



عمادة الدراسات العليا

جامعة القدس

أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح

(دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين)

منى حمدان أحمد حسين

رسالة ماجستير

القدس - فلسطين

1445 هـ - 2023 م

# أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح

(دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين)

إعداد

منى حمدان أحمد حسين

المشرف: د. كامل أبو كويك

قُدمت هذه الرسالة إكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في المحاسبة

والضرائب من كلية الأعمال والإقتصاد - جامعة القدس

1445هـ - 2023م



جامعة القدس

عمادة الدراسات العليا

برنامج: المحاسبة والضرائب

إجازة الرسالة

أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح

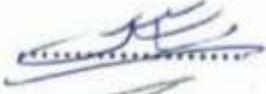
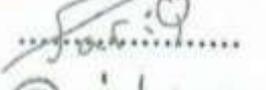
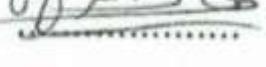
(دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين)

اسم الطالبة: منى حمدان أحمد حسين

الرقم الجامعي: 21820293

المشرف: الدكتور كامل أبو كويك

نوقشت هذه الرسالة وأجيزت بتاريخ: 2023/12/26م من لجنة المناقشة المدرجة أسماؤهم وتواقيعهم:

التوقيع:   
التوقيع:   
التوقيع: 

1- د. كامل أبو كويك : مشرفاً ورئيساً

2- د. طارق درابيع : ممتحناً داخلياً

3- أ.د. زهران دراغمة : ممتحناً خارجياً

القدس - فلسطين

1445هـ - 2023م

## الإهداء

إلى من أمدتني بالعزيمة والقوة، تلك التي علمتني الكفاح والإصرار... التي ملمت عثرات

طريقي حتى لا أسقط، ينبوع العطاء ومصدر إلهامي الدائم

والدتي الغالية... أطال الله عمرها.

إلى طيب القلب الذي أحاطني بحبه ودعائه.

أبي الغالي... أطال الله في عمره

إلى الذين ساندوني بهذه المسيرة في كل خطوة وأحاطوني بدعائهم ودعمهم

أخواتي الغاليات

إلى رفيقتي ومهجة القلب التي أقتطعتُ من وقتها الكثير لأجل إتمام مسيرتي العلمية

إبنتي الحبيبة

إلى جميع أساتذتي الكرام الذين أناروا بصيرتي بالعلم

إلى وطني الغالي فلسطين.. الشموخ والصمود

إلى كل من يقرأ إهدائي راجياً أن ينتفع بهذا البحث

## الإقرار

أقر أنا معدة هذه الرسالة أنها قدمت إلى جامعة القدس لنيل درجة الماجستير في المحاسبة والضرائب،  
وأنها نتيجة أبحاثي الخاصة بإستثناء ما تم الإشارة له حيثما ورد، وأن هذه الرسالة أو أي جزء منها لم  
يقدم لنيل أي درجة عليا لأي جامعة أو معهد.

التوقيع: 

منى حمدان أحمد حسين

التاريخ: 2023/12/26م.

## الشكر والعرفان

قال تعالى: " لئن شكرتم لأزيدنكم " سورة إبراهيم" (آية، 6)

الحمد لله الذي هدانا ووفقنا بتوفيقه، والشكر له سبحانه على فضله، والصلاة والسلام على

رسول الله صلى الله عليه وسلم فإنني: أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الإمتنان إلى المشرف الفاضل

الدكتور/ كامل أبو كويك على ما قدمه لي من نصح وإرشاد وتوجيهات بأمانة العلم والعلماء، كما

أتوجه بالشكر والتقدير إلى جامعة القدس ممثلة برئاستها وإدارتها وكافة الأساتذة الأفاضل أعضاء

الهيئة التدريسية وكافة العاملين بها، كما لا يفوتني بهذا المقام أن أسجل كلمة شكر وعرّفان إلى

أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم ولتحملهم عناء القراءة والتدقيق والمناقشة للإرتقاء بهذا البحث،

الدكتور/ طارق درابيع، مناقشاً داخلياً، والدكتور/ زهران ضراغمة، مناقشاً خارجياً، وأخيراً

أتوجه بالشكر الجزيل لكل من قدّم لي المساعدة خلال مرحلة إعداد الرسالة.

## مصطلحات الدراسة:

**هيكل رأس المال / Capital Structure**: يُشير مفهوم هيكل رأس المال على أنه الكيفية التي تمول بها الشركة أصولها من خلال مزيج متنوع من حقوق الملكية والديون (خلف، 2020).

**تكلفة هيكل رأس المال / Cost Of Structure Capital**: هو مُعدل العائد الذي يتوجب على الشركة أن تحققه من خلال أنشطتها ومشاريعها الإستثمارية للحفاظ على قيمتها السوقية وجذب المزيد من مصادر التمويل (القليطي، 2023).

**المتوسط المرجح لتكلفة هيكل رأس المال / Weighted Average Cost of Capital (WACC)**: يتمثل المتوسط المرجح لتكلفة هيكل رأس المال في متوسط كل من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الأموال المقترضة ويتم قياسه بحساب بحساب تكلفة كل عنصر من مكونات هيكل رأس المال على حده ومن ثم ترجيح هذه التكلفة بنسبة العنصر في هيكل تمويل الشركة (مرقص، 2022).

**تذبذب الأرباح / Profit Volatility (PV)**: هو مصطلح يُستخدم في مجال إدارة الأعمال والمالية للإشارة إلى مدى تغير الأرباح لشركة أو مؤسسة ما على مر الفترة الزمنية (Jolly & Wagner, 2023).

**تذبذب الربح التشغيلي / Operating profit volatility (OPV)**: وهو التغير في الربح الذي ينتج عن عمليات الشركة جميع مصاريف الشركة قبل الضريبة (Chuang & Viriany, 2023).

**تذبذب صافي الربح قبل الضريبة / Earnings Before Taxes Volatility (EBTV)**: يُشير إلى التقلبات التي تحدث في المحصلة المالية للشركة فيما يتعلق في الأرباح الصافية قبل خصم الضرائب (pane & rahmadhani, 2021).

**تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية / (OCFV)**: يُشير على مدى التذبذب في النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية التي تحصل عليها الشركة في فترة زمنية محددة (Sevendy & Yani, 2022).

**بورصة فلسطين:** بورصة فلسطين هي سوق مالية مستقلة تقع في مدينة نابلس بفلسطين، وتعد واحدة من البورصات العربية الناشئة. تأسست بورصة فلسطين رسمياً في عام 1995 بعد اتفاق أوسلو، بهدف توفير سوق مالية فلسطينية تؤمن تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، كما تنظم مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته (<https://web.pex.ps>).

## إختصارات الدراسة

#	الإختصار	المعنى
1	WACC	Weighted Average Cost of Capital
2	CAPM	Capital Asset Pricing Model
3	OCFV	Operational Cash Flows Volatility
4	OPV	Operational Profit Volatility
5	PV	Profit Volatility
6	EBTV	Earnings Before Taxes Volatility

## المخلص

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين من عام (2015-2021م)، حيث تمثل مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها (22) شركة بتاريخ 2021/12/31م، ولتحقيق أهداف الدراسة، تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وبالإضافة إلى المنهج التحليلي الكمي المعتمد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) كأسلوباً إحصائياً. وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود أثراً إيجابياً ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي، بينما لا يوجد أثراً ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة، كما يوجد أثراً إيجابياً ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية.

وبناءً على نتائج الدراسة أوصت الدراسة بعدة من توصيات فكان أهمها: حث الشركات المدرجة في بورصة فلسطين على السعي لتنوع مصادر دخلها وكذلك أن تحسن من إدارة تكاليفها، وتقديراً دقيقاً للمخاطر المحتملة، وتكوين الإحتياطات المالية لمواجهة التذبذبات المحتملة في الأرباح. كما توصي الدراسة إدارة هذه الشركات وكذلك الجهات الإئتمانية أن تولي إهتماماً في معلومات الأرباح وتذبذباتها عند إتخاذ القرارات الإئتمانية والتمويلية وذلك بهدف تعظيم قيمتها وتخفيف المخاطر المالية التي ممكن أن تتعرض لها من الجهات التمويلية.

**الكلمات المفتاحية:** تكلفة هيكل رأس المال، تذبذب الربح التشغيلي، تذبذب صافي الربح قبل الضريبة، تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية، الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة، بورصة فلسطين.

# **The Effect of The Cost of Capital Structure on Earnings Volatility (An Applied Study on Industrial and Service Companies Listed on the Palestine Exchange)**

**Prepared by: Muna Hamdan Ahmad Hussein**

**Supervised: Dr. Kamel Hussein Mohammad Abu Kuwiek**

## **Abstract**

The study aimed to investigate the impact of the cost of capital structure on the profit volatility of industrial and service companies listed on the Palestine Stock Exchange for the period (2015-2021). The study population consisted of industrial and service companies listed on the Palestine Stock Exchange, totaling (22) companies as of December 31, 2021. To achieve the study objectives, a descriptive-analytical approach was employed, in addition to quantitative analysis using Panel Data as a statistical method.

The study yielded several important results. There was a statistically significant positive impact of the cost of capital structure on the operational profit volatility, while there was no statistically significant impact of the cost of capital structure on the pre-tax net profit volatility. Moreover, there was a statistically significant positive impact of the cost of capital structure on the volatility of operational cash flows.

Based on the study results, several recommendations were made, including encouraging companies listed on the Palestine Stock Exchange to diversify their income sources, improve cost management, estimate potential risks, and establish financial reserves to face potential profit fluctuations. The study also recommends that the management of these companies and credit institutions pay attention to profit information and its fluctuations when making credit and financial decisions, aiming to maximize value and mitigate financial risks that may arise from financial institutions.

**Keywords:** Cost of Capital Structure, Operational Profit Volatility, Pre-tax Net Profit Volatility, Operational Cash Flows Volatility, Listed Industrial and Service Companies, Palestine Exchange.

### الإطار العام للدراسة

#### 1.1 المقدمة

في ظلّ التطورات والمنافسات الشديدة التي تشهدها منظومة الأعمال الإقتصادية. تتطلع الشركات إلى المفاضلة بين مصادرها التمويلية والمخاطر التي تترتب عليها، بحثاً عن المزيج التمويلي الأمثل، ويعتبر القرار التمويلي من أهم القرارات التي تؤثر على بقاء الشركة وقدرتها على المنافسة وتحقيق الأرباح، فإن تحديد مصدرَي الدين وحقوق الملكية يعتبر ضرورياً نظراً لإسهامه في تخفيض تكلفة هيكل رأس المال وتعظيم القيمة السوقية للشركة (عبدالله وآخرون، 2022).

وتعتبر تكلفة هيكل رأس المال أحدّ محددات نجاح الشركة وإستمراريتها في أسواق رأس المال، فهي أيضاً محددة لنوعية الإستثمار في الشركة، وتُستخدم في تحديد جودة القرارات الإستثمارية في ظلّ تعدد المتغيرات التي تحكم بيئة الأعمال، فهي تساعد في تحسين كفاءة إستخدام رأس المال وتحقيق الأرباح، حيث تتضمن تكلفة هيكل رأس المال من تكلفة التمويل بأدوات الملكية وتكلفة التمويل بأدوات الدين (القليطي، 2023).

ونظراً لأن الأرباح المحاسبية تعتبر أهم البنود التي تحتويها البيانات المالية، وذلك لإعتبارها أداة لتقييم الأداء الحالي والتنبؤ بالأداء المستقبلي للشركات وإِتخاذ القرارات الإستثمارية (الحوشي، 2019). إلا أنّ الإعتماد على رقم الربح وحده لا يُعتبر دليلاً كافياً على قدرة الشركة على النمو والإستمرار. وعليه يجب النظر أيضاً إلى إستمرارية الأرباح وإستقرارها (السيد وآخرون، 2023).

وبناءً على ما تقدم، تُعدّ تذبذبات الأرباح أو إستقرارها مؤشراً أساسياً يشغل إهتمام المحللين الماليين والمستثمرين، ومختلف العلاقات الأخرى، حيث تُعتبر هذه التذبذبات معياراً مهماً لتقييم كفاءة المؤسسات

المالية وقدرتها على التعامل مع المخاطر والإلتزامات المحتملة، وعليه تُعتبر ذات أهمية بالغة بالنسبة للشركات، حيث يمكن لإستقرارها أو زيادتها أن تُسهم في المحافظة على إستمراريتها وتعزيز وضعها المالي والثقة في أداءها، بينما يمكن أن يؤدي إنخفاض الأرباح إلى تراجع وضعها المالي، وبالتالي تكون معرضة لخطر التعثر المالي وفقدان قدرتها على الإستمرار، مما قد يعرضها في النهاية إلى إفلاسها وتصفيتها. وعليه فإن تذبذب أرباح الشركات تُعتبر مؤشراً على وجود مشكلة في أدائها، حيث يرتبط هذا التذبذب بالمخاطر التي تواجهها الشركة (صقور والعيطان، 2019).

ونظراً لأنّ الكفاءة في إستغلال الموارد المالية هي المحرك الرئيسي في بناء سمعة الشركة وجذب العملاء وتحقيق الأرباح، وبالتالي فإنّ عدم الإستغلال السليم لهذه الموارد سوف ينعكس سلباً على أداء الشركات. والشركات الفلسطينية المساهمة تعتبر حديثة العهد، فهي في طور التقدم والنمو وتحكمها عوامل إقتصادية وسياسية متغيرة، وبناءً عليه جاءت هذه الدراسة لفحص أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح للشركات الفلسطينية الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

## 2.1 مشكلة الدراسة وتساؤلاتها

في ظلّ محدودية الموارد المالية المتاحة أمام الشركات الفلسطينية، وإرتفاع تكاليف تشغيلها، حيث جعلها تواجه تحديات كثيرة من ناحية تحديد نوع المصدر التمويلي الأمثل لأجل تمويل أنشطتها ومشاريعها الإستثمارية من حيث: التمويل بالدين أو حقوق الملكية، وعليه فإنّ إتخاذ أيّ قرار تمويلي من قبل إدارة الشركات، لا بدّ أن يكون مُستند إلى أسس ومعايير مدروسة. ووفقاً للبيانات المالية للشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين تبين أنّ 81.8% من الشركات الصناعية والخدمائية في بورصة فلسطين خلال الفترة (2015-2021م)، كانت تعاني من التذبذبات في أرباحها، وتبيّن أيضاً إرتفاع تكاليف التمويل في معظمها. وعلى ذلك، يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيسي الآتي: ما هو

أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة بورصة فلسطين؟ ويتفرع عن السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هو أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي في الشركات الصناعية والخدماتية

المدرجة في بورصة فلسطين؟

2. ما هو أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة في الشركات الصناعية

والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين؟

3. ما هو أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية في الشركات الصناعية

والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين؟

### 3.1 أهمية الدراسة

إنّ دراسة تأثير تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تحمل أهمية علمية وعملية كبيرة. وفيما يلي شرحاً للأهمية في السياقين العلمي والعملية:

#### 1.3.1 الأهمية العلمية:

1. تسعى الدراسة لتقديم معلومات وإحصائيات خاصة حول تأثير تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب

الأرباح وتطبيقه على الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين، فبناءً على مراجعة الدراسات

السابقة، تعتبر هذه الدراسة من أوائل الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في البيئة الفلسطينية،

الأمر الذي أكسبها ميزة إضافية تجعلها محط إهتمام الباحثين في الإستفادة منها لإجراء المزيد من

الدراسات المشابهة لموضوعها، وكذلك الإستفادة من النتائج التي يتم التوصل إليها.

2. تسمح هذه الدراسة بفحص مدى صلاحية النظريات والنماذج المالية السابقة في سياق فلسطين. حيث يمكن أن تكون النتائج مفيدة للباحثين والمختصين في تطبيق النظريات السابقة وتكييفها في بيئة الأموال المحلية.

### 2.3.1 الأهمية العملية:

1. توجيهات لإدارة الشركات: ستساعد النتائج في هذه الدراسة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين على فهم تأثير تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب أرباحها وتوجيه إستراتيجيات الإدارة المالية بشكل أفضل. كما يمكن أن تساعد الدراسة في إتخاذ قرارات تمويل أكثر توجيهاً وفعالية، من خلال تعديل هيكل الديون وحقوق الملكية لتحقيق توازن يعزز استقرار الأرباح.
2. دعم صناعة الإستثمار: تساهم هذه الدراسة في توجيه المستثمرين في فلسطين وخارجها بفهم عميق لكيفية تقييم الشركات وإختيار الإستثمارات بناءً على تكلفة هيكل رأس المال. هذا يساهم في دعم صناعة الإستثمار وتحقيق عوائد مالية أفضل.
3. دعم السياسات الإقتصادية: تقدم هذه الدراسة أدلة علمية تعزز من تكوين سياسات إقتصادية أفضل تستند إلى فهم دقيق لتأثير هيكل رأس المال على الإقتصاد الوطني والأعمال في فلسطين.

### 4.1 أهداف الدراسة

سعت هذه الدراسة لتحقيق الأهداف التالية:

معرفة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح في الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين، وقد تفرع عنه أهداف فرعية وهي كالآتي:

1. معرفة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي للشركات الصناعية والخدماتية

المدرجة في بورصة فلسطين؟

2. معرفة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة في الشركات الصناعية

والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين؟

3. معرفة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية للشركات الصناعية

والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين؟

## 5.1 حدود الدراسة

1.5.1 الحدود الزمانية: فترة الدراسة ممتدة من عام 2015 حتى العام 2021.

2.5.1 الحدود المكانية: إقتصرت الدراسة فقط على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة

فلسطين.

### الإطار النظري والدراسات السابقة

#### 1.2 الإطار النظري

##### 1.1.2 المبحث الأول: هيكل رأس المال

###### 1.1.1.2 المقدمة:

يُعد هيكل رأس المال محطّ دراسات وبحوث متعدّدة نظراً لأهميته الكبيرة في تحليل وفهم تشكيل الشركات، بالإضافة لتقدير تأثيره الإيجابي والسلبي على أداء الشركات (Ali & Faisal, 2020). كما يعد جزءاً أساسياً من أساس نجاح الشركة وتطويرها، حيث يرتبط بشكل كبير في تحديد قيمة السوقية للشركة. وهو أيضاً أحد المعايير الرئيسية التي تُستخدم لتقييم جودة القرارات الإستثمارية في ظلّ الظروف المالية المتغيرة في أسواق المال (Abdullah & Tursoy, 2021).

###### 2.1.1.2 مفهوم هيكل رأس المال:

يُعتبر مفهوم هيكل رأس المال (Capital Structure) عن الأسلوب الذي تقوم الشركات به لتمويل عملياتها وأنشطتها، فهو يُعتبر جزءاً من الهيكل المالي للشركة والذي يتضمن جميع أشكال وأنواع التمويل قصير الأجل وطويل الأجل، بينما هيكل رأس المال فهو يتكون من جميع أشكال التمويل طويل الأجل والذي يتمثل في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة.

وبحسب العلي (2022) فإنّ هيكل رأس المال يختلف من شركة لأخرى، حيث تعتمد العديد من الشركات على أموال أدوات الملكية لديها اعتماداً تاماً، بينما تتوسع شركات أخرى بشكل كبير وتعتمد على أدوات

الدين بمختلف أنواعها. وحيث يُشير مفهوم هيكل رأس المال إلى التمويل الدائم المتمثل في أدوات الدين وأدوات الملكية.

أما الشويات (2020) فيُعرف هيكل رأس المال على إنه قرار تمويلي يهدف إلى طريقة إختيار المصادر التمويلية والتي ستؤدي من خلالها الحصول على أموال الشركة اللازمة لتمويل الاستثمار في أصولها. كما يُعتبر هيكل رأس المال بأنه خليط من التمويل الذي يحتوي على العديد من الخيارات والبدائل التي من شأنها التقليل من المعدل الموزون لتكلفة هيكل رأس المال وتعظيم القيمة السوقية للشركة إلى أقصى حدّ، فهو يمثل التمويل والنوع المناسب لتغطية العمليات التشغيلية والإستثمارية للشركات سواء كان من داخل الشركة أو خارجها من حيث التمويل بأدوات الدين أو أدوات الملكية (الصائغ، 2020).

ويعرفه حسن (2019) بأنه حقوق الملكية التي تمتلكها المنشأة مضافاً إليه القروض طويلة الأجل، حيث يُعبر عنه من خلال القانون التالي: "هيكل رأس المال = حقوق الملكية + القروض طويلة الأجل"، وعليه فإن المشاريع الإقتصادية تحتاج إلى رأس مال تشغيلي لدعم موقفها، وللحصول الى رأس المال هذا يجب جمع الأموال كخليط من أدوات الملكية وأدوات الدين، وهذا الخليط أصبح يعرف بإسم هيكل رأس المال.

كما يعرفه (Aini, et al ( 2022) على أنه "عملية تقوم بها الشركة لتمويل أصولها من خلال مزيج متكون من أدوات الدين وأدوات ملكية".

ولأغراض الدراسة، يمكن تصوير هيكل رأس المال كنظام تمويلي يتألف من مزيج متنوع من مصادر التمويل المكونة من حقوق الملكية وأدوات الدين والتي يجب الموازنة فيما بينها حسب الشركة بناءً على إحتياجاتها واستراتيجياتها.

### 3.1.1.2 هيكل رأس المال الأمثل (Optimal Capital Structure):

هيكل رأس المال الأمثل هو تلك الهيكلية التي تحقق أقصى قيمة للشركة مع مراعاة توازن بين تكلفة التمويل والعائد المتوقع. ففي الواقع، ليس هناك هيكل رأس مال واحد يُعتبر مثالياً لجميع الشركات، حيث يعتمد الهيكل الأمثل على العوامل المحيطة بالشركة مثل نوع الصناعة، وسياسة الشركة، والظروف الإقتصادية، والأهداف المالية. فالهدف الأساسي لتحقيق هيكل رأس المال الأمثل هو تحقيق أقصى قيمة لحاملي الأسهم مع الحفاظ على إستقرار التمويل وتقليل المخاطر المالية. بشكل عام، يجب أن يتضمن هيكل رأس المال مزيجاً من رأس المال الخاص والديون الذي يلبي إحتياجات الشركة ويحسن من فعالية إستخدامها للموارد المالية، فتحقيق هيكل رأس المال الأمثل يتطلب تحليل دقيق ومستمر لأداء الشركة وتقييم إستراتيجيتها المالية (Machado & Pereira, 2023).

ويتم تحديد هيكل رأس المال الأمثل من خلال محاولة الوصول إلى نقطة توازن بين المخاطرة والعائد، فعندما يكون الإعتماد على القروض بشكل كبير سوف يزيد المخاطر التي يتعرض لها حملة لأسهم، وعلى النقيض، فإن إستخدام الكثير من الديون يرافقه زيادة معدل العائد على حق ملكية، مما يعني أن المخاطرة الكبيرة تؤدي لتقليل من أسعار الاسهم لكن في هذا المقابل العائد المتوقع للأسهم سوف يزداد من سعرها (شرف وجورية، 2021).

تحديد هيكل رأس المال الأمثل يعتمد على عدّة عوامل ومتغيرات تتعلق بالمؤسسات الإقتصادية وظروفها الخاصة. ويمكن المساعدة في تحديد هيكل رأس المال الأمثل في إتباع الخطوات التالية:  
(Fernandez, 2019):

1. تقييم إحتياجات الشركة: يجب العمل على تقدير الإحتياجات المالية للشركة، وهذا يتضمن تقدير تكلفة تنفيذ مشروعات جديدة أو توسيع الأعمال، وتسديد الديون الحالية، وتمويل العمليات اليومية. هذا يمكن أن يساعد في تحديد الحاجة إلى رأس مال إضافي ونوعه.

2. تقييم تكلفة التمويل: قد يكون لدى الشركة خيارات متعددة لتمويل الشركة، مثل القروض، والأسهم، والسندات. مما يتطلب تقييم تكلفة كل منها بناءً على أسعار الفائدة والشروط المتاحة.

3. تحليل هيكل الدين: يجب العمل على تحديد نسبة رأس المال المملوكة مقارنة بالديون في هيكل رأس المال. حيث زيادة نسبة الديون تزيد من التكلفة والمخاطر المالية. فيجب مراعاة قدرة الشركة على تسديد هذه الديون.

4. تحليل العائد المتوقع: يجب أن تقيم ما إذا كانت هناك توقعات للعائد على الإستثمارات المستقبلية. يجب مقارنة هذه التوقعات بتكلفة التمويل المحتملة لتحديد ما إذا كانت الإستثمارات ستكون مجدية من الناحية المالية.

5. مراعاة العوامل الخارجية: تأثير العوامل الخارجية مثل الظروف الإقتصادية، والسياسات الحكومية، وتوجهات السوق على هيكل رأس المال يجب أيضاً مراعاته.

ويضيف النجداوي (2021) أنّ هيكل رأس المال الأمثل يكمن في توفير إحتياجات الشركة بأقل التكاليف وأدنى المخاطر، وكذلك يحقق التوازن بين مكونات هيكل التمويل الداخلي والخارجي، كما يهدف إلى تعظيم العائد على الأموال المستثمرة، مما يجعل الشركة قادرة على سداد التزاماتها، وكذلك يسهم في تعزيز الرقابة والسيطرة على إدارة الشركة.

