



كلية الدراسات العليا

إدارة الأعمال

محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين

دراسة تطبيقية للفترة الزمنية (2005 - 2014)

**Capital structure Determinants for Listed companies on the
Palestine Securities Exchange between (2005-2014)**

إعداد الباحثة:

دعاء خلقي خنفر

بإشراف الدكتور:

عدنان قباجة

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في إدارة الأعمال بكلية
الدراسات العليا والبحث العلمي في جامعة الخليل

2017 م

شكر وتقدير

أقدم ثمرة جهدي، وعصارة فكري إلى الذين خلدوا بصمات برّ وعطاء ورفد وسخاء في رفع رسالتي

هذه، وحملها إلى رواق النور، وسدة المعرفة وشعاعها، إلى:

-والدي المريي الفاضل/الأستاذ الدكتور خلقي خنفر/، وإلى ينبوع العطف و حاضنة الحنان أُمي

وإلى أشقائي الأعزاء أبناء أبي وأمي.

-أستاذي الفاضل/الدكتور/ عدنان قباجة / المشرف على هذه الأطروحة، والذي بذل جهوداً تذكر

فنتشكر، وقدم توجيهات ثرة وميسرة في اختيار هذه الدراسة وانتقائها، تكألت بالنصح والإرشاد،

وتوجت بالأفضل والجياد.

-أساتذتي الأمائل ربابين 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 وترسيخه بإذن الله.

أبتهل إلى الله العلي القدير أن يمطرهم جميعاً بشآبيب رحمته، وأن يجزيهم عنّا خير الجزاء.

والله هو الموفق وهو الهادي إلى سواء السبيل.

فهرس المحتويات

أ.....	شكر وتقدير
ب.....	فهرس المحتويات
و.....	قائمة
ز.....	الملاحق
ح.....	الملخص
ط.....	ABSTRACT
1.....	الفصل الأول
2.....	1.1 مقدمة
3.....	1.2 مشكلة الدراسة
4.....	1.3 أهمية الدراسة
5.....	1.4 أهداف الدراسة:
5.....	1.5 فرضيات الدراسة:
7.....	1.6 منهجية الدراسة:
7.....	1.7 نموذج الدراسة:
8.....	جدول رقم (1-1) نموذج متغيرات الدراسة
9.....	1.8 نطاق الدراسة وحدودها
10.....	الفصل الثاني
11.....	2.1 الإطار النظري
11.....	2.1.1 مقدمة
11.....	2.1.2 متغيرات الدراسة

14	2.1.3 نظريات هيكل رأس المال
16	2.1.3.1 نظرية التبادل (TRADE-OFF THEORY)
17	2.1.3.2 نظرية الإشارة (SIGNALING THEORY)
19	2.1.3.3 فرضية عدم تماثل المعلومات (INFORMATION ASYMMETRY)
19	2.1.3.4 نظرية أولويات التمويل (PECKING-ORDER THEORY)
20	2.1.3.5 نظرية الوكالة (AGENCY THEORY)
21	2.1.3.5.1 مشكلة الوكالة
21	2.1.3.5.2 تكاليف الوكالة و هيكل رأس المال
23	2.1.3.5.3 تكاليف الوكالة وهيكل الملكية:
24	2.1.3 ملححة عن بورصة فلسطين (موقع بورصة فلسطين)
25	جدول رقم (1-2) الأداء المالي لبورصة فلسطين من عام (2005-2014)
27	2.2 الدراسات السابقة
27	2.2.1 الدراسات العربية:
32	2.2.2 الدراسات الأجنبية
39	الفصل الثالث
40	3.1 مقدمة
40	3.2 مجتمع الدراسة
40	جدول رقم (1-3) قطاعات مجتمع الدراسة
41	3.3 عينة الدراسة:
42	جدول رقم (2-3) القطاعات في مجتمع وعينة الدراسة
42	3.4 مصادر و أدوات جمع البيانات

43	3.5 أدوات الدراسة
43	3.5.2 أدوات تحليل البيانات
44	3.6 منهجية الدراسة
48	الفصل الرابع
49	4.1 مقدمة
50	4.2 نموذج الدراسة
53	4.3 نتائج الدراسة
54	جدول رقم (1-4): مصفوفة معاملات الارتباط
56	جدول رقم (2-4) معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة
56	جدول رقم (3-4): الاختبارات التشخيصية
57	جدول رقم (4-4) نسبة المديونية حسب القطاعات
59	جدول رقم (5-4) : الإحصاءات الوصفية للمتغيرات
61	الفصل الخامس
62	5.1 مقدمة
62	5.2 النتائج وتفسيرها
69	5.3 التوصيات
71	المصادر المراجع
71	المصادر و المراجع العربية
74	المصادر والمراجع الأجنبية
77	المواقع الإلكترونية
78	الملاحق

ملحق رقم (1) شركات عينة الدراسة..... 78

ملحق رقم (2) الوسط الحسابي للمتغيرات المستقلة للشركات للفترة من 2005-2014.... 80

ملحق رقم (3) مقارنة نتائج الدراسة الحالية بنتائج الدراسات السابقة..... 93

قائمة الجداول

- جدول رقم (1-1) نموذج متغيرات الدراسة 8
- جدول رقم (2-1) الأداء المالي لبورصة فلسطين من عام (2005-2014) 25
- جدول رقم (3-1) قطاعات مجتمع الدراسة..... 40
- جدول رقم (3-2) القطاعات في مجتمع وعينة الدراسة..... 42
- جدول رقم (4-1): مصفوفة معاملات الارتباط..... 54
- جدول رقم (4-2) معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة 56
- جدول رقم (4-3): الاختبارات التشخيصية 56
- جدول رقم (4-4) نسبة المديونية حسب القطاعات..... 57
- جدول رقم (4-5) : الإحصاءات الوصفية للمتغيرات..... 59

الملاحق

- ملحق رقم (1) شركات عينة الدراسة 78
- ملحق رقم (2) الوسط الحسابي للمتغيرات المستقلة للشركات للفترة من 2014-2005 80
- ملحق رقم (3) مقارنة نتائج الدراسة الحالية بنتائج الدراسات السابقة..... 93

الملخص

هدفت الدراسة إلى التعرف إلى أهم محددات هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة في فلسطين خلال الفترة (2005-2014)، وقياس مدى أثر هذه المحددات على هيكل رأس المال ، نمو هذه العوامل على هيكل رأس المال، تم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة في موقع بورصة فلسطين لعينة الدراسة (18) شركة مدرجة لتحديد أثر كل من (حجم الشركة، عمر الشركة، النمو المتوقع للشركة، الربحية، السيولة، ملموسية الأصول، والمخاطرة) على هيكل رأس المال مقاساً بمجموع الالتزامات مقسومة على مجموع الأصول "الرفع المالي" . تم تحليل البيانات باستخدام (Panel data) بالاعتماد على الأسلوب الإحصائي ممثلاً في (الانحدار المتعدد) لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس مال الشركات المدرجة وكل من عمر الشركة، و ملموسية الأصول ، ونموها. في حين أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وبين هيكل رأس المال للشركة. أما بقية المتغيرات (حجم الشركة ، والربحية ، والمخاطرة) ، فقد أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة بينها وبين هيكل رأس المال.

Abstract

The study aims to explore key determinants of the capital structure of public companies in Palestine between 2005-2014 and to measure the impact of these determinants on the capital structure. The study analyzed the financial statements published on Palestine Exchange website for a sample of 18 listed companies to determine the effect of company size, age, expected growth, profitability, liquidity, asset tangibility and risk factors on the capital structure measured by total liabilities divided by total assets. The data were analyzed using SPSS and E-views based on the statistical method represented in multiple regression to explain the relationship between independent and dependent variables. The study found a statistically significant positive correlation between the capital structure of the listed companies and their age, growth, and asset tangibility. A statistically significant negative correlation was found between liquidity and the capital structure of the listed companies. As for the remaining variables, (size, profitability, and risk) the results showed no significant correlation between them and the capital structure.

الفصل الأول

الاطار العام للدراسة

- 1.1 المقدمة
- 1.2 مشكلة الدراسة
- 1.3 أهمية الدراسة
- 1.4 أهداف الدراسة
- 1.5 فرضيات الدراسة
- 1.6 منهجية الدراسة
- 1.7 نموذج الدراسة
- 1.8 حدود الدراسة

1.1 مقدمة

يعد قرار التمويل في الشركات من المواضيع المهمة والذي تناوله العديد من الباحثين، حيث ظهرت نظريات هيكل رأس المال كنظرية التبادل (Trade-off Theory) والتي تعتمد على أن اعتماد الشركة على الدين مع وجود الإعفاء الضريبي يعزز قيمة الشركة (تيم، 2011) ونظرية الإشارة (Signaling Theory) ويعود أساس هذه النظرية إلى التفاوت في حجم المعلومات وطبيعتها بين الإدارة والسوق (Hommel et al, 2012)، ونظرية عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) والتي تعتمد على اختلاف المعلومات بين الشركة والمستثمرين، ونظرية مصادر التمويل (Pecking-Order Theory) والتي تعتمد في أساسها على أولويات التمويل، ونظرية الوكالة (Agency Theory) والنتيجة عن تعارض المصالح بين الإدارة والمالكين، وبقية أصحاب المصالح وقد ظهرت جميعها بعد دراسة (Modigliani and Miller) 1958 والتي خلصت إلى عدم وجود تأثير لهيكل رأس المال على قيمة الشركة. وقد اختبرت العديد من الدراسات هذه النظريات لتفسير قرار التمويل، واختلفت نتائجها حول كيفية اختيار هيكل رأس المال. هذه الحالة أوجدت نوعاً من التفسيرات المتعددة لقرار التمويل، فكثر العوامل، التي تؤثر في الشركة ومديريها، يجعل من الصعب تحديد عامل واحد يكون المسؤول عن تفسير قرار التمويل، وما يجعل التفسير أكثر صعوبة الدور الذي يلعبه عدم التجانس في المعلومات بين المديرين والمستثمرين في التأثير على قرار التمويل، حيث ينظر إلى هذه الفجوة في الأدبيات المالية على أنها الحقيقة الكاملة وراء الاختلاف في قرار التمويل.

ووفقاً لافتراض التسلسل في استخدام مصادر التمويل الذي قدمه (MAYERS & HAJFUL, 1984) واللذان أوضحا بأنه في حالة عدم تماثل المعلومات لدى المنشأة والأسواق المالية فإن أول وحدة تمويل عمليات المنشأة، واستثماراتها هو رأس المال الذي يتم توليده من

مصادر داخلية، وإذا لم تكن الأموال التي تم توليدها داخلياً كافية، فإن المنشأة تسعى إلى استخدام الديون الخارجية، يليها بعد ذلك إصدار حقوق الملكية بوصفها آخر مصدر تمويلي تلجأ إليه المنشأة، ولا شك أن هناك منفعة من التمويل بالدين، أو ما يسمى بالرفع المالي، والذي يُعدُّ أقل مصادر التمويل كلفة نظراً للوفورات الضريبية المترتبة عليه، وهذا لا ينفي ارتفاع مخاطره، ولأن هذا المصدر يزيد من ربحية المساهمين عن طريق زيادة العائد على حقوق الملكية، تتجه الكثير من الشركات نحو التمويل به، ولكن التمويل بالدين سيف ذو حدين إذ إنه قد يؤدي إلى تعظيم خسارة المساهمين في حالة انخفاض الأرباح، والذي بدوره قد يحد من قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها مما يدخلها حالة من العسر المالي، و حتى الإفلاس (شلاش وآخرون 2008، نقلا عن عبد الله والصدیق، 2003).

وتأتي هذه الدراسة للتعرف إلى العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال للشركات الفلسطينية، بحيث تم تحليل بيانات عينة من الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية بقطاعاتها الأربعة، وقد تم الاعتماد على المعلومات المنشورة على موقع البورصة لتحليل هذه العلاقة، وباستخدام أسلوب Least-Squares Dummy Variable Regression وبالإستعانة ببرنامج E-views بين عامي 2005-2014 بهدف التعرف إلى أهم المحددات التي تؤثر في هيكل رأس المال في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين .

1.2 مشكلة الدراسة

من المعروف أن استخدام الدين في هيكل التمويل أو ما يسمى بالرفع المالي يؤدي إلى خفض تكلفة التمويل، وتعظيم العائد إلا أنه ليس للشركات الحرية المطلقة في استخدام الدين بل تتأثر بمجموعة من العوامل. إضافةً إلى أن الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة (الدين)، أو

مصادر التمويل المملوكة، أو تحديد المزيج منهما، لا يتم اعتباراً، وإنما تحكمه مجموعة من القواعد تعد من أخطر القرارات التي تواجه الإدارة المالية، وهناك عدة نظريات حاولت تفسير العوامل المؤثرة في اختيار هيكل رأس المال، إلا أن هذا الموضوع ما زال يمثل موضوعاً جدلياً ومعقداً ولا يزال يتسم بعدم الوضوح، لأن الكشف عن هذه الهياكل وأثرها على الأداء يعد من المحددات الرئيسية لقرار المستثمر بالاستثمار، والتنبؤ باستمرار الشركة أو فشلها على المدى الطويل، ولحدثة بورصة فلسطين، وعدم توفر الكثير من الدراسات على المستوى الفلسطيني تأتي هذه الدراسة لغرض التعرف إلى محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة من (2005-2014).

1.3 أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من أنها تساعد في التعرف إلى أهم العوامل التي تحدد هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين التي تعول عليها الدولة كثيراً في دفع عجلة التنمية والازدهار، حيث تُعدُّ هذه الدراسة امتداداً لمجموعة دراسات سابقة، سيما وأن قرار تمويل الشركة احد أهم القرارات التي يتوجب على إدارة الشركة اتخاذها بشكل مستمر ومتزامن مع تحقيق الشركة للنجاح والتوسع، فحسب رأي (Breal, Myers, 2000) فإن هيكل رأس المال هو واحد من أهم مواضيع التمويل.

وأما الاستفادة العملية من هذه الدراسة فإنها تتمثل فيما يلي:

✓ توفير معلومات إضافية لمستخدمي البيانات المالية والمقرضين بشكل رئيسي، بخصوص هياكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

✓ مساعدة المقرضين على تقدير حجم الطلب المتوقع على أموالهم من قبل الشركات التي من المحتمل أن تستفيد من خدماتهم، وذلك عن طريق المتغيرات التي تساهم في تحديد هيكل رأس المال للشركات.

✓ المساعدة في تقدير الخطر المالي للشركة الناتج عن زيادة نسبة الدين إلى حقوق الملكية، مع الأخذ بعين الاعتبار محددات هيكل رأس المال موضوع البحث.

1.4 أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

✓ التعرف إلى قيم المتغيرات المستقلة المتثلة ب: (حجم الشركة، عمر الشركة، النمو المتوقع للشركة، الربحية، السيولة، ملموسية الأصول، والمخاطرة) إضافة لقيم المتغير التابع في السلسلة الزمنية من (2005-2014).

✓ التعرف إلى العوامل المحددة لهيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

✓ معرفة أثر العوامل المستقلة في التأثير على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين (2005-2014).

1.5 فرضيات الدراسة:

تختبر الدراسة مدى قدرة مجموعة من العوامل في التأثير على قرار تمويل الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، ولتحقيق هذا الهدف تم اختبار تأثير ثمانية متغيرات مستقلة على نسبة المديونية في هيكل رأس المال للشركات باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد وبوجود متغيرات وهمية، وبذلك فإنه يمكن صياغة الفرضية العدمية التي تختبرها الدراسة على النحو الآتي:

الفرضية العدمية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من (حجم الشركة، عمر الشركة، النمو المتوقع للشركة، الربحية، السيولة، ملموسية الأصول، والمخاطرة) عند مستوى معنوية أقل من أو يساوي 0.05 على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

ويمكن إعادة صياغة الفرضية العدمية بأسلوب إحصائي والاعتماد على نموذج الدراسة

$$\text{على النحو الآتي : } H_0 : \beta_n = 0$$

حيث : β_n معامل انحدار المتغير n في نموذج الدراسة.

