتباطات العالية بين المتغيرات المستقلة (أعلى من 0.80) مؤشراً على وجود مشكلة

الارتباط الخطي المتعدد (Judge et al., 1988; Bryman & Cramer, 2005) مما يجعل قيم معامل التفسير غير حقيقية وبالتالي يؤدي إلى نتائج غير دقيقة عند تطبيق معادلة الانحدار (Regression). يبين الجدول رقم 5-2 مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة والذي يبين عدم وجود ارتباطات عالية وقوية بينها، حيث أن جميع الارتباطات اقل من 80% حيث تراوحت بين ( - 0.11 ) بين المتغير نمو المبيعات ونسبة المديونية و 0.73 بين المتغير نسبة (الديون / حقوق الملكية) والمتغير نسبة المديونية) ، وهذا يدل على أن معادلة الانحدار لا يؤثر عليها الارتباط بين المتغيرات المستقلة.

جدول رقم (2.4) مصفوفة الارتباطات التبادلية لمتغيرات الدراسة ( Correlation Matrix )

VARIABLE	EPS	ROA	ROE	DEBT/RAIO	LTD ASSETS	DEBT/EQUITY	SIZE	AUDITOR	S-GTH	A-T	MA.G	INV.MT
EPS	1	-	-									
ROA	-	1	-									
ROE	-	-	1									
D/RATIO	-0.1649	-0.3019	-0.3038	1								
LTD/ASSETS	-0.1364	-0.1940	-0.2375	0.6772	1							
DEBT/EQUITY	-0.1957	-0.3070	-0.3437	0.73	0.7435	1						
SIZE	0.1344	0.2062	0.1964	0.1710	0.2727	0.1185	1					
AUDITOR	-	-	-	0.1215	0.3063	0.1262	0.3038	1				
SALES GROWTH	-0.0432	-0.0188	-0.0099	-0.1125	-0.0667	-0.0834	-0.0420	-0.0543	1			
ASSETS TANJABILITY	0.2091	0.1936	0.1868	0.1052	0.1115	0.0037	-0.1321	0.0313	-0.0131	1		
Manufacturing	-	-	-	-0.045	-0.098	-0.219	-0.272	0.091	-0.083	0.228	1	
Investment	-	-	-	-0.257	-0.247	-0.163	0.075	-0.190	0.136	-0.417	0.538	1

وللتأكد من عدم وجود الارتباط الخطي المتعدد فقد تم أيضا احتساب معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) والذي يتطلب أن يكون أقل من 10 ليدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد الذي يؤثر على نموذج الدراسة (gujarati, 2003). ويعتبر VIF من أهم الطرائق المستخدمة في اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية (الساعدي، 2015).

$$VIF=1/(1-R \text{ square})$$

ويلاحظ من الجدول (3-4) أن جميع قيم اختبار معامل تضخم التباين لجميع المتغيرات المستقلة تراوحت بين (1.04 – 9.4) وبمتوسط 3.28 وجميعها أقل من 10 وهذا يدل على قوة نموذج الدراسة في تفسير أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة، وبإمكاننا القول بأن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد ويمكننا تضمين كل المتغيرات المستقلة والضابطة في النموذج .

جدول رقم (3-4) معامل تضخم التباين:

variable	vif	1/vif
Debt ratio	8.21	0.1218
Long term debt/assets	2.96	0.3378
Debt/equity	9.4	0.1052
Investment	1.96	0.5113
manufacturing	1.76	0.5670
size	1.37	0.7299
auditor	1.29	0.7751
Sales growth	1.04	0.9615
Assets tangability	1.47	0.6802
Mean	3.28	

#### 2.3.4 اختبار الارتباط الذاتي (Test Autocorrelation)

من الفرضيات الأساسية لتطبيق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) هي عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي بين قيم المتغير العشوائي أو البواقي. تبرز مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي إذا ما كان هناك علاقة بين قيم الأخطاء العشوائية في النموذج الخطي وخاصة عند استخدام بيانات السلاسل الزمنية. من أهم الطرق الإحصائية لاختبار وجود أو عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي هو اختبار درين واتسون (Durbin Watson (D-W).

وقد بينت نتائج هذا الاختبار، كما يظهرها جدول رقم 4-4 المتعلق بتحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد، أن قيم معامل (D-W) يساوي 1.921 و 1.876 و 2.124 لكل من نماذج معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حق الملكية ومعدل ربحية السهم على التوالي، مما يدل على عدم وجود علاقة ارتباط ذاتي ذات دلالة إحصائية بين البواقي حيث أن جميع هذه القيم تقع بين المدى المقبول لعدم وجود ارتباط ذاتي (1.5-2.5).

#### 4.4 نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد واختبار الفرضيات:

يتناول هذا الجزء اختبار أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، حيث يتكون نموذج الدراسة المتغير المستقل والمتمثل بهيكل رأس المال مقاسا بمعدل الرفع للديون ومعدل الرفع للديون طويلة الأجل أيضا ونسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية والمتغير التابع والمتمثل بالأداء المالي مقاسا بمعدل العائد على الأصول (Return On Assets) ومعدل العائد على حقوق المساهمين (Return On Equity) ومعدل العائد على السهم (Earnings Per Share)، إضافة للمتغيرات الضابطة :

حجم الشركة ، حجم شركة التدقيق، معدل نمو المبيعات، الأصول الملموسة للشركة، ونوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

وكما سبق ذكره، سيتم اختبار فرضيات الدراسة من خلال إجراء التحليل الإحصائي لبيانات الشركات التي تمثل عينة الدراسة وعددها 27 شركة ولجميع سنوات السلسلة الزمنية البالغة 7 سنوات من ( 2011 حتى 2017م) وذلك من خلال استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد. يلخص جدول رقم (4-4) نتائج تحليل الانحدار للمتغيرات المستقلة والضابطة على المتغير التابع (مؤشرات الأداء المالي التي اعتمدت في الدراسة) وهو معدل العائد على الأصول (Return on Assets) ومعدل العائد على حقوق الملكية ( Return on Equity ) والعائد على السهم (EPS)، وهي.