#### 4.1.1.2 مكونات هيكل رأس المال:

هيكل رأس المال هو تجميع الموارد المالية التي تُتاح للشركة لتمويل أنشطتها اليومية والمستقبلية، حيث يتألف هذا الهيكل من مصادر التمويل الطويلة الأجل، مثل القروض والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، والأسهم الممتازة. يمكن أنّ يتكون هيكل رأس المال من تمويل مقترض، تمويل مملوك، أو مزيج من

كليهما، وتعتمد تركيبته على مجموعة متنوعة من العوامل والمتغيرات التي تؤثر في هيكل رأس مال الشركة. في حين يهدف هيكل رأس المال إلى توفير تمويل مستدام وطويل الأمد للشركة، وعادة ما يتجنب مصادر التمويل القصيرة الأجل. ويُعد هيكل رأس المال جزءاً أساسياً من الهيكل المالي العام للشركة وله تأثير كبير على قدرتها على تنفيذ إستراتيجياتها وتحقيق أهدافها (شرف وجورية، 2021)، فهيكّل رأس المال مركب من أدوات ملكية وأدوات دين وهي كما يلي:

### أولاً: التمويل بأدوات الملكية:

التمويل بأدوات الملكية أحد أشكال تمويل الشركات، الذي يحتوي على الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية والأسهم الممتازة، كما أنّ الشركة تعتمد على جمع رأس المال من خلال إصدار أسهم للمساهمين أو الملاك الحاليين للشركة. وفي هذا السياق، تقوم الشركة ببيع أسهم للمستثمرين أو المساهمين، وبالمقابل يحصل هؤلاء المستثمرون على حصة من ملكية الشركة، فهذا النوع من التمويل يختلف عن التمويل بالديون حيث لا تتطلب الشركة سداد فوائد أو تقديم ضمانات (الخطيب والرقيبات، 2021). ويتم التمويل بأدوات الملكية من خلال الطرق التالية:

#### 1. الأسهم العادية (Ordinary Shares):

الأسهم العادية والمعروفة أيضاً بالأسهم القياسية أو الأسهم العادية للشركة (Common Stocks)، هي وحدات ملكية تمثل حصصاً في ملكية شركة معينة، حينما تمتلك شخصاً أو مستثمراً أسهماً عادية في شركة معينة، فإنّه يصبح لديه حقوق في تلك الشركة ومشاركته في أرباحها وقراراتها، بحيث إصدار الأسهم العادية يأتي مع مجموعة من الفوائد والعيوب. فيما يلي توضيح لبعضها (دعاس، 2019):

## فوائد إصدار الأسهم العادية:

- زيادة رأس المال: يمكن للشركة جمع رأس المال إضافي من خلال إصدار الأسهم العادية، وهذا يمكن إستخدامه لتمويل نمو الشركة وتوسيع نشاطاتها أو لخفض مستويات الديون.
- تقليل التكاليف المالية: عندما تستخدم الشركة رأس المال الخاص من خلال إصدار الأسهم العادية بدلاً من إقتراض الأموال من البنوك أو السندات، يمكن تجنب دفع فوائد مرتفعة على الديون، فبالتالي يمكن التقليل من المخاطر وخاصة مخاطر عدم القدرة على السداد.
- تبسيط هيكل الملكية: الأسهم العادية تمثل حصة في ملكية الشركة وتسمح للمساهمين بالمشاركة في صنع القرارات والتصويت في الجمعيات العامة للشركة.

## عيوب إصدار الأسهم العادية:

- تخفيف الربح للمساهمين الحاليين: عند إصدار الأسهم الجديدة، قد يؤدي ذلك إلى تقسيم الأرباح بين عدد أكبر من المساهمين، مما قد يؤثر سلباً على العوائد المالية للمساهمين الحاليين.
- الضغط على سعر السهم: زيادة عدد الأسهم المتداولة في السوق قد يؤدي إلى إنخفاض سعر السهم الفردي بسبب التخفيف من نسبة التملك لكل مساهم.
- تكاليف إصدار الأسهم: العملية تشمل تكاليف قانونية وإدارية مرتبطة بإصدار الأسهم العادية، بما في ذلك تكلفة استشارات مالية ورسوم تسجيل.

## 2. الأسهم الممتازة (Preferred Shares):

الأسهم الممتازة هي نوع من الأسهم التي تصدرها الشركة والتي تعطي حاملها أو مالكيها مزايا وحقوقاً إضافية مقارنة بالأسهم العادية في الشركة نفسها، فالأسهم الممتازة تعتبر نوعاً من التمويل، فهي عبارة عن أوراق مالية بدون تاريخ إستحقاق كأسهم العادية، وذات أرباح ثابتة بعكس الأسهم العادية ذات

الأرباح المتغيرة، وتتميز ببعض الخصائص التي تجعلها مختلفة عن الأسهم العادية وفيما يلي شرح لمفهوم الأسهم الممتازة (العلواني، 2021):

- الأولوية في توزيع الأرباح: فحاملو الأسهم الممتازة عادة مؤهلون لتلقي أولوية في توزيع الأرباح عندما تقرر الشركة توزيع أرباح. هذا يعني أنهم سيحصلون على أرباحهم قبل حاملي الأسهم العادية.
- الأولوية في حالة التصفية أو البيع: في حالة تصفية الشركة أو بيعها، يتم منح حاملي الأسهم الممتازة أولوية في إستعادة قيمتها قبل حاملي الأسهم العادية. هذا يعني أنهم سيحصلون على حصتهم من الأصول المتبقية قبل الآخرين.
- حقوق التصويت محددة: في بعض الحالات، لا يملك حملة الأسهم الممتازة حقوق تصويت على قرارات الشركة المتعلقة عند اختيار مجلس الإدارة فيها، وهذا يمكن أن يمنح حامليها تأثيراً أكبر على إتخاذ القرارات في الشركة مقارنة بحاملي الأسهم العادية.
- لها عوائد محددة: فغالباً ما تكون عبارة عن مبلغ محدد عن كل سهم او نسبة مئوية من قيمة الأسهم الاسمية.

### 3. الأرباح المحتجزة (Retained Earnings):

تُعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل الداخلي للشركات، حيث تستخدمه أحياناً من أجل تغطية احتياجاتها طويلة الأجل، فهي تُعبر عن الرصيد المتراكم للأرباح الذي لم يتم توزيعه على مساهمين الشركة (العلواني، 2021). وفيما يتعلق بقانون الشركات الفلسطينية المساهمة يتوجب إحتجاز 10% من صافي الأرباح كإحتياطي إجباري، ويُجيز القانون لمجلس الإدارة أن يحتجز ما يصل إلى 20% من صافي الأرباح كإحتياطي إختياري، بشرط ألا يتجاوز 50% من رأس المال في الشركة (إسماعيل، 2016) وهو ما نص عليه القانون الفلسطيني رقم (42) لسنة 2021.

## ثانياً: التمويل بأدوات الدين:

التمويل بالدين في هيكل رأس المال يشير إلى استخدام الديون طويلة الأجل كوسيلة لتمويل قرارات الإستثمار والأنشطة التي تنفذها الشركة. حيث يُطلق على رأس المال الذي يتم تمويله بواسطة الدين مصطلح "الرفع المالي". فعندما تزيد الشركة مستوى الديون في هيكل رأس المال، فإنّ هذا يزيد من مستوى الرافعة المالية وأنّ الزيادة مستوى الرافعة المالية يزيد من الخطر المالي الذي قد يواجه الشركات، حيث تصبح هذه الشركات ملزمة بسداد الفوائد والأقساط الرئيسيّة على الديون، وعلى الرغم من أنّ زيادة مستوى الديون في البداية قد تزيد قيمة الشركة بسبب إستغلال فوائد الديون المنخفضة، إلا أنّ هذه الزيادة في القيمة تكون ذات حدود، بمجرد تجاوز هذه الحدود، تزيد التكلفة الكليّة لرأس المال بسبب الديون الإضافية، مما يمكن أن يؤدي في نهاية المطاف إلى التقليل من قيمة الشركة السوقية (الخطيب والرقيبات، 2021). ويتم التمويل بأدوات الدين من خلال الطرق التالية:

### 1. القروض طويلة الأجل (Long-Term Loans):

القروض طويلة الأجل هي أداة تمويل تُقدم للشركات أو الأفراد بمبالغ مالية كبيرة وتتطلب سدادها على مدى فترة طويلة تتراوح عادة بين عدة سنوات إلى عقود. تستخدم هذه القروض لتمويل مشاريع كبيرة أو لتوسيع الأعمال ويتم تحديد مدى السداد وأسعار الفائدة بناءً على إتفاق بين المقرض والمُقرض، فالقروض طويلة الأجل تساعد في توفير رأس المال الضروري لتحقيق الأهداف التنموية والإستثمارية للمستفيدين (بني محمد وجرادات، 2021).

### 2. السندات (Bonds):

التمويل بالسندات هو عملية جمع الأموال من خلال إصدار سندات مالية. السندات هي أوراق مالية تُعد وتُصدر من قبل الجهات الحكومية أو الشركات أو المؤسسات الأخرى لجمع الأموال من المستثمرين. بحيث يتمثل التمويل بالسندات في طريقة للحصول على أموال بمقابل دفع فائدة على السندات للمستثمرين

على مدى فترة زمنية محددة. وفي هذه العملية، يتفق المقرض (الجهة الصادرة للسندات) على سداد رأس المال المُستدان (المبلغ الذي تمّ جمعه من المستثمرين) بالإضافة إلى فائدة على السندات على مرحلة زمنية محددة. يتم تحديد سعر الفائدة وجدول السداد في السندات عند إصدارها (قدوج ومليكاوي، 2021).

### 3. التّأجير التمويلي (Finance Leasing):

هو صورة مبتكرة من صور التمويل والذي يتيح للمستأجر فرصة تأسيس مشروعه التجاري، أو تطويره بإحلال معدات جديدة دون إستنزاف الموارد المالية الموجودة لديه، فقيام المستأجر بشراء المعدات يؤدي إلى تجميد رأس المال، والبديل الأفضل هو إستخدام هذا المبلغ في دفع جزء منه بدل الإيجار، والأخير يستغله في شراء المواد الخام ليبدأ في التصنيع ومن ثم يقوم بتحقيق الربح، ويدفع بدلات الإيجار المستحقة عليه (هامل ونوغي، 2022).

### 4. الرهن العقاري (Mortgage):

هو عامل مُهم في التنمية الاقتصادية والاجتماعية وأحدى أهم الضمانات القانونية لحماية الائتمان والمُعاملات المالية، حيث تُقوم فكرته على تخصيص عقار مُعين لضمان الوفاء بالدين الذي يقتضي بالرهن، وبموجبه أن يتخلى الراهن عن ملكية الشيء المرهون الذي يمثل العقار بشكل عام، وفي حالة عدم وفاء المدين للدين، ينزع من ملكيته من الدين ويسجل العقار طبقاً لأحكام نظام التسجيل العيني للعقار، وللدائن الحق أن يستوفي دينه من قيمة العقار محل الرهن بعد بيعه جبراً في المزاد العلني، وتقديم هذا الدائن عن بقية الدائنين العاديين (شبروعزت، 2023).

### 5.1.1.2 النظريات المفسرة لهيكل رأس المال:

إن موضوع إختيار الهيكل التمويلي للشركة، عمل على جذب الباحثين فهناك العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية التي هدفت لتفسير طبيعة وأثر إختيار هيكل التمويل، ومن هذه النظريات التي ترتبط بهيكل رأس المال والتي تتمثل أهمها في الآتي:

## أولاً: نظرية موديليانى وميلر (Modigliani and Miller Theory):

هي نظرية مهمة في مجال التمويل تم تطويرها في الخمسينيات من القرن الماضي بواسطة الاقتصاديين الأمريكيين Modigliani and Miller، حيث يعتقدان أنه إذا لم تكن هناك ضرائب وتكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة في سوق رأس المال المثالي، فإن القيمة السوقية للمؤسسة لن يكون لها علاقة بهيكل التمويل، وبذلك تؤكد هذه النظرية على عدم وجود هيكل تمويل مثالي، وفي العام 1963، تم إجراء تعديل على النظرية، حيث أخذت في عين الاعتبار الجانب الضريبي والذي يؤثر على تكلفة التمويل، وبالتالي على قيمة الشركات حيث أن التمويل بالدين أقل كلفة من التمويل بالأسهم، ونظراً لأن الفائدة من المصروفات المعفاة من الضرائب على عكس التوزيعات، ويمكن أن تصل قيمة المنشأة إلى الحد الأقصى عندما تصل نسبة الدين إلى 100%، ويكون هيكل رأس المال في هذا الوقت هو الهيكل الرأسمالي الأمثل (النجداوي، 2021).

## ثانياً: نظرية الإشارة (Signal Theory):

تعود هذه النظرية إلى عام 1977، عندما قام Ross بتطبيق نظرية إرسال الإشارات على المجال المالي لأول مره، فقد تمّ من خلالها تقديم شرح للإدارة عن تحديد هيكل رأس المال للشركة، بحيث يتم عكس طبيعة المعلومات المتاحة للإدارة عن عمليات أداء الأصول، والقيمة المستقبلية للشركة، لذا يرجع أساس هذه النظرية إلى الاختلاف في حجم وطبيعة المعلومات ما بين الإدارة والسوق، حيث أن هذه المعلومات يتم توزيعها بشكل غير متماثل، وذلك نظراً لأن المدراء لديهم العديد من المعلومات الداخلية غير المتاحة للمستثمرين، الأمر الذي يجعل من الصعب التمييز ما بين الشركات ذات الأداء المالي عن الشركات ذات الأداء المنخفض، مما يؤدي لتحديد أسهم كلا من النوعين في السوق بنفس القيمة، وهنا تتمثل الطريقة الأكثر موثوقية التي يتم إستخدامها من قبل الشركات بأقل من قيمتها وذلك من خلال إرسال إشارة إيجابية للسوق لرفع مستويات الدين، ويعود السبب في ذلك في أن الشركات منخفضة الأداء لا

يمكنها تحمل مخاطر الإفلاس، وهذا ما يجعل إستراتيجية الإصدار للدين من الصعب تقليدها من قبل هذه الشركات لنقل الإشارة الإيجابية إلى السوق المالي (العلي، 2022).

### ثالثاً: نظرية أولويات التمويل (Pecking Order Theory):

تعود هذه النظرية إلى Myers and Majluf عام 1984، وتنص على أن مدراء الشركات يتبعون التسلسل الهرمي عند إتخاذ قرار تمويل هيكل رأس المال، وتفضل إستخدام مصادر التمويل الداخلية عن مصادر التمويل الخارجية، وذلك بسبب فرق التكاليف بين مصادر التمويل، حيث أن التمويل الداخلي أقل تكلفة من الخارجي، إن اختلاف المعلومات بين المدراء والمستثمرين في هذه النظرية، يؤدي إلى إختلاف في تكاليف التمويل، مما يؤثر في قرار المدراء في تفضيل المصادر المتاحة للتمويل، ووفقاً للنظرية فإن الخيار الأول هو التمويل الداخلي ثم التمويل الخارجي (بني محمد وجرادات، 2021).

### رابعاً: نظرية توقيت السوق (Market Timing Theory):

تشير هذه النظرية بأن هيكل رأس المال يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع قيم السوق، كما أن الوقت مهم لقرار إصدار الأسهم، وأن على الشركات أن تقترض أو تصدر الأسهم فقط إذا كانت ظروف السوق ملائمة، فوفقاً لهذه النظرية تقوم الشركات بالإعتماد على أموال الملكية لتمويل إحتياجاتها من الأموال في الأوقات التي تكون فيها أسعار أسهمها مقيمة بقيمتها الحقيقية أو بأعلى من قيمتها الحقيقية، في حين أن الشركات تلجأ إلى الإقتراض لتمويل مشاريعها في الحالات التي تكون فيها أسهم الشركة مقيمة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقي (مسعود، 2021).

### خامساً: نظرية تكلفة الوكالة (The Agency Theory):

تنص هذه النظرية على أن هيكل رأس المال الأمثل يتحقق من خلال قيمة الديون التي تخفف من حدة النزاعات بين المساهمين وإدارة الشركة، وبالتالي فإن إعتداد الشركة على الدين بدلاً من حقوق الملكية يقلل من مشكلة المخاطرة الأخلاقية المرتبطة بمديريها، فزيادة الديون في هيكل التمويل يقلل من مشكلة

الوكالة بين المساهمين ومديري الشركات، إلا أنه قد توجد مشكلة وكالة جديدة بين المساهمين والدائنين مثل: عدم كفاية الاستثمار. كما تشير إلى أن المديرين عندما يمتلكون جزءاً من أسهم الشركة فإنهم يفضلون الديون بدلاً من الأسهم من أجل الحفاظ على حقوقهم وزيادة الدافع لديهم لتعظيم مصلحة المساهمين، هذا بالإضافة إلى أن الديون تساعد المستثمرين في الرقابة على أداء المديرين، مما يؤدي إلى تخفيض مشاكل الوكالة، وعادة ما يتم إدخال إفتراضات نظرية الوكالة ضمن إفتراضات نظرية التوازن، لأنها تعتبر هي النظرية الأساسية التي تأخذ في الإعتبار كلاً من الضرائب وتكاليف الوكالة (مسعود، 2021).

#### 6.1.1.2 محددات هيكل رأس المال:

لقد عملت العديد من نظريات هيكل رأس المال على تحديد العوامل والمحددات التي يجب الأخذ بها ومعالجتها وتحليلها، وذلك لأهميتها وتأثيرها على قيمة وأداء الشركات، ومن أهم هذه العوامل والمحددات ما يلي:

1. **هيكل الأصول:** عندما تكون نسبة الأصول الثابتة ثابتة والتكاليف الثابتة مرتفعة، تتخفف قدرة المديونية للشركة. هذا يزيد من الرفع التشغيلي وحساسية الأرباح، مما يزيد من مخاطر عدم قدرة الشركة على دفع التزاماتها. هيكل الأصول يؤثر أيضاً على تمويل الشركة، حيث يمكن استخدام زيادة الأصول الثابتة لتحسين شروط القروض (العلي، 2022).

2. **عمر الشركة:** أشارت نظرية المبادلة إلى وجود علاقة طردية بين عمر الشركة وهيكل رأس المال، ويرجع ذلك إلى أن المنشآت الحديثة تتميز بانخفاض تنوعها، وقلة أرباحها، وزيادة الإحتياجات التمويلية لديها، فضلاً عن انخفاض جدارتها الإئتمانية، ومن ثم انخفاض قدرتها في الحصول على الديون، في حين أشارت نظرية أولويات التمويل إلى وجود علاقة عكسية بين عمر الشركة وهيكل رأس المال، حيث أن عدم تماثل المعلومات يكون أكثر حدة في المنشآت الحديثة، مما يجعلها تعتمد

بشكل كبير على مصادر التمويل ذات درجة حساسية منخفضة للمعلومات والتي تتمثل في الديون (عيطة، 2021).

3. نمو الشركة: هي الفرصة أو الإحتمالية للشركة للتطور والنمو في المستقبل، ويمكن التنبؤ بمعدل النمو للشركة من خلال من مؤشرات مثل نسبة النمو في الموظفين ومبيعات وكذلك إجمالي الأصول ونفقات البحث والتطوير، كما أنّ وجود فرص إستثمارية مستقبلية تؤدي زيادة مخاطر الشركة. نظرية التبادل تشير إلى علاقة سلبية بين فرص الإستثمار ونسبة الدين في رأس المال. كما نظرية أولوية التمويل تؤكد على العلاقة السلبية بين معدل النمو ومؤشر الديون (الشويات، 2020).

4. ربحية الشركة: ربحية الشركة تؤثر على المخاطر المالية التي ممكن أن تتعرض لها الشركة، بالإضافة تتأثر من قدرتها على الإقتراض والإستفادة من الوفورات الضريبية. حيث نظرية التبادل ترى علاقة إيجابية بين ربحية الشركة ومؤشر الديون، بينما تشير نظرية أولوية التمويل إلى علاقة عكسية (الشويات، 2020).

5. السيولة: هي وصف لقدرة الشركة على تحويل أصولها إلى نقدية لسداد جميع الإلتزامات، تؤثر على هيكل رأس المال، حيث ترتبط إيجابياً بالديون عندما تتمكن الشركة من الإقتراض بسهولة وتستخدم السيولة لتمويل إستثماراتها. حيث تظهر علاقة سلبية عندما تقل نسبة الديون مع زيادة السيولة (الخطيب والرقيبات، 2021).

6. تقلب صافي الدخل من العمليات: لطالما كان صافي الدخل من العمليات في الشركة من المصادر الأساسية لسداد التزاماتها، فعندما يكون دخل الشركة متذبذب تلجأ إلى أدوات الملكية كمصدر من مصادر تمويل هيكل رأس المال، حيث كلما إرتفعت المخاطر المالية المتمثلة بتقلبات صافي الدخل للشركة، كلما قل إعتماؤها على التمويل باستخدام أدوات الدين (الخطيب والبوات، 2021).

7. **الفرص الاستثمارية:** تعتبر التكاليف المرتبطة بإصدار السندات والأخرى المرتبطة بتعارض المصالح ما بين حملة الأسهم وحملة السندات تكون عالية للشركات التي يكون لديها فرص استثمارية كبيرة على خلال الشركات الصغيرة أو التي لا يوجد لديها فرص استثمارية، كما أن الشركات التي يكون لديها فرص استثمارية أكثر فإن الرفع المالي لديها يكون قليلاً وهو ما أشارت إليه نظرية أولوية التمويل، ويرجع ذلك إلى أن هذه الفرص الاستثمارية ستستوعب التدفقات النقدية الفائضة في الشركة، ولا يوجد حاجة إلى الاقتراض من أجل إجبار المديرين الماليين لدفع فوائد هذه القروض (الخطيب والبيات، 2021).

8. **نسبة كفاءة رأس المال:** يلعب رأس المال دوراً هاماً في حماية أموال المستثمرين والمساهمين حيث يمثل الدرع الآمن الذي قد يحميها من خسائر غير متوقعة، ونظراً لأهمية رأس المال جاء الاهتمام بالكفاءة المالية التي تتمثل في نسبة كفاءة رأس المال، بإعتبار أن كفاءة رأس المال تعبر عن قدرة رأس المال على تحقيق السلامة والمتانة في بيان المركز المالي للشركة (الزيوت وآخرون، 2021).

9. **توزيعات الأرباح:** وهي أرباح نقدية تم توزيعها على المساهمين، حيث تعتبر علاوة ومكافأة للمساهمين لقاء استثمار أموالهم في أسهم الشركة، في حين التغيرات بها سوف تؤثر على الأرباح المحتجزة التي تعتبر مصدراً تمويلياً داخلياً للشركة مما يؤثر على اعتمادها على الرفع المالي لتمويل احتياجاتها المالية (الزيوت وآخرون، 2021).

10. **الموقف الضريبي الشركة:** أحد أهم الأسباب التي تدفع الشركة للتمويل بالإقتراض، الأمر الذي يخفف من العبء الضريبي على الشركة، ولكن قد يفقد الاقتراض لإحدى مزاياه المهمة بسبب حصول الشركة على إعفاء ضريبي من جراء ترحيل الخسائر للأمام أو الخلف من وعاء الضريبة لعدة سنوات (كعرار، 2016).

## 7.1.1.2 تكلفة هيكل رأس المال (Cost of Capital Structure)

تُعبّر تكلفة هيكل رأس المال عن إحتوائها على جميع التكاليف المرتبطة بالإستخدام المختلف لمصادر التمويل في الشركة. لذلك يُعتبر هيكل رأس المال أمراً حاسماً لأي شركة، ولكنه يأتي مع تكاليف من مختلف المصادر، ومن بين هذه تكلفة أدوات الدين وأدوات الملكية التي تستخدم لتمويل أنشطة الشركة (Bae et al., 2019).

وفي ذلك السياق، يرى مداني (2021) أنّ تكلفة هيكل رأس المال يمكن تعريفها بأنها النفقات التي تتحملها الشركة للحصول على تمويل من مصادرها المختلفة. يُمكن النظر إلى تكلفة هيكل رأس المال كالحّد الأدنى للعائد الذي يُطلبه المستثمرون الذين يستثمرون أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركة. ببساطة، تمثل تكلفة هيكل رأس المال المبالغ التي يتوجب دفعها مقابل إستخدام رأس المال. أما المشهداني (2017) فيعرف تكلفة رأس المال بأنها تكلفة مصادر التمويل التي يستخدمها المشروع في تمويل إستثماراته، وتأتي أهمية دراسة رأس المال من طبيعة الموارد المالية التي تتصف بالندرة وإرتفاع أهميتها النسبية في تكاليف المشروع، وهذا يتطلب اختيار وتخصيص الموارد المتاحة بأسلوب أمثل لتحقيق اهداف المشروع.

ويرى دعاس (2019) أنّها الحدّ الأدنى للمعدل الواجب على الشركة أن تحقّقه عن المشاريع الاستثمارية، بهدف الحفاظ على قيمة الشركة السوقية دون أي تغيير، وإن تحقّق العائد الذي يقل عن معدل هيكل رأس المال، سوف يعكس الوضع المالي للمشروع للأسوء، بالإضافة سوف ينخفض الإجمالي من قيمة الشركة السوقية، بينما إذا تحقّق عائد أعلى من معدل رأس المال سوف يتحسن وضع الشركة المالي ومما يسهم في إرتفاع إجمالي قيمة السوقية أسهم الشركة.