وسيتم رفض الفرضية العدمية في حال كان

$$\text{Sig. } F_{(n-k-1, k)} < 0.05$$

سيتم في هذا الجزء تحديد أهم العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال، وكيفية تأثيرها عليه، وتتضمن حجم الشركة، وعمر الشركة، والنمو، والربحية، والسيولة، وملموسية الأصول، والمخاطرة والتي يمكن صياغتها بالفرضيات الآتية:

- الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لحجم الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لعمر الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثالثة : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لنمو الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لربحية الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05

لسيولة الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

- الفرضية السادسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لملموسية أصول الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية السابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لمخاطر الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

1.6 منهجية الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة، والإجابة عن فرضياتها استخدمت الباحثة أسلوبين متكاملين في البحث

العلمي:

1. الأسلوب الوصفي النظري: من خلال الوصف لمفهوم هيكل رأس المال ومحدداته والاطلاع

على الدوريات والمجلات العلمية، والمقررات، والكتب فيما يتعلق بموضوع الدراسة.

2. أسلوب الدراسة التحليلي: من خلال تحليل العوامل التي تؤثر في هيكل رأس المال للشركة

المدرجة في بورصة فلسطين والمتمثلة ب: حجم الشركة، وعمر الشركة، والنمو المتوقع للشركة، والربحية، والسيولة وملموسية الأصول والمخاطرة.

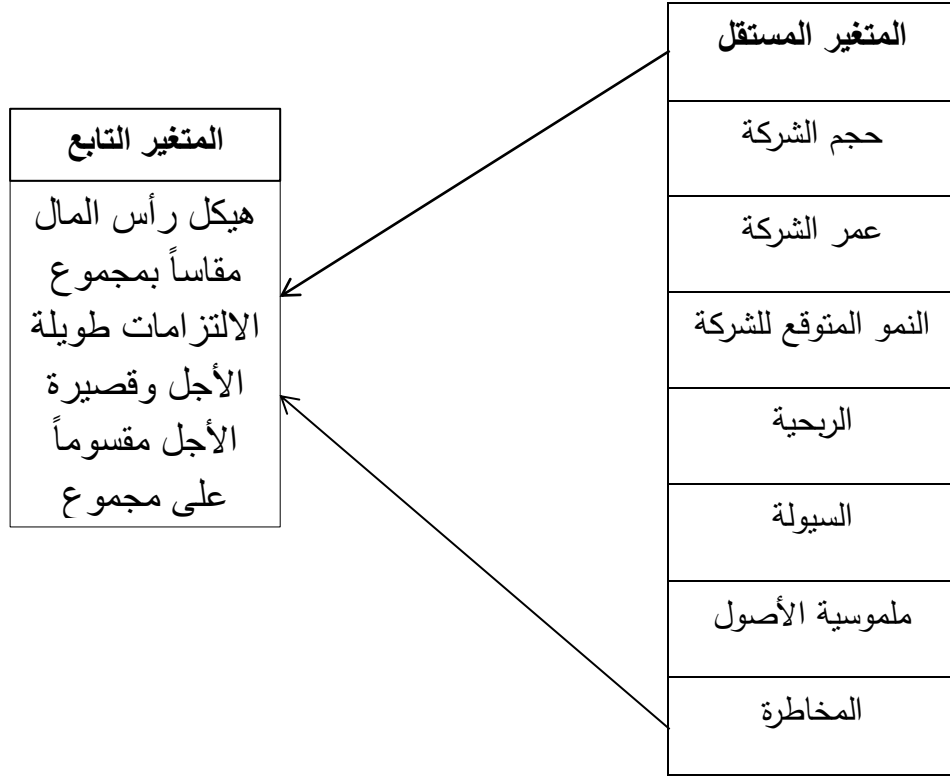
1.7 نموذج الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على اختبار أثر مجموعة من العوامل (حجم الشركة، وعمر الشركة، والنمو

المتوقع للشركة، والربحية، والسيولة، وملموسية الأصول والمخاطرة) كمتغيرات مستقلة على

(هيكل رأس المال) كمتغير تابع على النحو الآتي:

جدول رقم(1-1) نموذج متغيرات الدراسة



وقد تم استخدام المعلومات المالية عن الشركات ضمن العينة بشكل سنوي خلال الفترة -2014 2005 لاختبار فيما إذا كانت محددات هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية تتسجم مع نتائج الدراسات التي أجريت في الدول المتقدمة. وقد تم استخدام أسلوب الـ Least-Squares Dummy Variable Regression Model وذلك بالاستعانة بالبرنامجين الإحصائيين EViews و SPSS لتحليل الـ panel data بوجود Dummy Variables، ويعدُّ هذا التحليل أفضل من تحليل الـ Cross-Section أو الـ Time-Series كل على حده، وأحد أهم مميزات استخدام هذا الأسلوب هو زيادة درجات الحرية مما يؤدي إلى خفض الترابط الخطي Collinearity بين المتغيرات المستقلة في الدراسة، الأمر الذي يزيد من دقة النموذج وقدرته على تفسير التغير في هيكل رأس المال، بالإضافة إلى الحفاظ على خصائص كل قطاع من القطاعات

الاقتصادية الأربعة ضمن الـ Cross-Section والتعامل معها، على أنها قطاعات مختلفة لها خصائص فيما يتعلق بهيكل رأس المال تختلف فيما بينها.

1.8 نطاق الدراسة وحدودها

1.8.1: الحدود الموضوعية: اقتصرت هذه الدراسة على فحص العلاقة بين هيكل رأس مال الشركة وبين كل من عمر الشركة، وحجم الشركة، وربحية الشركة، وسيولة الشركة، والأصول الملموسة للشركة، ومخاطر الشركة، والنمو المتوقع للشركة، وذلك لعينة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

1.8.2: الحدود الزمنية: احتوت الدراسة على السلسلة الزمنية للفترة من 2005 حتى 2014.

1.8.3: الحدود المكانية: اقتصرت هذه الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين - أي أنه لم تتعد - الشركات في فلسطين، وذلك لتحقيق الهدف من الدراسة.

1.8.4: محددات الدراسة: عدم استمرار العديد من الشركات في التداول لفترة زمنية طويلة مما أدى إلى تقليص عدد الشركات التي خضعت للتحليل وتفسير العلاقة ، لذا رأت الباحثة أن الفترة الزمنية المناسبة للدراسة هي 2005-2014 وذلك لوجود عدد كافٍ من الشركات بدأت واستمرت في التداول خلال الفترة 2005-2014.

الفصل الثاني

2.1 الإطار النظري

2.2 الدراسات السابقة

2.1 الإطار النظري

2.1.1 مقدمة

قد يؤدي الاقتراض إلى حد معين (التمويل الخارجي) إلى تعظيم ربحية الشركة، لأن المستثمر المقترض يفترض أن يكون مردود عائد الأموال المقترضة أعلى من تكلفة التمويل، إلا أن التمويل بالدين يزيد درجة المخاطر 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 ... ويتطلب الاقتراض التخطيط لسداد الدين وفوائده في تاريخ الاستحقاق، لأن عدم القدرة على السداد يتسبب في مشكلات تمويلية للشركة قد تؤدي إلى الإفلاس.

2.1.2 متغيرات الدراسة

2.1.2.1 المتغير التابع

▪ هيكل رأس المال: Capital Structure

هيكل رأس المال (Capital Structure) لأي شركة هو خليط للديون وحقوق الملكية الجديدة، حيث يواجه المدير المالي مشكلة الاختيار بين الأموال المملوكة والأموال المقترضة للوصول إلى المزيج الأمثل للهيكل المالي (الأنصاري، 1995). وقد يؤدي اتخاذ قرار خاطئ بشأن هيكل رأس المال إلى ضائقة مالية، وفي نهاية المطاف إلى الإفلاس. إدارة الشركة تحدد هيكل رأسمالها بطريقة يتم تعظيم قيمة الشركة وبأقل تكلفة ممكنة. (Sheikh and Wang,2011).

سيتم قياس التغير في هيكل رأس المال من خلال حساب نسبة المديونية لكل شركة في كل سنة ومن ثم تحديد علاقة كل متغير من المتغيرات التابعة بالمديونية.

▪ نسبة المديونية:

ليس هناك اتفاق تام في أدبيات المالية على طريقة لحساب نسبة المديونية، فتبني طريقة دون غيرها يرجع بالأساس إلى الهدف المراد تحقيقه من التحليل، إلا أنه يمكن تلخيص الطرق الثلاث الأكثر شيوعاً لحساب نسبة المديونية في (رمضان والعقده، 2009):

▪ طريقة المجموع الإجمالي: حيث إن نسبة المديونية حسب هذه الطريقة، هي مجموع الالتزامات بجميع أنواعها مقسوماً على مجموع الأصول.

▪ نسبة القروض إلى مجموع الأصول: حيث يعبر عن نسبة المديونية بمجموع القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل دون حساب الالتزامات الأخرى مقسومة على مجموع الأصول.

▪ نسبة القروض إلى رأس المال: مجموع القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل مقسومة على رأس المال، ويعرف رأس المال حسب هذه الطريقة: بأنه مجموع القروض القصيرة والطويلة مضافة إلى حقوق الملكية.

وسيتم التعبير عن نسبة المديونية بمجموع الالتزامات إلى مجموع الأصول وفقاً لدراسة (رمضان والعقده، 2009).

2.1.2.2 المتغيرات المستقلة

▪ حجم الشركة: Firm Size

هناك عدة بدائل شائعة الاستخدام في أدبيات الإدارة المالية للتعبير عن حجم الشركة هي: مجموع أصول الشركة Total Assets، المبيعات السنوية Annual Sales Revenues، وعدد الموظفين Total Employment، و سيتم التعبير عن حجم الشركة في هذه الدراسة باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة تمثيلاً مع دراسة (Handoo & Kapil, 2014)

▪ عمر الشركة: Firm Age

يقاس عمر الشركة بعدد السنوات التي باشرت الشركة بها أعمالها منذ التأسيس ويعتبر عمر الشركة هو المقياس الأساسي لسمعة الشركة كما يراه كثيرون من الباحثين والذي يعطي مؤشرات على قدرة الشركة على الاستمرارية وبالتالي قدرتها على الحصول على القروض. (رمضان والعقدة، 2009)

وسيتم التعبير عن عمر الشركة باللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات عمل الشركة منذ التأسيس تمثيلاً مع دراسة (رمضان والعقدة، 2009).

▪ النمو المتوقع للشركة: Growth

يمكن التعبير عن نسبة النمو المتوقع للشركة من خلال عدة مؤشرات أهمها: نسبة النمو في عدد الموظفين، أو نسبة النمو في مبيعات الشركة، أو نسبة النمو في مجموع الأصول، أو نسبة المصاريف الرأسمالية إلى مجموع الأصول، أو نسبة مصاريف الأبحاث والتطوير إلى مجموع المبيعات، أو نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لرأس المال الشركة، وسيتم التعبير عن نسبة النمو في هذه الدراسة لمجموع الأصول. (شلاش، وآخرون 2006)

▪ الربحية: profitability

يمكن التعبير عن ربحية الشركة باستخدام العائد على أصول الشركة (ROA) والذي يعرف بأنه صافي الدخل قبل الضرائب مقسوماً على مجموع الأصول، و تحقيق الربحية يكون باتخاذ قراراتين رئيسيين وهما: قرار الاستثمار، وقرار التمويل بالشكل الصحيح.

لا توجد توقعات نظرية تتفق على أثر الربحية على مديونية الشركة. من وجهة نظر نظرية التبادل (Trade-off Theory) الشركة الأكثر ربحية لديها القدرة على الاقتراض لأن لديهم المزيد من الدخل للحماية. ومن جهة أخرى تفترض نظرية أولويات التمويل (Pecking- Order Theory)

تفترض أن الشركات الأكثر ربحية لا تحتاج إلى تمويل خارجي وبالتالي ينبغي أن تستخدم رافعة مالية منخفضة. (Buer, 2004)

▪ السيولة: Liquidity

تحدد السيولة بقدرة الإدارة في تسديد ما عليها من التزامات مستحقة الدفع؛ وهي جزء من الدين العام عليها، وزيادتها تعني زيادة النقد المتوفر لدى الشركة أو الأصول الأخرى شبه النقدية والتي يمكن أن تعوض الإدارة عن حاجتها للدين، ولذلك توجد علاقة عكسية بين السيولة والرفع المالي. (Jong, Kabir & Nguyen, 2007).

وسيتم الاعتماد على نسبة السيولة التي تنشرها الشركات ضمن القوائم المالية لغايات هذه الدراسة.

▪ ملموسية الأصول: Tangibility

لملموسية الأصول هي نسبة الأصول الملموسة، مثل الآلات والمباني التي يتم إدراجها من قبل الشركة. وتمشياً مع دراسة (Rajan and Zingales (1995) سيتم التعبير عن نسبة الأصول الملموسة بقسمة الأصول الثابتة على مجموع الأصول.

▪ المخاطرة: Risk

يمكن التعبير عن مخاطر الشركة بالتباين في عائد سهم الشركة، أو بالانحراف المعياري لعوائد الشركة (ROA) أو أرباحها أو مبيعاتها، وتمشياً مع دراسة (قباجة، 2008) سيتم التعبير عن مخاطر الشركة بالانحراف المعياري لعائد السهم للشركة.

2.1.3 نظريات هيكل رأس المال

يصف هيكل رأس المال الطريقة التي تزيد الشركة رأس مالها لتوسيع أنشطتها التجارية. وهو مزيج من أموال الملكية والديون بأنواعها وذلك بناءً على قرارات تمويل الشركة. منذ أكثر من أربعة

عقود تأسست النظرية الحديثة لهيكل رأس المال بعد نشر دراسة (Modigliani, F., Miller,) (M. 1958).

وتعد نظرية (Modigliani & Miller) حجر الزاوية لتمويل الشركات الحديثة وقد نص المقترح الأول لنظرية (Modigliani & Miller) على أنه في ظل غياب الضرائب، وكلفة الإفلاس، وكلفة الإدارة، وتباين المعلومات، وكفاءة السوق، فإن قيمة الشركة لا تتأثر بكيفية تمويلها سواء أكان بواسطة إصدار الأسهم أو بواسطة الدين.

أما المقترح الثاني فينص على أن الرافعة المالية للشركة ليس له تأثير على متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (أي أن تكلفة رأس المال هي دالة خطية مع نسبة الديون إلى حقوق الملكية). وقد جذب موضوع اختيار الهيكل التمويلي جذب العديد من الباحثين فهناك عدد لا يحصى من الدراسات النظرية والتطبيقية التي بحثت في موضوع اختيار هيكل رأس المال. إلا أنه لا توجد إجابة واضحة عن سؤال Mayers منذ عشرين عاماً، وهو "كيف تختار الشركة رأس مالها؟" ظهرت عدة نظريات حديثة أجابت على السؤال كلاً من وجهة نظر معينة و حاولت تفسير سلوك هيكل رأس المال للشركة، وهناك عدة أسباب دعت لظهور هذه النظريات: (Niu,2008)

✓ زيادة احتمالية الإفلاس بسبب الالتزام بالقروض

✓ التكاليف المتسببة من عدم تماثل المعلومات واحتكار بعضها لدى المديرين

✓ تكاليف الوكالة، حيث يقوم المقرض بمراقبة أنشطة الشركة

وهذه النظريات هي نظرية التبادل (Trade-off Theory) ونظرية الإشارة Signaling

(Theory) ونظرية أولويات التمويل (Pecking-order Theory) ونظرية الوكالة (Agency

(Theory)

2.1.3.1 نظرية التبادل (Trade-off Theory)

يعود الأساس النظري لهذه النظرية إلى سنة 1963، عندما قدم (Modigliani and Miller) (1963) الإعفاء الضريبي للدين، 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. (تيم، 2011).

