

أثر كل من طبيعة النشاط وحجم الاستثمارات المالية على الهيكل التمويلي والقيمة السوقية: دليل من فلسطين. ”دراسة من منظور نظرية المفاضلة ونظرية تسلسل مصادر التمويل“

جميل حسن النجار

أستاذ دكتور- المحاسبة المالية، جامعة القدس المفتوحة، فرع شمال غزة، كلية العلوم الإدارية والاقتصادية، قسم المحاسبة.

* بريد إلكتروني: jamnajjar10@hotmail.com

الملخص

تهدف هذه الدراسة بيان مدى تأثير كل من طبيعة النشاط وحجم الاستثمارات في الشركات الزميلة أو التابعة على الهيكل التمويلي والقيمة السوقية لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وقد تم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من (22) شركة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2018م، ولتحقيق أهداف الدراسة، تم استخدام الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة في ظل وجود كل من نسبة السيولة السريعة ونسبة توزيعات الأرباح كمتغيرات ضابطة للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير لحجم الاستثمار في الشركات التابعة أو الزميلة على الهيكل التمويلي والقيمة السوقية لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وأن هناك تأثير لطبيعة عمل الشركة والقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه على الهيكل التمويلي والقيمة السوقية لدى الشركات ضمن عينة الدراسة.

الكلمات المفتاحية

الاستثمارات المالية، الشركات التابعة، الهيكل التمويلي، القيمة السوقية، نظرية الوكالة، نظرية تسلسل مصادر التمويل.

The Effect of Both the Nature of the Activity and the Size of Financial Investments on the Financial Structure and Market Value: Evidence From Palestine. “A Study From The perspective of Trade-off and Pecking-Order Theories”

Jameel Hassan Alnajjar

Prof.DR., Financial Accounting , Alquds Open University, North Gaza Branch Faculty of Administrative and Economic Sciences, Department of Accounting.

Email: jamnajjar10@hotmail.com

Abstract

This study aims at showing the extent to which the nature of the activity and the volume of investments in associates or subsidiaries affect the financing structure and the market value of public joint stock companies listed on the Palestine Exchange. The study was applied on a sample of (22) Palestinian corporation listed at Palestinian Security Exchange during the period 2008-2018. In order to achieve the study objectives, simple and multiple regression analysis were used to test the effect of independent variables on dependent variables in the presence of both quick liquidity ratio and dividends ratio as controlling variables for the relationship between independent and dependent variables. The results of the study showed that there is an effect of volume of investment in subsidiary or associate companies on the financial structure and market value of public joint stock companies listed on the Palestine Exchange. It also showed that there is an impact on the nature of the company's work and the economic sector it belongs to, on the financial structure and market value of companies within the study sample.

Key words

Financial Investments, Subsidiaries, Financial structure, Market value, Trade-off theory, Pecking-Order Theory

مقدمة:

تأثير طبيعة النشاط الذي تمارسه منشآت الأعمال والاستثمارات المالية في الشركات الزميلة أو التابعة على بناء هيكلها المالي وقيمتها السوقية وذلك في ظل كل من نظرية المفاضلة ونظرية تسلسل مصادر التمويل.

مشكلة الدراسة

يعد القرار الاستثماري بالنسبة لإدارة الشركات المساهمة العامة من القرارات الاستراتيجية والتي من خلالها يتم التعرف إلى طرق توظيف الأموال وحجم المخاطرة التي تتعرض لها تلك الاستثمارات. وتهتم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بتنوع استثماراتها المالية من خلال تخصيص جزء من استثماراتها المالية في أسهم شركات محلية أخرى، وقد تصل نسبة تلك الاستثمارات إلى حد السيطرة وهي الحالة التي تتجاوز نسبة الملكية 50% من حقوق ملكية الشركة المستثمر بها، وقد تصل نسبة الملكية إلى حد التأثير الهام، وهي النسبة التي تتراوح ما بين 20% وأقل من 50% من حقوق ملكية الشركة المستثمر بها. ويختلف السلوك التمويلي المتبع من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين وذلك باختلاف القطاع الاستثماري الذي تنتمي إليه تلك الشركات. (النجار، 2013) وتأتي هذه الدراسة بهدف اختبار مدى تأثير طبيعة النشاط الذي تمارسه منشآت الأعمال والاستثمارات المالية في الشركات الزميلة أو التابعة على الهيكل التمويلي والقيمة السوقية في ظل كل من نظرية المفاضلة ونظرية تسلسل مصادر التمويل.

تتمثل مشكلة الدراسة في الإجابة عن التساؤلات التالية:**التساؤل الرئيس الأول**

ما مدى تأثير طبيعة النشاط على الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

التساؤل الرئيس الثاني

ما مدى تأثير حجم الاستثمار في الشركات الزميلة والتابعة على الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

التساؤل الرئيس الثالث

ما مدى تأثير طبيعة النشاط على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

التساؤل الرئيس الرابع

ما مدى تأثير حجم الاستثمار في الشركات الزميلة والتابعة على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

أهمية الدراسة:**الأهمية العلمية**

تعتمد هذه الدراسة على نظرية الوكالة من حيث تشخيص طبيعة المتغيرات أو تحليل وربط متغيرات الدراسة، كما تنبع أهمية هذه الدراسة كونها تحاول الربط بين حجم الاستثمار في

يعد كل من القرار الاستثماري والقرار التمويلي من القرارات الهامة التي تواجه الإدارة المالية داخل منشآت الأعمال والتي تتطلب من الإدارة اتباع أسس علمية حكيمة عند اتخاذ تلك القرارات نظراً للآثار المالية المتوقعة كتبعيات لتلك القرارات على الأداء المالي والقيمة السوقية للمنشأة، وبالتالي فإن القرارات الاستثمارية السليمة وطرق توظيف تلك الاستثمارات ومن ثم اختيار البديل التمويلي المناسب تعد من أهم العوامل المؤثرة على الأداء المالي لمنشآت الأعمال.

إن تعدد مصادر التمويل يمنح منشآت الأعمال فرصة الاختيار بين بدائل تمويلية متنوعة، ويعد الافتراض من أهم تلك البدائل بسبب الميزة الضريبية للاقتراض، إلا أن زيادة الاعتماد على الاقتراض يؤدي إلى زيادة المخاطرة، من هنا ظهر العديد من نظريات التمويل التي تحاول تفسير السلوك التمويلي لمنشآت الأعمال، ومن تلك النظريات، النظرية التي وضعها (Modigliani and Miller, 1958)، والتي تنص على أن الهيكل التمويلي ليس له تأثير على قيمة المنشأة في ظل وجود مجموعة من الافتراضات، منها: توفر سوق مالي، وعدم وجود أي ضرائب أو تكاليف للتداول، وعدم وجود تكاليف للتمويل، ولا يوجد أيضاً تكاليف للوكالة. وبعد صدور هذه الدراسة توالت الدراسات اللاحقة وقد قامت غالبية الدراسات اللاحقة على افتراضات معاكسة، فقد افترضت وجود تكاليف للوكالة، ووجود تكاليف للإفلاس، وتكاليف للتمويل، وقد توصلت تلك الدراسات في النهاية إلى نظريتين أساسيتين لتفسير السلوك التمويلي، الأولى نظرية المفاضلة، والثانية نظرية تسلسل مصادر التمويل، وتقوم هاتان النظريتان على أن تحديد الهيكل التمويلي الأمثل يتم في ظل عدم افتراض كفاءة ومثالية السوق المالي، وتعتمد نظرية المفاضلة في تشكيل الهيكل التمويلي على عملية المفاضلة بين المزايا الضريبية للاقتراض، وبين تكاليف هذا الدين والمتمثلة في تكاليف الإفلاس، وتكاليف الوكالة، أما نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل فتقوم على فكرة عدم تناظر المعلومات بين حملة الأسهم والإدارة، وتعد هذه النظرية أن الهيكل التمويلي للشركة يعد مؤشراً يستدل منه المستثمرون على أدائها في المستقبل المنظور، حيث ينظر المستثمرون للتمويل بالدين على أنه دليل واضح على أن الشركة تتوقع عوائد مستقبلية عالية وبدرجة ثقة مرتفعة، وبالأستناد إلى فكرة عدم تناظر المعلومات فقد ظهرت نظرية التسلسل الهرمي للتمويل، حيث يتم ترتيب مصادر التمويل المتاحة أمام الشركة حيث يتم اللجوء إلى التمويل الذاتي أولاً والمتمثل في الأرباح المحتجزة، ومن ثم التوجه للتمويل بالدين، وأخيراً كملاد أخير يتم اللجوء إلى إصدار الأسهم العادية (قباجة، 2017).

وقد أجريت دراسات عدة اعتمدت النماذج الكمية من أجل تحديد أهم المتغيرات التي تحدد التركيبة المثلى للهيكل التمويلي وبالشكل الذي يعظم من الأداء المالي والقيمة السوقية، ومنها النموذج الذي قدمه (Jone et al, 2007) والتي حددت هيكل الأصول والربحية والسيولة والمخاطرة كعوامل مؤثرة على تركيبة الهيكل التمويلي لمنشآت الأعمال.