أما مرقص (2022) فيرى أن تعريف تكلفة هيكل رأس المال يتم من خلال منظوريين، الأول: من منظور المستثمرين والدائنين، حيث تمثل تكلفة هيكل رأس المال الحدّ الأدنى للعائد المتوقع الحصول

عليه من الإستثمار او إقراض أموالهم في الشركة، والثاني، من منظور الشركة: حيث تمثل تكلفة هيكل رأس المال خليطاً من تكلفة حقوق الملكية والتي تتمثل في العائدات التي يتم دفعها للمساهمين لقاء إستثمار أموالهم في الشركة، وتكلفة الأموال المقترضة التي تتمثل في الفوائد وأي تكاليف أخرى تتحملها الشركة نتيجة إقتراض الأموال والتي تعمل الشركة على الحصول على الأموال اللازمة لها من مصادر مختلفة باقل تكلفة ممكنة.

وبشكل عام، تُعد تكلفة هيكل رأس المال هي الركيزة الأساسية لأي قرار مالي تعتمد عليه إدارة المؤسسة بحيث يكون من الصعب أن تصل إلى تحقيق خططها الإستراتيجية وأهدافها المرجوة دون هذه التكلفة والتي تمثل الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على الإستثمار بهدف المحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة بدون تغيير، وبالتالي فإن تحقيق عائد يقلّ عن معدل تكلفة رأس المال، يؤدي إلى أن تصبح الوضعية المالية أسوأ مما كانت عليه من قبل مع إنخفاض إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة.

### 8.1.1.2 أهمية تكلفة هيكل رأس المال:

تكلفة هيكل رأس المال ذات أهمية كبيرة للشركات والمؤسسات لعدة أسباب (رشوان وأبو رحمة، 2017):

1. تقييم الاستثمارات: تساعد تكلفة هيكل رأس المال في تحديد التكلفة الإجمالية لتمويل المشروعات

والاستثمارات الجديدة. وهذا يساعد الشركات على إتخاذ قرارات إستثمارية مستنيرة ومنطقية.

2. تقييم الأداء المالي: تعكس تكلفة هيكل رأس المال كفاءة الشركة في إستخدام مواردها المالية. إذا

كانت التكلفة مرتفعة جداً، يمكن أن تؤثر سلباً على هامش الربح وربما تشير إلى أن هناك ضرورة

لتنقيح هيكل رأس المال.

3. جذب المستثمرين: تكلفة هيكل رأس المال تعكس مدى جاذبية الشركة للمستثمرين. إذا كانت التكلفة

منخفضة، فإن ذلك يجعل الشركة أكثر جاذبية للمستثمرين الذين يبحثون عن عوائد استثمار جيدة.

4. إتخاذ القرارات التمويلية: توفر تكلفة هيكل رأس المال معلومات هامة لإتخاذ قرارات تمويلية، مثل ما إذا كان يجب الإعتماد على التمويل بالديون أم بحقوق الملكية لتمويل مشروع معين.

5. مقارنة الأداء: يمكن إستخدام تكلفة هيكل رأس المال لمقارنة أداء الشركة بشركات منافسة في نفس الصناعة. إذا كانت التكلفة أقل من المتوسط في الصناعة، فقد يشير ذلك إلى تفوق الشركة على منافسيها.

ومما سبق، تُعد تكلفة هيكل رأس المال أداة هامة لإدارة الأموال وإتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية في الشركات، وتساعد في تحسين كفاءة إستخدام رأس المال وتحقيق أقصى قيمة ممكنة للشركة.

#### 9.1.1.2 العوامل المؤثرة في تكلفة هيكل رأس المال:

تتأثر تكلفة هيكل رأس المال في مجموعة من العوامل والتي تتمثل بما يلي  
(حاتم وآخرون، 2023):

أولاً: العوامل التي لا تخضع لسيطرة الشركة وتتمثل في الآتي:

1. فائدة السوق: ترتبط فائدة السوق طردياً مع تكلفة هيكل رأس المال، فكلما زادت الفوائد السوقية زادت تكلفة هيكل رأس المال.

2. مخاطر السوق النظامية: فهي ترتبط بعوامل السوق بشكل عام، وليس على شركة معينة، وبالصددمات الإقتصادية والإجتماعية والسياسية: كالحروب والتضخم والكساد وتفشي الأمراض، فمن خلال هذه العوامل يمكن لأسعار الأوراق المالية أن تتأثر في درجات متباينة.

3. معدل الضريبة الذي تخضع له الشركة: له علاقته عكسية مع التكلفة بالاقتراض، في حين يتأثر إيجابياً مع تكلفة التمويل بالملكية إذا كان قانون الضريبة يعفي أرباح الأسهم من مدفوعات ضريبة الدخل، مما يسهم في زيادة السيولة وبالتالي يخفض تكاليف التمويل بالملكية بسبب إنجذاب المستثمرين.

ثانياً: العوامل التي تخضع لسيطرة الشركة وتتمثل في الآتي:

1. سياسة توزيع الأرباح: فالأرباح المحتجزة تعبر عن الرصيد المتراكم للأرباح التي لم توزع على المساهمين، فعندما ترتفع نسبة الأرباح الموزعة عن الأرباح المحققة، يؤدي هذا إلى انخفاض من نسبة الأرباح المحتجزة، فتكون لا تكفي لتمويل إحتياجات الشركة المالية وتنفيذ إستثمارات جديدة، فيؤدي ذلك إلى إرتفاع تكلفة هيكل رأس المال.

2. سياسة الشركة بشأن هيكل رأس المال: عندما يكون للشركة هيكل رأس مال مستهدف وإنها استخدمت مكوناته وعناصره لتحديد تكلفة هيكل رأس المال فعندها يصبح بالإمكان أن تغير من هيكلها الرأسي مالي بشكل يغير من تكلفة رأس المال، فمثلاً؛ إذا قررت الشركة القليل من الأسهم العادية والكثير من القروض فهذا يؤدي إلى تغير الأوزان النسبية لمصادر التمويل، وبالتالي يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأس المال.

3. السياسة العامة للشركة: عندما يكون للشركة هيكل رأس مال مستهدف وإنها استخدمت مكوناته وعناصره لتحديد تكلفة هيكل رأس المال فعندها يصبح بالإمكان أن تغير من هيكلها الرأسي مالي بشكل يغير من تكلفة رأس المال، فمثلاً؛ إذا قررت الشركة القليل من الأسهم العادية والكثير من القروض فهذا يؤدي إلى تغير الأوزان النسبية لمصادر التمويل، مما يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأس المال.

ومما سبق، تتأثر تكلفة هيكل رأس المال للشركة تأثيراً كبيراً بالبيئة الإقتصادية ومؤسساتها، وممارسات حوكمة الشركات والنظم الضريبية والعلاقة بين المقرض والمقترض، والتعرض لأسواق رأس المال ومستوى حماية المستثمرين في البلد العاملة به.

## 10.1.1.2 إحتساب تكلفة هيكل رأس المال - نموذج "المتوسط المرجح لتكلفة هيكل رأس المال"

### Weighted Average Cost of Capital (WACC)

يُعتبر المتوسط المرجح لتكلفة هيكل رأس المال-Weighted Average Cost of Capital "WACC" من أكثر النماذج المستخدمة لقياس تكلفة رأس المال من قبل المستثمرين والمحللين الماليين وغيرهم من الأفراد أصحاب العلاقة، فهي تُعتبر مقياس مالي يُستخدم لتقدير التكلفة الإجمالية لجميع المصادر التمويلية للشركة (Fernandez, 2019). فهي نسبة مرجحة تمثل المتوسط المرجح للعائدات المطلوبة من مستثمري الشركة للإستثمار داخلها، أيّ إنّها تمثل متوسط تكاليف الموارد المالية الدائمة للمنشأة. ونصل معادلة (WACC) إلى المتوسط من خلال "إضافة مرجحة" لمكونات هيكل رأس المال مضروبة في تكاليفها، ويهتم النموذج بتحديد المكونات لهيكل رأس المال المنشأة وأوزانها النسبية وتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال، وبالنظر إلى إختلاف هيكل رأس المال لكل شركة، فقد يكون WACC لشركة ما عدد من الخيارات، يمثل كل منها مصدراً للأموال ومع ذلك سيكون لها دائماً مصدران: الديون والأسهم (قدوج ومليكاوي، 2021). ويتم حسابها بالمعادلة التالية (Zhou, 2023):

$$WACC = \left( \frac{\text{Market value of bank's equity}}{\text{Market value of bank's equity} + \text{debt}} \times \text{Cost of equity} \right) + \left( \frac{\text{Market value of bank's debt}}{\text{Market value of bank's equity} + \text{debt}} \times \text{Cost of debt} \times (1 - \text{Bank tax rate}) \right)$$

معادلة رقم (1) المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Zhou, 2023).

ولأجل الوصول لإحتساب تكلفة هيكل رأس المال يجب بالبداية حساب (تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الإقتراض)، وبعد ذلك يتم التوجه إلى حساب إجمالي التكلفة لتكوين هيكل رأس المال .WACC

وبناءً على ما سبق، يتم حساب تكلفة هذه المكونات التي تحصل المنشأة على المال من خلالها وفق الآتي:

### أولاً: تكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity):

تكلفة حقوق الملكية "Cost of Equity" فهي تُعبر عن معدّل العائد الذي يطالب به المساهمون من الشركة لقاء تحملهم المخاطر عن إستثماراتهم (القليطي، 2023).  
ومن أبرز النماذج والطرق التي شاعت في إحتساب تكلفة حقوق الملكية هي: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ونموذج خصم توزيعات الأرباح، وفيما يلي عرضهما:

#### 1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Asset Pricing Model:

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي قدمه (Sharpe 1964) من أكثر النماذج المهمة في تقييم تكلفة الأسهم العادية، والتي يشكل تقييمها ضرورة أساسية من أجل تحليل المخاطر. حيث قام بإيجاد علاقة خطية بين العائد المتوقع من السهم العادي والمخاطرة، بحيث قسم المخاطرة عن طريق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى نوعين من المخاطر، أولاً: المخاطر المنتظمة والتي لا يمكن تجنب آثارها عند التنوع في المحفظة الإستثمارية، والنوع الآخر هو: المخاطر غير المنتظمة التي يمكن تجنب آثارها عند التنوع في المحفظة الاستثمارية، ويتم قياس درجة المخاطرة المنتظمة عن طريق معامل الارتباط بيتا، ويتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق نموذج تسعير الأصول الرأس مالية (CAPM) وفق الصيغة التالية (القليطي، 2023):

$$R = R_F + B * (R_M - R_F)$$

حيث أن:

$R_F$ : معدل العائد الخالي من المخاطر

$R_M$ : العائد المتوقع من السوق

$B_i$ : معامل بيتا للسهم

$(R_M - R_F)$ : علاوة مخاطر السوق المتوقعة

معادلة رقم (2) تكلفة حقوق الملكية حسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (القليطي، 2023).

## 2. نموذج خصم توزيعات الأرباح (Constant Growth Dividend Discount Model):

هي طريقة لإسقاط سعر سهم الشركة بناءً على إفتراض أن سعرها الحالي يساوي مجموع مدفوعات الأرباح المستقبلية عند خصمها مرة أخرى إلى قيمتها الحالية، إذ كانت قيمة توزيعات الأرباح أكبر من سعر التداول الحالي للأسهم، فالسهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية ويجب شراؤه، والعكس صحيح، يتم تمثيل صيغة تكلفة حقوق ملكية باستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح على النحو

التالي (Chauke, 2021):

$$E = (D1 / P0) + G$$

حيث أن:

$E$  = تكلفة حقوق الملكية

$D1$  = توزيعات الأرباح في العام القادم

$P_0 = \text{سعر السهم الحالي}$

$G = \text{معدل نمو الأرباح}$

معادلة رقم (3) تكلفة حقوق الملكية حسب نموذج خصم توزيعات الأرباح (Chauke, 2021).

ويمكن الحصول على أرباح الأسهم للسنوات المقبلة بسهولة لأن الشركات تعلن عن توزيعات الأرباح في وقت مبكر قبل توزيعها، ويتم استخدام معدل نمو الأرباح لحساب متوسط المعدل السنوي للزيادة في توزيعات الأرباح التي تدفعها الشركة (Chauke, 2021). وفي الحالات التي يكون فيها معدل نمو الأرباح غير معروف، يمكن استخدام الصيغة التالية للحصول عليه (السيد وآخرون، 2023):

معدل نمو الأرباح = معدل الأرباح المحتجزة × معدل العائد على حقوق الملكية

معدل الأرباح المحتجزة = التغيير في الأرباح المحتجزة ÷ صافي الأرباح

معدل العائد على حقوق الملكية = صافي الأرباح ÷ متوسط حقوق الملكية

معادلة رقم (4) حساب معدل نمو الأرباح (السيد وآخرون، 2023).

### ثانياً: تكلفة الدين (Cost of Debt):

هي التكلفة التي ترتبط بأخذ الأموال عن طريق السندات أو القروض، وتعرف تكلفة الديون بأنها معدل الفائدة الفعلي التي يتم دفعه من الشركة للمقرضين مقابل استخدام أموالهم، بعد الأخذ بالإعتبار مقدار (الوفورات الضريبية)، وبشكل عام ومع وجود الأثر الضريبي تكون تكلفة الديون أقل من تكلفة حقوق الملكية، ومن زاوية أخرى، فإنّ الوزن النسبي للديون يكون بالعادة صغير نسبياً عند احتساب إجمالي الديون، ويتم حساب تكلفة الديون من خلال المعادلة التالية (الفليطي، 2023):

$$\text{تكلفة القروض} = (\text{مصرف الفائدة} / \text{متوسط إجمالي القروض}) \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

معادلة رقم (5) حساب تكلفة القروض (القليبي، 2023).

## 2.1.2 المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي وأساسيات حول تذبذب الأرباح:

### 1.2.1.2 الأرباح ومكوناتها:

تهدف البيانات المالية إلى تقديم معلومات مهمة للعديد من المستخدمين من أجل مساعدتهم في إتخاذ العديد من القرارات الإقتصادية والتي تتضمن هذه المعلومات: معلومات عن كل من (بيان المركز المالي وبيان الدخل وبيان التدفق النقدي والتغيرات في حقوق الملكية).

تُعتبر الأرباح المفصّل عنها في البيانات المالية من أهم المعلومات بالنسبة للمحللين للمالين ومختلف الأطراف الأخرى ذات العلاقة، وبحيث تعرف الأرباح على إنها المكاسب التي تحققها المؤسسة نتيجة دخولها في الأنشطة الرئيسية للشركة خلال العام، وبالتالي تُعتبر أرباح هذه المؤسسات إحدى المؤشرات المالية الرئيسية التي تستخدم لقياس أداء وربحية الشركة (أبو الحسن، 2021)، ولفهم كيفية حساب أرباح الشركات، يمكن تقسيم العملية إلى عدّة خطوات:

### 1. الإيرادات الإجمالية (Total Revenue): أول خطوة في حساب أرباح الشركة هي حساب إجمالي

الإيرادات، والتي تمثّل المبلغ الإجمالي الذي تحققه الشركة من مبيعاتها وخدماتها خلال فترة زمنية محددة. يشمل ذلك عادةً أي إيراد يتم تحصيله من العمليات الأساسية للشركة (Saputra, 2022).

2. **تكلفة المبيعات (Cost of Goods Sold – COGS):** بعد حساب الإيرادات الإجمالية، يجب خصم تكلفة المبيعات. تكلفة المبيعات تتضمن تكلفة المواد الخام والعمالة والتكاليف الإنتاجية الأخرى المباشرة (Ponirah, 2021).

3. **الربح الإجمالي (Gross Profit):** بعد حساب تكلفة المبيعات، يمكن حساب الربح الإجمالي عن طريق طرح تكلفة المبيعات من الإيرادات الإجمالية. الربح الإجمالي يمثل الربح الذي تحققه الشركة قبل أخذ التكاليف العامة والمصروفات الأخرى في الاعتبار (Hutagalung, 2022).

4. **المصروفات العامة والإدارية (Operating Expenses):** هذه المصروفات تشمل تكاليف تتعلق بإدارة وتشغيل الشركة بشكل عام، بما في ذلك أجور الموظفين الإداريين، وتكاليف الإيجار، وتكاليف التسويق والإعلان، وأي مصروف آخر يرتبط بالعمليات اليومية للشركة (Lee, 2023).

5. **الربح التشغيلي (Operating Profit):** بعد خصم المصروفات العامة والإدارية من الربح الإجمالي، يتم الحصول على الربح التشغيلي، هذا يعكس الربح الذي تحققه الشركة من أنشطتها التشغيلية الأساسية بعد تغطية مصاريف التشغيل الأساسية للشركة (Hutagalung, 2022).

6. **الأرباح الصافية (Net Profit or Net Income):** أخيراً، يتم حساب الأرباح الصافية بعد خصم جميع المصروفات الأخرى مثل الفوائد على الديون والضرائب على الدخل. الأرباح الصافية تمثل الربح الصافي الذي يتبقى للشركة بعد تحمل جميع المصاريف من الأنشطة التشغيلية وغير التشغيلية وضرائب الدخل (Hutagalung, 2022).

## 2.2.1.2 أهمية إستقرار الأرباح:

إستقرار الأرباح هو عنصر حيوي في إدارة الأعمال ومالية الشركات، والذي يعكس مقدرة الشركة على تحقيقها لمكاسب مالية متواصلة ومستدامة على مرّ الزمن (Baker, 2022). كما يُعد إستقرار الأرباح مؤشراً لتحديد كفاءة عمليات الشركة وقوة مالية لها، فهو يُؤثر على جميع جوانب الأعمال الإقتصادية، مثل ضمان وضع مالي مستقر، بالإضافة الى الزيادة من فرص الاستثمار والنمو، فإستمرار الأرباح هو من الأهداف المهمة لأي مؤسسة إقتصادية، من حيث إسهامه في جذب مستثمرين جدد، وبالتالي يصبح المستثمرين على إستعداد لدفع المزيد من الأموال مقابل الإستثمار بأسهم الشركة (Alkhalidi, 2023)، وبالإضافة إلى ذلك يعد إستقرار الأرباح مؤشراً قوياً وجيداً لإدارة الشركة بحيث يوضح مدى قدرتها للحصول على مصادر التمويل التي تحتاجها، كما يُسهم في خفض تكاليف التمويل التي سوف تُحصل عليها لتمويل مشاريعها القائمة أو الدخول الإستثمارات جديدة التي تكون من شأنها أن تحقق عوائد مالية للشركة (أبو الحسن 2021).

كما أن كلّ شركة لديها أرباح مستقرة ستكون دائماً قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية، وعلى العكس من ذلك إذا كانت الشركات لديها أرباح غير مستقرة وغير متوقعة ستتعرض لخطر عدم القدرة على دفع مصاريف الفوائد أو عدم القدرة على سداد أقساطها عبر السنوات وبالتالي تتعرض لخسائر كبيرة (Narsa, 2019).

وبشكل عام، تلعب الأرباح دوراً حاسماً في إستدامة نشاط الشركة ونموها المستقبلي، إذا كانت الشركة تحقق أرباحاً مستدامة ومتزايدة، فإنها تكون قادرة على إستثمار هذه الأرباح في تطوير منتجاتها، وتوسيع أعمالها، وتوزيع الأرباح على المساهمين، ومن الجدير بالذكر، أن تحقيق أرباح مستدامة يعزز سمعة

الشركة ويجذب المزيد من المستثمرين والمساهمين، ومن ناحية أخرى، إذا كانت الشركة تسجل خسائر متكررة، فإنها قد تواجه صعوبة في إستمرار نشاطها وتوسيعه.

### 3.2.1.2 تذبذب الأرباح:

لطالما كانت التذبذبات في أرباح الشركات، موضوع إهتمام كبير من قبل المساهمين ومجالس الإدارات، ولا سيما من قبل المسؤولين عن إدارة تلك الشركات، لقد كان وما زال الإهتمام الأساسي لهؤلاء الأفراد هو البحث عن وسائل للتعامل مع التذبذبات التي يمكن أن تؤثر على أرباح المؤسسات نتيجة للمخاطر المتنوعة التي تواجه إستثماراتهم المختلفة (أبو الحسن، 2021).

### 4.2.1.2 مفهوم وتعريف تذبذب الأرباح:

يستخدم مصطلح "تذبذبات الأرباح" Profit Volatility عادة للإشارة إلى التغيرات التي تحصل في قيمة الأرباح من فترة إلى أخرى، سواء كان ذلك من قبل المستثمرين الفرديين أو الشركات بأشكالها المختلفة. هذه التغيرات يمكن أن تشمل زيادات وإنخفاضات في مبلغ الأرباح التي تحققها الشركة خلال الفترات المالية المتتالية. وتتفاوت حدّة هذه التذبذبات بناءً على عوامل مختلفة تؤثر في حساب الأرباح، مثل المكاسب التي يتم جنيها نتيجة إجراء عمليات تجارية أو إستثمارات جديدة (أبو الحسن، 2021).

لقد عرّف (Bryan & Mason, 2020) تذبذب الأرباح على أنه "التغير المتكرر والمتقلب في الأرباح التي تحققها الشركة على مدى فترات زمنية متتالية. يمكن أن يكون هذا التقلب نتيجة للعوامل الإقتصادية والمالية والتنظيمية التي تؤثر على أداء الشركة". وعرفه (Pongrangga & Kurniawati, 2020) على أنه "محددًا رئيسيًا للمخاطر وسعر السوق للسهم، إذ يعكس مدى إستقرار أو عدم إستقرار أرباح الشركة". كما عرفه (خلف، 2020) على أنه " التغيرات الدورية في الأرباح الصافية للمؤسسة، حيث

يمكن أن تتأثر هذه التغييرات بعوامل مثل تقلبات السوق، وتكاليف الإنتاج، وتغيرات في الطلب على المنتجات أو الخدمات، وعرفه (محمد، 2022) على أنه "مفهوم يعبر عن التغير وعدم الإستقرار في أرباح الشركة، والتي يمكن أن تكون ناتجة عن تغيرات في الظروف الاقتصادية العامة أو إستراتيجية الشركة أو تأثيرات أخرى خارجة عن إدارة الشركة قد تؤثر على الأداء المالي".

ولأغراض الدراسة فتذبذب الأرباح يُعرّف على أنه التغير المتكرر والمتقلب في الأرباح التي تحققها الشركة على مدى فترات زمنية متتالية نتيجة لعوامل مالية وإقتصادية متعددة، ويمكن أن يشمل تذبذب الأرباح زيادات وإنخفاضات في الأرباح وهو مؤشر على عدم الإستقرار المالي للشركة.

#### 5.2.1.2 أسباب تذبذب الأرباح:

تعتبر تذبذبات الأرباح طبيعية في سوق الأوراق المالية وتحدث للعديد من الأسباب، منها (Lozano & Yaman, 2020 ; Gworo, 2019):

1. تذبذب الطلب: تتأثر الأرباح بتغيرات الطلب على منتجات أو خدمات المؤسسة. على سبيل المثال، في حالة تراجع الطلب أو إنخفاضه، قد تتراجع الأرباح، بينما يمكن أن ترتفع في فترات ازدياد الطلب.

2. تكاليف التشغيل: تؤثر تغيرات تكاليف الإنتاج والعمليات على الأرباح. زيادة التكاليف دون زيادة في الإيرادات قد تؤدي إلى تقليل الأرباح.

3. تأثير العوامل الاقتصادية: التقلبات في الإقتصاد العام والتغيرات في مؤشرات مثل معدلات الفائدة وأسعار الصرف والتضخم يمكن أن تؤثر بشكل كبير على الأرباح.

4. المنافسة: تأثير المنافسة في السوق على تحديد الأسعار وحصة السوق يمكن أن يؤدي إلى تقلبات في الأرباح.

5. التغييرات التشريعية والضرائب: التغييرات في اللوائح والسياسات الحكومية وتغييرات في قوانين الضرائب يمكن أن تؤثر على الأرباح بشكل كبير.

### 6.2.1.2 طرق الحد من تذبذب الأرباح:

نتيجة للتأثير السلبي لتذبذب الأرباح على قرارات مستخدمي التقارير المالية فإنه يمكن الحد من تذبذبات الأرباح من خلال تطبيق ما يلي (خلف، 2020):

1. الإهتمام بالقواعد المحاسبية: مثل مقابلة الإيرادات بالمصروفات فهي تهدف إلى التخفيف من حدة التذبذبات في الأرباح وتحقيق تيار أرباح سنوي أكثر إستقراراً، حيث زيادة تذبذب الأرباح يخفض من إستمرارية الأرباح.

2. زيادة الرقابة الداخلية والخارجية، من ضمان تطبيق الأسس المحاسبية والمعايير المقبولة والمعتمد من قبل الإدارة والمدراء والذي يحد من بعض السلوك الشخصي من ناحية عملية الإعتراف في المصاريف والخسائر والأرباح.