وتعتمد نظرية التبادل على نظرية الدرع الضريبي Tax Shield 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 الأمتل في كل مرة يتم فيها اتخاذ قرار يتعلق بتمويل الشركة، وخلافاً لنظرية الـ POT فإن هذه النظرية تقترح وجود هيكل رأس مال أمتل للشركة تتحقق عندما تغطي عوائد التمويل بالاقتراض كامل تكاليف التمويل بالاقتراض، وبحسب هذه النظرية فإن العوامل الثلاثة الأكثر تأثيراً على هيكل رأس المال الأمتل هي: الضرائب وطبيعة الأصول التي تملكها الشركة وربحية الشركة (رمضان والعقده، 2011)

لأن هذه العوامل الثلاثة الأكثر تأثيراً على هيكل رأس المال الأمتل تؤثر بحجم المنافع والتكاليف التي قد تتحملها الشركة نتيجة لاستخدام الدين. إلا أن نظرية التبادل تفترض تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف المتعاملة بالسوق، وأن الإدارة تعمل لمصلحة مالكي الأسهم أي المالكين. (مدفوني، 2011).

2.1.3.2 نظرية الإشارة (Signaling Theory)

قدم (Ross 1977) نظرية الإشارة لتفسير سلوك الإدارة في تحديد هيكل رأس مال الشركة، وبالشكل الذي يعكس طبيعة المعلومات المتوفرة لدى الإدارة عن أداء وقيمة أصول الشركة ومستقبلها، ويعود أساس هذه النظرية إلى التفاوت في حجم المعلومات وطبيعتها بين الإدارة والسوق، حيث توزع المعلومات بطريقة غير متماثلة (asymmetrically) فالمديرون يمتلكون معلومات داخلية غير متوفرة للمستثمرين. مما يجعل من الصعب تمييز الشركات ذات العائد والأداء المرتفع عن الشركات ذات العائد والأداء المنخفض مما يؤدي إلى تسعير أسهم كلا النوعين في السوق بنفس القيمة. (Hommel et al, 2012)

إضافةً إلى أن الشركات التي تتداول أسهمها في السوق بأقل من قيمتها الحقيقية تعلن عن أخبار إيجابية عن أداء الشركة وقيمة أصولها، وذلك من أجل زيادة إدراك السوق لقيمتها الحقيقية. ومع ذلك، هذا يجعل الفرص قائمة أمام الشركات ذات الأداء الضعيف لاتباع الاستراتيجية نفسها بسهولة وإرسال إشارات خاطئة للسوق. وتعدُّ الوسيلة الأكثر مصداقية التي تستخدمها الشركات المقيمة بأقل من قيمتها في نقل إشارة إيجابية للسوق هي رفع مستوى الدين وذلك لأن الشركات ذات الأداء الضعيف لا تستطيع تحمل مخاطر الإفلاس أي أن استراتيجية إصدار الديون لا يمكن لهذه الشركات تقليدها لنقل الإشارة الإيجابية للسوق. (Hommel et al, 2012)

هذه النظرية تركز على فكرة عدم تناظر المعلومات بين مختلف الأطراف، الذين تهمهم حياة المؤسسة، ومن خلال نظرية الإشارة وعلاقتها بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية والتي تعتبر أن القيمة الحقيقية للمؤسسة بمثابة معلومة خاصة محتكرة من طرف المسيرين فقط. لهذا تعتبر هذه النظرية أن الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية عبارة عن مرآة عاكسة لوضعيتها الحقيقية اتجاه المستثمرين، حيث إن المؤسسة التي تُقدم على الاقتراض رغم الخطر المالي الناتج عنه، دليل

واضح على أن هذه الأخيرة تنتظر عوائد مستقبلية عالية من مشاريعها الاستثمارية ودرجات ثقة مرتفعة، لذلك لم تلجأ إلى إصدار الأسهم وذلك لرفض مساهميتها القدامى تقاسم الأرباح المستقبلية- التي تتمتع بدرجة ثقة عالية- مع مساهمين جدد. وعليه فإن لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى إصدارات أسهم جديدة يُفسر من قبل المستثمرين الخارجيين على أنه إشارة سلبية على القيمة الحقيقية لهذه المؤسسة، أما اتجاه المؤسسة إلى الاقتراض يمثل إشارة إيجابية على القيمة الحقيقية للمؤسسة الاقتصادية. وعلى أساس فكرة عدم تناظر المعلومات ظهرت نظرية التسلسل الهرمي للتمويل، حيث تخلص هذه النظرية إلى ضرورة التزام المؤسسة الاقتصادية الراغبة في التمويل بترتيب هرمي لمصادر التمويل المتاحة أمامها، حيث على المؤسسة اللجوء أولاً للتمويل الذاتي بعدها إلى أموال الاستدانة، وأخيراً إلى الرفع من رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة في السوق المالي. (محمد، 2007)

علاوة على عدم التماثل المعلوماتي، الذي تتصف به الأسواق. الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداءً إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء. وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة. نظرية الإشارة تستند إلى فكرتين هما:

❖ المعلومة نفسها غير موزعة في جميع الاتجاهات : حيث إنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.

❖ حتى إذا كانت المعلومة منشورة و متوفرة لدى الجميع، فإنها لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب

والطريقة. (عبد الوهاب، 2006)

2.1.3.3 فرضية عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry)

يرى Mayers و Majluf (1984) أن الشركات تصمم هيكل رأس مالها للتعويض عن القصور في قراراتها الاستثمارية الناتج عن عدم تماثل المعلومات. حيث يعدُّ عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) بين الإدارة والسوق هو أساس بناء هذه الفرضية، فإذا كان للإدارة معلومات غير متوفرة للسوق والمستثمرين فيستغل المديرون هذه المعلومات لمصلحتهم و بذلك تتخلى الشركة عن إصدار الأسهم لارتفاع تكاليف التمويل مما قد يؤدي الى تخفيض قيمة الشركة في السوق، فتلجأ الشركة للدين لما يحققه من منافع ضريبية تزيد من قيمة الشركة (yartey,2006). وهذا ما بنى عليه (Mayers,1984) نظرية أولويات التمويل لهيكل رأس المال التي سيتم ذكرها أدناه.

2.1.3.4 نظرية أولويات التمويل (Pecking-order Theory)

يعود أصل هذه النظرية إلى (Donaldson,1961) والذي قدم دراسة عن ممارسات التمويل لعينة من الشركات الأمريكية الكبيرة، ولاحظ أن الإدارة تفضل استخدام المصادر الداخلية للتمويل على المصادر الخارجية وذلك بسبب تفاوت التكاليف بين مصادر التمويل المتاحة. إضافة الى أن دراسة (Myers and Majluf,1984) خلصت إلى أن تباين المعلومات بين الشركة (المديرين) ومصادر التمويل (المستثمرين) يؤدي الى اختلاف في تكاليف التمويل، مما يؤثر على قرار المديرين في التفضيل بين المصادر المختلفة المتاحة للتمويل، وبحسب النظرية يأتي التمويل الداخلي كخيار أول (الأرباح المحتجزة)، ومن ثم التمويل بالدين، وأخيراً التمويل بالأسهم الجديدة. وعلى المؤسسات أن تلتزم بهذا التسلسل الهرمي في اختيار مصادر التمويل حيث يكون التمويل بالأسهم ملجأً أخيراً، وذلك لأنه يأتي بملك جدد للمؤسسة مما يؤثر على اتخاذ القرارات في

احتياجاتها، وهذا الترتيب في اختيار مصادر التمويل يرجع إلى الاختلاف في تكاليف كل مصدر بسبب اختلاف المعلومات بين الشركة ومصادر التمويل، الأمر الذي ينتج عنه عدم القدرة على التسعير الصحيح لأسهم الشركة الناتج عن عدم معرفة قيمة الاستثمار الحقيقية بسبب التباين في المعلومات بين الإدارة والسوق، مما يدفع الشركة إلى التمويل من مصادر أقل حساسية لهذه الفجوة، ويبقى خيار أموال الملكية الأكثر حساسية لتباين المعلومات.

2.1.3.5 نظرية الوكالة (Agency Theory)

نتيجة لتعارض المصالح بين الإدارة والمالكين، وبقيّة أصحاب المصالح في منفعه الخاصة، فإنه يتوقع أن تأتي عملية اختيار السياسة المحاسبية للشركة متأثرة بالأهداف الذاتية للإدارة، بصرف النظر إذا ما كانت تلك الأهداف متوافقة أو غير متوافقة مع أهداف أصحاب المصالح الآخرين، حتى لو كان ذلك على حساب التمثيل الصادق للأحداث والعمليات من ناحية تقديم المعلومات. (نوري وسلمان، 2013)

تعرف نظرية الوكالة بأنها إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير ظاهرة العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة من ميادين العمل والفكر الإنساني. وتنشأ علاقة الوكالة عندما يفوض (يوكل) شخص معين (أو مجموعة من الأشخاص) يسمى الوكيل للقيام بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة عن الأصيل. (بن درويش، 2014)

يكمن الهدف الرئيس من نظرية الوكالة في توضيح طبيعة العلاقة بين الأطراف المتعاقدة، الموكل والوكيل من خلال عقود تهدف للتقليل من التكاليف المرتبطة بتلك العلاقة، والنتيجة عن تضارب المصالح بين طرفي علاقة الوكالة، ومحاولة ربط مصالحها بما يجعل الوكيل يعمل لمصلحة الموكل. وينتج هذا التضارب في المصالح من حقيقة أن الوكيل يسعى إلى تحقيق

مصالحه الخاصة دون أدنى اكتراث لمصالح الموكل، مما يجعل هذا الأخير يلجأ إلى منحه بعض الحوافز، ويتبع وسائل للرقابة على سلوكه، سعياً منه للتخفيف من حدة هذا التضارب ومحاولة الحد من ميوله نحو تحقيق مصالحه الخاصة (Jensen & Meckling, 1976) كما أن نجاح الوكيل في إدارة الشركة بما يتوافق وأهدافها في تعظيم ثروة المالكين، يتطلب توفر المعلومات التي تساعده في اتخاذ القرارات التي تتلاءم وهدف الشركة سواءً كانت قرارات استثمارية أو تمويلية. (1976 Jensen & Meckling,

2.1.3.5.1 مشكلة الوكالة

تتعرض الوكالة لنوعين أساسيين من المشكلات هما (ابن درويش، 2007):

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

ويرى (Eisenhardt, 1989) أنه وحسب نظرية الوكالة فإن أفضل الترتيبات التعاقدية هي

التي تحل مشكلة الوكالة بطريقة مثلى، وتعمل على تخفيض تكاليف الوكالة بأكبر قدر ممكن.

2.1.3.5.2 تكاليف الوكالة و هيكل رأس المال

من الممكن في حالة وجود مشكلة الوكالة أن يختار المدير هيكل رأس المال لا يعظم القيمة السوقية للشركة، حيث تبين بعض الدراسات أن كثيراً من الشركات تختار نسبة اقتراض أقل 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 (Bralisford ,et al,2000).

يعدُّ هيكل رأس المال أنه هو 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 فإن الاعتماد على الاقتراض كإحدى الوسائل 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 (Jensen & Meckling, 1976).

وأشار (رمضان والعقده، 2009) إلى 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. وتوصل أيضاً (Jensen, 1986) إلى أن الدين يمكن أن يشكل بديلاً لتوزيعات الأرباح في معالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة (free cash flow). وبالمقابل رأى (Jensen & meckling, 1976) إن الدين قد يعالج مشكلة المبالغة في الاستثمار الناتجة عن توفر نقد حر تحت تصرف الإدارة الذي يمكن استغلاله لتحقيق أهدافها الخاصة . 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 تكاليف 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. (مدفوني، 2011)

2.1.3.5.3 تكاليف الوكالة وهيكل الملكية:

اهتم الكثير من الاقتصاديين بقضية فصل الإدارة عن الملكية، مثل (Berle & Means, 1932) و (Jensen & Meckling, 1976)، وهناك من عارض فكرة فصل الإدارة عن الملكية، وهناك من أيدها، ويرى المؤيدون أن الإدارة ليست مهمة بدرجة كبيرة، لأن الشركة تعدّ وحدة متكاملة تتفاعل مع السوق، وتتأثر بالعوامل المحيطة بها. أما فيما يخص المعارضين ومن بينهم (Berle & Means, 1932) 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 ومن بينهم (Jensen & Meckling, 1976) مالكي الأسهم في الشركة إلى مجموعتين: المجموعة الأولى تمثل حملة الأسهم، و يقوم أيضاً بإدارة الشركة (الإدارة)، أما المجموعة الثانية فتتمثل بقية حملة الأسهم (المالكين)، ولكلتا المجموعتين الحقوق نفسها، كحق التصويت، والحصول على عوائد الاستثمار، والتأثير في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، والتمويلية في الشركة. (مدفوني، 2011).

2.1.3 لمحة عن بورصة فلسطين (موقع بورصة فلسطين)

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في العام 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 شباط 1997. وفي مطلع شباط من العام 2010، كان التطور المهم في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية. وفي أيلول 2010 أطلقت السوق هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعاراً لها.

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. في العام 2009، وضمن تصنيف لأسواق المال على صعيد حماية المستثمرين، حصلت البورصة على المركز الـ33 عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية.

بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 48 شركة في العام 2007 بقيمة سوقية تجاوزت 3,322 مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. في حين عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 8 شركات. تتمثل القيم والمبادئ الأساسية للبورصة في الحوكمة الرشيدة، وتحقيق العدالة، والشفافية، والكفاءة، وتوفير الفرص المتساوية للمستثمرين كافة.

جدول رقم (1-2) الأداء المالي لبورصة فلسطين من عام (2005-2014)

نسبة التغير في القيمة السوقية %	القيمة السوقية بالدولار	نسبة التغير في حجم التداول (%)	حجم التداول بالدولار	نسبة التغير في عدد الأسهم %	عدد الأسهم	الفترة
***	1,096,525,380	***	200,556,709	***	103,642,845	2004
306.4	4,457,227,305	945	2,069,178,223	%200	369,567,295	2005
(38.77)	2,728,811,088	(48.41)	1,067,367,951	%(39.7)	222,689,351	2006
(9.31)	2,474,679,018	(23.78)	813,469,091	%34.45	299,422,814	2007
(14.21)	2,123,057,098	45.70	1,185,204,211	%13.27	339,168,807	2008
11.88	2,375,366,531	(57.78)	500,393,398	%(29.57)	238,877,373	2009
3.14	2,449,901,545	(9.82)	451,208,528	%(3.50)	230,516,317	2010
13.57	2,782,469,900	(18.96)	365,648,216	%(19.94)	184,544,375	2011
2.75	2,859,140,375	(25.2)	273,440,441	%(20.1)	147,304,208	2012
13.58	3,247,478,385	24.62	340,774,269	%37.79	202,955,939	2013
(1.85)	3,187,259,624	3.8	353,917,125	%(10.5)	181,545,154	2014

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن هناك تذبذباً في عدد الأسهم المتداولة عبر سنوات الدراسة، ففي بداية عام 2005 نرى ارتفاعاً ملحوظاً في عدد الأسهم المتداولة حيث ارتفعت بنسبة (200%) ويمكن تفسير ذلك بسببين: أولاً: انسحاب قوات الاحتلال من قطاع غزة في سبتمبر 2005 الأمر الذي أدى لزيادة أجواء الاستقرار الأمني و السياسي والذي بدوره حفز الاقتصاد الفلسطيني حيث انعكس ذلك على مؤشر القدس وحجم التداول في عام 2005. ثانياً: ترافق هذا الارتفاع في حجم التداول مع التطورات المتمثلة في صدور قانون رأس الأعمال رقم "13" بسنة 2004 والذي تأسست بموجبه هيئة سوق رأس المال في سنة 2005، إضافةً لقانون الأوراق المالية رقم "12" لسنة 2004 والذي ألزم الشركات المساهمة المسجلة في فلسطين بالإدراج الأمر الذي عزز ثقة المستثمرين بالبورصة وبالتالي ارتفاع حجم التداول ومؤشر القدس كما وارتفعت بنسب متفاوتة خلال الأعوام 2007 و 2008 و 2013 و بالمقابل هناك انخفاض متتالي في عدد الأسهم المتداولة في باقي سنوات الدراسة.

ومن جهته شهد حجم التداول انخفاضاً متتالياً في معظم سنوات الدراسة على الرغم من الارتفاع في سنة الدراسة الأولى بنسبة %900، في حين شهدت السنتان الأخيرتان ارتفاعاً في حجم التداول بنسبة (%24.62 و %3.8) على التوالي.