بناء على ما تقدم قام الباحث بهذه الدراسة بهدف اختبار مدى

H.1: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (%) لطبيعة النشاط على الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

H.2: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لحجم الاستثمار في الشركات الزميلة والتابعة على الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

H.3: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لطبيعة النشاط على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

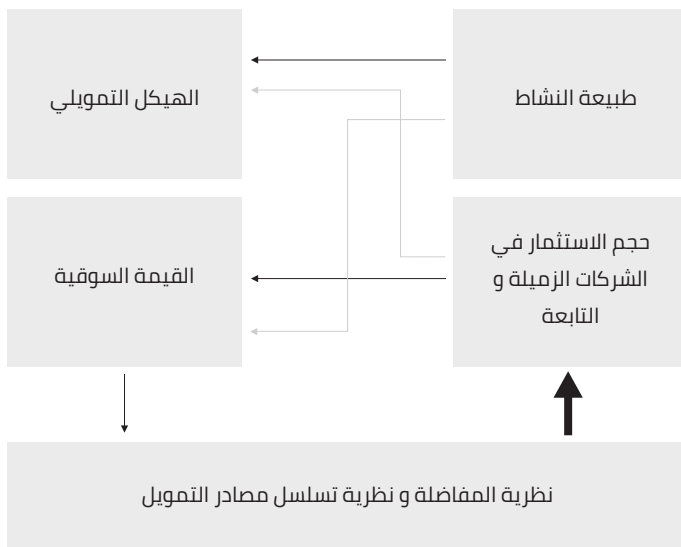
H.4: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لحجم الاستثمار في الشركات الزميلة والتابعة على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

متغيرات الدراسة

جدول رقم (1): متغيرات الدراسة وطريقة احتسابها

| تعريفه | المتغير المستقل |
|---|---|
| طبيعة النشاط | المتغير المستقل (X1) |
| حجم الاستثمار في الشركات الزميلة والتابعة | المتغير المستقل (X2) |
| المتغير التابع | |
| الهيكل التمويلي (نسبة الديون) قصيرة + طويلة الأجل | Y1 |
| القيمة السوقية | Y2 |
| المتغيرات الضابطة | |
| نسبة السيولة السريعة | الأصول المتداولة - المخزون ÷ الالتزامات المتداولة |
| نسبة توزيعات الارباح | الأرباح الموزعة ÷ صافي الربح بعد الضريبة |

نموذج الدراسة



الشركات الزميلة أو التابعة وتركيبه وحجم الهيكل التمويلي، وكذلك من خلال هذه الدراسة سيتم إيضاح طبيعة تأثير نشاط الشركة على الهيكل التمويلي. وسيتم أيضاً إيضاح تأثير كل من طبيعة عمل الشركة وحجم الاستثمارات المالية في الشركات الزميلة أو الشركات التابعة على القيمة السوقية.

الأهمية التطبيقية:

تتمثل الأهمية التطبيقية لهذه الدراسة في التالي:

1. يمكن لنتائج هذه الدراسة أن تساعد طوائف متعددة في اتخاذ القرارات، منهم: متخذو القرارات الاستثمارية، وإدارات الشركات الفلسطينية مما يزيد من فعالية اتخاذ القرارات الاستثمارية.

2. يمكن لنتائج هذه الدراسة أن يستفاد منها من قبل كل من الإدارة والملاك بهدف تقليص تكاليف الوكالة.

3. يتوقع لنتائج هذه الدراسة، توفير بعض الدلالات والمؤشرات لبعض الأطراف، قد تساهم في مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم، منهم مديرو الشركات، والمساهمون والمحللون الماليون.

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. اختبار أثر طبيعة النشاط على حجم وتركيبه الهيكل التمويلي لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

2. بيان مدى تأثير حجم الاستثمارات في الشركات الزميلة أو التابعة على حجم وتركيبه الهيكل التمويلي لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

3. اختبار أثر طبيعة النشاط على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

4. اختبار أثر حجم الاستثمارات في الشركات الزميلة أو التابعة على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

5. الخروج ببعض التوصيات ذات العلاقة والتي يمكن الاستفادة منها من قبل المستثمرين والجهات ذات العلاقة.

6. فتح المجال أمام الدراسات والأبحاث الأخرى وذلك لقلّة الدراسات في هذا المجال على المستوى المحلي في فلسطين.

فرضيات الدراسة

تختبر الدراسة الفرضية التالية:

الإطار النظري

الاستثمار في الشركات التابعة والهيكل التمويلي

يمكن التعرف إلى القرارات الاستثمارية داخل منشآت الأعمال من خلال التعرف إلى هيكل الاستثمارات وطريقة تخصيص تلك الاستثمارات، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال عرض الأصول في قائمة المركز المالي بالإضافة إلى الملاحظات التفصيلية الملحقة بتلك البيانات، حيث تظهر قائمة المركز المالي كافة الأصول الثابتة والمتداولة. وتلعب الفرص الاستثمارية وطبيعتها دوراً هاماً في تمويل منشآت الأعمال، كما أنها تتأثر بالطريقة التي ينظر إليها من قبل الملاك والمديرين، وذوي المصالح، ويكون القرار النهائي بخصوص قبول أو رفض الفرص الاستثمارية بناء على تقديرات الإدارة (Kallapur and Trombley, 2001).

وقد جرى العرف المحاسبي على إدراج الاستثمارات المالية في الشركات التابعة في بند مستقل ضمن أصول المشروع بسبب أهمية تلك الاستثمارات ودلالاتها المالية. فوفقاً لمعيار المحاسبة الدولي رقم (28) تعد الشركة زميلة عندما تكون حصة الاستثمار تتراوح ما بين 20% وأقل من 50% من حقوق ملكية الشركة المستثمر بها، وبالتالي تكون الشركة المستثمرة لها تأثير هام، ولها القدرة على التأثير في السياسات المالية والتشغيلية للشركة المستثمر بها (معيار المحاسبة الدولي رقم 27).

وقد حدد معيار المحاسبة الدولي رقم (27) والخاص بالبيانات المالية الموحدة والمحاسبة عن الاستثمارات في الشركات التابعة، المعلومات التي يجب على الشركة المستثمرة الإفصاح عنها في قوائمها المالية، حيث أوجبت المادة (26) من ذلك المعيار الإفصاح عن بيانات تفصيلية خاصة بالشركة الزميلة ومن أهمها الإفصاح عن أسماء الشركات المستثمر بها، ونسبة حق التصويت إذا كانت مختلفة عن نسبة التملك، ووصف للطريقة المستخدمة للمعالجة على الاستثمارات (مطر وأبو حشيش، 2007).

دلالة حجم الشركة والقطاع الاستثماري

هناك دراسات عدة تناولت أثر حجم الشركة على كل من الهيكل التمويلي أو القيمة السوقية، وتلك الدراسات اعتمدت مناهج علمية متنوعة، فهناك دراسات اعتمدت على بيانات كمية منشورة، ودراسات أخرى اعتمدت على بيانات وصفية، وقد أظهرت نتائج الدراسات التي تعتمد على بيانات كمية علاقة إيجابية بين حجم الشركة والهيكل التمويلي، وقد استنتجت تلك الدراسات أن نظرية المفاضلة هي النظرية الملائمة لتكوين الهيكل التمويلي. (Daskalakis and Psillaki, 2008; Heyman et al., 2008).

وتشير بعض الدراسات (Jong & Nguyen, 2007) إلى وجود علاقة بين حجم الشركة والهيكل التمويلي، حيث يعد حجم الشركة بدليلاً عكسياً لاحتمالية الإفلاس، وذلك بسبب ضخامة حجم الأصول، وبالتالي فإن الشركات التي تتميز بضخامة حجم الأصول يمكن أن تستخدم الدين في التمويل بشكل أكبر من الشركات التي تتميز بصغر حجم الأصول، وذلك بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات.

في المقابل فإن الدراسات التي اعتمدت على بيانات وصفية توصلت إلى أن المديرين الماليين يأخذون بعين الاعتبار عامل المرونة والتصنيف الائتماني عند إصدار السندات، ومن ناحية أخرى يؤخذ تأثير عامل الاطفاء وأثر زيادة في الأسعار عند إصدار الأسهم والسندات، وبالتالي تم الاستنتاج أن كل من نظرية تسلسل مصادر التمويل، ونظرية المفاضلة هي النظريات الملائمة لبناء الهيكل التمويلي (Bancel and Mitto, 2004).

وقد أجري العديد من الدراسات على الشركات التي تعمل في نفس القطاع الاستثماري، فلم تتوصل تلك الدراسات إلى تفسير منطقي وسليم لسبب اختلاف تركيبة الهيكل التمويلي للشركات في نفس القطاع الاستثماري.

وعند الحديث عن تأثير القطاع الاستثماري فهذا يشمل التماثل والتشابه في خصائص العمل داخل القطاع الاستثماري الواحد، ويتضمن ذلك تماثل كل من: رأس المال، طريقة العمل، وسيط الصناعة، هيكل تكلفة المنتج... الخ (Macky & Phillips 2005).