جدول رقم (4.4): تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد وقوة نموذج الدراسة

Variable	ROA			ROE			EPS		
	Coefficient	t	P-value	Coefficient	t	P-value	Coefficient (beta)	t	P-value
cons	.1019	5.05	0.0	0.1348	3.89	0.00	0.3620	5.24	0.00
Debt/assets	-.0586	-.66	.513	0.7138	0.47	0.642	0.1785	0.58	0.560
Debt/equity	-.0642	-1.85	.066	-0.1613	-2.71	0.007	-0.2828	-2.38	0.018
LTD/assets	.1269	1.36	.174	0.1680	1.05	0.295	0.3749	1.18	0.240
Total assets	8.07e-11	2.98	.003	1.39e-10	2.99	0.003	3.38e-10	3.65	0.00
Auditor	-.0203	-1.54	.125	-0.0477	-2.10	0.037	-0.0659	-1.46	0.146
Sales groth.	-.00001	-.01	.993	-0.00006	0.03	0.977	0.0006	0.13	0.895
Assets tanj.	-.0885	-3.38	.001	-0.1257	-2.79	0.006	-0.4001	-4.46	0.00
Manufacturing	0.0205	1.33	0.186	0.0278	1.05	0.295	0.1273	2.41	0.017
Investment	-0.0637	-3.65	0.00	-0.0875	-2.92	0.004	-0.2724	-4.56	0.00
F-statistic	6.87			6.25			8.74		
P-value	0.0000			0.0000			0.0000		
Durbin-Watson stat	1.921			1.876			2.124		
R2	0.2579			0.24			0.30		
Adjusted R2	0.2204			0.20			0.27		

## قوة نموذج الدراسة

إن ما يحدد قوة نموذج الدراسة من عدم قوته هي قيمة (R square)، فكلما كانت القيمة مرتفعة، كان ذلك أفضل وأقوى والنتائج أفضل، أما قيمة Prob(F-statistic) فتتم مقارنتها بمستوى الدلالة البالغ 5% فإذا كانت قيمته المحسوبة أقل من مستوى الدلالة، فهذا يعني أننا نستطيع أن نعتمد على النموذج ونتأجه (الساعدي، 2015).

تبين النتائج الموضحة في جدول رقم (4-4) أن قيمة معامل التحديد R-squared للنموذج الأول (الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على الأصول) بلغت 0.2579 من التغير الحاصل في المتغير التابع مما يعني أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في هذا النموذج قادرة على تفسير حوالي 26% من التغيرات في العائد على الأصول والنسبة المتبقية تعود للخطأ العشوائي وعوامل أخرى غير ممثلة بالنموذج، كما أن هذا النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% حيث بلغت قيمة اختبار F (6.78) بقيمة احتمالية Prob. = 0.000، وهذا يشير لجودة النموذج. أما في ما يتعلق بالنموذج الثاني (الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على حقوق الملكية)، فقد كانت قيمة معامل التحديد R-squared 0.24 وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 24% من التغير الحاصل في العائد على حقوق الملكية، إضافة إلى أن هذا النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% حيث بلغت قيمة اختبار F (6.25) بقيمة احتمالية Prob. = 0.000، وهذا يشير أيضا لقوة النموذج الثاني. وفيما يتعلق بالنموذج الثالث والذي استخدمت فيه ربحية السهم الواحد كمتغير تابع، فقد بلغ معامل التحديد للنموذج ككل 30% مما يعني أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير ما نسبته 30% من التغير الحاصل في المتغير التابع، بينما بلغت قيمة F المحسوبة تساوي 7.84 بقيمة احتمالية Prob.



0.000 = وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 كما أن القيمة الاحتمالية وهذا يدل

أيضا على أن نموذج الانحدار الثالث هو نموذج جيد.

### اختبار فرضيات الدراسة:

سيتم فيما يلي اختبار كل فرضية من فرضيات الدراسة باستخدام النموذج القياسي لاختبار

الانحدار المتعدد من خلال النماذج الثلاثة.

أولاً: اختبار الفرضية الأولى والتي تنص على "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية ما بين هيكل

رأس المال (نسبة المديونية) والأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

كما يظهر من الجدول (4-4) أعلاه، لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين نسبة الالتزامات/

الأصول (المديونية) والأداء المالي المتمثل بكل من معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل

العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على السهم (EPS)، حيث كانت معاملات

الانحدار فيما يتعلق بالعلاقة ما بين نسبة المديونية والمعدلات (المؤشرات) المذكورة غير دالة

إحصائياً لأن مستويات الدلالة كانت جميعها أكبر من 5% وهي كالتالي (0.513 ، 0.642 ،

0.560) على التوالي، ويكون هنا قبول الفرضية العدمية والتي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو

دلالة إحصائية ما بين هيكل رأس المال (نسبة المديونية) والأداء المالي للشركات المدرجة في

بورصة فلسطين

اتفقت الدراسة في هذه النتيجة مع دراسة كل من (عبد الفتاح، 2014) ودراسة (ناصر ويدران،

2014) ودراسة (قدومي، 2008) حيث أكدت هذه الدراسات الثلاث على عدم وجود علاقة ذات

دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من أو يساوي 5% ما بين نسبة المديونية (leverage)

والأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. كما اختلفت الدراسة مع

دراسة كل من salim, and yadav,2012 و nirajini, pria,2013 ودراسة عبد  
الجليل،2013، ودراسة Obonyo, 2016، ودراسة Nassar,2018 حيث كان هناك علاقة  
عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين نسبة المديونية والأداء المالي لدى دراسة salim and  
yadav ودراسة عبد الجليل ، 2013 ، ودراسة Nassar,2018 وأيضاً كانت علاقة نسبة  
المديونية مع الأداء المالي إيجابية ذات دلالة إحصائية لدى دراسة nirajini, pria,2013  
ودراسة Obonyo,2016.