3. تطبيق نظم مرتفعة الجودة في إدارة المخاطر، فهذا يخفض من التذبذبات في الأرباح، وذلك نتيجة لزيادة قدرة تلك النظم على تقليل التكاليف التي ترتبط بالتعثر المالي والتي تحد من قدرة الشركة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية، مما يؤثر على قيمة الشركة، وتشمل الطرق للحد من تذبذب الأرباح من خلال إدارة المخاطر والتي تمثل عدّة جوانب وإجراءات، منها (Sun & Ding, 2020):

- تنوع مصادر التمويل: يمكن للشركات تقليل تذبذب الأرباح عن طريق تنويع مصادر الدخل، مثل توسيع خطوط المنتجات أو الخدمات أو دخول أسواق جديدة. هذا يساعد في التقليل من إعتقاد المؤسسة على مصدر واحد من الإيرادات.
- مراقبة التكاليف: الحرص على مراقبة وتحليل التكاليف بعناية وتحسين إدارتها للحفاظ على هامش ربح صحية. ذلك يمكن أن يقلل من تأثير تذبذب الأرباح عند تغير الظروف الإقتصادية.
- إدارة رأس المال: على الشركة الحرص على التنظيم والضبط لإستخدام رأس المال بشكل فعال وتحقيق التوازن بين الإستثمار في النمو والحفاظ على مخزون نقدي يمكن إستخدامه للتعامل مع تقلبات السوق.
- تطبيق إستراتيجيات مالية: من الممكن تستخدم المؤسسة إستراتيجيات مالية مثل التحوط (Hedging) للحد من التعرض للمخاطر المالية المحتملة، مثل تذبذب أسعار الصرف أو السلع.
- تخصيص الأرباح: يمكن تخصيص جزء من الأرباح لإنشاء صناديق إحتياطية تُستخدم للتعامل مع فترات تذبذب الأرباح أو لتمويل مشروعات النمو المستقبلية.
- التخطيط الإستراتيجي: يجب على الشركات وضع خطط إستراتيجية تأخذ في إعتبارها التوقعات المستقبلية والمخاطر المحتملة، وتحديد الخطوات اللازمة لتحقيق الإستدامة والنمو.
- الإتصال مع المساهمين: تواصل الشركات مع مساهميها والمستثمرين بشكل شفاف حيال أداء الشركة والتوقعات المستقبلية، وهذا يساهم في تقليل التقلبات غير المبررة في سعر السهم.

## 7.2.1.2 أبعاد تذبذبات الأرباح:

### أولاً: تذبذب الربح التشغيلي (OPV) Operating Profit Volatility:

يُعد الربح من العمليات الرئيسية مؤشراً رئيسياً للأداء التشغيلي للشركة، وهو أمر مهم بشكل خاص لأنه يستثني البنود غير التشغيلية في الشركة (Alhayek, 2018).

ويشير مفهوم تذبذب الربح التشغيلي إلى مدى التغير الذي يُلاحظ في الأرباح التشغيلية لشركة أو منظمة ما خلال فترة زمنية معينة. تذبذب الربح التشغيلي يمكن أن يكون ناتجاً عن عدّة عوامل وتغيرات قد تؤثر على أداء الشركة (Damayanty & Murwaningsari, 2020). ومن بين هذه العوامل (Narsa, 2019 ; Oudah & Almayyahi 2020 ):

1. **تذبذبات الإيرادات:** تغيرات في مستوى المبيعات والإيرادات بسبب تقلبات في الطلب على المنتجات أو الخدمات التي تقدمها الشركة.

2. **تكاليف التشغيل:** تغيرات في تكاليف الإنتاج والتشغيل، مثل إرتفاع أسعار المواد الخام أو تكاليف العمالة.

3. **تكاليف التسويق والإعلان:** تغيرات في مستوى الإنفاق على التسويق والإعلان لجذب العملاء وزيادة المبيعات.

4. **تذبذبات الأسعار:** تأثير تغيرات أسعار المنتجات أو الخدمات على هوامش الربح والأرباح التشغيلية.

5. **مشاكل تشغيلية:** مشكلات في عمليات الإنتاج أو التوريد تؤدي إلى تذبذب في الإنتاجية والتكاليف.

ويمكن احتسابه باستخدام الخطوات التالية :

1. احتساب الربح التشغيلي للشركة باستخدام الصيغة التالية (Charlie & Edet, 2023):

**الربح التشغيلي = إجمالي الإيرادات - تكاليف المبيعات - المصاريف التشغيلية من العمليات الرئيسية للشركة.**

معادلة رقم (6) حساب الربح التشغيلي (Charlie & Edet, 2023).

2. حساب معدل التذبذب في الربح التشغيلي باستخدام المعادلة التالية (Chuang & Viriany, 2023):

$$\text{معدل التذبذب في الربح التشغيلي} = \frac{\text{الربح التشغيلي في السنة الحالية} - \text{الربح التشغيلي في السنة الماضية}}{\text{الربح التشغيلي في السنة الحالية}}$$

معادلة رقم (7) حساب معدل التذبذب في الربح التشغيلي (Chuang and Viriany, 2023).

**ثانياً: تذبذب صافي الأرباح قبل الضرائب (EBTV) Earnings before taxes volatility :**  
هو مصطلح يُستخدم في المحاسبة والمالية للدلالة على النتيجة الإقتصادية للنشاط الإقتصادي والمالي للشركة في الأرباح الصافية قبل خصم الضرائب (Siekelova & Podhorska, 2020)، ويتم الوصول الى حساب تذبذب صافي الأرباح قبل الضرائب من خلال إحتساب إجمالي الأرباح قبل الضرائب (EBT) على إجمالي الأصول وأخذ الإتحراف المعياري من الأرباح على مدى الفترات المالية الخمس السابقة، وذلك بالتوافق مع دراسة (pane & rahmadhani, 2021) .

$$\text{الإتحراف المعياري} = \frac{\text{إجمالي الأرباح قبل الضرائب}}{\text{إجمالي الأصول للسنة الحالية}}$$

معادلة رقم (8) حساب تذبذب صافي الربح قبل الضريبة (pane & rahmadhani, 2021).

**ثالثاً: تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية (Operating Cash Flows Variability)**

تعتبر المعلومات الواردة في بيان التدفقات النقدية التشغيلية من المفاهيم الهامة في تحليل الأداء المالي للشركات وإدارة الأعمال. فهو يُعبر عن النقد المتولد من العمليات الرئيسية للشركة والتي تولد الأرباح

ولكن على الأساس النقدي وليس الإستحقاق. ويشير مفهوم تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية على مدى النقلب في النقدية التشغيلية التي تحصل عليها الشركة في فترة زمنية محددة (Sevendy & Yani, 2022)، فهو يعتبر مؤشراً على مخاطر الأعمال التي تسببها مجموعة من العوامل، مثل : التغيرات في العوامل الاقتصادية أو اللوائح الحكومية أو التغيرات في حجم المبيعات أو سعر البيع أو تكاليف التشغيل (Njuguna, 2022). ويتم قياس تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية بقسمة الانحراف المعياري للتدفقات النقدية على إجمالي الأصول وذلك عن خمس فترات مالية وذلك بالاتفاق مع دراسة (خلف، 2020)، ودراسة (Sevendy & Yani, 2022) ودراسة (Keefe & Nguen, 2020).

### الانحراف المعياري (التدفقات النقدية التشغيلية)

#### إجمالي الأصول

معادلة رقم (9) حساب تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية (خلف، 2020)، (Sevendy & Yani, 2022).

#### 8.2.1.2 علاقة تكلفة هيكل رأس المال بتذبذب الأرباح:

من المتوقع أن يكون هناك علاقة ما بين تكلفة هيكل رأس المال تتمثل بكيفية تمويل لشركة لأصولها ونشاطاتها، سواء من خلال أموال المساهمين أو اقتراض الأموال من البنوك والأسواق المالية وبين تذبذب الأرباح الذي يُشير إلى تغيرات في الأرباح على مرّ الزمن نتيجة لعوامل متنوعة مثل تغيرات مبيعات المنتجات وتكاليف الإنتاج والتضخم وتغيرات الأسواق (Susanto et al., 2021). فعندما تكون تكلفة رأس المال عالية بسبب الإعتماد من قبل الشركات على تمويل بسعر فائدة عالي أو ديون كبيرة، من المتوقع أن تزيد من الضغط المالي على الشركة، هذا الضغط المالي قد يجعل الشركة أقل قدرة على التكيف مع التذبذبات في البيئة الاقتصادية والسوق، مما يزيد من احتمالية تذبذب الأرباح، وقد تتسبب في تكبد شركة تكاليف مالية أعلى نتيجة لسداد الفوائد على الديون (Arianpoor & Tajdar, 2022).

## 3.1.2 المبحث الثالث: الواقع الاقتصادي الفلسطيني

### 1.3.1.2 المقدمة:

إنّ اقتصاد فلسطين يعيش حالة من الترهل وذلك بسبب ارتباطه بالاتفاقيات الدولية الموقعة التي كان آخرها إتفاقية باريس عام 1994، والتي لا تتماشى مع الواقع الفلسطيني، وخاصة أنّ دولة فلسطين دولة حديثة العهد والنشأة وهي في طورّ التقدم الإقتصادي رغم المعوقات التي تعترضها والتي كان من أبرزها الإحتلال الإسرائيلي، وهذا يؤدي إلى بطئ في نمو الإقتصاد مما يؤثر سلباً على المنحى الإقتصادي في الأراضي الفلسطينية لأنه مرهون بسياسة دولة الإحتلال وإقتصادها (الزقلا، 2014).

### 2.3.1.2 بورصة فلسطين:

تم تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في عام 1995، وبدأت أولى جلسات التداول في 18 شباط 1997، وفي مطلع شباط من العام 2010 كان تطور كبير في السوق وتحولها لـ "شركة مساهمة عامة" تجاوباً مع قواعد حوكمة الشركات الفعالة وإيجاد فرص متساوية لكل المُستثمرين، حيث هدفت بورصة فلسطين إلى توفير بيئة تداول آمنة تخدم المستثمرين وتحافظ على مصالحهم، كذلك تنمي فكرة الإستثمار لدى المجتمع المحلي، وتعزيز العلاقات مع الهيئات وكذلك مع مؤسسات محلية وإقليمية، كما تعمل على تطوير إستثمارات محلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي، وزيادة تطور البورصة بتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة متعددة، وبالإضافة الى تعزيز الدور المهني داخل البورصة وذلك بالسعي لتطوير الكادر البشري ومواكبة آخر التطورات التكنولوجية في السوق المالي (حرز، 2018).

### 3.3.1.2 الشركات الفلسطينية:

تنقسم الشركات الفلسطينية المُدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها (47) في نهاية العام 2021م وبقيمة سوقية بلغت (4.407.120.635)، إلى خمسة قطاعات: الخدمات المصرفية والخدمات المالية والاستثمارية والصناعة والتأمين والخدمات. حيث يتم تداول الأسهم بالدينار الأردني والدولار الأمريكي، ومع إعلان بورصة فلسطين والإفصاح عن البيانات المالية الختامية للشركات المدرجة في 2022/04/14 والتي تتمثل بالتقارير السنوية عن العام 2021، فقد تم الإشارة الى أنّ نسبة إلتزام الشركات بالإفصاح قد وصلت الى 91%، وبحسب البيانات التي قُدمت فقد كانت قطاع الخدمات هو قطاع أكثر أرباحاً، تبعه القطاع البنكي والخدمات المالية، وكان قطاع الاستثمار في المرتبة الثالثة، ثم القطاع الصناعي في المرتبة الرابعة وحل أخيراً القطاع التأميني. وتم توزيعها كما هو في الجدول الآتي. ([www.pex.ps](http://www.pex.ps)).

#### جدول رقم (1)

##### قطاعات السوق المالي الفلسطيني للعام 2021

القطاعات	عدد الشركات	عدد الأسهم المتداولة في 2021	قيمة الأسهم المتداولة (دولار)	القيمة السوقية (دولار)
البنوك والخدمات المالية	7	78.125.989	135.057.183	1.220.603.909
الإستثمار	10	80.519.688	125.410.202	940.855.744
التأمين	8	9.773.405	29.566.457	267.462.960

1.511.907.212	93.592.497	18.865.737	9	الخدمات
466.290.810	35.064.014	13.961.753	13	الصناعة
<b>4.407.120.635</b>	<b>418.690.354</b>	<b>201.246.572</b>	<b>47</b>	<b>إجمالي السوق</b>

المصدر: من إعداد الباحثة بالإستناد إلى مؤشرات بورصة فلسطين

## 2.2 الدراسات السابقة

### 1.2.2 الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة (الدراجي والفضلي، 2023): "العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال لشركات المقاولات

الصغيرة والمتوسطة في مدينة بنغازي: دراسة تحليلية"

تهدف هذه الدراسة الى بيان العوامل التي تؤثر على الهيكل المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة لقطاع المقاولات الواقعة بمدينة بنغازي خلال الفترة 2014-2019، وقد تم الإعتماد على البيانات المالية لعينة عشوائية تمثلت من (70) شركة، وقد إستخدام إختبار الإنحدار المتعدد لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة، وخلصت النتائج على وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة وكل من ربحية الشركة وهيكل أصولها ونموها، بالإضافة إلى وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة والمخاطر وهيكل رأس المال، وكذلك عدم وجود علاقة بين عمر الشركة وهيكل رأس المال.

2. دراسة (أبو سالم، 2022) بعنوان "تأثير قلب الأرباح على إستدامة الأرباح: دراسة إختبارية على

الشركات المساهمة المصرية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير تقلب الأرباح على إستدامة أرباح الشركات المساهمة المصرية خلال الفترة من (2014-2018) مع إستمرارية تسجيلها لعام 2019. إستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي للمتغير المستقل تقلب الأرباح، والمتغير التابع إستمرارية الأرباح والقدرة التنبؤية للأرباح، وتم إختيار عينة من (126) شركة غير مالية مسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية من مختلف القطاعات الإقتصادية. وخلصت النتائج وجود علاقة سلبية بين تقلب الأرباح وإستدامتها، مما يشير إلى إن تقلب الأرباح يمكن أن يقلل من إستدامة أرباح الشركات. ولكن القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لم تتأثر بشكل كبير بتقلب الأرباح، مما يشير إلى أن الشركات لديها القدرة على التنبؤ بأرباحها المستقبلية بشكل نسبي دون تأثير سلبي كبير من تقلب الأرباح. أخيراً، لم يتم العثور على فروق جوهرية في الأرباح الحالية بين الشركات المملوكة للقطاع العام والشركات المملوكة للقطاع الخاص فيما يتعلق بقدرتها على التنبؤ بالأرباح المستقبلية.

### 3. دراسة الكساسبية (2022) بعنوان: "أثر هيكل رأس المال على ربحية البنوك الإسلامية الأردنية دراسة تطبيقية للفترة (2010 - 2020)".

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر هيكل رأس المال بإستخدام (نسبة الدين الى حقوق الملكية، نسبة حقوق الملكية إلى الاصول) على مؤشرات الربحية ( العائد على السهم، العائد على حقوق الملكية، العائد على الاصول) للبنوك الاسلامية الاردنية المدرجة في البورصة الاردنية لفترة 11 عاما من 2010 الى 2020، وتم استخدام حجم البنك كمتغير ضابط، واستخدم الباحث بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data ، حيث خلصت نتائج الدراسة إلى وجود اثر إيجابي ذو دلالة احصائية لهيكل راس المال على كل من العائد على السهم وحقوق الملكية والاصول، واوصت الدراسة الادارات التنفيذية للبنوك الاسلامية بالعمل على زيادة نسبة هيكل رأس المال المتعلق في الدين على حقوق الملكية، من خلال جذب الودائع واستحداث انواع جديدة من حسابات الودائع المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية.

4. دراسة (مداني، 2021) بعنوان "أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات: دراسة عينة من

#### الشركات المدرجة في بورصة عمان"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات المدرجة في بورصة عمان - الأردن، وقد استخدم في هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وتم اخذ عينة مكونة من (30) شركة مدرجة في بورصة عمان، وكان المتغير المستقل تكلفة رأس المال، أما المتغير التابع فتمثل في ربحية الشركات، وخلصت نتائج الدراسة أنه يوجد أثر دلالة إحصائية لتكلفة حقوق الملكية على تعظيم ثروة الملاك في الشركات الصناعية المدرجة في البورصة عمان، كما تبين أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة الديون على تعظيم ثروة الملاك في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وفي ضوء هذه النتائج أوصت الدراسة بأنه يجب أن تقوم إدارات الشركات لاعتماد على الهيكل التمويل الأنسب لها من خلال إحتساب تكلفة رأس المال .

5. دراسة (شرف، 2021) بعنوان "أثر هيكل رأس المال على صافي الربح للمصارف التقليدية

#### الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف دراسة أثر هيكل رأس المال على صافي الربح في المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية بإستثناء المصارف الإسلامية، واقتصرت هذه الدراسة على عينة تكونت من (11) مصرف، كما تراوحت سنوات الدراسة من 9-11 سنة، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام المنهج الوصفي للمتغير المستقل هيكل رأس المال والمقاس من خلال هيكل التمويل الداخلي، وهيكل التمويل الخارجي، وتمثل المتغير التابع في صافي الربح، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين التمويل الداخلي وصافي الربح في المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق، بالإضافة الى وجود تأثير للتمويل الخارجي على صافي الربح، ولأجل تحسين صافي الربح للمصارف التقليدية في سوق دمشق اوصت الدراسة بضرورة الاعتماد على التمويل الداخلي واعتباره كمصدر رئيسي للتمويل.

6. دراسة (خلف، 2020) بعنوان "أثر تقلب الأرباح والتدفقات النقدية على هيكل رأس المال: دراسة

#### تطبيقية على الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر المعلومات المحاسبية (الأرباح والتدفقات النقدية) على هيكل رأس المال في الشركات المساهمة المصرية، واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وتكونت من (58) شركة مساهمة مقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة 2013-2018، تنتمي إلى (13) قطاعا، باستثناء البنوك وشركات الخدمات المالية، وتمثلت المتغيرات المستقلة بربحية الشركة، وتقلب الأرباح، والتدفقات النقدية، تقلب التدفقات النقدية، وتمثل المتغير التابع بهيكل رأس المال، أما المتغيرات الرقابية فتمثلت في حجم الشركة، وعمر الشركة، ومعدل نمو الشركة، وتكلفة الديون، وخلصت نتائج الدراسة أن الأرباح لها تأثيرا معنويا سالبا على هيكل رأس المال مقاسا بنسبة الرفع المالي في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية، وأن تقلب الأرباح له تأثيرا معنويا موجبا على هيكل رأس المال مقاسا بنسبة الرفع المالي في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وكذلك توصلت الدراسة إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية لها تأثيرا معنويا سالبا على هيكل رأس المال مقاسا بنسبة الرفع المالي في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية، كما أظهرت الدراسة تأثير سلبي وغير معنوي لتقلب التدفقات النقدية لهيكل رأس المال المقاس من خلال الرفع المالي.

7. دراسة (الشويات، 2020)، بعنوان: "تأثير هيكل رأس المال على ربحية شركات التأمين الأردنية"

تهدف هذه الدراسة على التعرف على أثر هيكل رأس المال على ربحية شركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2018، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام المنهج الوصفي التحليلي للمتغير المستقل هيكل رأس المال، والمتغير التابع ربحية شركات التأمين، واستخدام متغيرات ضابطة حجم الشركة ونمو المبيعات، وتكونت عينة الدراسة من جميع شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2018 والبالغ عددها (21) شركة، وخلصت نتائج الدراسة إلى

وجود أثر لهيكل رأس المال على ربحية شركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان، بالإضافة إلى وجود أثر سلبي للديون قصيرة الأجل على الربحية لشركات التأمين المدرجة أسهمها في بورصة عمان، وأيضاً عدم وجود أثر للديون طويلة الأجل على الربحية، وبالإضافة إلى وجود أثر سلبي لإجمالي الالتزامات على إجمالي الموجودات والربحية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، أظهرت النتائج على وجود أثر إيجابي لحجم الشركة والربحية، وكذلك وجود اثر إيجابي لمعدل نمو الإيرادات على الربحية.

## 2.2.2 الدراسات باللغة الإنجليزية:

### 1. دراسة (Ahmeti et al., 2023) بعنوان:

#### **The Capital Structure Determinants of Banking Sector of Western Balkan Countries**

هدفت هذه الدراسة الى بيان محددات هيكل رأس المال للصناعة المصرفية في غرب البلقان خلال هذه الفترة 2015-2020. وقد كان مجتمع الدراسة عبارة عن البنوك التجارية الموجودة غرب البلقان، في حين تمثلت عينة الدراسة من 47 بنك من إجمالي البنوك التجارية الموجودة في غرب البلقان، وقد تمثلت المتغيرات المستقلة: الربحية والرافعة المالية وحجم البنك وتقلب الأرباح والضمانات وفرص النمو والسيولة، والمتغير التابع: الرافعة المالية، ولأجل فحص العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة، استخدمت الدراسة اختبار تحليل الانحدار الخطي المتمثل بانحدارات التأثيرات العشوائية والثابتة المجمعة للمربعات الصغرى العادية، وخلصت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين الربحية والرافعة المالية، في حين تؤثر نسبة الرافعة المالية وتقلب الأرباح المقاس من خلال صافي الربح بعد الضريبة والضمانات والنمو والسيولة بشكل سلبي على الرافعة المالية.

### 2. دراسة (Chuang and Viriany, 2023) بعنوان:

### "Income volatility and other factors affecting capital structure"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر هيكل الأصول والربحية والسيولة، وفرص النمو، وتقلب الأرباح على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2017-2019، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام المنهج الوصفي، وتم اختيار العينة في هذه الدراسة باستخدام طريقة أخذ العينات هادفة، والتي تمثلت في (32) شركة، كما اعتمد على البيانات الثانوية الواردة في التقارير المالية للشركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا (IDX) من 2017 إلى 2019، وتمثلت المتغيرات المستقلة في هيكل الأصول والربحية والسيولة، وفرص النمو، وتقلب الأرباح، أما المتغير التابع فقد تمثل بهيكل رأس المال، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة فقد تم صياغة فرضيات الدراسة والتي نصت على أن لهيكل الأصول والربحية والسيولة، وفرص النمو، وتقلب الأرباح تأثير سلبي ومعنوي على هيكل رأس المال، وأشارت النتائج التي تم الوصول إليها إلى أن هيكل الأصول والربحية والسيولة لها تأثير كبير على هيكل رأس المال، في حين أن فرص النمو وتقلب الأرباح ليس لهما تأثير كبير على هيكل رأس المال، وفي ضوء ذلك قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات أهمها أن هيكل الأصول والربحية والسيولة بحاجة إلى تحسين بحيث يمكن أن يساهم في تخفيض هيكل رأس مال الشركة.

3. دراسة (Shubita, 2023) بعنوان:

### "Cash flow volatility and leverage: Evidence from non-financial Jordanian companies"

بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين تقلب التدفق النقدي والرافعة المالية في الشركات الغير مالية الأردنية، حيث هدفت الدراسة الى بيان أثر تقلب التدفقات النقدية على هيكل راس المال في تلك الشركات، وللوصول الى النتائج المرجوة استخدم الباحث السلاسل الزمنية المقطعية لعينة مكونة من 72 شركة غير مالية مساهمة في الأردن من عام 2009 إلى عام 2020. وخلصت الدراسة الى وجود تاثير ايجابي لتقلبات التدفقات النقدية على مستوى التمويل بالدين في شركات الدراسة، بالإضافة إلى ذلك،

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين الرافعة المالية من جهة وكل من حجم الشركة، والعماد على الأصول والملموسية، في حين عدم وجود ارتباط ملحوظ بين الرافعة المالية والنمو. وتوصي الدراسة الشركات الاردنية بان تأخذ بعين الاعتبار تقلبات التدفقات النقدية عند التخطيط لهيكلية راس المال.

#### 4. دراسة (Aini et al., 2022) بعنوان:

##### **Determinants Of Capital Structure on Property and Real Estate Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange For The Period Of 2015-2020**

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد تأثير الربحية، حجم الشركة، الشركة، العمر، والدرع الضريبي غير الديون، والملموسية، وفرص النمو، وتقلب الأرباح على هيكل رأس المال العقاري في شركات القطاع العقاري المدرجة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية في الفترة 2015-2020. وقد تمثلت عينة الدراسة 43 شركة عقارية، ولأجل فحص الفرضيات والوصول الى النتائج المرجوة، استخدمت هذه الدراسة اختبار تحليل الانحدار باستخدام نموذج التأثير المشترك، ونموذج التأثير العشوائي. وخلصت نتائج هذه الدراسة إلى أن الربحية، عمر الشركة، والدرع الضريبي غير الديون، وفرص النمو، وتقلب الأرباح المقاس من خلال صافي الربح قبل الفوائد والضرائب له تأثير سلبي وغير مهم على هيكل رأس المال، في حين أن حجم الشركة له تأثير إيجابي وهام على رأس المال. بالإضافة أظهرت نتائج فحص المتانة مع الديون لنسبة الأصول كبديل لهيكل رأس المال أن الربحية، إن حجم الشركة وعمرها وفرص النمو لها نتائج قوية، في حين أن الدروع الضريبية غير المتعلقة بالديون، والملموسية، وتقلب الأرباح لم تكن هناك أي نتائج قوية.

#### 5. دراسة (Aguome, 2021) بعنوان:

##### **"Capital Structure and Financial Returns: Longitudinal Panel Evidence from N-Reits"**

هدفت هذه الدراسة استقصاء العلاقة بين هيكل رأس المال والعوائد المالية، ولتحقيق ذلك تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وتكون مجتمع الدراسة من جميع صناديق الاستثمار العقاري في نيجيريا (N-REITS) المدرجة في البورصة النيجيرية خلال الفترة من 2009 إلى 2020، وتمثل المتغير المستقل بمؤشرات هيكل رأس المال للديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل والدين الكلي، في حين تم تمثيل المتغير التابع بالعوائد المالية باستخدام ثلاثة مقاييس محاسبية هي العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وربح السهم، وتم الحصول على البيانات من السجلات السنوية والبيانات المالية للصناديق غير العقارية المتداولة للفترة 2009-2020، وافترضت الدراسة أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال والعوائد المالية، وخلصت نتائج الدراسة أن هيكل رأس المال ليس له علاقة مهمة بالعائدات المالية لصناديق الاستثمار العقارية المتداولة (N-REITS).