أما القيمة السوقية في عام 2005 ارتفعت بنسبة بلغت ما يقارب (%306)، ثم انخفضت في الثلاث سنوات التالية بنسب مختلفة وفي عام 2009 ارتفعت مجدداً بنسبة (%11.88) ومن ثم استمرت القيمة السوقية بالارتفاع بنسب متفاوتة إلى أن بلغت القيمة السوقية عام 2013 (3,247,478,385) دولاراً، ثم انخفضت عام 2014 بنسبة (%1.85) حيث بلغت القيمة السوقية عام 2014 (3,187,259,624) دولاراً. (www.pex.ps)

2.2 الدراسات السابقة

2.2.1 الدراسات العربية:

1. دراسة (عيساوي، 2015) بعنوان: (محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية) دراسة

حالة المؤسسة الوطنية سونطراك المديرية الجهوية حوض الحمراء للفترة (2014-2015)

هدفت الدراسة إلى التعريف على أهم العوامل المحددة للهيكل المالي في المديرية الجهوية حوض الحمراء خلال الفترة (2014)، والتي هي حجم المؤسسة، هيكل الأصول، معدل المردودية المالية، معدل المردودية الاقتصادية، عمر المؤسسة وقياس واختبار مدى تأثير هذه العوامل على معدل الهيكل المالي.

وقد خلصت الدراسة إلى أن كل من المتغيرات: حجم المؤسسة، هيكل الأصول، معدل المردودية المالية، معدل المردودية الاقتصادية، عمر المؤسسة تلعب دوراً جوهرياً في تفسير الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، حيث نتج أنه بين كل من (المردودية المالية و عمر الشركة) والديون علاقة طردية. كما نتج أن هناك علاقة عكسية تربط بين كل من (ملموسية الأصول وحجم الشركة ومعدل المردودية الاقتصادية) والديون.

2. دراسة (ناصر والبدران، 2014) بعنوان: علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية

على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من (2004-2011).

هدف هذا البحث إلى الكشف عن العلاقة بين هيكل التمويل لشركات القطاع الصناعي وهي الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والربحية الممثلة بالعائد على الموجودات وبالاعتماد على البيانات المالية المنشورة للعينة المكونة من 14 شركة للفترة (2011-2014) وبعد تحليل بيانات الدراسة باستخدام الإحصاء الوصفي، والانحدار البسيط، والانحراف المعياري،

واختبار فرضيتها توصل البحث إلى انه لا توجد علاقة بين المتغير المستقل (نسبة المديونية) والمتغير التابع (الربحية).

3. دراسة (الزبيدي وسلامة، 2014) بعنوان: (اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال) دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2003-2007).

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة لهيكل رأس المال في الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية، والعوامل هي: (نوع الأصول، الحجم، المخاطرة، الربحية، السيولة، والزكاة) وهيكل رأس المال مقاساً بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

وتكون مجتمع الدراسة من 92 شركة مساهمة، ومن عينة من 64 شركة مساهمة تمثل قطاعات مختلفة . تم استخدام الانحدار المتعدد في الدراسة، وقد نتج عنها أن الأصول الملموسة والربحية والحجم تؤثر على هيكل رأس المال، أما بقية المتغيرات لا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية على هيكل رأس المال في الشركات السعودية المساهمة، كما نتج أن هناك ضعفاً في الاتجاه لدى الإدارات في الشركات المساهمة السعودية إلى الاعتماد على الرفع المالي لأسباب متعددة.

4. دراسة (أحمد، رحمة، 2014) بعنوان " أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس

المال الأمثل في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2001-2012".

هدفت الدراسة الى التعرف إلى أثر حجم الشركة، وربحيتها، وفرص النمو للشركة، والوفورات الضريبية من دون الضرائب، والتدفق النقدي الحر، وتوزيع الأرباح على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2001-2012، تم استخدام السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية ل 53 شركة صناعية لتقدير معادلة الانحدار باستخدام اسلوب الأثر الثابت والأثر العشوائي، وتوصلت الدراسة إلى أن متوسط الرفع المالي بلغ 31.786 في

الشركات الصناعية الأردنية. ونتج عن الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من مستوى الرفع المالي، وحجم الشركة وفرص النمو، وأظهرت الدراسة علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من ربحية الشركة، وتوزيع الأرباح من ناحية ومستوى الرفع المالي من ناحية أخرى ولم ينتج أي علاقة بين الوفورات الضريبية من دون الضرائب والتدفق النقدي الحر ومستوى الرفع المالي. كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر واضح لكل من حجم الشركة، وفرص النمو، وتوزيع الأرباح على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

5. دراسة (بشير، 2012) بعنوان: (محددات هيكل رأس المال في الشركات السودانية) "دراسة حالة شركات سكر النيل الأبيض"

هدفت الدراسة إلى التعرف إلى محددات هيكل رأس المال في المنشآت الصناعية السودانية وتم اختيار شركة سكر النيل الأبيض دراسة حالة وحاولت الدراسة الوقوف على محددات هيكل رأس المال مثل (حجم الشركة والضرائب ونسبة الدين ومعدل النمو) وعلاقتهم بهيكل رأس المال للشركة ومثل كل محدد فرضية قائمة بذاتها، تمت هذه الدراسة بتوزيع استبانات على عينة الدراسة المتمثلة في متخذي القرار التمويلي. وتم تحليل النتائج باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS. وقد أظهرت الدراسة صحة الفرضيات القائلة بوجود علاقة بين كل من المتغيرات و هيكل رأس المال، فكل ما زاد حجم الشركة زادت نسبة الدين .

6. دراسة (الموماني وحسن، 2011) بعنوان: "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان".

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد المديرين الماليين بالشركات من القطاع الخدماتي المدرجة في بورصة عمان على العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في (الحجم، وهيكل الأصول، والعائد على الأصول، ومعدل النمو) وفي اختيار العوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في (معدل

الضريبة، ومعدل الفائدة، والقيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات (الهيكل المالي)، شملت الدراسة 54 شركة خدماتية مدرجة خلال الفترة (1996-2007) وتم استخدام معادلة الانحدار المتعدد، وأظهرت الدراسة وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في (الحجم، وهيكل الأصول، والعائد على الأصول، ومعدل النمو)، حيث إن حجم الشركة وهيكل الأصول ومعدل النمو كان له أثر إيجابي في مقاييس الهيكل المالي، في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقاييس الهيكل المالي، ومن جهة أخرى أثبتت النتائج عدم وجود أثر لعوامل سوق رأس المال والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال)، في قرارات المديرين الماليين في الشركات، وليس لها تأثير على الهيكل المالي.

7. دراسة (الكيلاني وآخرون، 2011) بعنوان: "العوامل المؤثرة على استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة (2000-2009)".

هدفت الدراسة لاختبار أثر حجم الشركة والأرباح المحققة، وعمر الشركة ومعدل النمو، وهيكل أسعار الفائدة على نسبة استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة (2000-2009) وخلصت الدراسة الى أن نسبة استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية تتأثر عكسياً وبدلالة إحصائية بهامش الربح التشغيلي عند مستوى دلالة 0,003 وتتأثر طردياً وبدلالة إحصائية بنسبة نمو الأصول عند مستوى دلالة 0,002 ولم يكن هنالك أي تأثير ذي دلالة إحصائية لنسبة تركيز الملكية وحجم وعمر الشركة ومعدل أسعار الفائدة.

8. دراسة (الطببيشات، 2007) بعنوان "هيكل رأس المال، وأداء الشركات وفرص النمو".

هدفت الدراسة إلى دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات، والعلاقة بين هيكل رأس المال وفرص النمو وتمثلت عينة الدراسة بشركات قطاع الخدمات للفترة 1995-2004 واستخدم الباحث المتغيرات المستقلة التالية (الحجم، والتقلبات في العائد، والتوزيعات المدفوعة، والتدفقات النقدية، ومعدل الفائدة، ومعدل التضخم) أما المتغير التابع فهو (هيكل رأس المال) وقد أظهرت الدراسة أن الأصول الملموسة والحجم والتباين في الإيرادات ومتوسط معدل الضريبة، ومعدل الفائدة ومعدل التضخم هي محددات ذات علاقة موجبة مع هيكل رأس المال، أما التوزيعات والتدفقات النقدية والربحية فهي ذات علاقة سالبة مع هيكل رأس المال.

9. دراسة (شلاش وآخرون، 2006) بعنوان: (العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات

الأعمال) حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001).

هدفت الدراسة إلى التعرف إلى أهم محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001) إضافة إلى تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المؤسسات، ثم معرفة قدراتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويلية، وقد شملت الدراسة عينة مكونة من (58) شركة صناعية مدرجة في سوق عمان الأردنية، استخدم الباحث تحليل الانحدار المتعدد، معتمداً على متغير واحد تابع (الهيكل المالي) للشركة مقاساً بمجموع الديون إلى مجموع الأصول، وأربعة متغيرات مستقلة وهي: نسبة المديونية السابقة، والسيولة، والربحية والنمو، بهدف التعرف إلى العوامل التي تتحكم بالهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الرفع المالي في الشركات الصناعية الأردنية بمتوسط (36%) وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلتها في الدول، حيث تجاوزت النسبة (80%) إضافة إلى أنه

هنالك علاقة إحصائية مهمة موجبة بين الرفع المالي ونسبة المديونية السابقة عند مستوى معنوية (1%) وبينت أيضاً وجود علاقة مهمة إحصائياً سالبة بين الرفع المالي والربحية والسيولة ومعدل النمو عند مستوى معنوية (1%)

10. دراسة (عباد، منير، 2004) بعنوان "أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات"

بحثت هذه الدراسة في أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركة وحاولت التعرف إلى نوع العلاقة التي تربط هيكل رأس المال بربحية الشركة وقيمة الشركة مع الأخذ بالاعتبار مجموعة من العوامل التي تؤثر في ربحية الشركة وقيمة الشركة وأجريت الدراسة على 25 شركة مساهمة عامة في بورصة عمان. استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الارتباط وتحليل الانحدار المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين ربحية الشركة وهيكل رأس المال، وعلاقة إيجابية بين ربحية الشركة وحجمها، كما توصلت أيضاً إلى وجود علاقة إيجابية بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال.

2.2.2 الدراسات الأجنبية

1. دراسة (Tabitha Nasieku, 2015)، بعنوان

Capital Structure Determinants Among Companies Quoted in Securities Exchange in East Africa.

هدفت الدراسة إلى إيجاد محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة شرق أفريقيا. على وجه التحديد، وافترضت الدراسة عدة فرضيات لمعرفة علاقة هيكل رأس المال بكل من الربحية، والنمو، وحجم الشركة، وهيكل الأصول وتكلفة رأس المال، واشتملت الدراسة على مجموعة من 65 شركة مدرجة ونشطة التداول خلال الفترة 2009-2013، وتم تحليل البيانات باستخدام التحليل الوصفي. وأظهر التحليل علاقة إيجابية ضئيلة بين الربحية والنمو وحجم الشركة وهيكل

رأس المال وعلاقة إيجابية مهمة مع هيكل الأصول، وعلاقة سلبية بين تكلفة رأس المال وهيكل رأس المال.

2. دراسة (Ramlmi and Affandi,2015) بعنوان :

Determinants of Capital Structure of Industrial Product Sector in Malaysia.

هدفت الدراسة إلى الكشف عن أهم المحددات المستقلة والتابعة والكشف عن العلاقة بين المتغير الرئيسي والمتغيرات التفسيرية، إضافةً إلى معرفة أي من نظريات هيكل رأس المال تتماشى مع قطاع المنتجات الصناعية في ماليزيا. تم جمع البيانات من التقارير السنوية لـ 106 شركات لمدة 10 سنوات من عام (2003-2012) تم تحليل البيانات إحصائياً باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS، خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين مديونية الشركة، وحجم الشركة، ونوع الأصول، ومن جهة أخرى هناك علاقة سلبية بين مديونية الشركة، و سيولتها و ربحيتها، وقد تبين أن قطاع المنتجات الصناعية في ماليزيا يتفق مع نظرية pecking-order theory ونظرية Trade-off Theory.

3. دراسة (Nwidobie and Others, 2015) بعنوان:

Determinants of Capital Structure in Nigeria.

هدفت الدراسة إلى فحص محددات هيكل رأس المال 35 شركة نيجيرية مدرجة في بورصة نيجيريا من عام 2006 _ 2012 تكون مجتمع الدراسة من 40 شركة مدرجة في بورصة نيجيريا وتم اتخاذ عينة وهي 35 شركة مدرجة في البورصة في قطاع الشركات غير المالية، تم تحليل البيانات بالانحدار المتعدد وتم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لاختيار ارتباط المحددات وهي الربحية، والحجم، ونوع الأصول، والمديونية قصيرة الأجل وطويلة الأجل والمديونية الكلية، وكشفت الدراسة عن أن هناك علاقة سلبية بين (المديونية قصيرة الأجل وطويلة الأجل

والمديونية الكلية) والربح، وهيكل الأصول، وحجم الشركة، إضافةً إلى علاقة إيجابية بين حجم الشركة ونوع الأصول مع المديونية.

كما نتج عن الدراسة أن الشركات النيجيرية تعتمد بشكل كبير على استخدام الأرباح المحتجزة (مصدر داخلي)، وفي حال أن الأموال التي تم جمعها غير كافية، تسعى إلى مصادر خارجية وذلك يتماشى مع نظرية POT.

4. دراسة (Gharaibeh, 2015) بعنوان:

The Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence From Kuwait.

هدفت الدراسة إلى الكشف عن محددات هيكل رأس المال ومدى انسجام هذا الهيكل مع نظريات هيكل رأس المال من خلال بيان محددات اتخاذ قرار التمويل وتم جمع البيانات من التقارير والقوائم المالية للفترة 2009-2013 لعينة الدراسة المكونة من 49 شركة من قطاعي الخدمات والصناعة من أصل 215 شركة مدرجة في بورصة الكويت، وتم استخدام الانحدار المتعدد (OLS) في تحليل البيانات لتحديد هيكل رأس المال، نتج عن التحليل أن عمر الشركة والسيولة والربحية والحجم وملموسية الأصول ونوع القطاع له علاقة إيجابية. أما سياسة الأرباح و ملكية الهيكل فلها علاقة سلبية بالمديونية أي أنهما ليس من محددات هيكل رأس المال .

5. دراسة (Chandra, 2015) بعنوان:

The Determinants of the Capital Structure Empirical Evidence from Indonesian Stock Exchange Companies.

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال في إندونيسيا. واتخذت الدراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق إندونيسيا المالي وعدت نسبة المديونية في الشركة هي العامل التابع لعدة عوامل مستقلة وهي الربحية، وفرصة النمو، وملموسية الأصول، والحجم، ونسبة

توزيع الأرباح، والديون قصيرة الأجل بالنسبة للأصول الكلية بعد استخدام الانحراف الخطي في تحليل البيانات نتج أن المديونية تتأثر سلبياً بربحية الشركة و ملموسية الأصول وإيجابياً بالديون قصيرة الأجل بالنسبة للأصول الكلية بنسبة 5%. وأن لحجم الشركة وفرص النمو أثراً سلبياً على المديونية بنسبة 10%، بينما لا يوجد هناك أي تأثير لنسبة توزيع الأرباح على المديونية.

6. دراسة (Mulle, 2015) بعنوان:

Determinants of the Capital Structure: Evidence From the German Market.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن محددات هيكل رأس المال للشركات الألمانية من خلال تحليل نظريات هيكل رأس المال اتخذت الدراسة عدة متغيرات مستقلة وهي حجم الشركة، و ملموسية الأصول، والربحية، والسيولة والنمو ومتغير تابع وهو المديونية، بعد تحليل بيانات الشركات المدرجة باستخدام ال OLS ظهرت النتائج أن حجم الشركة له تأثير إيجابي على هيكل رأس المال تلك النتيجة تتماشى مع نظرية Trade off Theory، وأيضاً ملموسية الأصول لها تأثير إيجابي كبير على قرارات هيكل رأس المال حيث تؤكد هذه النتيجة النظريتان Peking Order Theory و Trade Off Theory أما المحددات الأخرى لا تظهر تأثير على قرار هيكل رأس المال.