ويعني ذلك أن هناك ديون طويلة الأجل لدى الشركات وهناك أصول إلا أن قدرة هذه الأصول  
على توليد الأرباح ضعيفة، ومن جانب آخر هناك ضعف في كفاءة الديون طويلة الأجل كونها  
لا تؤثر في الأرباح، فمن الممكن أن هناك استثمارات جديدة لدى الشركة، إضافة إلى أن هناك  
ديون ومستحقات عالية ولا تؤثر بشكل مقبول على الأرباح مثل مكافأة نهاية الخدمة والتزامات  
ضمان لدى بعض الشركات

ومن الممكن أن تعني هذه النتيجة أن هناك عوامل أخرى لها علاقة بالأداء المالي للشركات  
المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وربما دل ذلك أيضاً على تأقلم الشركات مع نسبة  
المديونية من حيث قدرة الشركات على تغطية تكاليف الاقتراض بحيث لا تؤثر على أدائها  
المالي إيجاباً أو سلباً.

ثانياً: اختبار الفرضية الثانية: والتي تنص على "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى  
دلالة  $0.05 \geq$  ما بين هيكل رأس المال(نسبة الديون طويلة الأجل / مجموع الأصول) والأداء  
المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

استنتجت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\geq 0.05$  ما بين نسبة (الالتزامات طويلة الأجل / مجموع الأصول) والأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وعليه يوصى بقبول الفرضية العدمية وإثبات عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية ما بين نسبة (الالتزامات طويلة الأجل / مجموع الأصول) على كل من ROA و ROE و EPS، بمعنى أنه لا يوجد تأثير لحجم الديون طويلة الأجل في الأرباح وهذه مشكلة إما في عدم القدرة على تحديد الهدف من التمويل طويل الأجل أو ضعف في عملية إدارة الأصول التي تم التمويل لأجلها، واستغلالها بالشكل الصحيح، إضافة إلى وجود التزامات متزايدة إلى حد ما مع انخفاض في توليد الأرباح.

تتفق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (قدومي، 2008) والتي توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq (0.05)$  ما بين نسبة (الالتزامات طويلة الأجل / مجموع الأصول) والأداء المالي. واختلفت الدراسة مع دراسة كل من (salim, and yadav, 2012) و (nirajini, pria, 2013)، حيث استنتجت الدراستان وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين نسبة (الالتزامات طويلة الأجل / مجموع الأصول) والأداء المالي. وقد تعزى هذه النتيجة إلى أن هناك التزامات طويلة الأجل يتم الاعتماد عليها لتمويل أصول غير مستغلة بالشكل الأمثل من غير أن يكون لها تأثير واضح على الأداء المالي للشركات.

**ثالثاً: اختبار الفرضية الثالثة:** والتي تنص على أنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية ما بين هيكل رأس المال نسبة (مجموع الالتزامات إلى حقوق الملكية) والأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

أظهرت النتائج وجود تأثير عكسي ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $0.05 \geq$  بين نسبة الرافعة المالية (debt/equity) والأداء المالي مقاسا بالمتغيرين التابعين ROE و EPS ، وأيضا أظهرت النتائج وجود تأثير عكسي ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $0.10 \geq$  بين نسبة الرافعة المالية (debt/equity) والأداء المالي مقاسا بالمتغير التابع ROA. يلاحظ من الجدول (4-4) أن معامل الانحدار عند قياس الأداء المالي ب (ROE) ، بلغ 16% وهو دال إحصائيا لان مستوى الدلالة = 0.007 أقل من 5% ، وبديل ذلك على أن ارتفاع مقداره 1% في نسبة (D/E) يؤدي إلى انخفاض بقيمة (16 - %) في متوسط معدل العائد على حقوق الملكية المتوقع (ROE) ، وأيضا بلغ معامل الانحدار للالتزامات /حقوق الملكية ( -28%) عند قياس الأداء المالي ب (EPS) وهو دال إحصائيا لان مستوى الدلالة Prob=(0.018) أي انه أقل من (5%) ، بمعنى ارتفاع بقيمة (2%) في نسبة (DEBT/EQUITY) يؤدي إلى انخفاض مقداره (28%) في متوسط معدل العائد على السهم المتوقع، وهذا يعني أن الشركة تعاني من مخاطر الالتزامات ربما هناك فوائد عالية أو تكلفة التزامات عالية تسبب انخفاضا في الأرباح بالتالي انخفاض في ربحية السهم والعائد على حقوق المساهمين مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق بالتالي لا تكون الشركة جاذبة للمستثمرين، ويرجع هذا أيضا إلى أن الشركات تعاني من مشكلة في تكاليف التمويل المرتفعة والتي تؤثر سلبا على الأرباح كلما زاد اعتماد الشركات المدرجة عينة الدراسة على الديون في التمويل، وهذا ما أدى إلى انخفاض معدل العائد على السهم (EPS)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). وكان مستوى الدلالة فيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول (ROA) 6.6% أكثر من 5% وأقل من 10% ، ما أمكن الدراسة من التعليق على هذه النتيجة بالقول بأنه كل ما زادت هذه النسبة يقل معدل العائد على الأصول، ويعزى ذلك إلى وجود تمويل لأصول غير مستغلة بالشكل الذي يزيد من الأرباح،

وأيضاً ربما دل على تكاليف تمويل عالية لا تغطي العوائد على ما تم التمويل له من أصول واستثمارات. واتفقت نتيجة هذه الدراسة مع نتائج عدة دراسات سابقة كدراسة (Vatava, 2015) ودراسة (النجار، 2013) حيث توصلت تلك الدراسات إلى وجود علاقة سلبية ما بين نسبة (الالتزامات / حقوق الملكية) والأداء المالي فيما يتعلق بمؤشر العائد على حقوق الملكية كأحد مؤشرات الأداء المالي. ومن جهة أخرى، وقد اختلفت نتيجة الدراسة مع دراسة (nirajini,pria ، 2013) حيث توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية ما بين نسبة (الالتزامات / حقوق الملكية) والأداء المالي ضمن مؤشر العائد على حقوق الملكية ( ROE ).

**ملاحظة :** الفرضيات من الفرضية الرابعة وحتى الثامنة تم دمجها في فرضية واحدة وهي "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\geq 5\%$  لهيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة تعزى للمتغيرات الضابطة (حجم الشركة، حجم شركة التدقيق، نمو المبيعات، الأصول الملموسة، نوع القطاع). ولتسهيل عملية فهم نتيجة هذه الفرضية فقد تم تقسيمها في التفسير لخمس فرضيات جميعها تدرج ضمن الفرضية المذكورة أعلاه.