#### 6. دراسة (Ghasemzadeh et al., 2021) بعنوان:

##### "Earning Volatility, Capital Structure Decisions and Financial Distress by SEM"

هدفت هذه الدراسة الى بيان العلاقة بين تقلب الأرباح وهيكل رأس المال، وبشكل خاص سعت إلى إثراء البحوث السابقة من خلال فحص تأثير الضائقة المالية في العلاقة بين تقلب الأرباح وهيكل رأس المال. وتمثل حجم المشاهدات من (902) مشاهدة للشركات المدرجة في بورصة طهران من عام 2006 إلى عام 2017، ولأجل فحص العلاقة بين المتغيرات والوصول الى النتائج المرجوة تم استخدام نموذج (MIMIC) من منهج النمذجة بالمعادلات الهيكلية (SEM) لفحص الارتباطات، مما اتاح قياس تقلب الأرباح وهيكل رأس المال من خلال عدد قليل من المؤشرات الأفضل. وخلصت النتائج الى أن تقلب الأرباح له تأثير كبير وسلبى على هيكل رأس المال. بالإضافة إلى أن الضائقة المالية تؤثر بشكل كبير على العلاقة بين تقلب الأرباح وهيكل رأس المال.

#### 7. دراسة (Pane and Rahmadhani, 2021) بعنوان:

## "Effect of Capital Structure and Profit Volatility on Profit Quality in PT Bank Sumut".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير هيكل رأس المال وتقلب الأرباح على جودة الربح في PT. بنك (Sumut)، وتهدف هذه الدراسة أيضا إلى تقييم حالة هيكل رأس المال وتقلب الأرباح وجودة الأرباح في PT بنك (Sumut) لمدة 10 سنوات مؤخرا، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام المنهج الوصفي، فيما اقتصرت عينة الدراسة على البيان المالي الربع السنوي لشركة PT بنك (Sumut) للفترة من 2010 حتى الفصل الأول من عام 2020، وتم اختيار العينة باستخدام عينة مشبعة حيث يوجد ما يصل إلى (41) تقريرا ماليا ربع سنويا، وتمثلت المتغيرات المستقلة في هيكل رأس المال المقاس عن طريق الرافعة المالية، وتقلب الأرباح المقاس عن طريق الانحراف المعياري للربح قبل الضريبة من إجمالي الأصول، وتكون المتغير التابع من جودة الأرباح، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة فقد تم صياغة فرضيات الدراسة والتي نصت على أن هيكل رأس المال وتقلبات الأرباح لها تأثير كبير على جودة الأرباح، وأن هيكل رأس المال وتقلب الأرباح يؤثران في نفس الوقت على جودة الأرباح، وقد أظهرت النتائج أن هيكل رأس المال له تأثير سلبي معنوي على جودة الأرباح وأن تقلب الأرباح ليس له تأثير كبير على جودة الأرباح، كما أشارت النتائج إلى أن تقلب الأرباح لا يؤثر بشكل كبير على جودة الأرباح، وفي الوقت نفسه فإن هيكل رأس المال وتقلب الأرباح في وقت واحد لهما تأثير كبير على جودة الأرباح.

## 8. دراسة (Pongrangga and Kurniawati, 2020) بعنوان:

### "The Effect of Earnings Volatility on Borrowers Cost of Debt: Evidence from Indonesia"

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير تقلبات الأرباح على تكلفة الدين للمقترضين، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام المنهج الوصفي، وتم اختيار عينة الدراسة باستخدام طريقة أخذ العينات الهادفة والحصول على (1100) مشاهدة من (8) قطاعات صناعية في إندونيسيا مدرجة في البورصة الإندونيسية بناء على تصنيف جاكرتا للأوراق المالية من 2012 – 2016، وتمثلت المتغيرات المستقلة في تقلب الأرباح،

أما المتغير التابع فقد تمثل بتكلفة الدين (COD)، أما المتغيرات الضابطة فقد تمثلت بالربحية المقاسة بالعائد على الأصول (ROA) والسيولة المقاسة بنسبة التداول (CR) والقدرة على الملاءة المقاسة بنسبة حقوق الملكية (DER)، وخلصت النتائج أن لتقلبات الأرباح تأثير إيجابي على تكلفة ديون المقترضين، وأن للربحية تأثير سلبي على تكلفة الديون للمقترضين، ومع ذلك ليس للسيولة والملاءة أي تأثير على تكلفة الديون للمقترضين، كما تظهر النتيجة أيضا أن هناك اختلافا في تأثير تقلب الأرباح على تكلفة الديون للمقترضين في كل قطاع صناعي في إندونيسيا مدرج في بورصة إندونيسيا، فقد كان للقطاع الصناعي تأثيرات كبيرة بين تقلب الأرباح وتكلفة ديون المقترضين هو قطاع الزراعة وقطاع متنوع.

#### 9. دراسة ( Saif-Alyousfi et al., 2020 ) بعنوان:

##### "Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms"

هدفت هذه الدراسة الى تحليل عوامل هيكل رأس المال باستخدام مجموعة بيانات تتعلق بالشركات في ماليزيا. حيث تم تحليل بيانات لوحات متعددة تضم 8,270 مراقبة من 827 شركة غير مالية مُدرجة في سوق الأسهم الماليزي خلال الفترة من 2008 إلى 2017. لتقدير النموذج وتحليل البيانات المجمعة من قواعد بيانات DataStream والبنك الدولي، استخدم الباحثون تقنيات التقدير الثابتة للوحات بالإضافة إلى مقدر GMM للاختلاف بين على مرحلتين والمقدر الدينامي للنظام. وتظهر النتائج أن الربحية وفرص النمو والحماية الضريبية والسيولة وتقلب تدفق النقدي لها تأثير سلبي ومعنوي على مقاييس الديون. ومع ذلك، فإن تأثيرات الضمانات والضرائب وتقلب الأرباح على مقاييس الديون إيجابية ومعنوية. بالإضافة إلى ذلك، حجم الشركة وعمر الشركة ومعدل التضخم ومعدل الفائدة هي عوامل مهمة في قيمة الديون الحالية. تظهر النتائج أيضًا علاقة ذات شكل عكسي معنوية بين عمر الشركة وهيكل رأس المال.

#### 10. دراسة ( Mekonen et al., 2020 ) بعنوان:

## **Assessment Of Factors That Affects Capital Structure of Medium and Large -Size Enterprises In Eastern Zone Of Tigray Region.**

هدفت هذه الدراسة الى تحليل العوامل التي تؤثر في هيكل رأس المال في مؤسسات الأعمال المتوسطة وكبيرة الحجم في المنطقة الشرقية لمنطقة تيغراي . وتم استخدام المصدر الثانوي للبيانات المالية المدققة من 2014 إلى 2018 و GC كما تم استخدام المنهج المختلط ( الكمي والنوعي) وقد تمثلت المتغيرات المستقلة وهي: حجم الشركة. والربحية. تقلب الأرباح ، ونمو الأصول، وعمر الشركة، والمتغير التابع تمثل بهيكل رأس المال، ولإختبار الفرضيات تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد ، كما خلصت نتائج الدراسة أن العمر الشركة والحجم كانا عاملين محددين بشكل إيجابي وهام لهيكل رأس المال، وكانت الملموسة والعائد على الأصول والنمو مرتبطة بشكل إيجابي بنسبة الدين إلى حقوق الملكية . بالإضافة الى أن متغير تقلبات الأرباح لها علاقة سلبية وليست ذات دلالة إحصائية بنسبة الدين إلى حقوق الملكية.

### **11. دراسة (Roddenhof, 2019) بعنوان:**

#### **Identifying the value of liquidity: Cash flow volatility, real asset liquidity and the implied cost of equity capital**

هدفت هذه الدراسة الى بيان مدى تأثير سيولة أصول الشركة على تقلب التدفق النقدي وتكلفة رأس المال. وعلى أساس مقارنات المتوسطات الخمسية وانحدارات المربعات الصغرى العادية مع وجود أخطاء معيارية متسقة مع التباين، تم تحليل بيانات 5519 شركة، وخلصت النتائج الى أن تقلب التدفق النقدي يرتبط بشكل إيجابي بتكلفة رأس المال، وأن سيولة الأصول الحقيقية ترتبط سلباً بتكلفة رأس المال، وأن سيولة الأصول الحقيقية تقلل من تأثير تقلبات التدفق النقدي على تكلفة رأس المال. ويكون التأثير المفيد لسيولة الأصول الحقيقية أقوى بالنسبة للشركات التي لديها حوافز أكبر لإعادة الهيكلة. وبناء على

النتائج، فإن الاستنتاج هو أن سيولة الأصول الحقيقية في حد ذاتها وفي التفاعل مع تقلبات التدفق النقدي هي عامل محدد مهم وذو صلة اقتصاديا لتكلفة رأس المال.

## 12. دراسة (Do Nguyet, 2017) بعنوان:

### "The impact of earnings volatility on earnings predictability"

سعت هذه الدراسة إلى التحقيق في تأثير تقلب الأرباح على إمكانية التنبؤ بالأرباح على المدى القصير وال المدى الطويل، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي الارتباطي، أما عينة الدراسة فقد تكونت من الشركات غير المالية المدرجة في فيتنام في بورصة Ho Chi Minh من 2010 إلى 2014، وتمثلت المتغيرات المستقلة في تقلب الأرباح الذي تم قياسه من خلال الانحراف المعياري لصافي الربح بعد الضريبة، أما المتغير التابع فقد تمثل التنبؤ بالأرباح، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة فقد تم صياغة فرضيات الدراسة والتي نصت على أن هناك علاقة سلبية بين تقلب الأرباح وإمكانية التنبؤ بالأرباح في أفق زمني قصير وطويل، وأن من بين الشركات ذات الربحية العالية، إذا كان لديها تقلب منخفض في الأرباح، فإن القدرة على التنبؤ بأرباحها أعلى من تلك التي لديها تقلبات عالية، وكشفت النتائج أن تقلب الأرباح يوفر تمييزا موثوقا به على استمرارية الأرباح النسبية والقدرة على التنبؤ في كل من الأفق القصير والطويل، كما كشفت النتائج أن الشركات ذات الأرباح المرتفعة، إذا كان لديها تقلب منخفض في الأرباح فإن إمكانية التنبؤ بالأرباح أعلى من تلك التي لديها تقلبات عالية، وفي ضوء ذلك تقترح الدراسة أنه يمكن للباحثين استخدام عينات أخرى وحسابات متغيرة مثل مدى تأثير التقلب في أسعار الأسهم على عوائد الأسهم.

## 13. دراسة (Ilyas and et al, 2016) بعنوان:

### "Earnings Volatility and Capital Structure: Empirical Evidence of Non-Financial Firms of Pakistan"

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تقلب الأرباح وهيكل رأس المال بالتطبيق على الشركات غير المالية في باكستان، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام المنهج الوصفي، واقتصرت هذه الدراسة على عينة تكونت من (267) شركة مدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة 2006-2014، وتم الاعتماد على بيانات الدراسة من القوائم المالية المنشورة، وتمثلت المتغيرات المستقلة في تقلب الأرباح، أما المتغيرات الضابطة فتمثلت بحجم الشركات والأصول الملموسة، حيث تم قياس حجم الشركات من خلال إجمالي الأصول الملموسة إلى إجمالي أصول الشركات كنسبة ثابتة، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة فقد تم صياغة فرضيات الدراسة والتي نصت على أنه لا يمكن لتقلبات الأرباح أن تؤثر على هيكل رأس المال للشركات الباكستانية المدرجة، وخلصت النتائج أن تقلب الأرباح تؤثر سلباً وبشكل كبير على هيكل رأس المال لشركات العينة. وكما أن التقلبات العالية تقلل من مستوى ثقة الدائنين، وفي ضوء ذلك أوصت الدراسة بأنه يتعين على الإدارة تقليل مستوى التقلب في أرباحها لاستعادة الثقة المستدامة للمستثمرين أو الحفاظ عليها.

#### 14. دراسة (Huq and et all, 2016) بعنوان:

##### "Effect of Earnings Volatility on Cost of Debt: The case of Swedish Limited Companies"

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير تقلب الأرباح على تكلفة الديون: حالة الشركات السويدية المحدودة، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي الارتباطي لدراسة العلاقة بين تقلب الأرباح وتكلفة الدين، واقتصرت هذه الدراسة على عينة تكونت من (30) حيث تختبر بشكل تجريبي العلاقة بين تقلب الأرباح وتكلفة الدين مع عينة من أكثر من (77000) شركة محدودة خلال الفترة من 2006 إلى 2013 مع مشاهدات وصلت إلى أكثر من (677000)، وتمثلت المتغيرات المستقلة في ربحية الشركات، والسيولة، والملاءة المالية، وتقلبات التدفق النقدي، وتقلبات المستحقات، وتقلب المبيعات، ومخاطر الأعمال، والمخاطر المالية للشركة، وحجم الشركة، أما المتغير التابع فقد تمثل بتكلفة الديون، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة

افتراض الدراسة أن الزيادة في التقلب في الأرباح ستؤدي إلى زيادة تكلفة الدين للشركة، وأن هناك تغيير كبير في تأثير تقلب الأرباح على تكلفة الدين قبل الدين وبعده، كما تقترض أن هناك فرق كبير بين ارتباط تقلب الأرباح مع تكلفة الدين ولمختلف الصناعات، وخلصت النتيجة الإجمالية إلى أن المقرضين في السويد يأخذون تقلبات الأرباح في الاعتبار عند تحديد تكلفة الديون للمقترضين، وعند التحليل لمختلف الصناعات يشير إلى أن تقلب الأرباح لا يستخدم باستمرار من قبل المقرضين في جميع الصناعات، وأن المقرضون في السويد أكثر حساسية تجاه المخاطر المالية للمقترضين في جميع الصناعات، ويمكن الإشارة أيضا إلى أن المقرضين الأكبر يميلون إلى تأمين القروض بسعر فائدة أقل، والنتائج متوافقة مع غالبية الصناعات.

### 3.2.2 محاور الدراسات السابقة:

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة، يمكننا أن نلخص ونقسم هذه الدراسات إلى مجموعة تمثل المحاور الأساسية كما يلي:

#### المحور الأول: هيكل رأس المال والربحية

إشتملت مجموعة من الدراسات السابقة حول هيكل رأس المال والربحية، حيث أشارت دراسة (الكساسبة، 2022) إلى أن هيكل رأس المال يؤثر بشكل إيجابي على ربحية البنوك الإسلامية. كما أن دراسة (الشويات، 2020) تجد تأثيرًا إيجابيًا لهيكل رأس المال على ربحية شركات التأمين الأردنية، كما تظهر تأثيرات سلبية للديون قصيرة الأجل وعائدات الموجودات على ربحيتها. كما أشارت دراسة (Aguome, 2021) أن هيكل رأس المال ليس له علاقة مهمة بالعائدات المالية لصناديق الاستثمار العقارية المتداولة.

## المحور الثاني: تذبذب الأرباح والتنبؤ بالأرباح

تناولت مجموعة من الدراسات السابقة حول تذبذب الأرباح والتنبؤ بالأرباح، حيث أشارت دراسة (أبو سالم، 2022) إلى وجود علاقة سلبية بين تقلب الأرباح واستدامتها في الشركات المصرية، مع تأثير ضعيف على التنبؤ بالأرباح المستقبلية، وأيده دراسة (Nguyet, 2017) حيث أثبت في نتائج دراسته أنّ الشركات ذات الأرباح المرتفعة، إذا كان لديها تقلب منخفض في الأرباح فإنّ إمكانية التنبؤ بالأرباح أعلى من تلك التي لديها تقلبات عالية.

## المحور الثالث: تذبذب الأرباح وهيكل رأس المال

وينقسم عنه مجموعة من المحاور التي ربطت العلاقة بين تذبذب الأرباح في أطر ومقاييس مختلفة وهيكل رأس المال.

1. تناولت مجموعة من الدراسات السابقة حول تذبذب الأرباح التشغيلية وهيكل رأس المال، ففي دراسة (Saif-Alyousfi et al., 2020) ودراسة (Chuang and Viriany, 2023)، كانت هناك علاقة إيجابية بين تقلب الأرباح وهيكل رأس المال، في حين توصلت دراسة (Ghasemzadeh et al, 2021) إلى أن تقلب الأرباح يمتلك تأثيرًا كبيرًا وسلبًا على هيكل رأس المال. وهذا يعني أنّ الشركات الصغيرة قد تكون أكثر تأثرًا بتقلبات الأرباح وتواجه صعوبة أكبر في إدارة تكلفة رأس المال، كما اظهرت دراسة (Ilyas and et al., 2016) علاقة سلبية وكبيرة بين تقلب الأرباح و هيكل رأس المال للشركات في باكستان، مما يؤثر سلبيًا على ثقة الدائنين.
2. تناولت مجموعة من الدراسات السابقة فيما يتعلق في تذبذب الأرباح وتكلفة الديون، ففي دراسة (Pongrangga and Kurniawati, 2020) أظهرت تأثير إيجابي لتقلبات الأرباح على تكلفة الديون للمقترضين في أندونيسيا، مع إختلاف بين الصناعات. حيث اشارت دراسة (Huq and et all, 2016) أنّ المقترضين في السويد يأخذون تقلبات الأرباح بعين الاعتبار عند تحديد تكلفة

الديون للشركات، ولكن هذا التأثير يختلف بين الصناعات، حيث يكون المقرضون في بعض الصناعات أكثر حساسية لتقلبات الأرباح.

3. تناولت بعض الدراسات السابقة فيما يتعلق بتذبذب صافي الربح قبل الضريبة وهيكل رأس المال، حيث أشارت نتائج دراسة (Mekonen et al, 2020) الى وجود علاقة سلبية وغير مهمة بنسبة الدين لحقوق الملكية.

4. تناولت بعض الدراسات السابقة فيما يتعلق بتذبذب صافي الربح بعد الضريبة وهيكل رأس المال، حيث أشارت دراسة (Ahmeti et al., 2023) على وجود أثر سلبي لتذبذب الأرباح ورأس المال المقترض.

5. تناولت بعض من الدراسات السابقة مواضيع حول تذبذب التدفقات النقدية وهيكل رأس المال، أظهرت دراسة (خلف، 2020) أظهرت علاقة سلبية وغير معنوية بين تقلب التدفقات النقدية التشغيلية وهيكل رأس المال، كما أظهرت دراسة (Saif-Alyousfi et al., 2020) أنّ تقلب التدفق النقدي له تأثير سلبي ومعنوي على مقاييس الديون، وفي المقابل أظهرت دراسة (Shubita,2023) وجود تأثير ايجابي لتقلبات التدفقات النقدية على مستوى التمويل بالدين في شركات الدراسة، وأيده (Roddenhof.2019) في نتائجه أنّ تقلب التدفق النقدي يرتبط بشكل إيجابي بتكلفة هيكل رأس المال

وبشكل عام، يمكن القول أنّ تكلفة هيكل رأس المال ترتبط بشكل معقد بتذبذب الأرباح، والعلاقة تعتمد على مجموعة متنوعة من العوامل بما في ذلك نوع الصناعة والسياق الاقتصادي والإعتماد على التمويل بالديون أو رأس المال الخاص، ومن هنا نجد أنه بالإمكان الإستفادة من الدراسات السابقة في المساعدة في بناء المفاهيم والأساسيات العلمية وإختيار منهج الدراسة والأدوات المستخدمة وإنتقاء ما يتناسب منها،

وإلقاء نظرة على التجارب الحديثة لتلك الدراسات من أجل تطوير الدراسة الحالية والتمهيد للوصول الى هدفها.

#### 4.2.2 أهم ما يميز هذه الدراسة:

1. في هذه الدراسة تم استخدام متغيرات جديدة ومختلفة في قياس تذبذب الأرباح، فقد تناولت الدراسات السابقة متغيراً واحداً في قياس تذبذب الأرباح في حين أنّ الدراسة الحالية تجمع بين أكثر من متغير لقياس تذبذب الأرباح وذلك - على حدّ علم الدراسة -.
2. تجري هذه الدراسة في بيئة اقتصادية حديثة النشأة مختلفة عن الأسواق الأجنبية التي إعتمدت عليها بعض الدراسات والتي بحثت في مواضيع قريبة من موضوع الدراسة الحالي، هذا يعني أنّ العوامل الإقتصادية والسياسية والاجتماعية والمتطلبات القانونية والتنظيمية في الأسواق التي دُرست بها، يمكن أنّ تكون مختلفة وتؤثر على النتائج.

### الإجراءات والمنهجية

#### 1.3 منهج الدراسة

إستناداً لأهداف الدراسة ولأجل تحقيقها، تم الإعتماد على المنهج التحليلي الكمي المعتمد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لشركات عينة الدراسة ومن ثم فحصها وتحليلها من أجل وصف سلوك المتغيرات والتطورات التي أحدثت بها، والمنهج التحليلي للإجابة عن فرضيات الدراسة.

#### 2.3 مجتمع الدراسة

اشتمل مجتمع الدراسة على كافة الشركات الفلسطينية الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين في بداية الفترة (2015/1/1) م وما زالت مدرجة حتى نهاية الفترة (2021/12/31) م ويبلغ عددها (22) شركة. توزع مجتمع الدراسة على قطاعي الخدمات والصناعة، بحيث يشمل قطاع الخدمات (9) شركة وبنسبة (40%) من مجتمع الدراسة، في حين أنّ قطاع الصناعة يشمل (13) شركة بنسبة (60%) من مجتمع الدراسة.

#### 3.3 عينة الدراسة

بعدما حُدد مجتمع الدراسة والممثل بجميع الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة (2015-2021) م، بحيث تم استخدام بيانات الفترة من (2011-2021) م بإعتبارها سنة مقارنة سابقة لأغراض قياس وحساب المتغيرات، حيث تم حساب بعض المتغيرات بالإنحراف المعياري لمدة خمس سنوات، ومن ثم تحديد حجم عينة البحث المناسب لتحقيق هدفها، ولأجل هذا تم إستخدام معادلة ستي فن ثومسون Stephen Thompson والإعتماد على المعادلة الآتية (Thompson, 2012):

$$n = \frac{N \times p (1 - p)}{[N - 1 \times (d^2 \div z^2)] + p(1 - p)}$$
$$n = \frac{22 \times 0.5 (1 - 0.5)}{[22 - 1 \times (0.10^2 \div 1.645^2)] + 0.5 (1 - 0.5)} = 16.8$$

حيث:

N: إجمالي مجتمع الدراسة والمكون من (22) شركة

Z: الدرجة المعيارية التي تقابل مستوى الدلالة 90% وتساوي 1.645.

d: نسبة الخطأ عند مستوى دلالة 90% وتساوي 10%.

P: القيمة الاحتمالية وتساوي 0.50

بعد تحديد معطيات التي تخص مجتمع الدراسة وتطبيق معادلة Stephen Thompson، بلغ عدد الشركات اللازمة كعينة لاختبار فرضيات الدراسة تقريبا (17) شركة، والتي تم اختيارها بأسلوب (العينة الطبقيّة التناسبية العشوائية)، بحيث تمثل مجتمع البحث من قطاعين، ويُكون كل قطاع طبقة من الطبقات التي يتوزع عليها مجتمع الدراسة كما هو موضح في جدول (2). من خلال جدول (2) يتضح التوزيع النسبي الذي تم لشركات عينة الدراسة، بالاعتماد على حجم عينة الدراسة المحددة، والتي أظهرت أنّ إجمالي حجم العينة المطلوب هو (17) شركة، وبعد تحديد حجم كل طبقة من طبقات المجتمع، تم تحديد عينة الدراسة الفعلية والتي شملت (18) شركة توزعت على قطاعي الدراسة، بحيث شملت عينة الدراسة على (7) شركة من قطاع الخدمات، بينما (11) شركة من قطاع الصناعة.

## جدول رقم (2)

التوزيع النسبي لعينة الدراسة على قطاعي الدراسة

عينة الدراسة الفعلية		عينة الدراسة		مجتمع الدراسة		طبقات العينة
النسبة	عدد الشركات	النسبة	عدد الشركات	النسبة	عدد الشركات	
38.9	7	40.0	6.8	40.0	9	القطاع الخدماتي
61.1	11	60.0	10.2	60.0	13	القطاع الصناعي
100	18	100	17	100	22	المجموع

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المنشورة في سوق فلسطين المالي.

تضمنت عينة الدراسة كما ذكر سابقا على (18) شركة من الشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2015-2021) موضحة في الجدول (3).