7. دراسة (Baloch and Others, 2015) بعنوان:

Impact of Firm Size, Asset Tangibility and Retained Earnings on Financial Leverage: Evidence from Auto Sector, Pakistan.

هدفت الدراسة الى الكشف عن أثر حجم الشركة، و ملموسية الأصول، والأرباح المحتجزة على هيكل رأس المال لقطاع السيارات بفروعه (السيارات، والمقطورات، وقطع غيار السيارات) والبالغ 22 شركة تم جمع المعلومات المالية عن هذه الشركات من وثيقة تحليل البيانات المالية الصادرة عن بنك الدولة في الباكستان، وقد تم تحليل البيانات باستخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة

بين المتغيرات الأساسية. وأشارت النتائج إلى أن حجم الشركة وملموسية الأصول تؤثر تأثيراً كبيراً على المديونية حيث تربطهم علاقة سلبية. وعلاوة على ذلك. وتبين أن الأرباح المحتجزة ليس لها تأثيراً كبيراً على المديونية.

8. دراسة (Oladele and Adebayo,2013) بعنوان:

Determinants of Capital Structure in Nigeria.

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر كل من حجم الشركة، ونوع الأصول، والضريبة، والنمو، والربحية على هيكل رأس مال الشركات في نيجيريا، وقد تمثل مجتمع الدراسة من 86 شركة مدرجة في بورصة نيجيريا، وتم اختيار عينة عشوائية مكونة من 24 شركة إضافةً إلى ملاحظة التقارير السنوية لتلك الـ 24 شركة لمدة 10 سنوات.

تم اتباع منهج البحث الوصفي في الدراسة حيث تم استخدام الانحدار ومعامل الارتباط ونتج عن هذه الدراسة أن المديونية لها علاقة سلبية مع حجم الشركة، ولها علاقة إيجابية مع الربحية، والنمو، ونوع الأصول.

9. دراسة (Abdullah,2009) بعنوان:

An empirical investigation of the pecking Order theory.

وهي دراسة تمت على الشركات الكويتية، تبين التسلسل في استخدام مصادر التمويل، ودرست المحددات للهيكل التمويلي في الشركات المساهمة العامة الكويتية، ووجد أن العلاقة بين الهيكل المالي، والأصول القابلة للرهن، والنمو، والحجم موجبة، بينما كانت العلاقة سلبية مع الربحية والسيولة.

10. دراسة (Hijazi & Bin Tariq, 2008) بعنوان:

Determinants of Capital Structure: A Case for the Pakistani Cement Industry.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن محددات بلغت 16 شركة من أصل 22 شركة مدرجة في بورصة كراتشي، واتخذت الدراسة متغيراً تابعاً هو المديونية و 4 عوامل مستقلة وهي حجم الشركة ونوع الأصول، والربحية، والنمو، وتم تحليل البيانات للكشف عن أثر المتغيرات التابعة هذه على المديونية وذلك تم باستخدام الانحدار المجمع. ونتج عن هذه الدراسة:

✓ إن هناك علاقة سلبية بين حجم الشركة والمديونية، أي أنه كلما زاد حجم الشركة قلت ديون هذه الشركة في تمويلها مما يتعارض مع نظرية (Trade off – theory) والتي تفترض وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة ومديونيتها.

✓ إن هناك علاقة سلبية بين ربحية الشركة والمديونية أي أنه كلما زادت ربحية الشركة قلت ديون هذه الشركة في تمويلها مما يتعارض مع نظرية (Trade off – theory) و في الوقت نفسه تتوافق مع نظرية (Pecking Order Theory)

✓ إن هناك علاقة إيجابية بين ملموسية أصول الشركة والمديونية أي أنه كلما زادت الأصول الملموسة للشركة زادت ديون هذه الشركة في تمويلها وذلك يتوافق مع نظرية (Trade off Theory).

✓ إن هناك علاقة إيجابية بين نمو الشركة والمديونية مما يتنافى مع كل من النظريتين (Trade off Theory) و (Pecking Order Theory).

11. دراسة (Abor,2005) بعنوان

The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana

اختبرت الدراسة أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات المدرجة في السوق المالي في غانا، مستخدمة التحليل الإحصائي، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الموجودات والعائد على حقوق الملكية، وأن هناك علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الموجودات والعائد على حقوق الملكية. كما توصلت إلى أن هناك علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات والعائد على حقوق الملكية.

الفصل الثالث

3.1 مقدمة

3.2 مجتمع الدراسة

3.3 عينة الدراسة

3.4 مصادر و أدوات جمع البيانات

3.5 منهجية الدراسة

3.6 نموذج الدراسة

3.1 مقدمة

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر كل من حجم الشركة، وعمر الشركة، والنمو المتوقع للشركة، والربحية، والسيولة، وملموسية الأصول والمخاطرة على هيكل رأس المال وعليه حاولت الدراسة في الفصلين السابقين تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات وفقاً لنظريات الإدارة المالية، والدراسات العملية التي تفسر سلوك الإدارة في الشركات المدرجة في الأسواق المالية المختلفة، وعليه يقدم هذا الفصل من الدراسة المنهجية المتبعة في تقدير العلاقات الإحصائية بين متغيرات الدراسة، بدءاً بالتعريف بمجتمع وعينة الدراسة، وطرق جمع البيانات، بالإضافة إلى توضيح النماذج الرياضية والأساليب المستخدمة في التحليل، مروراً بالتعريف بمتغيرات الدراسة وطرق قياسها وذلك بهدف مقارنة نتائج هذه الدراسة بنتائج الدراسات السابقة.

3.2 مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين كافة وبلغ عدد الشركات (49)، تم استبعاد (26) شركة منها وذلك لعدم تحقيقها لشروط الدراسة المتمثلة في أن تكون الشركة مدرجة منذ العام 2005 واستمرت في الإدراج حتى العام 2015 وهي موزعة قطاعياً على النحو الآتي:

جدول رقم (1-3) قطاعات مجتمع الدراسة

الرقم	القطاع	العدد في مجتمع الدراسة	النسبة المئوية
1	الصناعي	8	35%
2	الخدمات	5	22%
3	الاستثمار	4	17%
4	البنوك	4	17%

9%	2	التأمين	5
100%	23	المجموع	6

3.3 عينة الدراسة:

ولغايات الدراسة فقد تم اختيار عينة عشوائية طبقية من 18 شركة شملت ما نسبته 78% من مجتمع الدراسة لتمثل القطاعات كافة في البورصة كما هو موضح في الجدول رقم (4)، وقد تم تحديد العينة (Berenson,etal,2004) على النحو الآتي:

$$n_0 = \frac{z^2 (p(1-p))}{e^2}$$

$$n = \frac{n_0 \cdot N}{n_0 + (N-1)}$$

حيث:

$Z = 1.644$ عند مستوى ثقة 90%.

$e =$ خطأ تمثيل العينة للمجتمع المقبول للباحث و هو 10%.

$P = 0.5$ وهي أفضل نسبة احتمال مقبولة إحصائياً.

$N =$ حجم المجتمع البالغ 23 شركة بعد أن تم استبعاد 26 شركة لعدم انسجامها مع شروط

الدراسة.

$$n = \frac{(1.644^2) \times 0.5(1-0.5)}{(0.10)^2}$$

$$\frac{2.702736 \times 0.25}{0.01} = 67.568$$

$$\frac{67.5680 \times 23}{67.5680 + (23 - 1)} \approx 18 \text{ شركة}$$

جدول رقم (2-3) القطاعات في مجتمع وعينة الدراسة

الرقم	القطاع	العدد في مجتمع الدراسة	النسبة	العدد في عينة الدراسة	النسبة
1	الصناعي	8	35%	6	35%
2	الخدمات	5	22%	4	22%
3	الاستثمار	4	17%	3	17%
4	البنوك	4	17%	3	17%
5	التأمين	2	9%	2	9%
6	المجموع	23	100%	18	100%

3.4 مصادر و أدوات جمع البيانات

3.4.1 المصادر الأولية

قامت الباحثة بجمع بيانات الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للسلسلة الزمنية من

2005-2014 للحصول على أرقام كمية تمثل كل متغير من متغيرات الدراسة ومن ثم تحليل

هذه البيانات باستخدام برنامج (E-views) وبرنامج (SPSS).

3.4.2 المصادر الثانوية

تم الحصول على البيانات من مصادر ثانوية متمثلة بالكتب، والمراجع العربية والأجنبية والدوريات، والمقالات، والابحاث، والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة إضافة إلى المجلات العلمية المنشورة وبعض مواقع الإنترنت.

3.5 أدوات الدراسة

3.5.1 أدوات جمع البيانات

بعد مراجعة الأدبيات، وجمع البيانات من المصادر الثانوية متمثلة بالكتب والدراسات المنشورة وغير المنشورة ذات الصلة بموضوع هيكل رأس المال للشركات ومحدداته. تم جمع بيانات شركات الدراسة (الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 2005-2014) من موقع بورصة فلسطين (www.pex.ps) ومن ثم احتساب قيم المتغيرات المستقلة و التابعة، للحصول على نسب لكل شركة تمثل كل متغير من متغيرات الدراسة للسلسلة الزمنية (2005-2014).

3.5.2 أدوات تحليل البيانات

تم استخدام تحليل البيانات الزمنية المقطعية (The Panel Data Analysis) لتحليل بيانات الدراسة ومصطلح البيانات الجدولية (Pane data) هو بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Time series and Cross Section Data).

وفي هذا السياق بين (Hsiao, 1986) أن البيانات الجدولية هي بشكل عام، تحليل للبيانات المطولة. ومن مزايا استخدام البيانات الجدولية (panel data) تأخذ بعين الاعتبار الاختلافات الفردية، وتعطي تحليل أكثر فائدة وتنوعاً، وأقل ارتباطاً بين المتغيرات، وتحد من عوامل الارتباط

الذاتي. كما أن البيانات الجدولية لها القدرة على تعريف وقياس التأثيرات غير الملاحظة في التحليل الوصفي وتحليل السلاسل الزمنية (Baltagi, 2005).

3.6 منهجية الدراسة

تسعى الدراسة لاختبار مدى قدرة مجموعة من العوامل في التأثير على قرار تمويل الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، ولتحقيق هذا الهدف سيتم اختبار تأثير سبعة متغيرات مستقلة (عمر، وحجم، ونمو، وسيولة وربحية وملموسية أصولها، ونمو الأصول) على نسبة المديونية في تركيب رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد وبوجود متغيرات وهمية، وبذلك فإنه يمكن صياغة الفرضية العدمية الرئيسية التي تسعى الدراسة لاختبارها على النحو الآتي:

الفرضية العدمية: لا يوجد عوامل تؤثر بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 على هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة الفلسطينية. والتي ينبثق عنها الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لحجم الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لعمر الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لنمو الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

- الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لربحية الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
 - الفرضية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لسيولة الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
 - الفرضية السادسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لملموسية أصول الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
 - الفرضية السابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لمخاطرة الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- ويمكن إعادة صياغة الفرضية العدمية بأسلوب إحصائي والاعتماد على نموذج الدراسة على النحو الآتي :

$$H_0: \beta_n = 0 \text{ لجميع } n$$

حيث : β_n معامل انحدار المتغير n في نموذج الدراسة.

وسيتم رفض الفرضية العدمية في حال كان

$$\text{Prob}(F\text{-statistic}) < 0.05$$

بالاعتماد على تحليل العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، تم فحص إمكانية وجود علاقة بين هيكل رأس المال والعوامل التالية: حجم الشركة، وعمرها، و ربحيتها، وسيولتها وهيكل أصولها والنمو المتوقع لها ومخاطر الشركة، وقد تم استخدام النموذج الرياضي للتعبير عن العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال كما يأتي :

$$\begin{aligned} \text{LEVERAGE}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{LNFAGE}_{it} + \beta_2 \text{LNFS}_{it} + \beta_3 \text{GROUTH}_{it} + \\ & \beta_4 \text{LIQUIDITY}_{it} + \beta_5 \text{PROFIT}_{it} + \beta_6 \text{RISK}_{it} + \beta_7 \text{ASSETS}_{it} + e_{it} \\ & \dots\dots\dots (1) \end{aligned}$$

حيث:

$i = 1, 2, 3, 4, 5, \dots, 18$ ، وهي عبارة عن الشركة i في الـ Cross-Section.

$t = 1, 2, 3, 4, 5, \dots, 10$ ، وهي عبارة عن الزمن t في الـ Time- Series خلال الفترة

2005–2014

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_7$: معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة.

$LEVERAGE_{it}$: المتغير التابع وهي نسبة المديونية.

β_0 : ثابت وهو يمثل قيمة المتغير التابع، عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المستقلة تساوي

صفرًا.

$LNFAGE_{it}$: متغيراً مستقلاً يمثل عمر الشركة، معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات

العمر.

$Land_{site}$: متغيراً مستقلاً يمثل حجم الشركة، معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول

الشركة.

$GROWTH_{it}$: متغيراً مستقلاً يمثل النمو المتوقع للشركة، معبراً عنه بنسبة النمو في أصول

الشركة.

$LIQUIDITY_{it}$: متغيراً مستقلاً يمثل سيولة الشركة، معبراً عنها بنسبة التداول.

$PROFIT_{it}$: متغيراً مستقلاً يمثل ربحية الشركة، معبراً عنها بالعائد على أصول الشركة.

$RISK_{it}$: متغيراً مستقلاً يمثل مخاطر الشركة، معبراً عنه بالانحراف المعياري لعائد السهم

للشركة المدرجة للفترة بين 2005–2014 .

$ASSETS_{it}$: متغيراً مستقلاً يمثل هيكل أصول الشركة، معبراً عنها بنسبة الأصول الثابتة إلى

مجموع الأصول.

eit : متغير عشوائي يمثل حد الخطأ.

حيث سيتم تقدير معادلة رقم (1) بواسطة طريقة Random Effect Approach، وتعرف معادلة رقم (1) بنموذج Random Effect "Regression" Model حيث إن معاملات الانحدار ثابتة للقطاعات (الشركات) (Cross-Sections) جميعها، فيما يعبر الثابت β_0 في المعادلة رقم (1) عن أن ثابت معادلة الانحدار هنا هو متغير عشوائي (Random) يمثل متوسط قيم ثوابت الانحدار لكل شركة (Cross-Section)، وذلك لأن الدراسة تعدّ الشركات التي عددها 18 التي سيتم دراستها هي عينة عشوائية من مجتمع أكبر من الشركات. ومن أجل دراسة تأثير العوامل داخل كل قطاع من القطاعات الاقتصادية الأربعة التي تصنف الشركات تحتها، يمكن استخدام Least-Squares Dummy Variable، وعليه، فإنه يمكن إعادة كتابة معادلة رقم (1) باستخدام الـ Dummy Variables لتصبح كما يأتي :

$$\text{LEVERAGE}_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_{1i} + \alpha_3 D_{2i} + \alpha_4 D_{3i} + \beta_1 \text{LNFAGE}_{it} + \beta_2 \text{LNFS}_{it} + \beta_3 \text{GROUTH}_{it} + \beta_4 \text{LIQUIDITY}_{it} + \beta_5 \text{PROFIT}_{it} + \beta_6 \text{RISK}_{it} + \beta_7 \text{ASSETS}_{it} + e_{it} \dots (2)$$

حيث:

$D_{1i} = 1$ إذا كانت الشركة i تنتمي إلى القطاع الصناعي و $D_{1i} = 0$ إذا كانت الشركة i تنتمي لقطاع آخر.

$D_{2i} = 1$ إذا كانت الشركة i تنتمي إلى قطاع الخدمات و $D_{2i} = 0$ إذا كانت الشركة i تنتمي لقطاع آخر.

$D_{3i} = 1$ إذا كانت الشركة i تنتمي إلى قطاع الاستثمار و $D_{3i} = 0$ إذا كانت الشركة i تنتمي لقطاع آخر.