**رابعا :** اختبار الفرضية الرابعة: والتي تنص على أنه "لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 0.05$  لحجم الشركة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"

أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود أثر ايجابي ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 5\%$  ما بين حجم الشركة (مقاسا باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول)، وبين الأداء المالي مقاسا بمعدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على

السهم (EPS) حيث بلغ معامل الانحدار لحجم الشركة  $(\log) 8.07e-11$  وهو دال إحصائياً لأن مستوى الدلالة  $(\text{Prob}=0.003) > 5\%$  ، ويدل ذلك على أن ارتفاع بمقدار  $(0.5 \times 0.003) \approx 5\%$  في حجم الشركة يؤدي إلى ارتفاع مقداره  $(\log) 8.07e-11$  في متوسط معدل العائد على الأصول (ROA) المتوقع. كما أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 5\%$  بين حجم الشركة ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، حيث بلغ معامل الانحدار  $(\log) 1.39e-10$  وهو دال إحصائياً لأن  $\text{Prob}=0.003 > (5\%)$  ويدل ذلك على أن ارتفاع في حجم الشركة مقداره  $0.003$  في حجم الشركة يؤدي إلى ارتفاع مقداره  $(\log) 1.39e-10$  في متوسط معدل العائد على حقوق الملكية المتوقع (ROE)، كما بلغ معامل الانحدار لمتغير حجم الشركة  $3.38e-10$  وهو دال إحصائياً عند مستوى دلالة  $\text{Prob}=0.0 > 5\%$  ويعني هذا أن ارتفاع بمقدار نقطة واحدة في حجم الشركة يؤدي إلى ارتفاع بنقطة واحدة في متوسط العائد على السهم المتوقع (EPS)، وهذا يعني أن نسبة زيادة حجم الشركة يزيد من إقبال المستثمرين عليها ويقلل من مخاطر الائتمان بالنسبة للمقرضين. وعليه نستنتج رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 0.05$  لحجم الشركة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، وقبول الفرضية البديلة.

واتفقت الدراسة مع دراسة إسماعيل ، 2016، حول تأثير حجم الشركة على الربحية حيث أظهرت نتائج الدراسات وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على الربحية وهنا ننظر إلى الربحية أيضاً ضمن مؤشرات الأداء المالي، كما اختلفت الدراسة مع دراسة salim (2012), and yadav, ودراسة (الفار، 2018) حيث كانت هناك علاقة سلبية ما بين حجم الشركة والأداء المالي في هاتين الدراستين.

ويعتبر حجم الشركة أحد العوامل الضابطة لتأثير المتغير المستقل وهو نسبة (مجموع الالتزامات إلى مجموع الأصول) على المتغير التابع وهو الأداء المالي، وعليه فإن هذه النتيجة يمكن تفسيرها على اعتبار أن الشركات الكبيرة الحجم تكون عادة أكثر تنوعاً ويكون لديها قدر أكبر من الاستعداد لتقليل مخاطر الإفلاس وتخفيض تكاليف المراقبة والحد من عدم تماثل المعلومات. لذلك، من المتوقع أن يكون لدى الشركات الكبيرة قدرة أكبر على الوصول إلى مصادر تمويل الديون. بشكل عام، تفترض معظم نظريات هيكل رأس المال أن هناك علاقة إيجابية مباشرة بين حجم الشركة ونسبة الدين. فمثلاً، تفترض نظرية المقايضة Trade-off theory أن الشركات تقوم بالمبادلة بين مزايا الدين (على سبيل المثال التوفير الضريبي أو التخفيف من مشاكل الوكالة) مقابل تكاليف الرفع على سبيل المثال تكاليف الإفلاس.

خامساً: اختبار الفرضية الخامسة والتي تنص على أنه " لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 5\%$  ما بين حجم شركة التدقيق والأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين".

أظهرت النتائج أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين حجم شركة التدقيق والمتغير التابع معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، حيث بلغ معامل الانحدار ( $-4.7\%$ ) وهو دال إحصائياً  $Prob = 0.04$  وهي أقل من (0.05) وهذا يدل على أن ارتفاع في عدد الشركات التي تدقق من قبل إحدى شركات التدقيق الكبرى المعروفة ب Big 4 auditing companies مقداره  $4\%$  يؤدي إلى انخفاض في متوسط معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) المتوقع بمقدار ( $-4.7\%$ ). يدل ذلك على أن العلاقة ذات أهمية اقتصادية بين حجم شركة التدقيق على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين والأداء المالي تحت مؤشر (ROE). في المقابل، بالرغم من أن النتائج أظهرت وجود علاقة عكسية بين حجم شركة التدقيق من جهة

والأداء المالي مقاسا بكل من معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل ربحية السهم (EPS)، إلا أن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 0.05$ . بلغ معامل الانحدار في نموذج قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول (ROA-0.02) وهو غير دال إحصائيا لان مستوى الدلالة بلغ (0.12) Prob= واكبر من (0.05)، وأيضا بلغ معامل الانحدار للعلاقة بين جودة التدقيق والأداء المالي المقاس بمعدل ربحية السهم ((EPS6.5%)) وهو غير دال إحصائيا لان مستوى الدلالة Prob=15% وهو أعلى من (0.05). وبناء على ما سبق، نستنتج رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من أو يساوي (5%) ما بين جودة التدقيق والأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين وقبول الفرضية البديلة التي تعتبر أن هناك تأثير (سلبى) لحجم شركة التدقيق على الأداء المالي، مقاسا بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). وبالمقابل، فقد تم قبول الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 5\%$  ما بين حجم شركة التدقيق والأداء المالي مقاسا بكل من معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل ربحية السهم (EPS).