### جدول رقم (3)

الشركات التي شملتها عينة الدراسة

رمز الشركة	اسم الشركة	قطاع العمل	رقم الشركة
BPC	بييرزيت لصناعة الادوية	الصناعة	1
VOIC	مصانع الزيوت النباتية	الصناعة	2
JPH	القدس للمستحضرات الطبية	الصناعة	3
AZIZA	دواجن فلسطين	الصناعة	4
JCC	سجاير القدس	الصناعة	5
NAPCO	الوطنية لصناعة الالمنيوم	الصناعة	6
GMC	مطاحن القمح الذهبي	الصناعة	7
APC	العربية للدهانات	الصناعة	8
NCI	الوطنية لصناعة الكرتون	الصناعة	9
LADAEN	فلسطين للدائن	الصناعة	10
ELECTRODE	مصنع الشرق للاكترود	الصناعة	11
PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	الخدمات	12
PEC	الفلسطينية للكهرباء	الخدمات	13
RSR	مصايف رام الله	الخدمات	14
AHC	المؤسسة العربية للفنادق	الخدمات	15
NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	الخدمات	16
PALAQAR	بال عقار	الخدمات	17
OOREDOO	اوريدو للاتصالات	الخدمات	18

### 4.3 متغيرات الدراسة وطرق قياسها

#### 1.4.3 متغير الدراسة المستقل

يتمثل المتغير المستقل تكلفة هيكل رأس المال والمقاس من خلال المتوسط المرجح لتكلفة هيكل رأس المال (WACC) والمكون من مكونين أساسيين: معدل التعويض المطلوب التي تدفعه الشركة للمساهمين مقابل تحملهم مخاطر الاستثمار، وكذلك المبلغ الذي تدفعه الشركة لإصدار السندات أو

الاقتراض، وبالتوافق مع طريقة حساب تكلفة هيكل رأس المال في دراسة (Zhou, 2023)، يتم حسابها وفق المعادلة التالية:

$$WACC = \left( \frac{E}{E + D} \right) Ke + \left( \frac{D}{D + E} \right) (1 - T) Kd$$

حيث:

WACC	المتوسط المرجح لتكلفة هيكل رأس المال
D	أدوات الدين (رأس المال الممول بالديون)
E	حقوق الملكية
T	معدل ضريبة دخل الشركات
Kd	تكلفة الدين (قيمة الفائدة على أدوات الدين)
Ke	تكلفة حقوق الملكية

- يتم حساب تكلفة حقوق الملكية (تكلفة رأس المال لكل سهم عادي) وفقاً لنموذج خصم توزيعات الأرباح وذلك بالتوافق مع دراسة (جودة، 2022) و(السيد وآخرون، 2023):

$$\left( \frac{\text{حصّة السهم الواحد من الأرباح}}{\text{سعر السهم السوقي}} \right) + \text{معدل النمو الهندسي لربحية السهم الواحد}$$

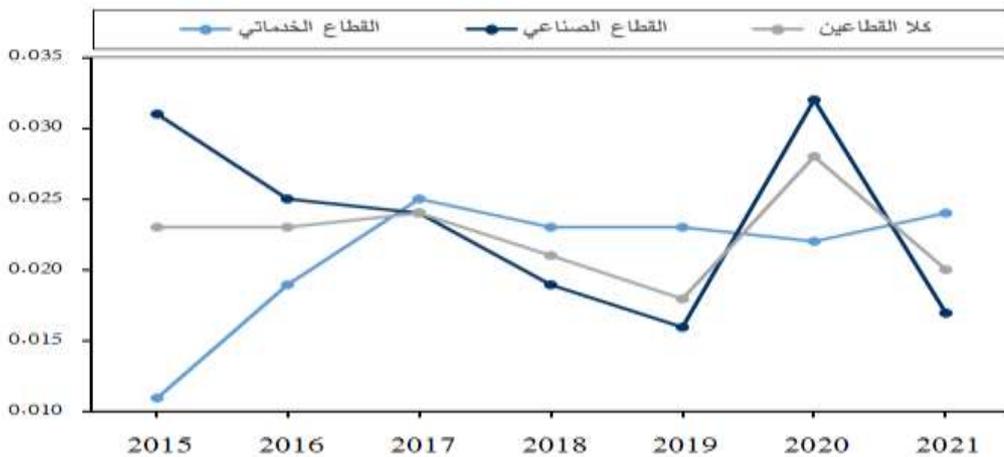
- ويتم حساب معدل نمو الأرباح السهم وفق الآتي:

<p>معدل نمو الأرباح = معدل الأرباح المحتجزة × معدل العائد على حقوق المساهمين</p> <p>معدل الأرباح المحتجزة = التغير في الأرباح المحتجزة ÷ صافي الأرباح العام</p> <p>معدل العائد على حقوق الملكية = صافي الأرباح العام ÷ متوسط حقوق المساهمين</p>
---

يتضح من خلال الشكل (1) متوسط تكلفة هيكل رأس المال لشركات العينة الدراسية خلال الفترة (2015-2021)، نلاحظ أنّ سلوك متوسط تكلفة هيكل رأس المال لشركات العينة الدراسية خلال فترة الدراسة (2015-2021) يتذبذب بين الإرتفاع والإنخفاض، فتشير النتائج في الشكل إرتفاع في متوسط تكلفة هيكل رأس المال خلال أول ثلاث سنوات من فترة الدراسة (2015-2017) لتصل الى (0.024)، لينخفض في العامين اللاحقين (2018-2019) بشكل متتالي ويصل الى (0.018)، ثم تلا ذلك إرتفاع في عام 2020، ومن ثم يلاحظ إنخفاضه في عام 2021 ليصل الى (0.020). أما فيما يتعلق بمتوسط تكلفة هيكل رأس المال تبعاً لقطاع عمل الشركة، نلاحظ إنّ متوسط تكلفة هيكل رأس المال للشركات في قطاع الصناعة كانت هي الأعلى من بالفترة (2015-2017) والعام (2020) ومن ثم كان العكس خلال الأعوام الأخرى، بحيث تراوح متوسط تكلفة هيكل رأس المال لشركات القطاع الصناعي ما بين (0.016-0.032)، في حين تراوح متوسط تكلفة هيكل رأس المال لشركات القطاع الخدماتي ما بين (0.011-0.025). ويمكن أنّ يعزى السبب في التذبذبات الحاصلة في تكلفة هيكل رأس المال نتيجة للعوامل السياسية والإقتصادية والتضخم، والكساد والحروب وتفشي الأمراض حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بدرجات متفاوتة، وكذلك سياسة توزيع الأرباح، وفائدة السوق، والعوامل الخاصة بالمؤسسة كنسبة إعتماها على التمويل بالديون أو حقوق الملكية وكذلك الإختلاف بين القطاعات (حاتم وآخرون، 2023).

### الشكل رقم (1)

متوسط تكلفة هيكل رأس المال لشركات العينة الدراسية خلال الفترة (2015-2021)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Excel

### 2.4.3 المتغيرات التابعة وطرق قياسها

1. **تذبذب الربح التشغيلي (Operation Profit Volatility):** يعرف تذبذب الربح التشغيلي على إنه التغير في الربح الذي ينتج عن عمليات الشركة التشغيلية الرئيسية بعد خصم المصاريف التشغيلية الأساسية. ويقاس وفقاً للمعادلة التالية (Chuang and Viriany, 2023):

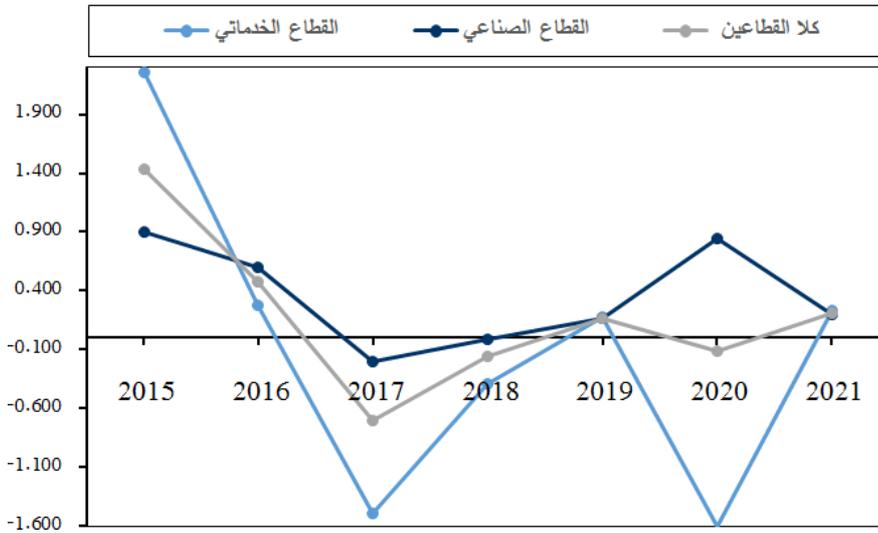
الربح التشغيلي في السنة الحالية – الربح التشغيلي في السنة الماضية

الربح التشغيلي في السنة الماضية

يوضح الشكل (2) سلوك متغير تذبذب الربح التشغيلي لشركات العينة الدراسية بالفترة (2015-2021)، بحيث نلاحظ أنّ متوسط تذبذب الربح التشغيلي تذبذب بين الارتفاع والإنخفاض ، وتشير النتائج إنخفاض في متوسط تذبذب الربح التشغيلي خلال السنوات الأولى الثلاث من فترة الدراسة (2015-2017) لتصل الى أقل قيمة للمتوسط تذبذب الربح التشغيلي خلال فترة الدراسة وهي (-0.703)، ليرتفع في العامين اللاحقين (2018-2019) بشكل متتالي ليصل الى (0.168)، ثم تلا ذلك إنخفاض في عام 2020، ومن ثم ارتفاع في عام 2021 ليصل الى (0.211). أما فيما يتعلق بمتوسط تذبذب الربح التشغيلي تبعا للقطاع عمل الشركة، نلاحظ أنّ متوسط تذبذب الربح التشغيلي للشركات في قطاع الصناعة كانت الأعلى خلال الفترة (2016-2018) والعام (2020) ومن ثم كان العكس خلال الأعوام الأخرى، بحيث تراوح متوسط تذبذب الربح التشغيلي لشركات القطاع الصناعي ما بين (-0.206 – 0.904)، في حين تراوح متوسط تذبذب الربح التشغيلي لشركات القطاع الخدماتي ما بين (-1.604 – 2.261).

## الشكل رقم (2)

متوسط تذبذب الربح التشغيلي خلال الفترة (2015-2021)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Excel

## 2. تذبذب صافي الربح قبل الضريبة (Earnings before taxes volatility) : يعبر صافي

الربح عن النتيجة الاقتصادية للنشاط الاقتصادي والمالي للشركة فيما يتعلق في الأرباح الصافية قبل خصم الضرائب (Siekelova & Podhorska, 2020)، ويتم قياس تذبذب الأرباح بالاعتماد على صافي الربح قبل الضريبة من خلال احتساب إجمالي الأرباح قبل الضرائب (EBT) على إجمالي الأصول وأخذ الانحراف المعياري من الأرباح على مدى الفترات المالية الخمس السابقة، وذلك بالتوافق مع دراسة (Pane & rahmadhani, 2021)، ويتم قياسه وفق المعادلة التالية:

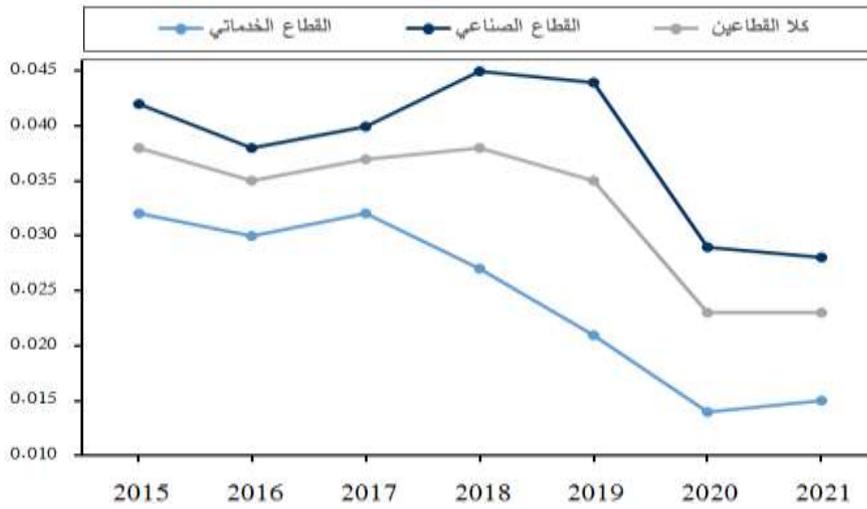
$$\left( \frac{\text{إجمالي الأرباح قبل الضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}} \right) \text{الانحراف المعياري}$$

يوضح الشكل (3) متغير تذبذب صافي الربح قبل الضريبة وسلوكه لشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2015-2021)، والذي اتصف بعدم استقراره بشكل عام، حيث أظهرت النتائج في الشكل إنخفاض في متوسط صافي الربح قبل الضريبة عام 2016 بمقدار (7.9%) عما كان في عام 2015، وتلا الإنخفاض هذا ارتفاع بشكل تدريجي في العامين اللاحقين (2018-2017) ليصل الى (0.038)، وتلا ذلك إنخفاض بشكل تدريجي في اخر ثلاث أعوام ليصل متوسط صافي الربح قبل الضريبة الى أدنى قيمة له

خلال الفترة وهي (0.23). من جهة أخرى، ومن خلال الشكل (3) نلاحظ إن متوسط صافي الأرباح للشركات في القطاع الصناعي كانت الأعلى بالمقارنة مع القطاع الخدماتي خلال فترة الدراسة، والتي تراوحت قيمة متوسط تذبذب صافي الربح قبل الضريبة للشركات في قطاع الصناعة ما بين (-0.028-0.045)، وما بين (0.038-0.023) للشركات في القطاع الخدماتي.

### الشكل رقم (3)

متوسط تذبذب صافي الربح قبل الضريبة لشركات عينة الدراسة خلال لفترة (2021-2015)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Excel

### 3. تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية (Operating Cash Flows Variability)

يعرف تذبذب التدفق النقدي التشغيلي بأنه حدوث صدمات في التدفقات النقدية التشغيلية أكثر من المستوى المتوقع، فإنّ الاهتمام بقياس تذبذبات التدفقات النقدية التشغيلية يساعدنا في التنبؤ بالتعثر المالي وكذلك يحسن من جودة القرارات الاستراتيجية (خلف، 2020). وتم قياس تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية من خلال قسمة الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية على إجمالي الأصول وذلك عن خمس فترات مالية وذلك بالاتفاق مع دراسة (خلف، 2020)، ودراسة (Sevendy & Yani, 2022)، ودراسة (Keefe & Nguen, 2020).

وذلك وفقاً للمعادلة التالية:

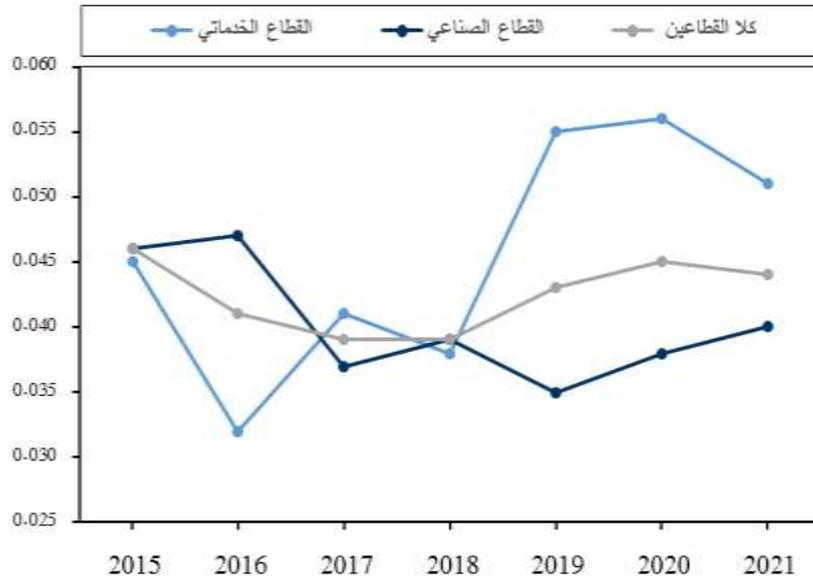
## الإنحراف المعياري (التدفقات النقدية التشغيلية)

### إجمالي الأصول

يتضح من خلال الشكل (4) سلوك متغير تذبذب التدفقات النقدية لعينة الدراسة بالفترة (2015-2021)، ومن خلال الشكل يلاحظ سلوك متوسط تذبذب التدفقات النقدية لعينة الدراسة خلال (2021-2015) كإنّ غير مستقر، فبينت النتائج في الشكل رقم (4) إنخفاض في متوسط تذبذب التدفقات النقدية خلال الأربع أعوام الأولى للدراسة (2018-2015) ليصل لأقل قيمة يحققها متوسط تذبذب التدفقات النقدية وهي (0.039)، تلا هذا الإنخفاض ارتفاع تدريجي في الثلاث أعوام اللاحقة (2020-2019) ليصل الى اعلى قيمة له خلال فترة الدراسة وهي (0.045)، تلا ذلك إنخفاض نسبة ضئيلة في العام 2021. من جهة أخرى، نلاحظ من خلال الشكل (4.3) أن متوسط تذبذب التدفقات النقدية لشركات القطاع الصناعي قد تراوحت ما بين (0.035-0.047)، بينما لشركات القطاع الخدماتي ما بين (0.032-0.056).

### الشكل رقم (4)

متوسط تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية لشركات عينة الدراسة خلال لفترة (2021-2015)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Excel

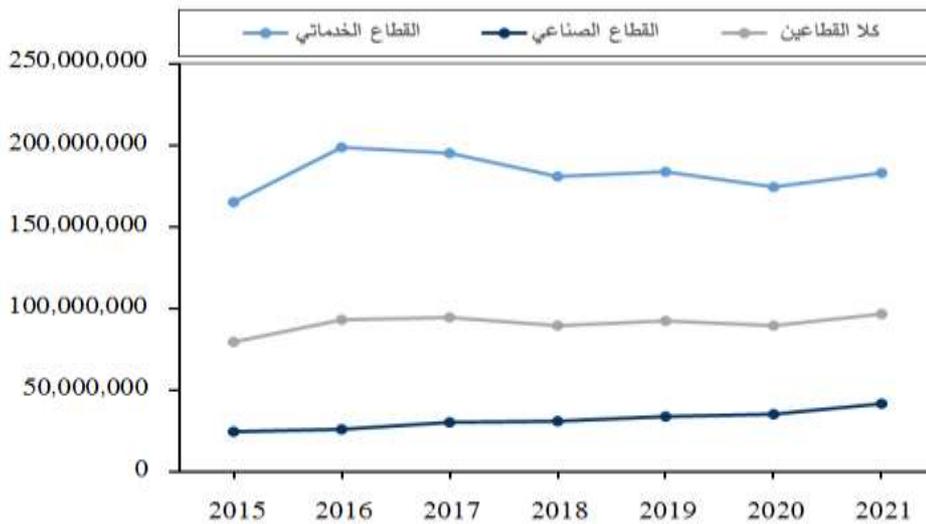
### 3.4.3 متغير الدراسة (الضابط):

حجم الشركة هو مقياس الشركات التي يتم تصنيفها حسب حجمها على إجمالي أصول الشركة، أي كلما زاد إجمالي الأصول كلما كبر حجم الشركة، ويتم حسابه عن طريق حساب اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Bon & Hartoko, 2023).

يوضح الشكل (5) سلوك متغير حجم الشركة، لعينة الدراسة بالفترة (2015-2021)، والذي بين أن متوسط حجم شركات العينة الدراسية في إرتفاع مستمر وتدرجي خلال أول ثلاث سنوات (2015-2017)، من ثم يتقلب بين إرتفاع وإنخفاض خلال الفترة (2018-2021)، بحيث تراوح متوسط حجم شركات التي شملتها الدراسة ما بين (79,427,537.20 - 96,741,764.70) دولار. أما فيما يتعلق بحجم الشركات التي شملتها الدراسة تبعا لنوع قطاع العمل، فنلاحظ إن متوسط حجم الشركات الخدمائية أعلى بشكل واضح طوال فترة الدراسة من متوسط حجم الشركات الصناعية، بحيث تراوح متوسط حجم الشركات الخدمائية ما بين (164,879,185.40-198,701,429.40) مليون دولار، في حين قد تراوح حجم الشركات الصناعية ما بين (25,049,215.60-41,889,820.20) مليون دولار.

#### الشكل رقم (5)

متوسط حجم شركات عينة الدراسة خلال لفترة (2015-2021)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Excel

### 5.3 فرضيات الدراسة

من أجل التعرف على الأثر بين متغيرات الدراسة، تم صياغة فرضية دراسية رئيسية واحدة والتي نصت بإنه "لا يوجد أثر لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح" وسيتم الإجابة عليها من خلال الفرضيات الفرعية التالية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي للشركات

الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة

للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية

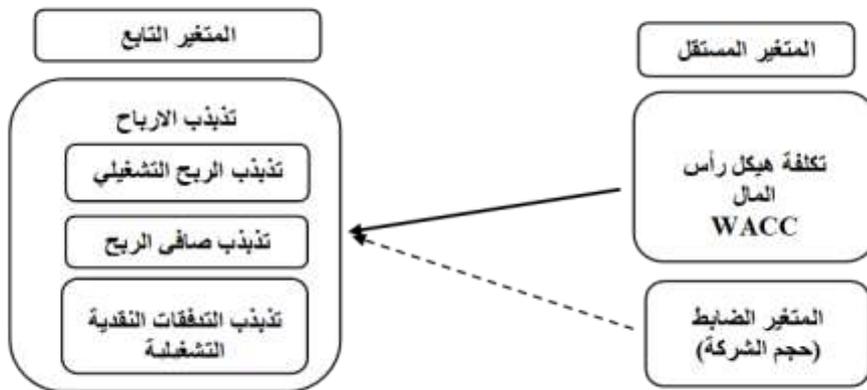
للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

### 6.3 نموذج الدراسة

يلخص نموذج الدراسة الموضح في الشكل (6) التفاعل بين متغيرات الدراسة (التابعة والمستقلة والضابطة) وهو كالاتي:

شكل رقم (6)

نموذج الدراسة



المصدر: إعداد الباحثة

### 7.3 طرق جمع البيانات والأساليب الإحصائية

إعتمدت الدراسة على مصادر البيانات الثانوية والتي تتمثل بالتقارير المالية السنوية المدققة والمنشورة في البورصة الفلسطينية والتي تخص شركات عينة الدراسة، بالإضافة الى الأدبيات المنشورة التي تناولت متغيرات الدراسة.

شملت عينة الدراسة على (18) شركة، منها (11) شركة صناعية و(7) خدماتية خلال الفترة الزمنية (2015-2021)، إذ يتصف هذا النوع من البيانات التي تم جمعها بأنها البيانات سلاسل زمنية مقطعية (Panel Data)، وتعرف هذه البيانات على أنها البيانات التي تصف سلوك وحدة واحدة سواء قطاع أو شركة خلال فترة زمنية معينة (Gujarati et al., 2012)، لتفسير سلوك المتغير عبر الزمن (T) وبين الوحدات (N).

ولأجل إختبار فرضيات الدراسة، تم استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية الساكنة، والصيغة العامة

لنموذج الإنحدار الخطي للنماذج الساكنة بالاعتماد على متغيرات الدراسة هي:

$$Y_{it} = B_{0i} + B_{1i} WACC_{it} + B_{2i} S_{it} + \varepsilon_{it}$$

$(i = 1,2, \dots, 18; t = 1,2, \dots, 7)$

حيث أن:

$Y_{it}$ : تذبذب الأرباح في النموذج للشركة  $i$ ، خلال الزمن  $t$ .

$B_{0i}$ : ثابت الإنحدار لكل شركة  $i$ ، بافتراض ثبات المقطع عبر الزمن.

$WACC_{it}$ : تكلفة هيكل رأس المال، في الشركة  $i$  خلال الزمن  $t$ .

$S_{it}$ : حجم الشركة في الشركة  $i$ ، خلال الزمن  $t$ .

$\varepsilon_{it}$ : الخطأ العشوائي في الشركة  $i$ ، خلال الزمن  $t$ .

تحتوي نماذج الإنحدار الساكنة على ثلاث أنواع هي: (نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة، ونموذج الإنحدار التجميعي).