الفصل الرابع

4.1 مقدمة

4.2 نموذج الدراسة

4.3 نتائج الدراسة

4.1 مقدمة

تسعى الدراسة إلى اختبار مدى قدرة مجموعة من العوامل في التأثير على قرار تمويل الشركات المدرجة في البورصة، ولتحقيق هذا الهدف سيتم اختبار تأثير سبعة متغيرات مستقلة على نسبة المديونية في تركيبة هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد وبوجود متغيرات وهمية، وبذلك فإنه يمكن صياغة الفرضية العدمية التي تسعى الدراسة لاختبارها على النحو الآتي:

الفرضية العدمية: لا يوجد عوامل تؤثر بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 على هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة الفلسطينية. والتي ينبثق عنها الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لحجم الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لعمر الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثالثة : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لنمو الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لربحية الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لسيولة الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

• الفرضية السادسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لملموسية أصول الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

• الفرضية السابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 0.05 لمخاطرة الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

ويمكن إعادة صياغة الفرضية العدمية بأسلوب إحصائي والاعتماد على نموذج الدراسة على النحو الآتي :

$$H_0: \beta_n = 0 \text{ لجميع } n$$

حيث : β_n معامل انحدار المتغير n في نموذج الدراسة.

وسيتم رفض الفرضية العدمية في حال كان

$$\text{Prob}(F\text{-statistic}) < 0.05$$

4.2 نموذج الدراسة

بالاعتماد على تحليل العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، تم فحص إمكانية وجود علاقة بين هيكل رأس المال والعوامل الآتية : حجم الشركة، عمرها، ربحيتها، سيولتها، هيكل أصولها والنمو المتوقع لها ومخاطر الشركة، وقد تم استخدام النموذج الرياضي للتعبير عن العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال كما يأتي:

$$\begin{aligned} \text{LEVERAGE}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{LNFAGE}_{it} + \beta_2 \text{LNFS}_{it} + \beta_3 \text{GROUTH}_{it} + \\ & \beta_4 \text{LIQUIDITY}_{it} + \beta_5 \text{PROFIT}_{it} + \beta_6 \text{RISK}_{it} + \beta_7 \text{ASSETS}_{it} + e_{it} \\ & \dots \dots \dots (1) \end{aligned}$$

حيث:

$i = 1, 2, 3, 4, 5, \dots, 18$ ، وهي عبارة عن الشركة i في الـ Cross-Section.

Time- Series في ال zمن t في ال 18. وهي عبارة عن الزمن t في ال 1، 2، 3، 4، 5،، 18.

2005-2014

معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة. $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_7$:

LEVERAGE_{it} : المتغي887783ضض3ر التابع وهي نسبة المديونية.

β_0 : ثابت وهو يمثل قيمة المتغير التابع، عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المستقلة تساوي

صفرًا.

LNFAGE_{it} : متغيراً مستقلاً يمثل عمر الشركة، معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات

العمر.

LNFS_{it} : متغيراً مستقلاً يمثل حجم الشركة، معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول

الشركة.

GROUTH_{it} : متغيراً مستقلاً يمثل النمو المتوقع للشركة، معبراً عنه بنسبة النمو في أصول

الشركة.

LIQUIDITY_{it} : متغيراً مستقلاً يمثل سيولة الشركة، معبراً عنها بنسبة التداول.

PROFIT_{it} : متغيراً مستقلاً يمثل ربحية الشركة، معبراً عنها بالعائد على أصول الشركة.

RISK_{it} : متغيراً مستقلاً يمثل مخاطر الشركة، معبراً عنه بالانحراف المعياري لعائد السهم لكل

سنة للشركة المدرجة للفترة بين (2005-2014) .

ASSETS_{it} : متغيراً مستقلاً يمثل هيكل أصول الشركة، معبراً عنها بنسبة الأصول الثابتة إلى

مجموع الأصول.

eit : متغير عشوائي يمثل حد الخطأ.

حيث سيتم تقدير معادلة رقم (1) بواسطة طريقة Random Effect Approach، وتعرف معادلة رقم (1)

بنموذج Random Effect "Regression" Model حيث معاملات الانحدار ثابتة للقطاعات (الشركات) (Cross-Sections) جميعها، فيما يعبر الثابت β_0 في المعادلة رقم (1) عن أن ثابت معادلة الانحدار هو متغير عشوائي (Random) يمثل متوسط قيم ثوابت الانحدار لكل شركة (Cross-Section)، وذلك لأن الدراسة تعدّ الشركات التي سيتم دراستها هي عينة عشوائية من مجتمع أكبر من الشركات، ومن أجل دراسة تأثير العوامل داخل كل قطاع من القطاعات الاقتصادية الأربعة التي تصنف الشركات تحتها، يمكن استخدام الـ Least-Squares Dummy Variable، وعليه، فإنه يمكن إعادة كتابة معادلة رقم (1) باستخدام الـ Dummy Variables لتصبح كما يأتي:

$$\text{LEVERAGE}_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_{1i} + \alpha_3 D_{2i} + \alpha_4 D_{3i} + \beta_1 \text{LNFAGE}_{it} + \beta_2 \text{LNFS}_{it} + \beta_3 \text{GROUTH}_{it} + \beta_4 \text{LIQUIDITY}_{it} + \beta_5 \text{PROFIT}_{it} + \beta_6 \text{RISK}_{it} + \beta_7 \text{ASSETS}_{it} + e_{it} \dots (2)$$

حيث:

$D_{1i} = 1$ إذا كانت الشركة i تنتمي إلى القطاع الصناعي و $D_{1i} = 0$ إذا كانت الشركة i تنتمي لقطاع آخر.

$D_{2i} = 1$ إذا كانت الشركة i تنتمي إلى قطاع الخدمات و $D_{2i} = 0$ إذا كانت الشركة i تنتمي لقطاع آخر.

$D_{3i} = 1$ إذا كانت الشركة i تنتمي إلى قطاع الاستثمار و $D_{3i} = 0$ إذا كانت الشركة i تنتمي لقطاع آخر.

وبما أن لدينا أربعة قطاعات اقتصادية هي: القطاع الصناعي، وقطاع الخدمات، وقطاع الاستثمار، وقطاع البنوك والتأمين، فقد تم استخدام ثلاثة متغيرات وهمية Dummy لتجنب الوقوع بما يعرف بالـ Dummy Variable Trap، وعليه فإن α_1 هو الثابت المتعلق بقطاع البنوك والتأمين في حين أن α_2 ، α_3 ، α_4 هي الاختلاف في معاملات ثوابت كل من القطاع الصناعي و قطاع الخدمات و قطاع الاستثمار على التوالي، وتعرف معادلة رقم (2) بأسلوب الـ Least-Squares Dummy Variable وهي عبارة عن استخدام أسلوب الـ Dummy Variable في نموذج الـ "Random Effect Regression" model.

4.3 نتائج الدراسة

يتناول هذا الفصل عرضاً للنتائج، واختبار الفرضيات بالطرق الإحصائية المحددة في منهجية الدراسة وقد تم استخدام SPSS و E-Views. لاختبار قوة النموذج، تم استخدام مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

بهدف التأكد من عدم وجود Multi-Collinearity بين المتغيرات المستقلة في معادلة الانحدار، تم احتساب مصفوفة بيرسون للارتباط، ويظهر جدول رقم (1-4) نتائج ارتباط بيرسون بين المتغيرات المستقلة، حيث يظهر الجدول عدم وجود أية علاقة ارتباط قوية دالة إحصائياً بين متغيرات الدراسة، حيث بلغت أقوى علاقة ارتباط بين المتغيرات المستقلة -0.384 بين LNFAGE و ASSETS إلا أن هذه الارتباطات غير كافية للاستنتاج بوجود مشكلة Multi-Collinearity، ومما يؤكد هذه النتيجة، نتائج معاملات تضخم التباين الـ VIF الظاهرة في جدول رقم (6) حيث يتضح بأن جميع معاملات الـ VIF أقل من 10 وهو الحد الفاصل لمعاملات

تضخم التباين لكي يتم استنتاج وجود مشكلة الترابط الخطي للمتغيرات المستقلة، وبالتالي يستنتج

عدم وجود مشكلة ألد Multi-Collinearity.

جدول رقم (1-4): مصفوفة معاملات الارتباط

RISK	PROFIT	LNFS	LNFA GE	LIQUID ITY	LEVERA GE	ASSET S		
							Pearson Correlation	ASSETS
							Sig. (2-tailed)	
						-.434- ^{**}	Pearson Correlation	LEVERA GE
						.000	Sig. (2-tailed)	
					-.299- ^{**}	-.094-	Pearson Correlation	LIQUIDI TY
					.000	.208	Sig. (2-tailed)	
				-.046-	.296 ^{**}	-.384- ^{**}	Pearson Correlation	LNFA GE
				.537	.000	.000	Sig. (2-tailed)	
			.103	-.141-	.297 ^{**}	-.024-	Pearson Correlation	LNFS
			.167	.060	.000	.751	Sig. (2-tailed)	
		.039	.047	.130	-.211- ^{**}	.034	Pearson Correlation	PROFIT
		.605	.535	.081	.004	.654	Sig. (2-tailed)	
	-.120-	-.020-	-.044-	-.049-	-.033-	.162 [*]	Pearson Correlation	RISK
	.111	.793	.557	.517	.659	.031	Sig. (2-tailed)	
-.087-	.141	.063	-.178- [*]	.080	-.030-	-.184- [*]	Pearson Correlation	GROU TH
.249	.060	.404	.017	.284	.689	.014	Sig. (2-tailed)	
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).								
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).								

وكذلك فقد تم اختبار إمكانية وجود علاقة ارتباط ذاتي بين البواقي (Auto-Correlation) باستخدام معامل Durbin-Watson (D-W)، وقد أظهرت نتائج هذا الاختبار، أن معامل (D-W) يساوي 1.845 ينظر جدول رقم (3-4) مما يدل على عدم وجود أدلة على أن هناك علاقة ارتباط ذاتي ذات دلالة إحصائية بين البواقي (قيمة D-W) يجب أن تكون بين 1.5 و 2.5). كما تظهر نتائج جدول رقم (3-4) أيضاً بأن قيمة $F=75.788$ وهي دالة إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.) = 0.000 أقل من 0.05) مما يدل على ملاءمة نموذج الانحدار المستخدم في تفسير العلاقة بين نسبة المديونية والمتغيرات المستقلة الأخرى التي دخلت النموذج. ومن خلال اختبار ألد Multi-Collinearity واختبار معامل Durbin-Watson واختبار (F) فإنه يمكن الاعتماد على معاملات الانحدار لتفسير التغير في المتغير التابع.

من نتائج جدول رقم (3-4) يستنتج رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه "لا يوجد عوامل تؤثر بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي من 0.05 على هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة الفلسطينية" حيث تبين بأن $(\text{Prob (F-statistic)} < 0.05)$.

ويخلص جدول رقم (2-4) نتائج تحليل Least-Squares Dummy Variable Regression للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع: حيث تظهر النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة (LNFAGE) ونسبة المديونية (LEVARAGE)، حيث إن معامل الانحدار لمتغير عمر الشركة = 0.163 وهو دال إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.) = 0.008 أقل من 0.005)، ويدل ذلك على أن ارتفاع مقداره 1% في عمر الشركة يؤدي إلى ارتفاع مقداره 0.2% تقريباً $(0.163/100 = 0.00163 \approx 0.002 = 0.2\%)$ في متوسط نسبة المديونية المتوقعة، وبالتالي فإن ذلك يدل على وجود أهمية اقتصادية للعلاقة بين عمر الشركات ونسبة المديونية في هيكل رأسمالها.

جدول رقم (2-4) معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة

Tolerance	VIF	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
----	----	0.000	14.604	0.049	0.719	LEVERAGE(-1)
----	----	0.570	0.569	0.285	0.162	C
0.16	6.250	0.008	2.683	0.061	0.163	LNFACE
0.166	6.024	0.000	4.044	0.044	0.179	Growth
		0.047	-2.006	0.002	-0.003	LIQUIDITY
0.157	6.369	0.023	2.294	0.046	0.106	ASSETS
0.157	6.369	0.074	-1.798	0.124	-0.223	PROFIT
0.151	6.623	0.370	-0.900	0.024	-0.022	RISK
0.154	6.494	0.569	-0.571	0.103	-0.059	LNFS
----	----	0.001	-3.493	0.037	-0.130	D1
----	----	0.001	-3.513	0.036	-0.126	D2
----	----	0.000	-4.217	0.040	-0.170	D3
a. Dependent Variable: LEVERAGE						
b. Dummy Variables: D1, D2, D3.						

جدول رقم (3-4): الاختبارات التشخيصية

R-squared	0.849
Adjusted R-squared	0.838
Durbin-Watson stat	1.845
F-statistic	75.788
Prob(F-statistic)	0.000

وفيما يتعلق بمتغير النمو (GROWTH) أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بينه وبين نسبة المديونية (LEVARAGE)، حيث إن معامل الانحدار لمتغير نمو الشركة =0.179 وهو دال إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.) =0.000 أقل من 0.05)، وبدل ذلك على أن

ارتفاعاً مقداره نقطة واحدة في نمو الشركة يؤدي إلى ارتفاع مقداره 18% تقريباً في متوسط نسبة المديونية المتوقعة، وبالتالي فإن ذلك يدل أيضاً على وجود أهمية اقتصادية للعلاقة بين نمو الشركات ونسبة المديونية في هيكل رأسمالها.

وفيما يتعلق بمتغير السيولة (LIQUIDITY) أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بينها وبين نسبة المديونية (LEVARAGE)، حيث إن معامل الانحدار لمتغير السيولة المتوفرة لدى الشركة = -0.003 وهو دال إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.)=0.047 أقل من 0.05)، ويدل ذلك على أن ارتفاعاً مقداره نقطة واحدة في السيولة المتوفرة لدى الشركة يؤدي إلى انخفاض مقداره 0.3% في متوسط نسبة المديونية المتوقعة.

وفيما يتعلق بمتغير هيكل أصول الشركة (ASSETS) أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بينها وبين نسبة المديونية (LEVARAGE)، حيث أن معامل الانحدار لمتغير أصول الشركة = 0.106 وهو دال إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.)=0.023 أقل من 0.05)، ويدل ذلك على أن ارتفاعاً مقداره نقطة واحدة في هيكل أصول الشركة يؤدي إلى ارتفاع مقداره 11% تقريباً في متوسط نسبة المديونية المتوقعة.

جدول رقم (4-4) نسبة المديونية حسب القطاعات

Std. Deviation	Mean	Sector
0.150	0.287	قطاع الصناعة
0.180	0.362	قطاع الخدمات
0.090	0.239	قطاع الاستثمار
0.192	0.711	قطاع البنوك والتأمين
0.248	0.413	Total

ويلاحظ من نتائج جدول رقم (4-4) أن معاملات المتغيرات الوهمية (Dummy Variables) الخاصة بنوع القطاع (D1, D2, D3) دالة إحصائياً فيما يتعلق بقطاع الصناعة، قطاع الخدمات وقطاع الاستثمار، وهي سالبة الإشارة مما يدل على وجود فروق دالة إحصائياً في متوسط نسبة المديونية بين كل من قطاع الصناعة، وقطاع الخدمات، وقطاع الاستثمار مقابل قطاع البنوك والتأمين، حيث يتضح أن متوسط نسبة المديونية لقطاع البنوك والتأمين (0.711) وهو أعلى من متوسط نسبة المديونية لكل من قطاع الصناعة (0.287)، وقطاع الخدمات (0.362)، وقطاع الاستثمار (0.239)، ويعزى ذلك إلى أن التزامات القطاع المالي وخاصة البنوك هي عبارة عن ودائع الأفراد التي يستخدمها القطاع المصرفي في منح القروض والتسهيلات للأفراد والشركات. جدول رقم (4-4) يوضح متوسطات نسبة المديونية لكل قطاع.