ويعتبر تأثير حجم شركة التدقيق على الأداء المالي إحدى المتغيرات التي تضبط التأثير ما بين هيكل رأس المال والأداء المالي حيث يؤثر ذلك على تكاليف الوكالة وهيكل رأس المال فلا بد من وجود أثر لتكاليف الوكالة على هيكل رأس المال وبالتالي تأثر الأداء المالي بذلك، وعليه فإن هذا يساعد الإدارة في معرفة نقاط القوة والضعف في أدائها المالي لتجنب التكاليف العالية التي تتكبدها والتي تؤثر على صافي الأرباح، وكذلك التقليل من حالات التلاعب في الأرباح وصولا إلى الكفاءة في استغلال الأصول بالشكل الأمثل وتحقيق أعلى عائد.



سادسا: اختبار الفرضية السادسة والمتعلقة بأثر نمو المبيعات على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، فقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\geq 0.05$  ما بين نمو المبيعات والأداء المالي. ويدل هذا على أن نمو المبيعات لا يؤثر على المتوسط المتوقع لكل من معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على السهم (EPS)، ويعزى ذلك على وجود عوامل أخرى تؤثر في العلاقة ما بين هيكل رأس المال والأداء المالي. وعليه نستنتج قبول الفرضية العدمية التي تنص على انه" لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 5\%$  ما بين نمو المبيعات والأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ولم تتفق الدراسة مع أي من الدراسات السابقة بخصوص هذه النتيجة ويرى الباحث أن سبب عدم وجود اثر ذو دلالة إحصائية ما بين نمو المبيعات والأداء المالي هو وجود تكاليف أخرى مثل التكاليف الثابتة كالأستهلاك والإيجار التي لا تتغير وربما تزيد مع تزايد حجم المبيعات.

سابعا : اختبار الفرضية السابعة والتي تنص على أنه " لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq (5\%)$  ما بين نسبة الأصول الملموسة والأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين".

أظهرت نتائج الدراسة وجود اثر عكسي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 0.05$  لنسبة الأصول الملموسة على الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على الأصول (ROA) حيث بلغ معامل الانحدار لهذا المتغير  $-0.09$  وهو دال إحصائيا لان مستوى الدلالة اقل من  $0.05$  حيث بلغ (0.001) ويدل ذلك على أن ارتفاع في الأصول الملموسة للشركة مقداره 0.001

يؤدي إلى انخفاض في المتوسط المتوقع لمعدل العائد على الأصول مقداره  $-0.09$  . كما أظهرت النتائج وجود اثر عكسي ذا دلالة إحصائية عند مستوى  $\geq 0.05$  ما بين الأصول الملموسة ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ، حيث كان معامل الانحدار للأصول الملموسة  $-0.125$  وهو دال إحصائيا عند مستوى دلالة  $0.006$  وهي اقل من  $0.05$  ويعني هذا أن زيادة بمقدار  $0.006$  في الأصول الملموسة يؤدي إلى انخفاض مقداره  $12.5\%$  في معدل العائد على حقوق الملكية المتوقع . وأظهرت النتائج أيضا وجود اثر عكسي ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 5\%$  ما بين الأصول الملموسة للشركة ومعدل العائد على السهم ، حيث بلغ معامل الانحدار  $-40\%$  ، وهو دال إحصائيا لان مستوى الدلالة اقل من  $5\%$  حيث بلغ مستوى الدلالة  $0.0$  ويدل هذا على أن ارتفاع بمقدار نقطة واحدة في الأصول الملموسة يؤدي إلى انخفاض مقداره  $40\%$  في المعدل المتوقع للعائد على السهم.

نستنتج من ذلك رفض الفرضية العدمية التي تنص على انه " لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq (0.05)$  ما بين الأصول الملموسة والأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، وقبول الفرضية البديلة . بمعنى النقصان في الأصول الثابتة في الشركة يؤدي إلى زيادة في معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية ويعزى ذلك إلى ضعف في استغلال الأصول الثابتة بالشكل الذي يزيد الأرباح، فعندما تنخفض الأصول الثابتة ينخفض مصروف استهلاك الأصول الذي يقلل من مجموع المصاريف التشغيلية وتزيد الأرباح بالتالي تزيد نسبة العائد على الأصول ونسبة العائد على حقوق الملكية، أما تأثير انخفاض الأصول الثابتة على ربحية السهم فهو قليل ربما دل ذلك على انخفاض الالتزامات تزامنا مع انخفاض الأصول الثابتة مع شبه ثبات في حقوق الملكية وخاصة الأسهم العادية.

ثامنا: اختبار الفرضية الثامنة والتي تنص على أنه " لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 5\%$  ما بين نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة والأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين".

بما أن عينة الدراسة تشمل ثلاث قطاعات اقتصادية غير مالية وهي القطاع الصناعي وقطاع الخدمات وقطاع الاستثمار، فقد تم استبعاد قطاع الخدمات من النموذج، وذلك لأن قطاع الخدمات أكثر ما يغطي الفنادق والمطاعم وشركات النقل وشركات الأمن التي تتميز بتركيبية هيكل رأس مال مختلف تماما عما هو في قطاع الاستثمار والصناعة. أظهرت نتائج الدراسة وجود اثر طردي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq (0.05)$ ، للمتغير القطاع الصناعي على الأداء المالي ضمن مؤشر ربحية السهم (EPS)، حيث كان معامل الانحدار للمتغير القطاع الصناعي  $12.7\%$  وهو دال إحصائيا حيث كان  $\text{Prob} = 0.017 \approx 2\%$  أي انه اقل من  $0.05$  ، وبدل ذلك على أن ارتفاع في عدد الشركات التي تنتمي إلى القطاع الصناعي مقداره  $2\%$  يؤدي إلى زيادة بمقدار  $12.7\%$  في متوسط معدل العائد على السهم (EPS). تشير هذه النتيجة إلى أن هناك أهمية اقتصادية في العلاقة بين القطاع الصناعي وربحية السهم في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، . ويعتبر هذا عنصر جاذب للمستثمرين للاستثمار في شركات القطاع الصناعي كون ربحية السهم (EPS) عالية وتزيد مع ازدياد حجم القطاع الصناعي. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذا دلالة إحصائية ما بين القطاع الصناعي ومعدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). ونستنتج مما سبق رفض الفرضية التي تنص على انه لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية اقل من أو يساوي  $0.05$  لنوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين عندما يتم قياس الأداء المالي بمعدل

العائد على السهم (EPS) بينما يتم قبول هذه الفرضية عندما يقاس هذا الأداء بمعدلي العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).