وقد استخدم (Fries and Perraudin, 1997) نموذجاً أطلق عليه مصطلح "المطالبات المشروطة" لتحليل الهيكل التمويلي المثالي، في ظل توازن المنافسة داخل القطاع الصناعي، وقد تضمن ذلك تضارب المصالح بين حملة الأسهم وحملة السندات والميزة الضريبية للاقتراض، وقد تم التوصل إلى أن الشركات تقوم بالمفاضلة بين المزايا الضريبية للاقتراض وتكاليف الوكالة.

ووفقاً لـ (Maksimovic and Zechner, 1991)، فإن الموقع الذي تحتله الشركة داخل القطاع الصناعي يشير إلى التكنولوجيا التي تستحوذ عليها الشركة مقارنة بباقي الشركات داخل القطاع الاستثماري، وبالتالي فإن القرارات الحاسمة داخل القطاع الصناعي تكون مترابطة وأن عدم تجانس القرارات تكون نتيجة حتمية لتحقيق التوازن.

الهيكل التمويلي والقيمة السوقية من منظور نظرية المفاضلة ونظرية تسلسل مصادر التمويل.

يشير مصطلح الهيكل التمويلي إلى مدى استخدام منشآت الأعمال لكل مصدر من مصادر التمويل، وأحياناً يتم استخدام مفهوم آخر وهو هيكل رأس المال، الذي يتمثل بعناصر التمويل الدائم للمنشأة، والذي يتضمن حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل. ويعتبر قرار التمويل عن طريق الدين أو بواسطة حقوق الملكية من القرارات الاستراتيجية لمديري المنشآت (Velnampy and Nires, 2012)، ويؤثر القرار التمويلي على عائد المساهمين والمخاطرة، وبالتالي يمكن أن تتأثر القيمة السوقية للأسهم المتداولة بمكونات الهيكل التمويلي، وهذا يتطلب من الإدارة التخطيط المسبق قبل اتخاذ قرار بآلية تمويل الاستثمارات (Pen-dy, 2010). وتهدف منشآت الأعمال التوصل إلى الهيكل التمويلي الأمثل بهدف تقليل تكلفة التمويل وزيادة القيمة السوقية للأسهم المتداولة، لذا فهي تسعى إلى إجراء مزيج بين أموال الملكية وأموال الديون، لأن استخدام مصدر واحد للتمويل يؤدي إلى هيكل رأس مال غير ملائم، ومن مؤشرات عدم ملائمة الهيكل التمويلي هو عدم تأثيره على القيمة السوقية للمشروع

(النجار, 2013).

وتفضل الديون الآمنة على الديون المحفوفة بالمخاطر، وفي النهاية يتم التوجه لإصدار الأسهم العادية كملاد آخر (Myers & Majluf, 1984) و بالتالي فان هذه النظرية تقود إلى وجود علاقة سلبية بين الربحية والرفع المالي، وذلك بالاستناد إلى حقيقة أن المنشآت التي تحقق معدلات ربحية عالية، تعمل على استخدام تلك الأرباح في تمويل استثماراتها لأنها تعد أقل مصادر التمويل تكلفة، وبالتالي تصبح المنشآت الأكثر ربحية أقل استخداماً لأموال الدين في التمويل. (Bereznicka & Cloek, 2018)، وتفضل منشآت الأعمال الاستناد إلى نظرية تسلسل مصادر التمويل بسبب تأثير المعلومات غير المتماثلة على بناء الهيكل التمويلي.

ويقوم الباحث في هذه الدراسة باختبار مدى ملاءمة نظريات الهيكل التمويلي المتمثلة في كل من نظرية المفاضلة ونظرية تسلسل مصادر التمويل لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وقد تضمنت الدراسة اختبار كل من طبيعة النشاط وحجم الاستثمار في الشركة التابعة كعوامل مؤثرة في بناء الهيكل التمويلي.

وعلى الرغم من أن الربحية تعد أحد أهم العوامل الأكثر شيوعاً والتي تؤثر على القرار التمويلي، فإن نتائج الأبحاث التطبيقية التي أجريت توصلت إلى نتائج متناقضة، حول مدى تأثير الربحية على الهيكل التمويلي، فهناك دراسات توصلت إلى وجود علاقة إيجابية ودراسات أخرى توصلت إلى وجود علاقة سلبية، وما يدعم العلاقة الإيجابية بين الربحية والهيكل التمويلي، هو أن السوق يتردد في تقديم الأموال للشركات ذات الأداء المالي الضعيف، بالإضافة إلى أن استخدام أموال الدين في التمويل يعني زيادة التكاليف التمويلية المتمثلة بالفوائد، ومن ثم التأثير سلباً على حقوق الملكية (Kumar, 2007).

الدراسات السابقة

هناك دراسات عديدة تناولت العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي، ولكن لازالت الدراسات التي تناولت أثر الاستثمارات المالية في الشركات الزميلة أو التابعة على الهيكل التمويلي محدودة جداً سواء على المستوى المحلي أو المستوى الدولي.

ومن هذه الدراسات دراسة قام بها (سويدان وآخرون، 2015) لاختبار أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد طبقت الدراسة على (46) شركة صناعية خلال الفترة 2001-2009م، وقد استخدمت الدراسة ثلاثة مقاييس للفرص الاستثمارية، تتمثل بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول، ونسبة التدفقات النقدية المتولدة من الأصول الثابتة، ونسبة نمو الأصول الثابتة، وقد تم استخدام منهجية تقوم على استخدام تحليل الانحدار، حيث تم استخدام أحد مقاييس الفرص الاستثمارية كعامل مستقل، ونسبه الدين كعامل تابع، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها: أن هناك تأثيراً سلبياً للفرص الاستثمارية مقاسة بنسبة التدفقات النقدية المتولدة من الأصول الثابتة على نسبة الدين، وأن الشركات الصناعية الأردنية تستخدم الدين بنسبة قليلة لتمويل الفرص الاستثمارية الجديدة، حيث تفضل الشركات المبحوثة استخدام نسبة أكبر من التمويل

وقد بدأ الباحثون بدراسة وفحص تأثير قرارات الهيكل التمويلي على القيمة السوقية للمنشأة منذ ستينات القرن الماضي وللازال بعض تلك الدراسات يصنف كنظريات يعتمد عليها في بناء الهيكل التمويلي، ومن أهم تلك النظريات والتي لازالت تعد المرجع الأساسي لبناء الهيكل التمويلي لمنشآت الأعمال: نظرية تسلسل مصادر التمويل، ونظرية المفاضلة، وتشير الأدبيات المنشورة أن كل من نظرية تسلسل مصادر التمويل ونظرية المفاضلة، تلعبا الدور الأساسي في اتخاذ القرار التمويلي (Nguyen et al., 2019)، ولازال هناك جدل كبير بين الباحثين حول ماهية النظرية التي تقدم تفسيراً لمكونات الهيكل التمويلي الأمثل، ففي حين تشير نظرية المفاضلة إلى أن المنشآت التي تحقق أرباحاً بمعدلات عالية تلجأ لزيادة حجم الديون ضمن الهيكل التمويلي بهدف الاستفادة من الميزة الضريبية للاقتراض، في المقابل فإن نظرية تسلسل مصادر التمويل تفترض بأن المنشآت التي تحقق أرباحاً بمعدلات عالية هي المنشآت التي تعطي أولوية للتمويل الداخلي وتلجأ للتمويل بالدين عندما لا تكفي أموال الأرباح المحتجزة للتمويل (Agha et al. 2013).

نظرية المفاضلة ونظرية تسلسل مصادر التمويل

إن الواقع الاقتصادي وبعيداً عن العالم المثالي الذي تفترضه نظريات التمويل غير الملائمة، فالضرائب موجودة فعلياً والفوائد المترتبة على الديون تعد أعباء إلزامية، كما أنها تزيد للعبء المالية من وجهة نظر الشركات كمكلفين بدفع الضريبة، وبالتالي فهي تعمل على زيادة تكاليف الإفلاس (Miller and Modigliani, 1958)، بناء على ذلك تم تطوير نظرية المفاضلة (Myers and Majluf, 1984) والاستناد إلى هذه النظرية، فإن منشآت الأعمال تقوم ببناء هيكلها التمويلية من خلال المفاضلة بين الميزة الضريبية للاقتراض وبين تكاليف الإفلاس، وهذان المتغيران هما ما تتناوله نظرية المفاضلة في بناء الهيكل التمويلي. ووفقاً لدراسة (Frank and Goyal, 2003) فإن الربحية تعد عاملاً آخر من العوامل التي تؤثر على الرفع المالي وذلك وفقاً لنظرية المفاضلة، حيث أظهرت هذه الدراسة أن منشآت الأعمال التي تحقق معدلات ربحية عالية يجب أن تتوجه للتمويل بالدين أكثر وذلك بهدف تعظيم الاستفادة من الميزة الضريبية للاقتراض وتقليل مبلغ الضريبة، بالإضافة إلى ذلك فإن الربحية تزيد من التدفق النقدي الحر، وفي النهاية فإن زيادة معدلات الأرباح تقلل من احتمالية الإفلاس والتكاليف المالية المترتبة على استخدام

أموال الدين في التمويل. وهذا يشير إلى وجود علاقة إيجابية بين الربحية وحجم الديون المالية، وبالتالي فإن كل من الضرائب وتكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس جميعها تقود الشركات الأكثر ربحية للتوجه أكثر نحو الرفع المالي والتمويل بالدين (Gonzalez & Gonzalez, 2012).