كما يلاحظ من جدول رقم (4-2) وجود متغير التباطؤ في نسبة المديونية (LEVERAGE(-1)) وهو يعبر عن كل قيمة سابقة لكل قيمة لنسبة المديونية، وهو دالٌّ إحصائياً مما يدل على اعتماد قيم نسبة المديونية (LEVERAGE) الحالية على قيمها السابقة، حيث إن معامل الانحدار = 0.719 وهو دالٌّ إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.) = 0.000 أقل من 0.05)، وبذلك على أن متوسط الفروق بين نسب المديونية السابقة واللاحقة يزداد سنوياً بمقدار 72% تقريباً.

جدول رقم (5-4) : الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

Variable	Relationship with LEVERAGE	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LEVERAGE		0.000	0.939	0.413	0.248
ASSETS	+	0.001	0.976	0.481	0.279
LIQUIDITY	-	0.073	52.378	2.529	4.438
LNFAE	+	0.583	1.384	1.043	0.166
LNFS	-	2.632	3.057	2.866	0.094
PROFIT	-	5.140-	0.452	0.046	0.075
RISK	-	0.007	3.552	0.059	0.282
Growth	+	.2100-	2.175	0.134	0.239

من ناحية أخرى فقد أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من متغيرات الربحية (PROFIT) والمخاطرة (RISK) وحجم الشركة (LNFS) من جهة، وبين نسبة المديونية (LEVARAGE) من جهة أخرى (مستويات الدلالة أكبر من 0.05)، ويدل ذلك على أن الربحية والمخاطرة وحجم الشركة لا تؤثر على متوسط نسبة المديونية المتوقعة.

كما بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) في جدول رقم (3-4) لنموذج الدراسة حوالي 85%، ما يدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 85% من التغير في نسبة المديونية للشركات.

وبشكل عام فإنه يمكن إعادة كتابة نموذج الدراسة (معادلة رقم 2) حسب النتائج الموضحة في

جدول رقم (2-4) على النحو الآتي :

$$\begin{aligned} \text{LEVERAGE}_{\text{BI}} = & 0.162 + 0.719*\text{LEVERAGE}(-1)_{\text{BI}} + 0.163*\text{LNFAGE}_{\text{BI}}+ \\ & -0.059*\text{LNFS}_{\text{BI}}+ 0.179*\text{GROWTH}_{\text{BI}}+ -0.003*\text{LIQUIDITY}_{\text{BI}} + - \\ & 0.223*\text{PROFIT}_{\text{BI}} + -0.022*\text{RISK}_{\text{BI}} + 0.106*\text{ASSETS}_{\text{BI}} \\ & \dots\dots\dots(3) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{LEVERAGE}_{\text{IND}} = & 0.032 + 0.719*\text{LEVERAGE}(-1)_{\text{IND}} + \\ & 0.163*\text{LNFAGE}_{\text{IND}}+ -0.059*\text{LNFS}_{\text{IND}}+ 0.179*\text{GROWTH}_{\text{IND}}+ - \\ & 0.003*\text{LIQUIDITY}_{\text{IND}} + -0.223*\text{PROFIT}_{\text{IND}} + -0.022*\text{RISK}_{\text{IND}} + \\ & 0.106*\text{ASSETS}_{\text{IND}} \dots\dots\dots(4) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{LEVERAGE}_{\text{SE}} = & 0.036 + 0.719*\text{LEVERAGE}(-1)_{\text{SE}} + 0.163*\text{LNFAGE}_{\text{SE}}+ \\ & -0.059*\text{LNFS}_{\text{SE}}+ 0.179*\text{GROWTH}_{\text{SE}}+ -0.003*\text{LIQUIDITY}_{\text{SE}} + - \\ & 0.223*\text{PROFIT}_{\text{SE}} + -0.022*\text{RISK}_{\text{SE}} +0.106*\text{ASSETS}_{\text{SE}} \\ & \dots\dots\dots(5) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{LEVERAGE}_{\text{INV}} = & -0.008 + 0.719*\text{LEVERAGE}(-1)_{\text{INV}} + \\ & 0.163*\text{LNFAGE}_{\text{INV}}+ -0.059*\text{LNFS}_{\text{INV}}+ 0.179*\text{GROWTH}_{\text{INV}}+ - \\ & 0.003*\text{LIQUIDITY}_{\text{INV}} + -0.223*\text{PROFIT}_{\text{INV}} + -0.022*\text{RISK}_{\text{INV}} + \\ & 0.106*\text{ASSETS}_{\text{INV}} \dots\dots\dots(6) \end{aligned}$$

حيث:

LEVERAGE_{BI} : نسبة المديونية للشركات الفلسطينية في قطاع البنوك والتأمين.

EVERAGE_{IND} : نسبة المديونية للشركات الفلسطينية في القطاع الصناعي.

LEVERAGE_{SE} : نسبة المديونية للشركات الفلسطينية في قطاع الخدمات.

LEVERAGE_{SE} : نسبة المديونية للشركات الفلسطينية في قطاع الاستثمار.

الفصل الخامس

5.1 مقدمة

5.2 ملخص النتائج والاستنتاجات

5.3 التوصيات

5.1 مقدمة

في هذا الفصل تعرض الباحثة 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 (المديونية)، وبيان ما هي محددات هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. إضافة إلى التوصيات التي من شأنها تساعد الباحثين في الموضوع نفسه.

5.2 النتائج وتفسيرها

أولاً: اختبار الفرضية الأولى والمتعلقة بأثر عمر الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

نتج عن الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة (LNFAGE) ونسبة المديونية (LEVARAGE)، حيث إن معامل الانحدار لمتغير عمر الشركة = 0.163 وهو دال إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.) = 0.008 أقل من 0.05)، ويدل ذلك على أن ارتفاع مقداره 1% في عمر الشركة يؤدي إلى ارتفاع مقداره 0.2% تقريباً (100/0.163 = 0.00163 ≈ 0.002 = 0.2%) في متوسط نسبة المديونية المتوقعة، وبالتالي فإن ذلك يدل على وجود أهمية اقتصادية للعلاقة بين عمر الشركات ونسبة المديونية في هيكل رأسمالها.

وانتقلت الدراسة مع كل من دراسة (عيساوي 2015)، و (Gharaibeh, 2015)، حيث أكدت الدراسات على وجود علاقة إيجابية بين عمر الشركة والمديونية، واختلفت الدراسة مع دراسة الكيلاني التي نتجت بعدم وجود علاقة بين عمر الشركة و نسبة المديونية.

ولعل ذلك يعني أن الشركة الأقدم تميل إلى الاعتماد على مصادر الاقتراض لتمويل مشاريع التوسع فيها، وترى الباحثة أن السبب في هذه العلاقة يعود إلى أن الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تميل مع الزمن إلى تقليص حجم التباين في المعلومات بين الشركة والممولين الخارجيين بالإضافة إلى أنها تعمل على بناء قدرة ائتمانية تمكنها من خفض تكلفة الاقتراض.

وهذه الدلالة يمكن احتسابها من خلال التغير في نسبة المديونية التي ترافق التقدم في عمر الشركة، فارتفاع العمر بمقدار 1% أدى إلى ارتفاع قدره 0.2% من متوسط نسبة المديونية المتوقعة.

ثانياً: اختبار الفرضية الثانية والمتعلقة بأثر نمو الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وفيما يتعلق بمتغير النمو (Growth) أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بينه وبين نسبة المديونية (LEVARAGE)، حيث إن معامل الانحدار لمتغير نمو الشركة = 0.179 وهو دالٌ إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.) = 0.000 أقل من 0.05%)، ويدل ذلك على أن ارتفاعاً مقداره نقطة واحدة في نمو الشركة يؤدي إلى ارتفاع مقداره 18% تقريباً في متوسط نسبة المديونية المتوقعة، وبالتالي فإن ذلك يدل أيضاً على وجود أهمية اقتصادية للعلاقة بين نمو الشركات ونسبة المديونية في هيكل رأسمالها.

وقد اتفقت هذه النتيجة مع نتيجة دراسة كل من (المومني وحسن، 2011)، ودراسة (الكيلاني وآخرون 2011) و (أحمد 2014) ودراسة (Abdullah, 2009)، و (Oladele and Adebayo, 2013)، ودراسة (Hijazi & Bin Tariq, 2008) فجميع الدراسات التي ذكرت أجمعت على وجود علاقة إيجابية بين النمو والمديونية.

واختلفت النتيجة مع نتيجة مع دراسة (شلاش وآخرون، 2006)، و (Chandr, 2015) والتي نتج عنهم وجود علاقة سلبية بين النمو والمديونية. إضافةً إلى دراسة (Mulle, 2015) التي خلصت إلى عدم وجود أي تأثير للنمو على هيكل رأس مال الشركة. وهذه النتيجة اتفقت مع كل من نظرية Trade-off Theory و Pecking Order Theory، وبعبارة أخرى أظهرت النتائج أن الشركات المدرجة في بورصة فلسطين التي لديها نسبة نمو مرتفعة في الأصول تميل للاقتراض أكثر من الشركات التي لديها تلك النسبة منخفضة، فارتفاع مقداره نقطة واحدة في نمو الشركة أدى إلى ارتفاع مقداره 18% في متوسط نسبة المديونية المتوقعة وهذا دليل على أن الشركات التي ننمو في الأصول تلجأ إلى الاقتراض لتمويل أصولها.

ثالثاً: نتيجة إختبار الفرضية الثالثة والمتعلقة بأثر سيولة الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وفيما يتعلق بمتغير السيولة (LIQUIDITY) أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بينها وبين نسبة المديونية (LEVERAGE)، حيث إن معامل الانحدار لمتغير السيولة المتوفرة لدى الشركة = -0.003 وهو دالٌّ إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.) = 0.047 أقل من 0.05)، وبديل ذلك على أن ارتفاعاً مقداره نقطة واحدة في السيولة المتوفرة لدى الشركة يؤدي إلى انخفاض مقداره 0.3% في متوسط نسبة المديونية المتوقعة.

وقد اتفقت الدراسة مع دراسة كل من (شلاش وآخرون 2008) ودراسة (Affandi, Ramlmi,) (2015)، حيث أجمعت هذه الدراسات على وجود علاقة إيجابية بين السيولة والمديونية، واختلفت الدراسة مع دراسة (Gharaibeh, 2015) و (Mulle, 2015)، ودراسة (الزبيدي وسلامة، 2014)، حيث خلصت إلى أنه لا يوجد أي علاقة بين السيولة وبين المديونية. تؤدي زيادة السيولة إلى انخفاض تكاليف العسر المالي، وبما أن هذه التكاليف ذات أهمية اقتصادية للشركة

فإن الشركة تلجأ إلى زيادة سيولتها تجنباً لتحمل هذه التكاليف، وبالمقابل فإن زيادة السيولة تؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة، ونظراً لسعي الإدارة زيادة سيولة الشركة للتخفيف من تكاليف العسر المالي وزيادة قدرتها على الاقتراض وسعي أصحاب الشركة للتخفيف من تكاليف الوكالة الناتج عن زيادة السيولة، يلجأ أصحاب الشركة إلى الاقتراض لوضع مزيد من الالتزامات المالية على الإدارة، ولإيجاد طرف خارجي ذي مصلحة في الرقابة على التصرفات المالية للشركة، للتخفيف من تكاليف الوكالة، لذلك من المتوقع وجود علاقة إيجابية بين السيولة ونسبة الرفع المالي (هيكل رأس المال) إلا أنه خلافاً لذلك أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية، وهذا يدعم نظرية POT التي ترى أن زيادة السيولة تمكن الشركة من استخدام هذه السيولة عند الحاجة دون الحاجة للاقتراض الخارجي، حيث أظهرت النتائج أن زيادة سيولة الشركة بواقع نقطة واحدة أدى إلى انخفاض في متوسط نسبة المديونية بواقع 0.3% .

رابعاً: اختبار الفرضية الرابعة والمتعلقة بأثر هيكل أصول الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وفيما يتعلق بمتغير هيكل أصول الشركة (ASSETS) أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بينها وبين نسبة المديونية (LEVARAGE)، حيث إن معامل الانحدار لمتغير أصول الشركة = 0.106 وهو دالٌّ إحصائياً (مستوى الدلالة (Prob.) = 0.023 أقل من 0.05)، ويدل ذلك على أن ارتفاعاً مقداره نقطة واحدة في هيكل أصول الشركة يؤدي إلى ارتفاعاً مقداره 11% تقريباً في متوسط نسبة المديونية المتوقعة.

اتفقت الدراسة مع دراسة كل من (الموماني وحسن، 2011)، ودراسة (Ramlmi, 2015) و (Gharaibeh, 2015)، ودراسة (Mulle, 2015) و دراسة (HiJazi & Bin Tareq, 2008).

واختلفت الدراسة مع كل من دراسة (عيساوي،2015)، ودراسة (Nwidobie et el,2015) ودراسة (Balcon et el,2015)، ودراسة (Nasieku,2015) ودراسة (Chandra,2015) أما دراسة (الزبيدي وسلامة، 2014) فلم توضح طبيعة علاقة هيكل رأس المال بالمدىونية.

ووفقاً للمتوقع فقد أظهرت الدراسة أن ارتفاع في قيمة أصول الشركة الثابتة والذي يعني انخفاضاً في مخاطر الشركة إضافةً إلى الخصوصية العالية المتمثلة في ارتفاع قيمة الأصول السائلة وذلك لإمكانية الاستفادة منها في الشركات الأخرى. مما يعزز القدرة الائتمانية للشركة وبتيح المجال أمامها للاقتراض وخفض تكلفة التمويل لوجود ضمانات ذات أصول ثابتة وهذه الأسباب قد تؤثر في وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية اقتصادية، فارتفاعاً قدره نقطة واحدة في قيمة الأصول الثابتة أدى إلى زيادة قدرها 11% في متوسط نسبة المدىونية.

خامساً: اختبار الفرضية الخامسة والمتعلقة بأثر ربحية الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وفي العلاقة بين المدىونية والربحية فقد دعمت النتيجة نظرية POT حيث أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية، إلا أنها غير ذات دلالة إحصائية بين الربحية و المدىونية في هيكل رأس المال بحيث أن الشركات ذات الربحية المرتفعة تميل إلى تمويل أنشطتها من مصادر التمويل الداخلي و في حال الحاجة تلجأ إلى الاقتراض الخارجي.

وقد اتفقت الدراسة مع دراسة كل من دراسة (الطيبشات،2007)، و(دراسة عباد، منير، 2004) و(دراسة أحمد، رحمة، 2014)، و(دراسة شلاش، وآخرون،2008)، ودراسة (Abdullah,2009)، و(دراسة Chandra,2015)، ودراسة (Hijazi & Bin Tariq,2008)، ودراسة (Ramlmi and Affandi ,2015) ودراسة (Nwidobie and Others,2015)

حيث أجمعت هذه الدراسات على وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة ومديونيتها.

وقد اختلفت الدراسة مع دراسة (ناصر والبدران، 2014) و (Mulle,2015) ومن جهة أخرى اختلفت الدراسة مع دراسة كل من (Gharaibeh ,2015)، و (2015, Oladele and adeabayo)، و (Tabitha Nasieku,2015)، و (الموماني وحسن 2011)، حيث توصلت لوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة ومديونيتها.

ويمكن تفسير عدم وجود دلالة إحصائية إلى أن أرباح الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ليست كافية بشكل تام لتفي بأغراض التمويل بحيث تلجأ بعض الشركات بين فترة وأخرى إلى عملية التمويل الخارجي لتخفيض من كلفة التمويل رغم ارتفاع مستويات المخاطرة وحالة عدم الاستقرار السياسي.

سادساً: إختبار الفرضية السادسة والمتعلقة بأثر مخاطرة الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وفي العلاقة بين المديونية والمخاطرة، فقد أظهرت الدراسة علاقة سلبية إلا أنها غير ذات دلالة، فكلما زادت مخاطر الشركة كلما انخفضت نسبة المديونية. فارتفاع مستويات المخاطرة لا بد أن يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل بالدين (الاقتراض)، والميل نحو التمويل بحق الملكية عن طريق إصدار أسهم جديدة أو عن طريق استخدام الأرباح المحتجزة في عملية التمويل (عدم توزيع الأرباح).

وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (الزيدي وسلامة، 2014)، حيث نتج عنها أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة والمديونية، وكانت الدراسة الوحيدة من الدراسات السابقة التي اختبرت أثر هذا المتغير على المديونية.

وفي تفسير هذه فالأمر يعزى إلى أن بورصة فلسطين تعيش في محيط من عدم الاستقرار السياسي مما أثر بشكل كبير على تباين أسعار وعوائد الأسهم بين الفينة والأخرى، وليس لعوامل الأداء الداخلي والتوسع في الشركات.

سابعاً: نتيجة اختبار الفرضية السابعة والمتعلقة بأثر حجم الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وفي العلاقة بين المديونية و حجم الشركة فقد أظهرت النتائج وعلى غير المتوقع علاقة عكسية بين المديونية وحجم الشركة، إلا أنها غير ذات دلالة إحصائية، فالأصل في العلاقة أن حجم الشركة يعدّ مؤشراً لاحتمالية الفشل فينظر للشركات الكبيرة على أنها أقل احتمالاً للفشل من الشركات الصغيرة، وهذه النتيجة أكدت مخالفة لنظرية TOT.

لم تتفق نتيجة الدراسة مع أي من دراسة من الدراسات السابقة، حيث اختلفت مع جميع الدراسات التي اختبرت أثر حجم الشركة على مديونيتها، إلا أن نتائج الدراسات السابقة اختلفت فيما بينها على طبيعة أثر حجم الشركة على مديونيتها فبعض الدراسات لخصت إلى أن للسيولة أثراً إيجابياً ذو دلالة إحصائية على المديونية مثل دراسة (بشير، 2012)، و (Mulle,2015) ودراسة (Hijazi & Bin Tariq,2008)، و (Gharaibe,2015) ودراسة (Ramlmi & Affandi)، ودراسة (الطيبشات،2007)، ومن جهة أخرى فهناك دراسات أظهرت أن للحجم أثراً سلبياً ذا دلالة إحصائية على المديونية، مثل دراسة شلاش وآخرين 2008، ودراسة عيساوي 2015، ودراسة Hijazi & Bin Tariq,2008 ودراسة Abdullah,2009 ، ودراسة Chandra,2015، ودراسة Baloch and Others,2015.

و ترى الباحثة أن هذه النتيجة غير المتوقعة تعزى إلى أن الشركات الكبيرة المدرجة في بورصة فلسطين مقارنة مع الأصغر لديها من مصادر الأموال الداخلية التي تكفيها لتمويل توسعها إلى

جانبا أن عوائدها في ارتفاع ولا تخشى أي نوع من المنافسة مما جعلها تميل إلى صورة المحتكر في السوق. بحيث لا ترغب في إضافة مخاطر جديدة إليها إلى جانب المخاطر السياسية المحيطة بها.

5.3 التوصيات

- ✓ توصي الدراسة الشركات المقرضة بأن تستعد لزيادة حجم الطلب على أموالهم كلما زاد عمر و نمو الشركات المدرجة في بورصة فلسطين .
- ✓ الشركات التي لديها نسبة أصول ثابتة عالية يمكنها زيادة الرفع المالي دون خوف ، وذلك لكون هذه الأصول تعتبر كضمانات إضافية للديون.
- ✓ الشركات التي لديها سيولة عالية تلجأ إلى التمويل الداخلي فتلك إشارة إلى الشركات المقرضة أن في حال زيادة سيولة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين سوف يقل حجم الطلب على أموالهم.
- ✓ ضرورة قيام الشركات الأخذ بعين الاعتبار جميع العوامل التي أثبتت الدراسات أن لها تأثيراً على قرار استخدام الدين لتحديد هيكل رأس المال الأمثل.
- ✓ توصي الدراسة أن يتم توسيع المتغيرات بحيث تشمل الدراسة متغيرات أخرى لم تتضمنها الدراسة هذه ، مثل الوفر الضريبي والضرائب .وإعادة النظر في المؤشرات التي تم استخدامها لقياس المتغيرات، ولإسما المتغيرات التي لم تكن لها دلالة إحصائية.
- ✓ إعادة إجراء الدراسة على مجتمع آخر مثل الشركات الخاصة -إذا توفرت المعلومات- لمساعدة تلك الشركات على اختيار هيكل رأس مال أفضل.
- ✓ كما توصي الدراسة بقيام الشركات بإعادة النظر في سياستها المالية، والاستفادة من نتائج هذه الدراسة للوصول إلى أفضل أداء.

✓ أخذ الشركات النظريات المفسرة لهيكل التمويل بعين الاعتبار وخاصةً نظرية تسلسل مصادر التمويل (Pecking Order Theory). حيث توصي الدراسة الشركات -محلّ الدراسة- في ترتيب احتياجاتها المالية حسب فرضية (POT) حيث الملجأ الأول للشركات في حال الاحتياجات للشركات سيكون الأرباح المحتجزة.

■ المصادر المراجع

❖ المصادر و المراجع العربية

1. ابن درويش، عدنان، 2007، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية.
2. أحمد، رحمة، 2011، أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل الهيكل المالي الأمثل في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة، 2001 – 2012
3. الأنصاري، أسامة، 1995، الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، القاهرة ص 375 .
4. بشير، مودة، 2012، محددات هيكل رأس المال في الشركات السودانية دراسة حالة شركة سكر النيل الأبيض، قسم المحاسبة والإدارة المالية، قسم العلوم المالية، جامعة الخرطوم، السودان.
5. تيم، فايز، 2011، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 340
6. دعاس، مصعب، 2011، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال "دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين (2007-2010)، شهادة ماجستير، جامعة الجزائر.
7. رمضان، والعقدة، 2009، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية "دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني " للفترة (2006-2002)، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن.

8. الزبيدي، وسلامة، 2014، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السّوق المالية السّعودية (2003-2007)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد 1، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.

9. شلاش، وآخرون، 2006، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.

10. طبيشات، فيصل، 2007، هيكل رأس المال على أداء الشركات وفرص النمو، دراسة تطبيقية على الأردن، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن

11. عباد، منير، 2004، أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، عمان، الأردن

12. عبد الوهاب، دادن، 2006، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.

13. عيساوي، سهام، 2015، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية سوناطراك المديرية الجمهورية حوض الحمراء للفترة (2003_2014)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.

14. قباجة، عدنان، 2008، أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة دكتوراه جامعة عمان العربية، الأردن.

15. القضاة، 2015، أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركة المساهمة العامة الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد العلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

16. الكيلاني وآخرون، 2011، العوامل المؤثرة على استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة (2000-2009).

17. محمد، شعبان، 2007، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال خلال الفترة (2004-2007)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، مجلة الباحث (4)، علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر.

18. مدفوني، فيروز، 2011، أثر هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة غير منشورة، جامعة اليرموك، عمان، الأردن.

19. المومني، وحسن، 2011، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2

20. النوري، وسلمان، 2013، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق.

❖ المصادر والمراجع الأجنبية

1. **Abdullah,2009** , An empirical investigation of the Pecking Order Theory
2. **Abor, 2005**, The African Economic Research Consortium. . The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana.
3. **Alipour Mohammad , Mohammadi , F,S , Mir Derakhshan, Hojjatollah , 2015**,"Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran", International Journal of Law and Management, Vol. 57 Iss 1 pp. 53 – 83
4. **Alotaibi, Adam, 2003** :The Iimpact of Organization Justice Employee Direction,Arab Journal Of Administrative Science ,Kuwait Univercity ,p363
5. **Baloch and Others,2015** , Impact of Firm Size, Asset Tangibility and Retained Earnings on Financial Leverage: Evidence from Auto Sector, Pakistan. Abasyn Journal of Social Sciences. Vol: 8 Issue: 1.
6. **Baltaji , badi H, 2000**, Econometric analysis of panel data". 2nd Edition, New York: John Wiley & Sons
7. **Baltaji , badi H, 2000**, Econometric analysis of panel data". 2nd Edition, New York: John Wiley & Sons
8. **Bauer , P. 2004**, Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic, Czech Journal of Economics and Finance,, vol. 54, issue 1-2, pages 2-
9. **Berk, A. 2005** ."Drivers of Leverage in Slovenian Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases.", Working Paper No. 172, University of Ljubljana ,Faculty of Economics. Available on : <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?id=1013085>.
10. **Berle, A. & Means, G. 1932**. The Modern Corporation & private property. New York. Macmillan.

- 11. Bradley, M, G. A. Jarrel and E. Han Kim. 1984.** On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence . The Journal of Finance, 39: 857–80.
- 12. Brailsford, T.J.Oliver, B.R.& Pua, S.L.H. 2000.** Theory and Evidence on the relationship between Ownership Structure and Capital Structure.Australian National University.Available on <http://ssrn.com>.
- 13. Brealey, Richard and Stuart Myers., 2000,** Principles of Corporate Finance", McGraw-Hill, 6th Ed.
- 14. Cassar, G. and S. Holmes. 2003.** Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence". Journal of Accounting and Finance, 43: 123–47.
- 15. Chandra , 2015 ,** The Determinants of the Capital Structure : Empirical Evidence from Indonesian Stock Exchange Companies" revista kasmera Vol. .available on http://works.bepress.com/teddy_chandra/6/
- 16. Eisenhardt, K.M. 1989.** Agency Theory: An Assessment & Review. The Academy Of Management Review.14(1): 57-74.
- 17. Gharaibeh, A.M , 2015.** The Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Listed Companies in Bahrain Bourse. Journal of Finance and Accounting.3 (3),50- 12.
- 18. Handoo & Kapil, 2014 ,** A study on determinants of capital structure in India, IIMB management review, Volume 26, Issue 3, September 2014, Pages 170-18.
- 19. Hsiao, C , 2012.** Analysis of panel data.Cambridge University Press. Cambrige. Hommel , U. & Fabich, M. & Schenllenberg, E. & Firnkorn, L. 2012. The strategic CFO: Creating Value In A Dynamic Market Environment.Germany.P 149. Published in [http:// googlebooks.com](http://googlebooks.com)
- 20. Jensen & Meckling , 1976,** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Harvard Business School.

21. **Jong, A., Kabir, R. and Nguyen, T. 2007**, Capital Structure Around the World: The Roles of Firm and Country Specific Determinants. Erasmus Research Institute of management. Journal of Banking & Finance ,Volume 32, Issue 9, September 2008, Pages 1954-1969
22. **Modigliani, F., Miller, M. 1958** ,The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. American Economic Review 48, 655-669.
23. **Muller, Sven, 2015**, Determinants of capital structure: Evidence from the German market , University of Twente , Enschede, The Netherlands.
24. **Myers, S. C., & N. Majluf, 1984**, Corporate financing & Investment decisions when firms have information that Investors do not have. Journal of Financial Economics (vol. 13): pp187-221
25. **Niu, Oiaoyan, 2008** . Theoretical and Practical Review of Capital Structure and its Determinants. Accounting Department, Shandong Economic University, Jinan 250014, China, International Journal of Business and Management.
26. **Nwidobie and Others, 2015** , International Journal of Innovation and Applied Studies ISSN 2028-9324 Vol. 3 No. 4 Aug. 2013, pp. 999-1005.
27. **Oladele and Adebayo, 2013** , Determinants of Capital Structure in Nigeria, International Journal of Innovation and Applied Studies ISSN 2028-9324 Vol. 3 No. 4 Aug. 2013, pp. 999-1005.
28. **Rajan, R.G. and L. Zingales, 1995**. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. Journal of Finance, 50, 1421-1460.
29. **Ramlmi & Affandm, 2015**, Determinants of Capital Structure of Industrial Product Sector in Malaysia , Journal of basic and Applied scientific research, faculty of Business Management Universiti Teknologi MARA, Dungun, Terengganu, Malaysia.
30. **Ross. S. 1977**, The determination of financial structure: the incentive signaling approach. Bell Journal of Economics (vol. 8); pp23-40.

31. Tabitha, Nasieku, 2015, CAPITAL STRUCTURE

32. Titma, S. and R. Wessels, 1988. The determinants of capital structure choice. Journal of Finance, 43, 1-19

المواقع الإلكترونية

1. موقع بورصة فلسطين www.pex.ps

2. موقع سلطة النقد <http://www.pma.ps/ar-eg/home.aspx>

3. http://works.bepress.com/teddy_chandra/6/

ملحق رقم (1) شركات عينة الدراسة

الرقم	القطاع	الشركة
1.	الصناعي	1. العربية لصناعة الدهانات 2. القدس للمستحضرات الطبية 3. بيرزيت للأدوية 4. سجاير القدس 5. مطاحن القمح الذهبي 6. دواجن فلسطين
2.	الخدمات	1. المؤسسة العقارية العربية 2. الاتصالات الفلسطينية 3. المؤسسة العربية للفنادق 4. العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
3.	الاستثمار	1. فلسطين للاستثمار العقاري 2. فلسطين للاستثمار الصناعي 3. فلسطين للتنمية والاستثمار.

<p>1. المجموعة الأهلية للتأمين</p> <p>2. التأمين الوطنية</p>	<p>التأمين</p>	<p>.4</p>
<p>1. البنك الإسلامي العربي</p> <p>2. بنك فلسطين</p> <p>3. بنك القدس</p>	<p>البنوك</p>	<p>.5</p>
<p>18</p>	<p>المجموع</p>	

ملحق رقم (2) الوسط الحسابي للمتغيرات المستقلة للشركات للفترة من 2005-2014

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنة المتغير
0.407026	0.429717	0.460947	0.458417	0.425346	0.381728	0.397422	0.411505	0.368699	0.386026	المدىونية
0.026387	0.024855	0.026999	0.028269	0.048952	0.055734	0.048987	0.39029	0.298695	0.107998	الربحية
1.48353	1.605563	1.497421	2.070244	1.857812	5.450049	1.472259	2.526408	3.431512	3.266426	السيولة
0.471764	0.491526	0.483329	0.478092	0.784738	0.510086	0.493706	0.4837	0.457277	0.449206	لموسية
21.81467	17.95914	17.79856	17.84028	17.78595	17.61763	17.53244	17.44082	17.30618	17.14402	الحجم
3.131212	3.083699	3.048941	2.980563	2.924241	2.864157	2.799733	2.730241	3.462161	2.571979	العمر (سنة)
0.008611	0.062627	0.067165	0.05735	0.19454	0.099579	0.103506	0.140774	0.222849	0.39569	النمو
0.023346	0.091527	0.024564	0.224874	0.024589	0.033663	0.049344	0.049283	0.031993	0.032662	المخاطرة

ملحق رقم (3) مقارنة نتائج الدراسة الحالية بنتائج الدراسات السابقة

مجتمع الدراسة المتغير المستقل	شركات فلسطين	شركات شرق أفريقيا	شركات ماليزيا	شركات نيجيريا (غير المالية)	شركات قطاع الصناعة والخدمات الكويت	شركات أندونيسيا	شركات ألمانيا (نيجيريا)	شركات مساهمة عامة الكويت	شركات حوض الحمراء	شركات العراق	شركات السعودية	شركات السودان	شركات الأردنية قطاع الخدمات	الشركات الصناعية الأردنية (2009-2000)	الشركات مساهمة عامة في الاردن (1997 - 2001)
العمر	+				√				√					x	
النمو	+					x	x	√	√				√	√	x
السيولة	-		√		x		x				x				√
هيكل الأصول	+	x	√	x	√	x	√		x				√		
الربحية	-	x	√	√	x	√	x	√	x	x			x		√
المخاطرة	-										√				
الحجم	-		√			x	x		√	x		x			√

+ : تعني وجود علاقة إيجابية بين المتغير المستقل و هيكل رأس المال في الدراسة الحالية.

- : تعني وجود علاقة سلبية بين المتغير المستقل و هيكل رأس المال في الدراسة الحالية.

√: تعني موافقة الدراسة المذكورة مع الدراسة الحالية.

x: تعني مخالفة الدراسة المذكورة للدراسة الحالية.

*ملاحظة: ربحية الشركة وحجم الشركة و المخاطرة متغيرات ليس لها تأثير ذات دلالة إحصائية على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين لكن تم مقارنة إشارتها فقط.