وأظهرت نتائج تحليل الانحدار لمتغير القطاع الاستثماري (Investment) على وجود اثر عكسي ذو دلالة إحصائية بين القطاع الاستثماري ومعدل العائد على الأصول (ROA)، حيث بلغ معامل الانحدار (-6.3%)، وهو دال إحصائيا لان  $Prob = 0.0$  اقل من 0.05 ويدل ذلك على أن ارتفاع بنقطة واحدة في عدد الشركات التي تنتمي (للقطاع الاستثماري) يؤدي إلى انخفاض مقداره 6.3% في متوسط العائد على الأصول المتوقع. كما بلغ معامل الانحدار للمتغير القطاع الاستثماري في تأثيره على معدل العائد على حقوق الملكية (-8.7% ROE) وهو دال إحصائيا حيث أن  $Prob = 0.004$  اقل من 0.05، ويدل ذلك على وجود اثر عكسي ذو دلالة إحصائية ما بين القطاع الاستثماري ومعدل العائد على حقوق الملكية عند مستوى دلالة اقل من أو يساوي 5% ، بمعنى أن ارتفاع مقداره 0.004 في القطاع الاستثماري يؤدي إلى انخفاض مقداره 8.7% في متوسط معدل العائد على حقوق الملكية المتوقع. وأخيرا أظهرت نتائج الانحدار وجود اثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية اقل من أو يساوي 0.05 للمتغير الوهمي القطاع الاستثماري على المتغير التابع معدل العائد على السهم (EPS)، حيث بلغ معامل الانحدار (-27%) وهو دال إحصائيا لان مستوى الدلالة  $Prob = 0.0$  اقل من 0.05 ، ويدل هذا على انه ارتفاع بمقدار نقطة واحدة في القطاع الاستثماري يؤدي إلى انخفاض بمقدار 27% في متوسط معدل العائد على السهم المتوقع، ويعزى ذلك إلى وجود استثمارات غير مستغلة بالشكل الأمثل الذي يتماشى مع تطلعات المساهمين من حيث ربحية السهم الواحد.

ونستنتج مما سبق رفض الفرضية التي تنص على انه لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية اقل من أو يساوي 0.05 لنوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين وقبول الفرضية البديلة أن القطاع الاستثماري في بورصة فلسطين يرتبط عكسيا مع مستوى الأداء المالي. ويمكن أن تعزى هذه النتيجة إلى أن القطاع الاستثماري هو أكثر القطاعات الاقتصادية في فلسطين تأثرا بالبيئة السياسية والاقتصادية المتسمة عادة بعدم الاستقرار، والمخاطر، مما يخفض من نسبة صافي الربح إلى مجموع كل من الأصول وحقوق الملكية وعدد الأسهم.

## الفصل الخامس

1.5 مقدمة

2.5 ملخص النتائج

3.5 التوصيات

4.5 المصادر والمراجع

5.5 الملاحق

## 1-5 مقدمة

وفي هذا الفصل سيتم عرض نتائج تحليل البيانات ، ومعرفة مدى توافقها واختلافها مع نتائج الدراسات السابقة في الموضوع ، حيث يبين هذا الفصل أثر كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع الذي يندرج تحته ثلاث متغيرات تابعة وهي معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على السهم (EPS)، وبيان هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين وصولاً إلى التوصيات التي تساعد الباحثين في نفس الموضوع.

## 2.5 ملخص النتائج:

- 1- فقد نتج عن الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الالتزامات/الأصول (المديونية) والأداء المالي المتمثل بمعدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على السهم (EPS).
- 2- استنتجت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين نسبة (الالتزامات طويلة الأجل / مجموع الأصول) والأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.
- 3- فقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين نسبة الرافعة المالية (debt/equity) والأداء المالي ،حيث تبين أن مستوى الدلالة فيما يتعلق بالعلاقة لهذا المتغير مع المتغيرين التابعين ROE و EPS اقل من 5% أي انه دال إحصائياً، كما توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية عند مستوى معنوية  $\geq 10\%$  ما بين نسبة (debt/equity) ومعدل العائد على الأصول (ROA).

- 4- فقد أظهرت النتائج وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 0.05$  ما بين حجم الشركة مقاسا (باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول) والأداء المالي ضمن المؤشرات الثلاثة التالية، معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على السهم (EPS).
- 5- أظهرت نتائج التحليل عدم وجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 0.05$  لحجم شركة التدقيق على الأداء المالي.
- 6- فقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\geq 0.05$  ما بين نمو المبيعات والأداء المالي.
- 7- فقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 0.05$  لنسبة الأصول الملموسة على الأداء المالي بجميع مؤشرات (ROA)، (ROE)، (EPS).
- 8- وظهر في نتائج الدراسة وجود أثر ايجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى  $\geq (0.05)$  للمتغير الضابط القطاع الصناعي على الأداء المالي ضمن مؤشر ربحية السهم (EPS). أما فيما يتعلق بالانحدار في العلاقة ما بين القطاع الصناعي ومعدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) فلا وجود لأثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq (0.05)$ . وأظهرت نتائج تحليل الانحدار للمتغير القطاع الاستثماري (Investment) على وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية بين القطاع الاستثماري والأداء المالي وبمؤشراته الثلاث وهي، معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، ومعدل العائد على السهم (EPS).



ونسنتج مما سبق رفض الفرضية التي تنص على انه " لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\geq 0.05$  لنوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وقبول الفرضية البديلة.