وعلى العكس من ذلك هناك نظرية تسلسل مصادر التمويل، ووفقاً لهذه النظرية فإن منشآت الأعمال تعتمد التسلسل الهرمي لمصادر التمويل عند اختيار مصدر التمويل، وبالتالي فإن منشآت الأعمال تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي،

بحقوق الملكية.

الصغيرة أو متوسطة الحجم، ولكن بالنسبة للتمويل طويل الأجل، فإن العلاقة بين الحجم ونسبة الرفع المالي تتراجع، حيث إن الشركات متناهية الصغر أكثر مديونية من الشركات متوسطة الحجم، وأن الشركات صغيرة الحجم ذات نسبة رفع مالي أكبر من الشركات متوسطة الحجم. وقد قام كل من (Ramakrishnan, Noraidi & 2018) بدراسة هدفت فحص اختلاف حجم المشروع على الهيكل التمويلي، وقد طبقت الدراسة على (130) شركة من الشركات المدرجة في البورصة الماليزية، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات بمختلف أحجامها لها تأثير على العوامل المحددة لطبيعة الهيكل التمويلي.

كما أجري العديد من الدراسات بهدف بيان أهم العوامل المحددة لمكونات الهيكل التمويلي.

فقد قام كل من (MacKay and Phillips, 2005) باختبار مدى تأثير القطاع الاقتصادي الذي تعمل به منشآت الأعمال على الهيكل التمويلي لمنشآت الأعمال تتأثر بمرکز ومكانة المنشأة داخل القطاع الاقتصادي الذي تعمل في ظله، وأن المنشآت التي تواجه معدلات منافسة عالية فإنها تستخدم أدوات تمويل أكثر تحوطاً، وأن كل من الهيكل التمويلي والتكنولوجيا ودرجة المخاطرة ذات علاقة ارتباط عالية داخل القطاع الاقتصادي الواحد.

من جانب آخر قام (رمضان و العقدة , 2011) بدراسة هدفت بيان محددات هيكل رأس المال حيث تم تطبيق الدراسة على مجموعة من الشركات المساهمة العامة الأردنية خلال الفترة ما بين 2000-2006 م، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها: وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية واقتصادية بين هيكل رأس المال للشركات الأردنية وكل من ربحية الشركة، وسيولتها، وهيكل أصولها، والمخاطرة، كما توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين هيكل رأس المال للشركات الأردنية وحجمها هي علاقة طردية. وقد قام (Frank and Goyal, 2009) باختبار مجموعة كبيرة من العوامل التي يحتل أن يكون لها تأثير على الهيكل التمويلي، وقد استخدمت الدراسة البيانات الصادرة عن الشركات الأمريكية لفترة أكثر من (50) سنة، وقد توصلت الدراسة إلى أن أكثر المتغيرات تأثيراً في الهيكل التمويلي للشركات هي: القطاع الاقتصادي، النمو، الملموسية، الربحية، حجم المنشأة، وتوزيعات الأرباح.

وقد اختبرت دراسة (Wahome, 2015) العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي لدى شركات التأمين في كينيا، وقد طبقت الدراسة على (10) شركات تأمين خلال الفترة 2003-2012م، وقد اختبرت الدراسة أثر كل من الحجم ومخاطرة الشركة، وأظهرت النتائج وجود أثر لحجم الشركة على الهيكل التمويلي، في حين لا يوجد أثر لمخاطرة الشركة. وفي نفس السياق قام كل من (Basti & Bayyurt, 2018) بتحديد أهم العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي بالنسبة للشركات المساهمة غير المالية المدرجة في البورصة التركية، وقد استخدمت الدراسة متغيرات ذات علاقة بالاقتصاد الكلي مثل التضخم، نسبة النمو في الناتج المحلي الإجمالي بالإضافة لمتغيرات لها علاقة بالشركة مثل الربحية، والأصول الملموسة، حجم الشركة والنمو، والمخاطرة

وقد قام (Awan et al., 2010) بدراسة تهدف التعرف إلى أثر الفرص الاستثمارية على قرارات التمويل لدى الشركات الباكستانية المدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية، حيث تكونت عينة الدراسة من (110) شركة صناعية وذلك خلال الفترة (1997-1982م) وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها: وجود علاقة سلبية بين الفرص الاستثمارية ومستويات التمويل بالدين بالنسبة للشركات التي لديها فرص نمو عالية، بينما تكون العلاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية للشركات التي لديها فرص نمو منخفضة و متوسطة. وفي نفس السياق هدفت دراسة (Santoso, 2019) إلى بيان مدى تأثير القرارات الاستثمارية واستخدام البديل التمويلي المناسب على الأداء المالي والقيمة السوقية، وقد طبقت الدراسة على مرحلتين، المرحلة الأولى هدفت تحديد مدى تأثير القرارات الاستثمارية طويلة الأجل التي تم تمويلها بمصادر تمويل طويلة الأجل على معدلات العوائد والقيمة السوقية، والمرحلة الثانية تهدف بيان مدى تأثير القرارات الاستثمارية قصيرة الأجل التي تم تمويلها بمصادر تمويل قصيرة الأجل على معدلات العوائد والقيمة السوقية، وقد تم تطبيق الدراسة على شركات تعمل في قطاع السلع الاستهلاكية والمدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة (2010-2017)، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هيكل الأصول وطبيعة الاستثمارات تؤثر على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركات، وأن تركيبة الهيكل التمويلي تؤثر على الاداء المالي ولكن لا تؤثر على القيمة السوقية.

وهناك دراسات اختبرت العلاقة بين الرفع المالي و القرارات الاستثمارية، فقد قام (Kumar et al. 2019) بدراسة طبقت على 500 شركة مدرجة في البورصة الهندية، وتوصلت الدراسة إلى أن الاستثمارات ترتبط بعلاقة سلبية مع الرفع المالي، في المقابل تبين وجود علاقة ارتباط إيجابية بين الاستثمارات وكل من الإيرادات، وحجم المنشأة والقيمة السوقية. وقد اختبرت دراسة (et al. 2011) Kandir) دور حجم المنشأة على قرارات الهيكل التمويلي، وقد طبقت الدراسة على عينة من الشركات العقارية التركية، وقد استخدمت الاستبانة كأداة لجمع البيانات، وتوصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة يؤثر على قرارات هيكل رأس المال. في المقابل قام (Stallkamp, 2015) بدراسة تهدف اختبار حجم المنشأة والقطاع الاقتصادي على الهيكل التمويلي لدى الشركات المدرجة في بورصة جوهانسبورغ في جنوب أفريقيا حيث تم اختبار نظرية تسلسل مصادر التمويل لعينة الشركات ذات أحجام متنوعة وفي قطاعات اقتصادية متنوعة، وقد أظهرت النتائج أن الشركات مختلفة الأحجام والتي تنتمي إلى قطاعات اقتصادية متنوعة تختار هيكلها التمويلي بطرق مختلفة، فالشركات كبيرة الحجم تتوجه للتمويل بالديون بشكل أكبر من الشركات صغيرة الحجم، وأن الشركات صغيرة الحجم تميل للتمويل باستخدام مصادر التمويل الداخلية.

وفي دراسة (Krasauskaite, 2011) والتي هدفت إلى اختبار تأثير عامل حجم المنشأة على الهيكل التمويلي وبالتحديد على مصادر التمويل طويلة الأجل، لدى الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم في دول البلطيق، أظهرت نتائجها أن الشركات صغيرة متناهية الصغر هي أقل توجهاً للرفع المالي من الشركات

مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وقد وصل عددها (48) شركة حتى نهاية العام 2018م، في حين تمثلت عينة الدراسة بـ(22) شركة مساهمة عامة موزعة على القطاعات الاقتصادية بنسبة (45.8%) من مجتمع الدراسة الأصلي بعد أن تم استبعاد القطاع المصرفي بالإضافة إلى بعض الشركات التي لم تتوافر لها البيانات، أو تلك التي توقفت عن التداول، أو أدمجت مع شركات أخرى، ويوضح **الجدول (1)** مجتمع الدراسة وعينتها.

الجدول (1): مجتمع الدراسة وعينتها

| النسبة تمثيل المفردات داخل العينة (%) | عينة الدراسة | الشركات المستثناة | الشركات المدرجة | القطاع |
|--|--------------|----------------------|--------------------|-------------------------------|
| 0.00 | 0 | 7 | 7 | البنوك والخدمات المالية |
| 36.36 | 8 | 5 | 13 | الصناعة |
| 9.09 | 2 | 5 | 7 | التأمين |
| 31.82 | 7 | 3 | 10 | الاستثمار |
| 22.73 | 5 | 6 | 11 | الخدمات |
| 100 | 22 | 26 | 48 | المجموع |

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات التداول المنشورة من قبل بورصة فلسطين حتى نهاية العام 2019م.

الاختبارات التمهيدية

تم إجراء بعض الاختبارات التمهيدية بهدف التحقق من صحة البيانات قبل اختبار فرضيات الدراسة كالتالي:

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يتضح من **الجدول (2)** أن المتوسط الحسابي لنسبة الهيكل التمويلي والتي تشير إلى نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (32%)، وهذا يشير إلى أن الشركات ضمن عينة الدراسة والمدرجة في بورصة فلسطين تعتمد على مصادرها الداخلية بنسبة (68%)، كما يلاحظ أن الانحراف المعياري لنسبة الهيكل التمويلي (20%) وهي نسبة مرتفعة نوعاً ما، مما يشير إلى وجود تفاوت في نسبة الهيكل التمويلي بين الشركات ضمن العينة.

ومتوسط الرفع المالي في القطاع، وقد طبقت الدراسة على (261) شركة خلال الفترة 1988-2013م وتوصلت الدراسة إلى أن نظرية المفاضلة تعكس بشكل واضح السلوك التمويلي بالنسبة للشركات كبيرة الحجم، في حين أن نظرية تسلسل مصادر التمويل أصبحت تعكس السلوك التمويلي للشركات التركية ضمن العينة للفترة ما قبل 2002. وقد قام أيضا (Cevheroglu-Acar, 2018) بدراسة العوامل المحددة لطبيعة الهيكل التمويلي للشركات المساهمة غير المالية المدرجة في البورصة التركية خلال الفترة 2009-2016م وقد اختبرت الدراسة كل من السيولة والربحية، والنمو والحجم والملموسية، والمخاطرة، وقد أظهرت النتائج أن كل من الربحية والحجم والملموسية والسيولة هي من العوامل المحددة لطبيعة وشكل الهيكل التمويلي، وأن عامل الحجم أكثر العوامل تأثيراً في الهيكل التمويلي، في حين تبين عدم وجود علاقة لعامل النمو. وفي دراسة لـ (Korkmaz et al., 2007) والتي اهتمت بتحليل العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال لـ (37) شركة من الشركات المدرجة للشركات المتوسطة وصغيرة الحجم ضمن القطاع الصناعي خلال الفترة ما بين 1997-2004م، وقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين الربحية والرفع المالي، وعلاقة إيجابية بين مخاطر الشركة والرفع المالي، وأن تلك العلاقة العكسية بين الربحية والرفع المالي، والعلاقة الإيجابية بين مخاطر الشركة والرفع المالي، تتفق مع نظرية تسلسل مصادر التمويل.

وقد قام (الزبيدي وسلامة، 2014) باختبار أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال للشركات المدرجة في السوق السعودية وقد طبقت الدراسة على (64) شركة موزعة على ثلاثة عشر قطاعاً مختلفاً خلال المدة الممتدة (2003-2007)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر لكل من حجم الأصول الملموسة، والحجم والربحية على هيكل رأس المال مقياساً بالرفع المالي.

الدراسة التطبيقية

منهج الدراسة وأداتها

• منهج الدراسة

بالاعتماد على طبيعة المشكلة، ولتحقيق أهداف الدراسة، فقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال التأصيل نظرياً لموضوع الدراسة من خلال الاعتماد على البيانات الأولية من مصادرها المتنوعة إضافة إلى التحليل والربط والتفسير للوصول إلى استنتاجات وتوصيات نظرية وتطبيقية، وقد اعتمدت الدراسة أيضاً على بيانات ثانوية وتمثلت في البيانات الكمية المنشورة من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين حيث تم إجراء تحليل إحصائي لاختبار فرضيات الدراسة (المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة) وقد تم الوصول إلى النتائج من خلال إجراء تحليل الانحدار البسيط والمتعدد.

• أداة الدراسة في جمع البيانات

تم الاعتماد على البيانات المالية المدققة والمنشورة من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من 2008م وحتى 2018م.

جدول (2): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

| الاختبار | أقل قيمة | أعلى قيمة | المتوسط | الانحراف المعياري |
|--|----------|-----------|---------|-------------------|
| اللوغاريتم الطبيعي لحجم الاستثمارات في الشركات التابعة | 0.00 | 8.60 | 4.008 | 3.175 |
| القطاع الاقتصادي | 1.00 | 4.00 | 2.818 | 1.155 |
| نسبة الهيكل التمويلي | 01. | 99. | .321 | 0.203 |
| القيمة السوقية | 29. | 14.10 | 2.087 | 1.980 |
| نسبة السيولة السريعة | 0.00 | 204.77 | 4.782 | 15.332 |
| نسبة توزيعات الارباح | 0.00 | 52.68 | .670 | 3.369 |
| اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط إجمالي الأصول | 6.33 | 8.99 | 7.4994 | 0.6124 |

الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة:

يتضح من الجدول رقم (3) أعلاه أن الشركات ضمن قطاع الاستثمار قد سجلت أعلى قيمة من حيث متوسط القيمة المطلقة لحجم الاستثمار في الشركات التابعة أو الزميلة، في حين سجلت الشركات ضمن قطاع التأمين أقل قيمة لمتوسط القيمة المطلقة لحجم الاستثمار في الشركات التابعة أو الزميلة. كذلك يتضح من الجدول أعلاه أن غالبية الشركات تستخدم أموال الدين في التمويل ولكن بنسب متفاوتة، فقد سجلت الشركات ضمن قطاع التأمين أعلى نسبة للتمويل بالدين حيث بلغت متوسط نسبة الهيكل التمويلي داخل هذا القطاع (67.4%)، في حين سجلت الشركات ضمن القطاع الاستثماري أقل الشركات توجهاً لاستخدام أموال الدين في التمويل، حيث بلغت نسبة الهيكل التمويلي داخل هذا القطاع (21.6%).

وكذلك اختلفت سياسة توزيعات الارباح بين الشركات ضمن عينة الدراسة، فقد سجلت شركات التأمين أعلى متوسط لنسبة توزيعات الارباح الى الأرباح، حيث بلغت هذه النسبة داخل هذا القطاع (75.7%)، في حين سجلت الشركات ضمن القطاع الاستثماري أقل نسبة حيث بلغ متوسط تلك النسبة (19.2%)

الارتباط بين المتغيرات المستقلة لمتغيرات الدراسة:

يتضح من الجدول رقم (4) أنه لا توجد مشكلة ارتباط تبادلية إلى حد التأثير في نتائج تحليل الانحدار، وأن حجم الاستثمار في الشركات التابعة (المتغير المستقل) يرتبط ارتباطاً دالاً إحصائياً مع القيمة السوقية (المتغير التابع)، وكذلك فإن القطاع الاقتصادي والذي يمثل طبيعة عمل الشركة (متغير مستقل) يرتبط ارتباطاً

دالاً إحصائياً مع القيمة السوقية (المتغير التابع).

اختبار معامل التضخم

يشير الجدول رقم (5) إلى أن متوسط قيمته لجميع المتغيرات 1.120 مما يدل على عدم وجود أية مشكلة ذات علاقة بارتباطات تبادلية عالية بين المتغيرات المستقلة.

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

اختبار الفرضية الرئيسية الأولى

H.1: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لطبيعة النشاط على الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

تشير نتائج الجدول رقم (6) إلى أن أثر المتغير المستقل طبيعة النشاط (القطاع الاقتصادي) على المتغير التابع (الهيكل التمويلي) هو أثر دال إحصائياً، حيث أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.000)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) وأن قيمة (F) للقدرة التنبؤية مرتفعة حيث تساوي (20.778) مما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام، وأن قيمة (T) تساوي (5.47) ، وأن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها نموذج الانحدار تفسر 23.1% (Adjusted R-squared= 23.1%) من الاختلافات الحادثة في الهيكل التمويلي بين الشركات ضمن عينة الدراسة، وقد أظهر النموذج أيضاً أن هناك علاقة ايجابية بين كل من نسبة توزيعات الأرباح، ومتوسط إجمالي الأصول من جانب الهيكل التمويلي من جانب آخر، في حين أظهر النموذج وجود علاقة سلبية بين نسبة توزيعات الأرباح والهيكل التمويلي. بناء على ما تقدم ذكره يمكن القول إن هناك تأثيراً لطبيعة النشاط على الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وبالتالي قبول الفرضية الأولى، ويمكن تفسير ذلك بأن طبيعة عمل الشركة والقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه تؤثر على هيكل أصولها وأسلوب وطريقة التمويل المتبعة وبالتالي التأثير على طريقة التمويل المتبعة ومن ثم على تركيبة الهيكل التمويلي، وهذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Zuri - gate, 2009)