### 3.5 التوصيات :-

#### 1.3.5 توصيات خاصة:

1. في ضوء نتائج الدراسة فيما يتعلق بالعلاقة ما بين نسبة الالتزامات / حقوق الملكية (D/E) توصي الدراسة بأنه يفضل الاعتماد في التمويل على حقوق الملكية لان ذلك يؤدي إلى زيادة في معدلات العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على السهم أو ربحية السهم (EPS) وذلك للوصول إلى أعلى عائد متوقع على السهم ، وأعلى عائد متوقع على حقوق الملكية وبالتالي تحسين مستوى الأداء المالي ورفعته إلى أفضل مستوياته.
2. ضرورة التأكد من جدوى عملية التمويل طويل الأجل لما يترتب على ذلك من تقليل المخاطر، وتقليل تكاليف التمويل ما يؤدي زيادة الأرباح وبالتالي رفع الأداء المالي.
3. ضرورة مراقبة استغلال الأصول بالشكل الذي يزيد من قدرة الشركة على تحقيق أعلى عائد.
4. تبني سياسة التوسع في حجم الشركة من خلال زيادة الأصول (حجم الشركة)، لما في ذلك زيادة الطاقة الإنتاجية للشركات بالشكل الذي يقلل من المصاريف الكلية وخاصة الثابتة، وبالتالي زيادة العائد المتوقع على السهم (EPS)، وزيادة معدل العائد المتوقع على الأصول (ROA)، والعائد المتوقع على حقوق الملكية (ROE).

5. نظرا لعدم وجود أثر لنسبة نمو المبيعات على صافي الأرباح، توصي الدراسة الشركات المدرجة بضرورة عمل نظام لضبط المصاريف لزيادة صافي الأرباح المتوقعة.

### 2.3.5 توصيات عامة:

1- توصي الدراسة بعدم الاكتفاء فقط على مؤشرات الأداء المالي المستخدمة في الدراسة حيث أن هناك مؤشرات أخرى ربما تكون مقياس مهم للأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين مثل القيمة السوقية للسهم ( Stock market ) price .

2- ضرورة اهتمام الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين بإدارة هيكل رأس مالها ودرجة الرفع المالي بالشكل الذي يؤدي إلى الاستمرار في زيادة أدائها المالي.

3- تستطيع الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين رفع حجم أصولها أو حجم نشاطها ما يؤدي إلى زيادة أدائها المالي ، وتحقيق الحجم الأمثل للأصول بما يحسن استغلالها بالشكل الأمثل الذي يعظم قيمة الشركة.

4- توصي الدراسة الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين محل الدراسة بالاعتماد على نظرية تسلسل مصادر التمويل (Picking order theory) المفسرة لهيكل التمويل ، وترتيب احتياجاتها المالية حسب هذه النظرية بحيث تكون الأولوية للأرباح المحتجزة لاستخدامها في التمويل.

## 4.5 المصادر والمراجع

### 1.4.5 المصادر والمراجع العربية

- (1) أبو شمالة، والخضري، والشاعر، 2017، أثر هيكل المديونية على الأداء المالي بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، مجلد 2، عدد 8، الكلية الجامعية للعلوم التطبيقية، فلسطين.
- (2) أحمد، والكسار، 2009، استخدام مؤشرات النسب المالية في تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالأزمات المالية (ال فشل المالي) بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن.
- (3) إسماعيل، أشرف، 2016، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة (2005-2014)، شهادة ماجستير، جامعة الأزهر، فلسطين.
- (4) ألفار، سماح، 2018، العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's Q ، شهادة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين.
- (5) المشهداني، غسان، 2017، أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك، شهادة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
- (6) بلغالي، عائشة، 2017، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مديرية توزيع الكهرباء والغاز لولاية عين تموشنت، شهادة الليسانس المهني، جامعة قاصدي مصباح، ورقلة، الجزائر.

- (7) حلو، معتمصم، 2016، مدى استخدام النسب المالية في اتخاذ القرارات التمويلية (دراسة تحليلية على المصارف الإسلامية الفلسطينية، ص36-38، شهادة ماجستير المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، فلسطين.
- (8) حمدان، والقضاة، 2013، أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (1991-2010)، دراسة تحليلية، مجلة المنارة، مجلد 19، عدد 4، جامعة الملك سعود الرياض، وجامعة آل البيت عمان.
- (9) خبيزة، أنفال، 2012، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة على مؤسسة مطاحن القمح الذهبي GMS بسكرة، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، شهادة ماجستير، الجزائر.
- (10) خنفر، دعاء، 2017، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة الزمنية (2005-2014)، شهادة ماجستير، جامعة الخليل، فلسطين.
- (11) دزابت، مبروكة، 2013، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة البناء للجنوب والجنوب الكبير، ص3.
- (12) ذنبيات، نواف، 2011، أثر الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة عمان على آراء مدققي الحسابات الخارجيين في الأردن (دراسة تحليلية)، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
- (13) زيدي، ناريمان، 2016، تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية دراسة مقارنة بين البنك الوطني الجزائري وبنك الخليج الجزائر (2009-2014)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- (14) ساعدي، علاء، 2015، ربحية المصارف والعوامل المؤثرة فيها دراسة تطبيقية على المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العربية للإدارة، مجلد 35، عدد 1، العراق.

- (15) سمحان، حسين، 2015، أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية للفترة (2006-2011)، أبحاث اقتصادية وإدارية، عدد 17، جامعة الزرقاء، الأردن.
- (16) شهيناز، بدرابي، 2015، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام (panel data) للفترة (1980-2012).
- (17) عبد الجليل، توفيق، 2014، أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية لإدارة الأعمال، مجلد 10، عدد 3، الأردن.
- (18) عبد الفتاح، بهيرة، 2014، العلاقة بين هيكل رأس المال والربحية في شركات التأمين العاملة في الأردن للفترة (2009-2012)، شهادة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
- (19) عبد ربه، كامل، 2015، أثر ضرائب الدخل في تحديد هيكل التمويل في الشركات الفلسطينية المدرجة، شهادة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين.
- (20) قدومي، ثائر، 2008، قرار التمويل وأثره على أداء الشركة دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (1999-2008)، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن.
- (21) مسمح، باسل، 2018، أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة (2013-2017)، شهادة ماجستير، الجامعة الإسلامية، فلسطين.
- (22) مومني، وحسن، 2011، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مجلة العلوم الإدارية، مجلد 38، عدد 2، الأكاديمية العربية للعلوم المالية، الأردن.

- (23) ناصح، ويدران، 2014، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة ما بين (2004-2011)، مجلة العلوم الاقتصادية، عدد 37، مجلد 10، جامعة البصرة.
- (24) نجار، جميل، 2013، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين دراسة اختبارية للفترة (2004-2011)، مجلة جامعة الأزهر بغزة، مجلد 15، عدد 1، فلسطين.
- (25) هاجر، شنيني، 2014، أثر سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في السوق المالي، دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي للفترة (2010-2012).
- (26) هاشم، صبيحة، 2015، نظريات هيكل التمويل الحديثة، تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مجلد 21، عدد 83، العراق.

#### 2.4.5 المصادر والمراجع الأجنبية

- 1- Akhtaruddin and rouf , 2014, Capital structure and firm performance of listed non\_financial companies in Bangladesh ,the international journal of applied economies and finance,9: page 25-32.
- 2- Gujarati,2003, multicollinearity ,page 342,number 33.
- 3- Habimana, Olivier, International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences, volume 3, p 159, university of Rwanda, Rwanda.
- 4- Judge et al., 2005.

- 5- Nassar, sedeaq,2018, The impact of capital Structure on Financial performance of the firms, evidence from Borsa Istanbul, journal of business & financial affairs, volume 5, issue 2, 2016, Islamic university, Gaza, Palestine.
- 6- Nirajini, and pria,2013, impact of capital structure on financial performance of the listed trading companies in srilanka, international journal of scientific and research publications, volume 3, issues 5, university of Jaffna, srilanka.
- 7- Obonyo, Robert, 2017 , The impact of capital structure on financial performance of companies listed at the Nairobi exchange in Kenya, International Journal of Economics, Commerce and Management, Issue 6, United Kingdom.
- 8- Salim, and yadav,2012,capital structure and firm performance: evidence from malaysian listed companies, social and behavioral sciences.
- 9- Vatava,sorana,2015,the impact of capital structure on financial performance in romanian listed companies, west university of Timisoara , Romania.
- 10- Wiseman, and et al, 2012,journal of management studies 49, blackwill publishing ltd , and society for the advancement of management studies, Michigan state university, and texas A&M university, united stated of America.

### 3.4.5 المواقع الالكترونية

[http://educ.jmu.edu/~drakepp/principles/module2/fin rat.pdf](http://educ.jmu.edu/~drakepp/principles/module2/fin_rat.pdf) .1

<https://efinancemanagement.com/financial-leverage> .2

3. <https://msu.edu/course/aec/853/chapter5.pdf>
4. [.https://sotor.com](https://sotor.com)
5. <https://www.solvexia.com/blog/10-financial-performance-measures-for-2020>
6. [Thpanorama – الإدارة والمالية](#)
7. [موقع /https://trading-secrets.guru/](https://trading-secrets.guru/)
8. [موقع www.mobt3ath.com/dets.php?page=185&title](http://www.mobt3ath.com/dets.php?page=185&title)
9. [موقع بورصة فلسطين www.pex.ps](http://www.pex.ps)
10. [موقع هيئة سوق رأس المال الفلسطينية \(www.pcma.ps\)](http://www.pcma.ps)



## 5.5 الملاحق

### 1.5.5 ملحق رقم (1) شركات عينة الدراسة:

الشركة	القطاع
1. شركة أبراج الوطنية. 2. بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات. 3. الفلسطينية للكهرباء 4. الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية 5. موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات 6. مصايف رام الله 7. الاتصالات الفلسطينية (paltel) 8. مركز نابلس الجراحي التخصصي	الخدمات
1- سجائر القدس. 2- القدس للمستحضرات الطبية. 3- فلسطين لصناعة اللدائن. 4- الوطنية لصناعة الألمنيوم. 5- الوطنية لصناعة الكرتون. 6- مصانع الزيوت النباتية 7- العربية لصناعة الدهانات 8- بيرزيت للأدوية 9- شركة دواجن فلسطين 10- مصنع الشرق للإلكترونيات 11- شركة مطاحن القمح الذهبي	الصناعة

<p>12- سجائر القدس.</p> <p>13- القدس للمستحضرات الطبية.</p> <p>14- فلسطين لصناعة اللدائن.</p> <p>15- الوطنية لصناعة الألمنيوم.</p> <p>16- الوطنية لصناعة الكرتون.</p> <p>17- مصانع الزيوت النباتية</p> <p>18- العربية لصناعة الدهانات</p> <p>19- بيرزيت للأدوية</p> <p>20- شركة دواجن فلسطين</p> <p>21- مصنع الشرق للإلكتروود</p> <p>22- شركة مطاحن القمح الذهبي</p>	<p>الصناعة</p>
<p>1- العربية الفلسطينية للاستثمار</p> <p>2- العقارية التجارية للاستثمار</p> <p>فلسطين للتنمية والاستثمار padico</p> <p>3- الفلسطينية للاستثمار والإنماء</p> <p>4- فلسطين للاستثمار العقاري</p> <p>5- فلسطين للاستثمار الصناعي</p> <p>6- القدس للاستثمارات العقارية</p> <p>7- الاتحاد للإعمار والاستثمار</p>	<p>الاستثمار</p>
<p>27</p>	<p>المجموع</p>

2.5.5 ملحق رقم (2) مقارنة نتائج الدراسة الحالية بنتائج الدراسات السابقة

الشركات الصناعية الأردنية	شركات العراق	الشركات المساهمة العامّة الأردنية	شركات التعليم والاستثمار الأردنية	شركات سيريلانكا	شركات رومانيا	شركات تركيا	شركات ماليزيا	شركات كينيا	شركات فلسطين	مجتمع الدراسة المتغيرات المستقلة
x	√	√		x		x	x	x	0	Debt ratio
		√		x				x	0	long term debt to total assets
				x	√				-	Debt to equity ratio

+ : تعني وجود تأثير إيجابي بين المتغير المستقل والأداء المالي في الدراسة الحالية.

- : تعني وجود تأثير سلبي بين المتغير المستقل والأداء المالي في الدراسة الحالية.

√ : تعني موافقة الدراسة المذكورة مع الدراسة الحالية.

x : تعني مخالفة الدراسة المذكورة للدراسة الحالية.

0: تعني عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والأداء المالي في الدراسة

الحالية.