الجدول (3): الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة

| المتغير | القطاع الخدماتي | قطاع التأمين | قطاع الاستثمار | القطاع الصناعي | المتوسط العام |
|---|-----------------|--------------|----------------|----------------|---------------|
| حجم الاستثمار في الشركات الزميلة والتابعة | 8772586 | 1790810 | 48833039 | 2837003 | 18725993 |
| نسبة الهيكل التمويلي | 0.403 | 0.674 | 0.216 | 0.274 | 0.321 |
| القيمة السوقية للسهم | 1.813 | 3.535 | 0.973 | 2.873 | 2.087 |
| نسبة السيولة السريعة | 1.643 | 1.182 | 10.118 | 2.647 | 4.662 |
| نسبة توزيعات الأرباح الى الأرباح | 0.196 | 0.757 | 0.192 | 0.674 | 0.619 |
| متوسط اجمالي الاصول | 164589811 | 1790811 | 48833039 | 26054230 | 96694581 |

جدول رقم (4): مصفوفة معامل الارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة.

| اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط اجمالي الاصول | نسبة توزيعات الارباح | نسبة السيولة السريعة | القيمة السوقية | نسبة الهيكل التمويلي | القطاع الاقتصادي | اللوغاريتم الطبيعي لحجم توزيعات الارباح | اللوغاريتم الطبيعي لحجم الاستثمارات في الشركات التابعة |
|---|----------------------|----------------------|----------------|----------------------|------------------|---|--|
| | | | | | | | 1.000 |
| | | | | | | *.152 | القطاع الاقتصادي |
| | | | | 1.000 | **-.368 | -.092 | نسبة الهيكل التمويلي |
| | | | 1.000 | *.146 | *.122 | **-.263 | القيمة السوقية |
| | | 1.000 | -0.082 | **-.311 | 0.056 | .073 | نسبة السيولة السريعة |
| | 1.000 | -0.035 | 0.013 | 0.081 | -0.066 | -.065 | نسبة توزيعات الارباح |
| 1.000 | -0.011 | **-.255 | **-.241 | **-.302 | **-.274 | **-.318 | اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط اجمالي الاصول |

** تشير إلى أن معامل الارتباط ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $a \leq 0.01$ * تشير إلى أن معامل الارتباط ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $a \leq 0.05$

جدول رقم (5): معامل تضخم التباين لمتغيرات الدراسة المستقلة

| VIF | المتغير |
|-------|---|
| 1.191 | نسبة الهيكل التمويلي |
| 1.069 | القيمة السوقية |
| 1.144 | نسبة السيولة السريعة |
| 1.008 | نسبة توزيعات الارباح |
| 1.188 | اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط اجمالي الاصول |
| 1.120 | المتوسط |

VIF: يشير إلى معامل تضخم البيانات لمتغيرات الدراسة المستقلة

جدول (6): يوضح نتائج نموذج الانحدار المتعدد لأثر طبيعة النشاط على الهيكل التمويلي.

| المتغير | معامل الانحدار | الخطأ المعياري | قيمة (ت) الاحصائية | VIF | القيمة الاحتمالية |
|---|----------------|----------------|---------------------------------|--------|-------------------|
| (القيمة الثابتة) | 0.106 | 0.156 | 0.681 | | 0.497 |
| القطاع الاقتصادي | 0.309 | .010 | 5.475 | 1.087 | .000 |
| نسبة السيولة السريعة | -.253 | .001 | -4.525 | 1.071 | .000 |
| نسبة توزيعات الارباح | .054 | .003 | .987 | 1.007 | .324 |
| اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط اجمالي الاصول | .153 | .019 | 2.635 | 1.155 | .009 |
| معامل التحديد R2 | 0.243 | | قيمة (ف) الاحصائية | 20.778 | |
| معامل التحديد المعدل | 0.231 | | القيمة الاحتمالية (ف) الاحصائية | 0.000 | |
| Durbin Watson | 0.486 | | | | |

VIF: يشير إلى معامل تضخم البيانات لمتغيرات الدراسة المستقلة

- اختبار الفرضية الرئيسية الثانية

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لحجم الاستثمار في الشركات الزميلة والتابعة على الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

تشير نتائج **الجدول رقم (7)** إلى أن أثر المتغير المستقل (حجم الاستثمار في الشركات الزميلة أو التابعة) على المتغير التابع (الهيكل التمويلي) هو أثر دال إحصائياً، حيث أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.000)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) وأن قيمة (F) للقدرة التنبؤية مرتفعة حيث تساوي (14.182) مما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام، وأن قيمة (T) تساوي (2.774)، وأن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها نموذج الانحدار تفسر 16.7% (Adjusted R-squared= 16.7%) من الاختلافات الحادثة في الهيكل التمويلي بين الشركات ضمن عينة الدراسة، وقد أظهر النموذج أيضاً أن هناك علاقة إيجابية بين كل من متوسط إجمالي الأصول ونسبة توزيعات الأرباح من جانب والهيكل التمويلي من جانب آخر، في حين أظهر النموذج وجود علاقة سلبية بين نسبة السيولة السريعة والهيكل التمويلي. بناء على ما تقدم ذكره يمكن القول إن هناك تأثيراً لحجم الاستثمار في الشركات التابعة على الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وبالتالي قبول الفرضية الثانية، وهذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Awan et al., 2010).

- اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لطبيعة النشاط على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

تشير نتائج **الجدول رقم (8)** إلى أن أثر المتغير المستقل طبيعة النشاط (القطاع الاقتصادي) على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة) هو أثر دال إحصائياً، حيث أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.000)، وهي أقل من ($\alpha \leq 0.05$) وأن قيمة (F) للقدرة التنبؤية مرتفعة حيث تساوي (7.025) مما يشير إلى صلاحية النموذج للاستخدام، وأن قيمة (T) تساوي (3.343)، وأن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها نموذج الانحدار تفسر 8.4% (Adjusted R-squared= 8.4%) من الاختلافات الحادثة في القيمة السوقية بين الشركات ضمن عينة الدراسة، وقد أظهر النموذج أيضاً أن هناك علاقة إيجابية بين كل من متوسط إجمالي الأصول ونسبة توزيعات الأرباح من جهة والقيمة السوقية، في حين أن علاقة نسبة السيولة السريعة بالقيمة السوقية هي علاقة غير دالة إحصائياً.

كما تقدم يمكن القول إن هناك تأثيراً لطبيعة عمل الشركة (القطاع الاقتصادي) والمتغير والمتغير التابع القيمة السوقية. ويمكن تفسير ذلك بوجود اختلاف في عوائد الشركات نظراً لاختلاف القطاع الاقتصادي الذي تعمل فيه الشركة وهذا ما يفسر زيادة قيمة الأصول المستثمرة في القطاعات الاقتصادية التي تحقق معدلات عوائد سوقية مرتفعة داخل بورصة فلسطين. وبناء على ما تقدم يمكن تأكيد قبول الفرضية الثالثة والقول إن هناك تأثيراً لطبيعة النشاط على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وبالتالي قبول الفرضية الثالثة، وهذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Frank and Goyal, 2009).

جدول (7): يوضح نتائج نموذج الانحدار المتعدد لأثر لحجم الاستثمار في الشركات التابعة على الهيكل التمويلي.

| المتغير | معامل الانحدار | الخطأ المعياري | قيمة (ت) الاحصائية | VIF | القيمة الاحتمالية |
|--|----------------|----------------|---------------------------------|--------|-------------------|
| (القيمة الثابتة) | -0.372 | 0.152 | -2.447 | | 0.015 |
| اللوائح الطبيعية لحجم الاستثمار في الشركات التابعة | 0.167 | 0.004 | 2.774 | 1.149 | 0.006 |
| نسبة السيولة السريعة | -0.220 | 0.001 | -3.733 | 1.149 | 0.000 |
| نسبة توزيعات الارباح | 0.066 | 0.003 | 1.163 | 1.005 | 0.246 |
| اللوائح الطبيعية لمتوسط اجمالي الاصول | 0.299 | 0.021 | 4.820 | 1.218 | 0.000 |
| معامل التحديد R ² | 0.180 | | قيمة (ف) الاحصائية | 000. | |
| معامل التحديد المعدل | 0.167 | | القيمة الاحتمالية (ف) الاحصائية | 14.182 | |
| Durbin Watson | 0.461 | | | | |

VIF: يشير إلى معامل تضخم البيانات لمتغيرات الدراسة المستقلة

جدول (8): يوضح نتائج نموذج الانحدار المتعدد لأثر طبيعة النشاط على القيمة السوقية.

| المتغير | معامل الانحدار | الخطأ المعياري | قيمة (ت) الاحصائية | VIF | القيمة الاحتمالية |
|---------------------------------------|----------------|----------------|---------------------------------|-------|-------------------|
| (القيمة الثابتة) | -6.024 | 1.658 | -3.633 | | 0.000 |
| القطاع الاقتصادي | 0.206 | 0.105 | 3.343 | 1.087 | 0.001 |
| نسبة السيولة السريعة | -0.018 | 0.008 | -0.288 | 1.071 | 0.773 |
| نسبة توزيعات الارباح | 0.029 | 0.035 | 0.495 | 1.007 | 0.621 |
| اللوائح الطبيعية لمتوسط اجمالي الاصول | 0.294 | 0.205 | 4.629 | 1.155 | 0.000 |
| معامل التحديد R ² | 0.098 | | قيمة (ف) الاحصائية | 7.025 | |
| معامل التحديد المعدل | 0.084 | | القيمة الاحتمالية (ف) الاحصائية | 0.000 | |
| Durbin Watson | 0.230 | | | | |

VIF: يشير إلى معامل تضخم البيانات لمتغيرات الدراسة المستقلة

دال احصائياً، حيث أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار تساوي (0.000)، وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) وأن قيمة (F) للقدرة التنبؤية مرتفعة حيث تساوي (7.243) مما يشير لإصلاحية النموذج للاستخدام، وأن قيمة (T) تساوي (3.464)، وأن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها نموذج الانحدار تفسر %8.7 (Ad= 8.7%) من الاختلافات الحادثة في القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة ضمن عينة الدراسة.

ويتضح من النموذج أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة احصائية عند مستوى ثقة (5%) بين كل من نسبة توزيعات الأرباح ومتوسط إجمالي الأصول من جانب والقيمة السوقية من جانب آخر، في حين

▪ اختبار الفرضية الرئيسية الرابعة

H.4 يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لحجم الاستثمار في الشركات التابعة على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

تشير نتائج الجدول رقم (9) إلى أن أثر المتغير المستقل (حجم الاستثمار في الشركات الزميلة أو التابعة) على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة) هو أثر

جدول (9): يوضح نتائج نموذج الانحدار المتعدد لأثر حجم الاستثمار في الشركات التابعة على القيمة السوقية

| المتغير | معامل الانحدار | الخطأ المعياري | قيمة (ت) الاحصائية | VIF | القيمة الاحتمالية |
|--|----------------|----------------|---------------------------------|-------|-------------------|
| (القيمة الثابتة) | -2.255 | 1.545 | -1.459 | | 0.146 |
| اللوغاريتم الطبيعي لحجم الاستثمار في الشركات التابعة | 0.219 | 0.039 | 3.464 | 1.149 | 0.001 |
| نسبة السيولة السريعة | -0.057 | 0.008 | -0.919 | 1.101 | 0.359 |
| نسبة توزيعات الارباح | 0.027 | 0.035 | 0.461 | 1.005 | 0.025 |
| اللوغاريتم الطبيعي لمتوسط اجمالي الاصول | 0.158 | 0.210 | 2.422 | 1.218 | 0.016 |
| معامل التحديد R ² | 0.101 | | قيمة (ف) الاحصائية | 7.243 | |
| معامل التحديد المعدل | 0.087 | | القيمة الاحتمالية (ف) الاحصائية | 0.000 | |
| Durbin Watson | 0.237 | | | | |

VIF: يشير إلى معامل تضخم البيانات لمتغيرات الدراسة المستقلة

من الأسباب الكامنة خلف نمو القيمة السوقية، وبدراسة تلك الاستثمارات تبين أن أغلب الشركات التابعة هي شركات محلية وبالتالي فهي استثمارات محلية، وهذا يدعم توجه الشركات لتخصيص جزء من استثماراتها داخل الاقتصاد الفلسطيني.

وبناء على ما تقدم يمكن تأكيد قبول الفرضية الرابعة والقول إن هناك تأثيراً لحجم الاستثمار في الشركات التابعة على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. وبالتالي قبول الفرضية الرابعة، وهذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (الزبيدي و سلامة، 2014).

النتائج والتوصيات**النتائج**

بعد استعراض نتائج التحليل الإحصائي توصل الباحث إلى ما يلي:

1. هناك اختلاف ملحوظ في شكل وطريقة بناء الهيكل التمويلي لدى الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، حيث أظهرت النتائج أن الشركات ضمن قطاع التأمين هي أكثر الشركات اعتماداً على أموال الدين في التمويل، في حين أن الشركات ضمن القطاع الاستثماري هي أكثر الشركات اعتماداً على أموال الملكية في التمويل.

2. أظهرت النتائج وجود اختلاف بين شركات العينة بالنسبة للتوجه نحو الاستثمار في الشركات التابعة أو الزميلة، وهذا الاختلاف كان واضحاً من حيث حجم الاستثمارات في الشركات التابعة، حيث أظهرت النتائج أن الشركات ضمن القطاع الاستثماري هي أكثر الشركات من حيث متوسط القيمة المطلقة لحجم الاستثمار في الشركات التابعة في حين كانت الشركات ضمن قطاع التأمين هي أقل الشركات من حيث تلك الاستثمارات.

أن علاقة نسبة السيولة السريعة بالقيمة السوقية هي علاقة سلبية ولكنها غير دالة إحصائياً حيث مستوى الدلالة 0.359 وهي أكبر من 0.05.

أما فيما يتعلق بالمتغير حجم الاستثمار في الشركات التابعة أو الزميلة فيتضح من **الجدول رقم (9)** أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة احصائية بين هذا المتغير والمتغير التابع القيمة السوقية. وبالتالي يمكن تفسير ذلك أن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ضمن عينة الدراسة استثماراتها في الشركات التابعة أو الزميلة هي استثمارات مجدية وتؤثر إيجاباً على مؤشرات القيمة السوقية لها، وأن تلك الاستثمارات كانت من الأسباب الكامنة خلف نمو القيمة السوقية، وبدراسة تلك الاستثمارات تبين أن أغلب الشركات التابعة هي شركات محلية وبالتالي فهي استثمارات محلية، وهذا يدعم توجه الشركات لتخصيص جزء من استثماراتها داخل الاقتصاد الفلسطيني.

وبناء على ما تقدم يمكن تأكيد قبول الفرضية الرابعة والقول إن هناك تأثيراً لحجم الاستثمار في الشركات التابعة على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. وبالتالي قبول الفرضية الرابعة، وهذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (الزبيدي و سلامة، 2014).

أن علاقة نسبة السيولة السريعة بالقيمة السوقية هي علاقة سلبية ولكنها غير دالة إحصائياً حيث مستوى الدلالة 0.359 وهي أكبر من 0.05.

أما فيما يتعلق بالمتغير حجم الاستثمار في الشركات التابعة أو الزميلة فيتضح من **الجدول رقم (9)** أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة احصائية بين هذا المتغير والمتغير التابع القيمة السوقية. وبالتالي يمكن تفسير ذلك أن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ضمن عينة الدراسة استثماراتها في الشركات التابعة أو الزميلة هي استثمارات مجدية وتؤثر إيجاباً على مؤشرات القيمة السوقية لها، وأن تلك الاستثمارات كانت

في الشركات الزميلة والالتزام بكافة متطلبات الإفصاح الواردة في معيار المحاسبة الدولي رقم (28) لما لذلك من دلالات يستفاد منها من قبل المستثمرين وكافة مستخدمي التقارير المالية المنشورة.

6. إجراء المزيد من الدراسات لبيان العوامل الأخرى المؤثرة على الهيكل التمويلي والقيمة السوقية لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

إعلان عدم تضارب المصالح

يتعهد ويُعلن الباحث أنه لا يوجد أي تضارب للمصالح من جراء نشر هذا البحث.

الدعم المادي للبحث

لم يحصل البحث على أي دعم مادي.

المراجع العربية:

الزبيدي، حمزة، وسلامة، حسين، (2014). اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2003-2007)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد (28)، العدد (1)، ص 27-70.

النجار، جميل حسن، (2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر، سلسلة العلوم الانسانية، المجلد (15)، العدد (1)، ص 281-318.

رمضان، عماد زياد؛ العقدة، صالح خليل، (2011). محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية- دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة 2000-2006م، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد (7)، العدد (2)، ص 228-245.

سويدان، ميشيل سعيد؛ الرضي، ديماء وليد حنا؛ عواد، طارق محمد هيثم، (2015). أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة العربية للإدارة، المجلد (35)، العدد (1)، ص 263-283.

قباجة، دعاء خلفي، (2017). محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة تطبيقية للفترة الزمنية (2005-2014)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الخليل، فلسطين.

مطر، محمد عطية، و أبو حشيش، خليل عواد، (2007). المحاسبة المتقدمة، الطبعة الأولى، منشورات جامعة القدس المفتوحة، فلسطين.

3. أظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثيراً لحجم الاستثمار في الشركات التابعة أو الزميلة على الهيكل التمويلي والسياسة التمويلية المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

4. أظهرت النتائج وجود تأثير لطبيعة عمل الشركة والقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه على الهيكل التمويلي والسياسة التمويلية المتبعة لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وهذا يفسر اختلاف الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة الفلسطينية تبعاً لاختلاف القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركات.

5. تبين أن هناك أثراً لحجم الاستثمارات في الشركات التابعة أو الزميلة على القيمة السوقية لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وهذا يعني أن اختلاف حجم الاستثمارات بين الشركات المساهمة العامة الفلسطينية يفسر الاختلاف في القيمة السوقية بين الشركات ضمن العينة.

6. هناك أثر ذو دلالة احصائية لطبيعة عمل الشركة والقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه على القيمة السوقية لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

التوصيات

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يقدم الباحث التوصيات الآتية:

1. ضرورة قيام إدارة الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بتطبيق مبدأ الموازنة في التمويل، بحيث يتلاءم مصدر التمويل المستخدم مع طبيعة الاستثمارات.

2. ضرورة قيام إدارة الشركات المساهمة العامة باتباع نظريات التمويل الحديثة عند اتخاذ القرار التمويلي والتوجه إلى أقل مصادر التمويل تكلفة بهدف ضمان التأثير الإيجابي للهيكل التمويلي على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركة.

3. ضرورة قيام الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بتنويع استثماراتها من خلال استثمار جزء من مواردها الاقتصادية في الشركات المحلية بهدف تحسين مؤشرات العوائد المالية والقيمة السوقية.

4. ضرورة أن تكون قرارات تخصيص استثمارات الشركة وخاصة الاستثمار في الشركات التابعة مبنية على دراسات اقتصادية مستفيضة لضمان تأثير تلك الاستثمارات على العوائد المالية للشركة وقيمتها السوقية.

5. ضرورة قيام إدارة بورصة فلسطين بإلزام الشركات المدرجة بزيادة الإفصاح بمعلومات تفصيلية عن طبيعة الاستثمارات

English References:

- Agha, Jahanzeb, Saif-Ur-Rehman Khan, Norkhairul Hafiz Bajuri, Meisam Karami, and Aiyoub Ahmad-imousaabad. (2013). Trade-off theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, Vol(1): pp.11–18.
- Awan, H. and Others. (2010). How Growth Opportunities are Related to Corporate Leverage Decisions? *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 7, No. 1, PP. 90-97.
- Bancel, F., Mittoo, V.U. (2004), The Determinants Of Capital Structure Choice: A Survey Of European Firms. *Review of Financial Management*, Vol.(33), No.(4), pp.103-132.
- Basti Eyup: Bayyurt, Nizamettin. (2018). Factors Affecting Capital Structure Choice: New Evidence From Turkish Non-Financial Listed Companies, *Journal of Business, Economics and Finance*, Vol. (8), No(1). pp.53-70 .
- Bereznicka, Julia Koralun- & Clolke Dorota.(2018). Industry and Size Effect In Profitability-Capital Structure Relation: Empirical Evidence From Poland , *Romanian Journal of Economic Forecasting – Vol.XXI, No. (1),pp.93-107*
- Cevheroglu-Acar, Merve Gizem.(2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey, *Journal of Management and Sustainability*; Vol. (8), No. (1), pp.31-45.
- Daskalakis, N., Psillaki, M., (2008), Do Country Or Firm Factors Explain Capital Structure? Evidence from SMES in France and Greece. *Applied Financial Economics*, Vol.(18), No.(2),pp. 87-97.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2009). Capital Factors Structure Decisions: Which are Reliably Important? *Financial management*. Vol.(38),No.(1):pp.1–37.
- Frank, M.Z. and Goyal, V.K., (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.(67), No.(2), pp.217-248
- Fries, S., M. Miller, and Perraudin W., (1997), Debt in Industry Equilibrium, *Review of Financial Studies*, Vol.(10), No.(1),pp. 39–67.
- González, V.M. and González, F., (2012). Firm Size and Capital Structure: Evidence Using Dynamic Panel data. *Applied Economics*, Vol.(44),No.(36), pp.4745-4754.
- Heyman, D., Deloof, M., Ooghe, H. (2008), The Financial Structure Of Private Held Belgian Firms. *Small Business Economics*, 30(3), 301-313.
- IAS , IAS 28 Investments in Associates, Technical Summary, Full Text Available on <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-28-investments-in-associates-and-joint-ventures/>
- 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-EFA 2006 Zurich Meetings Paper.
- Kallapur, S. and M. Trombley. (2001). The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement, *Managerial Finance*, Vol. (27), No. (3), pp: 3-15.
- Kandır, Serkan Yılmaz:İskenderoğlu, Ömer :Onal, Yıldırım Beyazıt .(2011). Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence From Turkish Lodging Companies, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. (1), No. (1), , pp. 1-11.
- Korkmaz, T., Albayrak, A. S., Karataş, A. (2007). Investigation of the Capital Structure of SMEs Whose Shares are Traded on the ISE, 1997–2004 *Business and Finance Journal*, Vol.(22),(253), pp.79-96.
- Kumar, R., (2007). Determinants of Financial Leverage: A Critical Review. [online], Available at: <http://ssrn.com/abstract=1080883> [Accessed 12 May 2015].
- Kumar, Sunil. Verma, Ashutosh. Kumar,Vijaya. (2019). Does Leverage Influence Firms Investment Decisions? The Case Of BSE 500 Index Companies, *Management Research Review*, Vol (9), No.(1),pp. 26-40.
- Macky,Peter & Phillips, Gordon M.(2005). How Dose Industry Affect Firm Financial Structure? *The Review of Financial Studies* , Vol.(18), No. (4) pp.1432-1466 .
- Maksimovic, V., and Zechner, J. 1991, Debt, Agency Costs, and Industry Equilibrium, *Journal of Finance*, Vol.(46), Issue.(5),pp.1619–1643.
- Modigliani, F. and M. H. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Vol. (47), pp. 261-97.
- Modigliani, F. and Miller, M.H., (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol.(48), No.(3), pp.261-275.
- Myers, S.C. and Majluf, N., (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol.(13), No.(2), pp.187-221.

- Nguyen ,Hoang Huy ؛ Ho, Chi Minh ؛Vo, Duc Hong .(2019). An Empirical Test of Capital Structure Theories for the Vietnamese Listed Firms, J. Risk Financial Management-Open Access Journal, Vol.(12),pp.1-11
- Pandey, L. (2010). Financial Management, 10th Ed. New Delhi, India: Vikas Publishing House PVT Ltd.
- Santoso, Hadi.(2019). The Impact of Investment Decision and Funding on Financial Performance and Firm Value, Jurnal Ekonomi Bisnis dan Kewirau-sahaan, Vol.8, No.2, 103-112
- Stallkamp, Philip.(2015). The Impact of Firm Size and Industry on Capital Structure Decisions, Thesis of Master in Financial Management, University of Cope Town
- Velnapy, T., & Nires J. (2012). The Relationship Between Capital Structure & Profitability. Global Journal of Management and Business Research. Vol. (12), No. (13).
- Wahome, Michael ؛ Njogu, Memba F. ؛ Muturi ,Willy. (2015). The Effects of Firm Size and Risk on Capital Structure Decisions of Insurance Industry in Kenya, International Journal of Scientific and Research Publications, Volume (5), Issue (8),pp.1-12.
- od 2000-2006, The Jordanian Journal of Business Administration, Vol. (7), No. (2),pp.228-245
- Sweidan, Michel Saeed; Rabadi, Dima Walid Hanna; Awwad, Tariq Muhammad Haitham.(2015). The Impact of Investment Opportunities on the Capital Structure An Empirical Study on Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange, Arab Journal of Management, Vol. (35), No. (1),pp.263-283

سيرة ذاتية مختصرة للباحث

جميل حسن النجار

الأستاذ الدكتور جميل حسن النجار: يحمل رتبة الأستاذية في المحاسبة المالية، وهو أستاذ المحاسبة والتمويل بقسم المحاسبة بجامعة القدس المفتوحة فرع شمال غزة، يقوم بتدريس المساقات المتقدمة في المحاسبة، وتركز أبحاثه على قضايا المحاسبة المالية.



Translated References :

- Alnajjar, Jameel Hassan.(2013). The Effect of Financial Leverage on the Performance of Firms listed at Palestinian Security Exchange- An Empirical Study, Al-Azhar University Journal, Human Sciences Series, Vol. (15), No. (1),pp.281- 318
- Al-Zubaidi, Hamza, and Salama, Hussein.(2014). Examining the Effect of Some Determinants of the Capital Structure: An Analytical Study of Companies Listed on the Saudi Stock Exchange (2003-2007), King Abdulaziz University Journal, Economics and Management, Vol. (28), No. (1),pp.27-70
- Matar, Muhammad Atiyah, and Abu Hashish, Khalil Awad.(2007). Advanced Accounting, First Edition, Publications of Al-Quds Open University, Palestine.
- Qabaja, Doaa Khelki.(2017). Determinants of the Capital Structure of Companies Listed on the Palestine Exchange - An Empirical Study for the Period (2005-2014), Unpublished MA Thesis, Hebron University, Palestine.
- Ramadan, Emad Ziad . Aloqdeh, Saleh Khalil (2011). Determinants of the Capital Structure in Jordanian Public Joint-Stock Companies A study From the Reality of the Jordanian Stock Market for the Peri-