### 1. نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)

يتم تشبيه نموذج الانحدار التجميعي بنموذج الانحدار الخطي عندما تكون بيانات مقطعية، حيث يفترض بهذا النموذج ثبات ثابت النموذج وثبات معامل تكلفة هيكل رأس المال وكذلك حجم الشركة عبر الزمن، كما ويفترض أن المتوسط في الخطأ العشوائي يساوي صفر وتباينه ثابت، إذ يمكن تمثيل هذا النموذج وفقاً للعلاقة التالية:

$$Y_{it} = B_0 + B_1 WACC_{it} + B_2 S_{it} + \varepsilon_{it}$$

### 2. نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model)

الهدف من نموذج التأثيرات الثابتة هو التعرف على سلوك مجموعة من الشركات بشكل خاص ومستقل، من خلال جعل ثابت الانحدار يختلف من شركة لأخرى، بينما يكون ثابت عبر الزمن، مع بقاء معاملات تكلفة هيكل رأس المال وحجم الشركة ثابتة لكل شركة، ويفترض أن متوسط الخطأ العشوائي لنموذج الدراسة يساوي صفر وتباينه ثابت، إذ يمكن صياغة هذا نموذج كالتالي:

$$Y_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_1 WACC_{it} + \alpha_2 S_{it} + \varepsilon_{it}$$

### 3. نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model)

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية (REM) الأكثر ملائمةً عند تقدير معاملات عبر زمن معين وبين الشركات، حيث يعمل على معاملة ثابت الانحدار كمتغير عشوائي ويأخذ وزن يساوي  $(\mu)$ ، وبناءً على ذلك، يمكن تفسير الخطأ العشوائي في مجموعة بيانات لكل شركة يساوي المقدار  $(v_i + \varepsilon_{it})$ ، حيث إن متوسط الخطأ يساوي صفراً وتباينه يساوي  $(\sigma_\varepsilon^2 + \sigma_v^2)$ ، ويمكن التوضيح بالمعادلة التالية:

$$Y_{it} = \mu + B_1 WACC_{it} + B_2 S_{it} + v_i + \varepsilon_{it}$$

ولأجل تحديد أيّ النماذج التي تم ذكرها سابقاً أكثر ملائمة لاختبار فرضيات الدراسة، تم المفاضلة بينها على مرحلتين وهما:

## 1. المفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة (PRM & REM)

من خلال من خلال إختبار مضاعف لاجرانج (Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test) والذي تنص فرضيته الصفرية على أن " التباين عبر الشركات يساوي صفر ( $Variance(\epsilon)=0$ )"، إذ يعتبر نموذج الإنحدار التجميعي الأفضل لإختبار فرضية الدراسة اذا كان هذا الاختبار غير دال احصائياً أي بمعنى تم رفض الفرضية الصفرية، وفي حال كان العكس، يجب الإنتقال للمرحلة الثانية الخاص بالمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

## 2. المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية (FEM & REM)

من خلال والتي تعد المرحلة الثانية من اختيار النماذج الأفضل للإجابة عن فرضيات الدراسة من خلال تطبيق اختبار هوسومان (Hausman Test) والذي تنص فرضيته على " إنّه الفرق بين معاملات نموذج التأثيرات الثابتة وبين معاملات نموذج التأثيرات العشوائية غير متماثل"، إذ يكون نموذج التأثيرات الثابتة الأفضل إذا كان الاختبار دال احصائياً أي معنى تم رفض الفرضية الصفرية، بينما العكس في حال كان الاختبار غير دال احصائياً (Hausman, 1997).

## 8.3 اختبار التوزيع الطبيعي والقيم المتطرفة Outliers Test & Distribution Normal (Value)

تضمنت هذه الدراسة (3) نماذج لاختبار فرضياتها والتي تتعلق بدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2015-2021)، ولا بد من اختبار خلو البيانات من قيم متطرفة قبل البدء باختبار فرضيات الدراسة من خلال النماذج التي تم ذكرها سابقاً، حيث يعتبر اختبار وجود قيم متطرفة في بيانات متغيرات الدراسة شرط هام ورئيسي قبل إجراء الاختبارات القبلية (Mehmetoglu & Jakobsen, 2017). ولاختبار وجود هذه القيم في بيانات متغيرات الدراسة، تم حساب معاملات التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness) للمتغيرات المدروسة، إذ تعتبر المتغيرات التي تتجاوز فيها القيمة المطلقة لعامل التفرطح والالتواء (2) و(1.96) على التوالي تعاني من وجود القيم المتطرفة (George & Mallery, 2010)، وفي حال العثور على هذه القيم يتم معالجتها من خلال استخدام اللوغاريتم الطبيعي، أو الجذر أو

استخدام تقنية الوينزورايز (Winsorizing) والتي تتميز بعدم فقدان أيا من البيانات على العكس من الطرق السابقة (Rousseuw & Leroy, 1987).

تبين النتائج في جدول (4) أنّ قيم التفرطح المتغيرات الدراسة تراوحت ما بين (4.054-22.874)، وتراوحت قيم معاملات الالتواء لمتغيرات الدراسة ما بين (1.702-3.742)، مما يعني أنّ جميع المتغيرات تعاني من وجود قيم متطرفة، بالإضافة لذلك يتضح من خلال اختبار "شبيرو ويلك" (Shapiro-Wilk test) أنّ بيانات متغيرات لا تتوزع توزيعا طبيعيا مما يعني تأثرها بالقيم المتطرفة، وتم استخدام في هذه الدراسة استخدام تقنية تحويل بيانات الوينزورايز (Winsorizing).

#### جدول (4):

نتائج معاملات التفرطح والالتواء لمتغيرات الدراسة

اختبار التوزيع الطبيعي		الالتواء	التفرطح	المتغيرات
الدالة الإحصائية	قيمة z			
**0.000	5.685	1.702	4.682	تكلفة هيكل رأس المال
**0.000	8.537	2.720	22.874	تذبذب الربح التشغيلي
**0.000	8.553	3.742	15.037	تذبذب صافي الربح قبل الضريبة
**0.000	6.173	1.768	4.054	تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية
**0.000	9.033	3.517	11.689	حجم الشركة

ملاحظة: \*\* تشير أنّ إختبار Shapiro-Wilk دال احصائيا عند مستوى دلالة 5%

### تحليل البيانات وعرض نتائج الدراسة

#### 1.4 صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي

تم بناء نماذج الإنحدار الخطية الساكنة التحقق من صلاحية بيانات متغيرات الدراسة من خلال إجراء (4) إختبارات قبلية (Diagnosis test) هي: إختبار الاستقرار (Test Stationary)، إختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelatio Test)، إختبار التداخل الخطي (Multicollinearity Test)، وإختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي (Heteroscedasticity Test)، وذلك بإستخدام برنامج (Stata Version 18) والتي تم التحقق منها في هذا البند على التوالي.

#### 1.1.4 إختبار إستقرارية البيانات (Stationarity test):

يعتبر إختبار إستقرارية متغيرات الدراسة (عدم وجود جذر وحدة (Unit Root)) من أهم الشروط الرئيسية القبلية لتطبيق نماذج الإنحدار الخطية الساكنة، إذ يعد هذا الشرط من أهم الشروط لتطبيق النماذج الخطية الساكنة في حال تجاوزت فترة الدراسة العشر سنوات، في حين إن إختبار إستقرارية بيانات متغيرات الدراسة للفترات التي لم تتجاوز العشر سنوات ليس شرطاً لإجراء هذه النماذج (Phillips et al., 2000). وفقاً لما ذكر سابقاً ولهدف الدراسة المتمثل في دراسة تأثير تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح خلال الفترة (2015-2021)، يعتبر إختبار إستقرارية متغيرات الدراسة ليس شرطاً لتطبيق نماذجها، مع ذلك تم إختبار إستقرارية متغيرات الدراسة باستخدام إختبار ليفين (Levin-Lin-Chu (LLC)) لملاءمته البيانات المقطعية المتوازنة (Balanced) ذات الحجم المتوسط كما هو حال في هذه الدراسة بحيث تشير نتائج الإختبار الدالة الإحصائية الى إستقرارية البيانات خلال فترة الدراسة (Levin et al., 2002). تشير نتائج إختبار ليفين الواردة في الجدول (5) إلى أنّ جميع المتغيرات التابعة والممثلة لتذبذب الأرباح (تذبذب الربح التشغيلي، تذبذب صافي الربح

قبل الضريبة وتذبذب التدفقات النقدية التشغيلية) مستقرة، كما وتشير النتائج أنّ المتغير المستقل والممثل بتكلفة هيكل رأس المال مستقر أيضا، في حين إنّ المتغير الضابط والممثل بحجم الشركة غير مستقر.

### جدول رقم (5)

نتائج اختبار ليفين (Levin-Lin-Chu (LLC)) للتحقق من إستقراره البيانات

المتغيرات	طبيعة المتغير	قيمة الاختبار (t-value)	الدلالة الإحصائية (Sig.)
WACC	متغير مستقل	-5.425	**0.00
OPV	متغير تابع	-10.008	**0.00
NPV	متغير تابع	-11.349	**0.00
CFOV	متغير تابع	-4.719	**0.00
S	متغير ضابط	5.666	1.000

ملاحظة: \*\* تشير أنّ اختبار (Levin-Lin-Chu (LLC)) دال إحصائيا عند مستوى دلالة 5%. .

#### 2.1.4 إختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test):

يعتبر إرتباط المشاهدات المتجاورة في بيانات متغيرات الدراسة عن ظهور مشكلة الارتباط الذاتي في بيانات متغيرات الدراسة سواء المستقلة أو التابعة مترابطة، والتي لا بد من التحقق من خلو بياناتها منها قبل تطبيق نماذج الانحدار الساكنة من خلال إستخدام اختبار ولد-ريدج (Wooldridge Test)، بحيث تشير نتائج الاختبار الدالة إحصائيا الى وجود ارتباط بين المشاهدات المتجاورة للمتغير المقصود. تشير نتائج اختبار ولد-ريدج الواردة في الجدول (6) الى أن جميع نماذج الانحدار الساكنة والمتعلقة بدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين لا تعاني من وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة.

## جدول رقم (6)

نتائج اختبار (Wooldridge Test) للتحقق من الارتباط الذاتي في نماذج الدراسة

دلالة الإحصائية (Sig.)	قيمة الاختبار ( $F(1, 17)$ )	نماذج الدراسة
0.3433	0.950	$H_1$ أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي
0.3433	0.950	$H_2$ أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة
0.3433	0.950	$H_3$ أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية

### 3.1.4 اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity)

تعتبر مشكلة التداخل الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة فيما بينها وبين المتغيرات المستقلة والضابطة من أكثر المشاكل شيوعاً في نماذج الانحدار. إن حدوث التداخل الخطي بين المتغيرات الدراسة المذكورة يؤدي إلى وجود تضخم في النموذج المقدر، وعدم قدرة المتغيرات المستقلة والضابطة على تفسير التباين في المتغير التابع، وفقاً لذلك يجب التأكد من خلو نماذج الدراسة من التداخل الخطي، وعليه سيتم اختبار خلو نماذج الدراسة من التداخل الخطي من خلال احتساب معامل تضخم التباين ((Variance-inflation factor (VIF)) لمتغيرات الدراسة ومن خلال حساب معامل الارتباط بين المتغير المستقل والضابط في النموذج الواحد، إذ تشير قيم VIF الأعلى من (10) إلى وجود مشكلة التعدد الخطي للمتغير المقصود (Gujarati, 2010)، وتشير قيمة معامل الارتباط بين المتغير المستقل والضابط في النموذج الواحد الأعلى من (0.8) إلى وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج (Kennedy, 1985).

تشير النتائج الواردة في جدول (7) أن قيم معامل التضخم لتكلفة هيكل رأس المال ولحجم الشركة أقل من (10)، من جهة أخرى أظهرت النتائج أن معامل ارتباط بين تكلفة هيكل رأس المال وحجم الشركة قد بلغ (0.1637) وهو أقل من (0.80)، مما يدل على عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين تكلفة هيكل رأس المال وحجم الشركة في نماذج الدراسة.



## 2.4 إختبار الفرضيات

لأجل إختبار فرضية الدراسة الرئيسية التي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين" وتحليل فرضيات الدراسة الفرعية وهي كما يلي:

### 1.2.4 الفرضية الفرعية الأولى

والتي نصت على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين"

من أجل الإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الأولى، تم استخدام إختبار ( Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test) والذي تنص فرضيته الصفرية على أن "التباين عبر الشركات يساوي صفر ( $\text{Variance } (\varepsilon)=0$ )"، إذ تشير النتائج الى رفض الفرضية الصفرية لهذا الإختبار (الدلالة الإحصائية = 0.000 وهي أقل من 0.05) أي بمعنى يجب تطبيق إختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية والتأثيرات الثابتة والذي تنص فرضيته الصفرية على "الفرق بين معاملات نموذج التأثيرات الثابتة وبين معاملات نموذج التأثيرات العشوائية غير متماثل"، وعند تطبيق هذا الإختبار تم قبول الفرضية الصفرية (الدلالة الإحصائية = 0.9606 وهي أكبر من 0.05) مما يعني أن إختبار فرضية الدراسة يستلزم تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية.

أظهرت النتائج التي وردت في جدول (9) على وجود أثراً إيجابياً ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي، إذ بلغت قيمة الدلالة الإحصائية لإختبار الفرضية الفرعية الأولى (0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (5%)، بالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي، وفقاً لهذا، فإن زيادة تكلفة هيكل رأس المال بمقدار (1%) يؤدي الى زيادة في تذبذب الربح التشغيلي بمقدار (18.815%). كما ونلاحظ أن لتكلفة هيكل رأس المال مع حجم الشركة القدرة على تفسير 36.74% من التغيير في تذبذب الربح التشغيلي للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

ومن جهة أخرى، عند فحص أثر المتغير الضابط لم يظهر أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على تذبذب الربح التشغيلي، حيث بلغت قيمة لدلالة إحصائية (0.209).

## جدول رقم (9)

نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي

المتغيرات المستقلة	المعاملات ( $\beta$ )	دالة الاختبار (z-statistic)	الدلالة الإحصائية (Sig.)
ثابت الانحدار ( $\beta_0$ )	0.915	0.90	0.370
تكلفة هيكل رأس المال (WACC)	18.815	4.22	**0.000
حجم الشركة (S)	0.075-	-1.26	0.209
إختبار ( Breusch and Pagan Lagrangian ) (multiplier test)		$(\chi^2(1) = 1.66, Sig. = 0.00)$	
إختبار Hausman		$(\chi^2(1) = 0.08, Sig. = 0.9606)$	
إختبار نموذج الدراسة		$(\chi^2(2) = 18.55, Sig. = 0.000)$	
معامل التحديد ( $R^2$ )		0.3674	

المتغير التابع: تذبذب الربح التشغيلي، \*\*، \* تفيد بوجود أثر ذو دلالة إحصائية مستوى دلالة 5% و10% على التوالي.

### 2.2. 4 الفرضية الفرعية الثانية

والتي نصت على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال تذبذب صافي الربح قبل الضريبة للشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين"

من أجل الإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الثانية، تم استخدام إختبار ( Breusch and Pagan )  
(Lagrangian multiplier test) والذي تنص فرضيته الصفرية على أن "التباين عبر الشركات يساوي صفر ( $\text{Variance } (\varepsilon)=0$ )"، إذ تشير النتائج الى رفض الفرضية الصفرية لهذا الاختبار (الدلالة الاحصائية =0.000 وهي أقل من 0.05) أي بمعنى يجب تطبيق اختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية والتأثيرات الثابتة والذي تنص فرضيته الصفرية على "الفرق بين معاملات نموذج التأثيرات الثابتة وبين معاملات نموذج التأثيرات العشوائية غير متماثل"، وعند تطبيق هذا الاختبار تم قبول الفرضية الصفرية (الدلالة الإحصائية=0.4154 وهي أكبر من 0.05) مما يعني أن اختبار فرضية الدراسة يستلزم تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية.

تشير النتائج الواردة في جدول (10) لعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على التذبذب في صافي الأرباح قبل الضريبة، إذ بلغت قيمة هذه الدلالة لاختبار الفرضية الفرعية الثانية (0.318) فهي أكبر من مستوى الدلالة (5%)، بالتالي نقبل الفرضية الفرعية الثانية التي نصت على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة للشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

وعند فحص أثر المتغير الضابط أظهرت النتائج وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على التذبذب في صافي الربح قبل الضريبة، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.035)، فزيادة حجم الشركة بمقدار 1 دولار يؤدي الى انخفاض في تذبذب صافي الربح قبل الضريبة بمقدار (0.004%).

### جدول رقم (10)

نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الأرباح

المتغيرات المستقلة	المعاملات ( $\beta$ )	دالة الاختبار (z-statistic)	الدلالة الإحصائية (Sig.)
ثابت الانحدار ( $\beta_0$ )	0.101	2.85	**0.004
تكلفة هيكل رأس المال (WACC)	0.064-	1.00-	0.318
حجم الشركة (S)	0.004-	2.11-	**0.035
إختبار ( Breusch and Pagan Lagrangian ) (multiplier test)		$(\chi^2(1) = 111.71, Sig. = 0.00)$	
إختبار Hausman		$(\chi^2(1) = 1.76, Sig. = 0.4154)$	
إختبار نموذج الدراسة		$(\chi^2(2) = 7.25, Sig. = 0.027)$	
معامل التحديد ( $R^2$ )		0.1879	

المتغير التابع: تذبذب صافي الربح، \*\*، \* تفيد بوجود أثر ذو دلالة إحصائية مستوى دلالة 5% و10% على التوالي.

#### 3.2.4 فرضية الفرعية الثالثة

والتي نصت على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية للشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين"

من أجل الإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الثانية، تم استخدام اختبار ( Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test) والذي تنص فرضيته الصفرية على أن "التباين عبر الشركات يساوي صفر ( $Variance(\epsilon)=0$ )"، إذ تشير النتائج الى رفض الفرضية الصفرية لهذا الاختبار (الدلالة الاحصائية = 0.000 وهي أقل من 0.05) أي بمعنى يجب تطبيق اختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية والتأثيرات الثابتة والذي تنص فرضيته الصفرية على "الفرق بين معاملات نموذج التأثيرات الثابتة وبين معاملات نموذج التأثيرات العشوائية غير متماثل"، وعند تطبيق هذا الاختبار تم قبول الفرضية الصفرية (الدلالة الإحصائية = 0.8281 وهي أكبر من 0.05) مما يعني أن اختبار فرضية الدراسة يستلزم تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية.

يتضح من خلال النتائج التي وردت في جدول (11) إلى وجود أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية، إذ بلغت قيمة الدلالة الإحصائية لاختبار الفرضية الفرعية الثالثة (0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (5%)، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة التي نصت على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية للشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين ، وفقا لهذا فإن زيادة تكلفة هيكل رأس المال بمقدار (1%) يؤدي الى زيادة في تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية بمقدار (0.603%). كما ونلاحظ أن لتكلفة هيكل رأس المال مع حجم الشركة القدرة على تفسير 23.55% من التغيير في تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية للشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

ومن جهة أخرى، عند فحص أثر المتغير الضابط لم يظهر أثر ذو دلالة احصائية لحجم الشركة على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.418).

### جدول رقم (11)

نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية

المتغيرات المستقلة	المعاملات ( $\beta$ )	دالة الاختبار (z-statistic)	الدلالة الإحصائية (Sig.)
ثابت الانحدار ( $\beta_0$ )	0.055	1.57	0.116
تكلفة هيكل رأس المال (WACC)	0.603	6.39	**0.000
حجم الشركة (S)	-0.002	-0.81	0.418
إختبار ( Breusch and Pagan Lagrangian multiplier ) (test)		$(\chi^2(1) = 28.43, Sig. = 0.00)$	
إختبار Hausman		$(\chi^2(1) = 0.38, Sig. = 0.8281)$	
إختبار نموذج الدراسة		$(\chi^2(2) = 43.17, Sig. = 0.000)$	
معامل التحديد ( $R^2$ )		0.2355	

المتغير التابع: تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية، \*\*، \* تفيد بوجود أثر ذو دلالة إحصائية مستوى دلالة 5%

و10%.

#### 3.4 مقارنة نتائج نماذج الدراسة

هدفت الدراسة لقياس أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح للشركات الخدمائية والصناعية والمقاس من خلال ثلاث مؤشرات متمثلة تذبذب الربح التشغيلي، تذبذب صافي الربح قبل الضريبة، تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية، فيتضح من خلال النتائج أن التأثير الإيجابي لتكلفة هيكل رأس المال كانت على تذبذب الربح التشغيلي ( $R^2=0.3674$ )، تلا ذلك تأثيره الإيجابي على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية ( $R^2=0.2355$ )، في حين لم تؤثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الأرباح.

من جهة أخرى، حجم الشركة قد أثر سلبا على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة، بينما لم يتأثر على كل من تذبذب الربح التشغيلي وتذبذب التدفقات النقدية التشغيلية.

## جدول رقم (12)

نتائج نماذج الدراسة المتعلقة بدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح للشركات  
الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2015-2021)

المتغيرات التابعة (تذبذب الأرباح)			المتغيرات
تذبذب التدفقات النقدية	تذبذب صافي الربح قبل الضريبة	تذبذب الربح التشغيلي	
0.055	**0.101	0.915	ثابت الانحدار
**0.603	0.064-	**18.815	تكلفة هيكل رأس المال
0.002-	**0.004-	0.075-	حجم الشركة
**0.000	**0.027	**0.000	<b>Sig.</b>
0.2355	0.1879	0.3674	<b>R<sup>2</sup></b>

ملاحظة: \*\*، \* تفيد بوجود أثر ذو دلالة إحصائية مستوى 5% و 10% على التوالي.

### 4.4 ملخص النتائج ومقارنتها مع الدراسات السابقة

في البند السابق تم إختبار فرضيات الدراسة الفرعية الثلاثة والتي تتلخص بمجموعة من النتائج وهي:

#### 4.4.1 نتائج أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب في الربح التشغيلي

أظهرت نتائج الدراسة عن وجود أثر إيجابي لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي للشركات الفلسطينية الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين. وبهذا تتفق مع دراسة (Saif-Alyousfi et al., 2020) التي تم تطبيقها على الشركات الغير مالية في ماليزيا و دراسة (Chuang and Viriany, 2023) التي تم تطبيقها في إندونيسيا، ودراسة (خلف، 2020) الذي تم تطبيقها على الشركات المصرية، إضافة الى ذلك دراسة (Pongrangga and Kurniawati, 2020) التي أظهرت عن وجود تأثير إيجابي لتقلبات الأرباح على تكلفة الديون للمقترضين عند الاختلاف بين الصناعات والتي

تم تطبيقها في إندونيسيا. بينما تتعارض مع كل من دراسة (Ghasemzadeh et al, 2021) التي تم تطبيقها على الشركات المساهمة في طهران ودراسة (Ilyas and et al., 2016) التي تم تطبيقها على الشركات غير المالية في باكستان.

#### 4.4.2 نتائج أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة (EBT).

أظهرت نتائج الدراسة أن عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة للشركات الفلسطينية الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وبهذا تتعارض مع دراسة (Mekonen et al., 2020) التي تم تطبيقها على الشركات التجارية في أثيوبيا.

#### 4.4.3 نتائج أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية

بينت نتائج الدراسة أن هناك تأثيراً إيجابياً لتكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. بحيث توافقت مع دراسة (Roddenhof.2019) التي تم تطبيقها على الشركات في هولندا، ودراسة (Shubita,2023) التي تم تطبيقها على الشركات في الأردن، حيث وجد علاقة ارتباطية إيجابية بين تقلب التدفق النقدي وتكلفة هيكل رأس المال، وفيما تتعارض مع نتائج دراسة (Saif-Alyousfi et al., 2020) التي تم تطبيقها على الشركات الغير المالية في ماليزيا ودراسة (خلف، 2020) التي تم تطبيقها على الشركات المساهمة المصرية.

#### 4.4.4 نتائج أثر المتغير الضابط (حجم لشركة) على تذبذب الأرباح

يؤثر حجم الشركة سلباً على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة، بينما لا يؤثر على تذبذب الربح التشغيلي وتذبذب التدفقات النقدية التشغيلية للشركات الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

### الإستنتاجات والتوصيات والدراسات المستقبلية

#### 1.5 المقدمة:

يستعرض هذا الفصل الإستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة من خلال تحليل التقارير المالية للشركات الفلسطينية الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الزمنية (2015-2021) م، وبالإضافة الى إقتراح مجموعة من التوصيات التي تم صياغتها بناءً على النتائج التي توصلت إليها الدراسة، ومن ثم إقتراح بعض الدراسات المستقبلية.

#### 1.5 الإستنتاجات:

نستنتج من خلال اختبار فرضيات الدراسة مجموعة من الاستنتاجات هي:

1. لتكلفة هيكل رأس المال تأثيراً إيجابياً على تذبذب الربح التشغيلي للشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
2. إن تكلفة هيكل رأس المال لا تؤثر على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة للشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
3. لتكلفة هيكل رأس المال تأثيراً إيجابياً على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية للشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
4. إن التأثير الأبرز لتكلفة هيكل رأس المال كان على تذبذب الربح التشغيلي، تلا ذلك تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية.

#### 2.5 التوصيات:

1. توصي الدراسة الشركات الفلسطينية الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين أن تسعى لتتّوع من مصادر دخلها، وأن تحسن من إدارة تكاليفها، وأن يكون لديها تخطيط مالي جيد وتقديراً دقيقاً

للمخاطر المحتملة، وتطوير إستراتيجيات للتعامل معها بفعالية، بما في ذلك تكوين الاحتياطات المالية لمواجهة التذبذبات المحتملة في الأرباح.

2. توصي الدراسة الشركات الفلسطينية الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين أن تختار هيكل رأس المال الذي يحقق لها أقل تكلفة من بين البدائل المتاحة أمامها للتمويل مما يساهم في استمرارية الأرباح والحد من تذبذبها.

3. توصي الدراسة إدارة الشركات الفلسطينية الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين والجهات الائتمانية أن تولي إهتماماً في معلومات الأرباح وتذبذباتها عند اتخاذ القرارات الائتمانية والتمويلية وذلك بهدف تعظيم قيمتها وتخفيف المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها من الجهات التمويلية.

### 5.3 الدراسات المستقبلية:

توصي الدراسة الباحثين بعمل دراسات حول:

1. دراسة تأثير تكلفة هيكل رأس المال على تذبذبات الأرباح وتطبيقه على المؤسسات المالية المدرجة في بورصة فلسطين، نظراً لإختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في المؤسسات غير المالية.

2. دراسة العوامل التي تؤثر على تذبذبات الأرباح للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين.

3. دراسة العلاقة بين تكلفة هيكل رأس المال ومخاطر إنهيال الأسهم للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين.

## المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

1. أبو الحسن، محمد سامي نمر، وزلوم، نضال عمر عبد المعطي. (2021). دور المشتقات المالية في تقلبات أرباح الشركات، رسالة ماجستير، غير منشورة. جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن.
2. أبو سالم، سيعد سالم محمد. (2022). تأثير تقلب الأرباح على استدامة الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، مجلة البحوث التجارية، م 44، ع 1، ص 87 - 116.
3. إسماعيل، أشرف عادل محمود. (2016). محددات الهيكل المالي وأثره على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في شوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين.
4. بني محمد، نسيبة أيمن علي وجرادات، محمود علي عبد الحميد. (2021). استقصاء العلاقة بين هيكل رأس المال وتوزيع الأرباح كمؤشر لوجود مشكلة الوكالة: الدليل من بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن.
5. جودة، أحمد. (2022). أثر تكلفة هيكل رأس المال على الاداء المالي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)، رسالة ماجستير، جامعة القدس.
6. حاتم، اياد مالك، جديد، غيث محمد، وصالح، سوزان. (2023). تأثير جودة الأرباح في تكلفة رأس المال المملوك: دراسة مسحية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، م 45، ع 3، 585 - 603.

7. الحوشي، محمد محمود. (2019). أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة وجودة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية..184-120، (3).
8. حسن. ميساء عامر. (2019). تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي: بحث تطبيقي في المصرف الصناعي العراقي. مجلة كلية التراث الجامعة. العدد27.
9. حرز، ايمان صلاح سعيد. (2018). أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الجامعة الإسلامية، غزة.
10. خلف، محمد سامي سلامة. (2020). أثر تقلب الأرباح والتدفقات النقدية على هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 24، ع 1، ص 516 - 561.
11. الخطيب، أحمد نبيل محمود، والرقيبات، غازي عبد المجيد. (2021). أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2009 - 2019، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن.
12. الخطيب، خليل ابراهيم أحمد، والبوات، علاء حسين. (2021). أثر جودة التدقيق الخارجي على هيكل رأس المال الشركات الأدموية المدرجة في بورصة عمان الأردنية، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.
13. دعاس، مصعب. (2019). تحديد العوامل المؤثرة في هيكل رأس مال المؤسسة الجزائرية: دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2013 - 2016، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر .
14. الدراجي، حسن أحمد، والفضلي، خالد زيدان عبدالسلام. (2023). العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال الشركات المقاولات الصغيرة والمتوسطة في مدينة بنغازي: دراسة تحليلية. مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، س10، ع1، 108 - 13.

15. رشوان، عبد الرحمن محمد وأبو رحمة، محمد عبد الله. (2017). دور الإفصاح الاختياري في الحد من حجب المعلومات الخاصة بتكلفة رأس المال: دراسة ميدانية على قطاع البنوك ومؤسسات الخدمات المالية المدرجة في بورصة فلسطين، *مجلة جديد الاقتصاد*، ع 12، ص 144-181.
16. الزيوت، معتصم عبد الله ومصطفى، داليا ابراهيم والزيوت، منتصر عبد الله. (2021). محددات هيكل رأس المال في المصارف الأردنية الإسلامية والتقليدية للفترة الزمنية 2003 - 2019: دراسة قياسية مقارنة، *المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية*، م 17، ع 4، ص 425 - 446.
17. فادي فتحي محمد الزقلا. (2014). *محددات أنماط التدفقات النقدية الواردة من اقتصاد فلسطيني 1948 نحو اقتصاد الضفة الغربية*. رسالة ماجستير، جامعة القدس.
18. السيد، مصطفى صابر حمودة، زلط، علاء عاشور عبدالله، طارق محمد عمر. (2023). أثر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار: الدور المُعدّل للروابط السياسية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*. 81-134, (3) 7
19. شرف، سمير وجورية، محمد. (2021). أثر هيكل رأس المال على صافي الربح للمصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، *مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية*، م 43، ع 5، ص 445 - 464.
20. شبر، محمد عبد الاله موسى، المشهداني & مروان عضيد عزت. (2023). الرهن العقاري المسجل بالقانون العراقي-دراسة مقارنة . *مجلة المداد*. 122-148 (1) 13.
21. الشويات، رحمة علي محمد. (2020). تأثير هيكل رأس المال على ربحية شركات التأمين الأردنية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن.
22. الصائغ، نمير أمير جاسم. (2020). أثر هيكل رأس المال في بعض المؤشرات المالية: دراسة لعينة من القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2010 - 2019، *مجلة رماح للبحوث والدراسات*، ع 46، ص 23 - 39.

23. صقور، سميرة عبدالسلام، و العيطان، غيث ناصر محمد. (2019). أثر حجم البنك وتركز السوق على تقلبات الأرباح في البنوك التجارية الأردنية (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة آل البيت، المفرق.
24. الضمور، أمل إبراهيم. (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب سعر السهم في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة مؤتة، الأردن.
25. العلي، أمة الله محمد بحيري. (2022). أثر هيكل رأس المال على توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن.
26. عيطة، متولي السيد متولي. (2021). أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، مجلد 6، العدد 2، ص 475 - 513.
27. العلواني، أمين. (2021). أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمنشأة الإقتصادية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن المهدي - أم البواقي، الجزائر.
28. عبد الله، حسين وزوباري، ريم وحبقي، هند. (2023). أثر هيكل رأس المال على ربحية المصارف الخاصة التجارية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة البعث - سلسلة العلوم الاقتصادية والسياحية، 45(27).
29. القليطي، إبراهيم عبد المجيد علي. (2023). أثر هيكل الملكية على العلاقة بين خطر انهيار أسعار الأسهم وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للبحوث التجارية (جامعة المنوفية)، 4.
30. قوج، بدرالدين ومليكاوي، مولود. (2021). قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014 - 2018، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، م 13، ع 2، ص 177 - 185.

31. كعرار، سيف الإسلام. (2016). **صيغ التمويل الخارجي وأثرها على هيكل رأس مال المؤسسة: دراسة حالة مؤسسة سوناطراك**، رسالة ماجستير، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر.
32. الكساسبة، شذى محمد صلاح، وغرابية، عمر خليف. (2022). **أثر هيكل رأس المال على ربحية البنوك الإسلامية الأردنية** (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة آل البيت، المفرق.
33. النجداوي، راما خلدون سليمان. (2021). **أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان**، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن.
34. محمد، أحمد سليم. (2022). **تأثير جودة الأداء المهني لمراقب الحسابات على العلاقة بين تقلب الأرباح ودقة تنبؤات المحللين الماليين - دراسة تطبيقية، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 26، العدد 2، ص 97 - 154.**
35. مداني، شهرزاد. (2021). **أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات: دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، م 7، ع 2.**
36. مسعود، سناء ماهر محمدي. (2021). **أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، م 5، ع 2.**
37. مرقص، فوزي عبدالباقي فوزي. (2022). **العلاقة بين التجنب الضريبي وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، ع 2.**
38. المشهداني، غسان محمد نومان. (2017). **أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك: دراسة اختبارية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان**، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

39. هامل، سعيدة ونوغي، حنان. (2022). النظام القانوني لعقد التأجير التمويلي، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.

#### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

1. Abdullah, Hariem, & Tursoy, Turgut. (2021). Capital structure and firm performance: evidence of Germany under IFRS adoption. **Review of Managerial Science**, 15(2), 379–398 .
2. Ali, Anis, & Faisal, Shaha. (2020). Capital structure and financial performance: A case of Saudi petrochemical industry. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, 7(7), 105–112 .
3. Alkhalidi, T. T. Y. (2023). Corporate Governance & Earnings persistence: An Empirical Study of Palestine. **resmilitaris**, 13(3), 1834–1851.
- Arianpoor, Arash, & Tajdar, Seyyed Sajjad Naeimi. (2022). The relationship between firm risk, capital structure, cost of equity capital, and social and environmental sustainability during the covid-19 pandemic. **Journal of Facilities Management(ahead-of-print)** .
4. Ahmeti, Y., Kalimashi, A., Ahmeti, A., & Ahmeti, S. (2023). The Capital Structure Determinants on Banking Sector of Western Balkan Countries. **Ekonomika**, 102(1), 102–121.
5. Aini, N. N., Suherman, S., & Mardiyati, U. (2022). Determinants Of Capital Structure On Property And Real Estate Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange For The Period Of 2015–2020. **International Journal Of Education, Social Studies, And Management (IJESSM)**, 2(3), 14–33.
6. Aguome, Njideka. (2021). Capital Structure and Financial Returns: Longitudinal Panel Evidence from NReits. **Journal of Economics, Finance and Management Studies**. 04. 10.47191/jefms/v4-i1-03.
7. Bae, Kee-Hong, El Ghouli, Sadok, Guedhami, Omrane, Kwok, Chuck CY, & Zheng, Ying. (2019). Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions. **Journal of Banking & Finance**, 100, 135–150 .

8. Baker, Joseph Anthony. (2022). **Relationship Between Assets, Liabilities, Earnings Before Interest and Taxes, and Financial Distress.**(Doctoral dissertation, Walden University).
9. Bao, May Xiaoyan, Billett, Matthew T, Smith, David B, & Unlu, Emre. (2020). Does other comprehensive income volatility influence credit risk and the cost of debt? **Contemporary Accounting Research**, 37(1), 457–484
10. Bryan, D. B., & Mason, T. W. (2020). Earnings volatility and audit report lag. **Advances in accounting**, 51, 100496.
11. CHARLIE, S. S., & EDET, J. P. (2023). Asset Growth And Profitability Of Listed Manufacturing Companies In Nigeria: Evidence From Post Adoption Period Of Ifrss. **Management**, 4(1).
12. Chauke, Ndwakhulu. (2021). Master of Business Administration Strategic Financial Management **AF4S31-V2-28205**. 10.0000/0004.
13. Chuang, Devona & Viriany, Viriany. (2023). Volatilltas Iba Daa Faktor Lainnya Yang Memengaruhi Struktur Modal. **Jurnal Paradigma Akuntansi**. 5. 2088–2098. 10.24912/jpa.v5i1.22172.
14. Damayanty, Prisila, & Murwaningsari, ETTY. (2020). The Role Analysis of Accrual Management on Loss–Loan Provision Factor and Fair Value Accounting to Earnings Volatility. **Research Journal of Finance and Accounting**, 11(2), 155–162 .
15. Do Nguyet, A. (2017). The impact of earnings volatility on earnings predictability. **Global Business & Finance Review (GBFR)**, 22(2), 82–89.
16. Fernandez, Pablo. (2019). **Optimal capital structure: Problems with the Harvard and Damodaran Approaches** .
17. Ghasemzadeh, Morteza & Heydari, Mehdi & Mansourfar, Gholamreza. (2019). Earning Volatility, Capital Structure Decisions and Financial Distress by SEM. **Emerging Markets Finance and Trade**. No 57. pp1–19.
18. Gworo, C. O. (2019). Earnings volatility and market value of companies listed at the Nairobi Securities Exchange market. **The Strategic Journal of Business & Change Management**, 6(1), 17–26.
19. Huq, A.M. (2016). **Effect of Earnings Volatility on Cost of Debt: The case of Swedish Limited Companies**, Master thesis, Business Studies, DALARNA University Swedin.
20. Hutagalung, L., & Siagian, H. (2022). The Effect of Gross Profit, Operating Profit and Net Profit on Future Cash Flow Prediction at the Company of Telecommunications Sub

- Sector on IDX in 2014–2019. *Ekonomis: Journal of Economics and Business*, 6(1), 348–358.
21. Ilyas, M., Jehangir, D.m., & Ahmad, D.A. (2021). Earnings Volatility And Capital Structure: Empirical Evidence Of Non–Financil Firms Of Pakistan. *Journal of Business & Tourism*, Volume 02 Number 01 pp 33 – 37
  22. Jolly, Nicholas A, & Wagner, Kathryn L. (2023). Work–limiting disabilities and earnings volatility. *Labour Economics*, 81, 102333 .
  23. Keefe, M., and Nguen, H., (2020), “The Influence of Cash Flow Volatility on Firm use of Debt of Different Maturities or Zero– debt: International Evidence”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 86, PP. 684–700
  24. Lozano, Maria Belén, & Yaman, Serhat. (2020). The European financial crisis and firms' cash holding policy: An analysis of the precautionary motive. *Global Policy*, 11, 84–94 .
  25. Lee, C. C. (2023). Analyses of the operating performance of information service companies based on indicators of financial statements. *Asia Pacific Management Review*.
  26. Machado, Caio, & Pereira, Ana Elisa. (2023). Optimal capital structure with stock market feedback. *Review of Finance*, 27(4), 1329–137 .1
  27. Mehmetoglu, M. & Jakobsen, T. G., 2017. **Applied Statistics Using Stata: A Guide for the Social Sciences**. 1st ed. London: SAGE Publications Ltd.
  28. Mekonen, Negasi & Teshome, Mengstu & Prabakaran, Dr. (2020). Assessment Of Factors That Affects Capital Structure Of Medium And Large –Size Enterprises In Eastern Zone Of Tigray Region. *International Journal of Analytical Research and References (IJRAR.ORG)* .
  29. Narsa, I Made. (2019). The effects of earnings volatility, net income and comprehensive income on stock prices on banking companies on the indonesia stock exchange. *International Review of Management and Marketing*, 9(6), 18–24 .
  30. Njuguna, T. W. (2022). Cashflow Volatility, Leverage Deviation, Corporate Investments and Value of Nonfinancial Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange (**Doctoral dissertation, University of Nairobi**)
  31. Oudah, A. A., & Almayyahi, A. R. A. (2020). **Factors affecting the fluctuation of accounting profits system in SMEs industrial: A field study on a group of companies in Basra**, southern Iraq.

32. Ponirah, A. (2021). Pengaruh Cost of Good Sold (COGS) dan Sales Growth terhadap Dividens Payout Ratio (DPR) melalui Earning After Tax (EAT) sebagai variabel mediasi pada perusahaan sektor Consumer Good Industry yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2011–2019 (**Doctoral dissertation, UIN Sunan Gunung Djati**).
33. Pane, A. A., & Rahmadhani, S. N. (2021). Pengaruh Struktur Modal Dan Volatilitas Laba terhadap Kualitas Laba PT. Bank Sumut. **Jurnal Akuntansi dan Bisnis: Jurnal Program Studi Akuntansi**, 7(1), 81–89.
34. Phillips, P. C., & Moon, H. R. (1999). **Linear regression limit theory for nonstationary panel data**. *Econometrica*, 67(5), 1057–1111.
35. Pongrangga, Goldia L. S., and Anggreni D. Kurniawati.(2020).The Effect of Earnings Volatility on Borrowers' Cost of Debt: Evidence From Indonesia. **Media Ekonomi dan Manajemen**, vol. 35, no. 1, pp. 19–33.
36. Roddenhof, Juanito.(2019). **Identifying the value of liquidity: Cash flow volatility, real asset liquidity and the implied cost of equity capital**. Master thesis, Faculty of Behavioural, Management and Social Sciences, University of Twente.
37. Shubita, M. F. (2023). cash flow volatility and leverage: evidence from non-financial jordanian companies. **Innovations**, 20(2), 286–294.
38. Saif–Alyousfi, A.Y.H., Md–Rus, R., Taufil–Mohd, K.N., Mohd Taib, H. and Shahar, H.K. (2020), "Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms", **Asia–Pacific Journal of Business Administration**.
39. Susanto, Hadi, Prasetyo, Indra, Indrawati, Trisa, Aliyyah, Nabilah, Rusdianto, Rusdianto, Tjaraka, Heru, Kalbuana, Nawang, Alam, Arief Syahrul, Ghazali, Ghazali, & Zainurrafiqi, Zainurrafiqi. (2021). The impacts of earnings volatility, net income and comprehensive income on share Price: Evidence from Indonesia Stock Exchange. **Accounting** 7, 7(5), 1009–1016 .
40. Saif–Alyousfi, A.Y.H., Md–Rus, R., Taufil–Mohd, K.N., Mohd Taib, H. and Shahar, H.K. (2020), "Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms", **Asia–Pacific Journal of Business Administration**, Vol. 12 No. 3/4, pp. 283–326
41. Siekelova, A., & Podhorska, I. (2020). Earnings indicators under the condition of globalization. In SHS Web of Conferences (Vol. 74, p. 01031). **EDP Sciences**.
42. Sevendy, T., Suyono, S., & Yani, F. (2022, March). THE EFFECT OF CASH FLOW VOLATILITY, SALES VOLATILITY, LEVERAGE, OPERATING CYCLE, AND FIRM SIZE ON EARNINGS PERSISTENCE IN MANUFACTURED COMPANIES LISTED ON

THE INDONESIAN STOCK EXCHANGE. In **International Conference of Business and Social Sciences** (pp. 608–622).

43. Zhou, C. (2023). Research on Enterprise Value Evaluation Based on EVA Model Taking Three Squirrels Inc. as an Example. In **SHS Web of Conferences** (Vol. 154, p. 02023). EDP Sciences.
44. Marimuthu, M., Hamzah, H. H., & Bangash, R. (2023). Determinants of the Capital Structure of the Oil and Gas Industry in Malaysia: The Moderating Role of Earnings Volatility. **Sustainability**, 15(24), 16568.

ثالثاً: المواقع الإلكترونية:

1. [www.pex.ps](http://www.pex.ps) موقع بورصة فلسطين

## قائمة الملاحق

## ملحق رقم (1)

### ملخص الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
(الدرجي والفضلي، 2023) ليبيا: العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال الشركات المقاولات الصغيرة والمتوسطة في مدينة بنغازي: دراسة تحليلية	بيان العوامل التي تؤثر على الهيكل المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة لقطاع المقاولات الواقعة بمدينة بنغازي خلال لفترة 2019-2014	<b>المتغير المستقل:</b> (حجم . وعمر الشركة والنمو وربحية الشركة والمخاطر، وللموسية الاصول) <b>المتغير التابع:</b> هيكل رأس المال	المنهج التحليلي الكمي	وجود علاقة إيجابية هيكل رأس المال وكل من ربحية الشركة وهيكل أصولها ونموها، وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة والمخاطر هيكل رأس المال، وكذلك عدم وجود علاقة بين عمر الشركة وهيكل رأس المال.
(أبوسالم، 2022) مصر: تأثير تقلب الأرباح على استدامة الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية.	التعرف على تأثير تقلب الأرباح على استدامة الأرباح.	<b>المتغير المستقل:</b> تقلب الأرباح <b>المتغير التابع:</b> استدامة الأرباح	المنهج وصفي التحليلي	وجود علاقة سلبية بين تقلب الأرباح واستدامتها
(لكساسبة، 2022) الأردن: "أثر هيكل رأس المال على ربحية البنوك الاسلامية الاردنية" دراسة تطبيقية للفترة (2010 - 2020).	هدفت هذه الدراسة الى تحليل أثر هيكل رأس المال باستخدام (نسبة الدين الى حقوق الملكية، نسبة حقوق الملكية الى الاصول) على	<b>متغير مستقل:</b> هيكل رأس المال <b>متغير التابع:</b> مؤشرات الربحية (العائد على السهم، العائد على	المنهج التحليلي الكمي	وجود اثر ايجابي ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال على كل من العائد على السهم وحقوق الملكية والاصول

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
	مؤشرات الربحية (العائد على السهم، العائد على حقوق الملكية، العائد على الاصول) للبنوك الاسلامية	حقوق الملكية، العائد على الاصول) <b>متغير الضابط:</b> حجم البنك		
(مداني، 2021) الأردن: أثر تكلفة رأس المال على ربحية لشركات: دراسة عينة من الشركات لدرجة في بورصة عمان"	التعرف على أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات المدرجة في بورصة عمان	<b>المتغير المستقل:</b> تكلفة رأس المال <b>المتغير التابع:</b> ربحية الشركات والمقاسة من خلال تعظيم ثروة الملاك والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	المنهج الوصفي التحليلي	وجود تأثير ايجابي لتكلفة حقوق الملكية على تعظيم ثروة الملاك في شركات لصناعية المدرجة في بورصة عمان
(شرف، 2021) سوريا: أثر هيكل رأس المال على صافي الربح للمصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.	التعرف على أثر هيكل رأس المال على صافي الربح في المصارف السورية	<b>المتغير المستقل:</b> هيكل رأس المال والمقاس من خلال هيكل التمويل الداخلي، وهيكل التمويل الخارجي. <b>المتغير التابع:</b> صافي الربح	المنهج الوصفي التحليلي	وجود ارتباط بين التمويل الداخلي وصافي الربح في المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما ظهر وجود تأثير للتمويل الخارجي على صافي الربح.

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
(خلف، 2020) مصر: أثر تقلب الأرباح والتدفقات النقدية على هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية	تحليل أثر المعلومات المحاسبية (الأرباح والتدفقات النقدية) على هيكل رأس المال في الشركات المساهمة المصرية	<b>المتغيرات المستقلة:</b> ربحية الشركة، وتقلب الأرباح، والتدفقات النقدية، تقلب التدفقات النقدية <b>المتغيرات التابعة:</b> هيكل رأس المال	المنهج الوصفي التحليلي	الأرباح لها تأثيراً معنوياً سالباً على هيكل رأس المال، وأن تقلب الأرباح له تأثيراً معنوياً موجباً على هيكل رأس المال، وأن التدفقات النقدية التشغيلية لها تأثيراً معنوياً سالباً على هيكل رأس المال.
(الشويات، 2020) الأردن: تأثير هيكل رأس المال على ربحية شركات التأمين الأردنية	التعرف على أثر هيكل رأس المال على ربحية شركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2018	<b>المتغيرات المستقلة:</b> هيكل رأس المال والمقاس من خلال (الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل، إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول) <b>المتغيرات التابعة:</b>	المنهج الوصفي التحليلي	وجود أثر لهيكل رأس المال على ربحية شركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان، بالإضافة إلى وجود أثر سلبي دال احصائياً للديون قصيرة الأجل وعوائد الموجودات (الربحية)، وعدم وجود أثر للديون طويلة الأجل على عوائد الموجودات (الربحية)، وأخيراً وجود أثر سلبي دال احصائياً بين إجمالي الالتزامات على إجمالي الموجودات وعوائد الموجودات (الربحية).

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
		ربحية شركات التأمين المتغيرات الضابطة: حجم الشركة، ونمو المبيعات		
(Ahmeti et al.,2023) : Balkan The Capital Structure Determinants of Banking Sector of Western Balkan Countries	تحليل اثر محددات هيكل رأس المال للصناعة المصرفية في غرب البلقان خلال هذه الفترة 2015-2020.	<b>المتغيرات المستقلة:</b> الربحية ونسبة الرافعة المالية وحجم البنك وتقلب الأرباح والضمانات والنمو الفرص والسيولة. <b>المتغير التابع:</b> الرافعة المالية	تحليل الانحدار خطي	وجود علاقة إيجابية معنوية بين الربحية والرافعة المالية. في حين تؤثر نسبة الرافعة المالية وتقلب الأرباح والضمانات والنمو والسيولة بشكل سلبي على الرافعة المالية.
(Chuang and Viriany, 2023) Indonesia: Income volatility and other factors affecting capital structure	التعرف على أثر هيكل الأصول والربحية والسيولة، وفرص النمو، وتقلب الأرباح على هيكل رأس المال للشركات	<b>المتغيرات المستقلة:</b> هيكل الأصول، والربحية، والسيولة، فرص النمو، تقلب الأرباح	المنهج الوصفي التحليلي	أن هيكل الأصول والربحية والسيولة لها تأثير كبير على هيكل رأس المال، في حين أن فرص النمو وتقلب الأرباح ليس لهما تأثير كبير على هيكل رأس المال

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
	الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2017-2019	<b>المتغير التابع:</b> هيكل رأس المال		
(Shubita.2023): Jordan Cash flow volatility and leverage: Evidence from non-financial Jordanian companies	استقصاء العلاقة بين تقلب التدفق النقدي والرافعة المالية في الشركات الغير مالية	<b>المتغير المستقل:</b> تقلب التدفقات النقدية <b>المتغير التابع :</b> هيكل رأس المال	السلاسل الزمنية المقطعية	وجود تأثير ايجابي لتقلبات التدفقات النقدية على مستوى التمويل بالدين في شركات الدراسة
(Aini et al.,2022): Indonesia Determinants Of Capital Structure On Property And Real Estate Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange For The Period Of 2015-2020	تحليل اثر محددات هيكل رأس المال للشركات العقارية المدرجة في بورصة اندونيسيا.	<b>المتغيرات المستقلة:</b> الربحية، حجم الشركة، عمر الشركة، الدرغ الشركة، الدرغ الضريبي غير الديون، الملموسة،	منهج تحليلي كمي	وجود تأثير سلبي وغير مهم بين الربحية، عمر الشركة، والدرغ الضريبي غير الديون، وفرص النمو، وتقلبات الأرباح على هيكل رأس المال المال (DER)، في حين أن حجم الشركة له تأثير إيجابي وهام على رأس المال.

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
		فرص النمو وتقلب الأرباح. <b>المتغير التابع:</b> هيكل رأس المال		
Auome, 2021): Nigeria "Capital Structure and Financial Returns: Longitudinal Panel Evidence from N-Reits".	استقصاء العلاقة بين هيكل رأس المال والعوائد المالية	<b>المتغير المستقل:</b> هيكل رأس المال مقاسا بالديون قصيرة الاجل، والديون طويلة الأجل والدين الكلي <b>المتغير التابع:</b> بالعوائد المالية مقاسة باستخدام ثلاثة مقاييس محاسبية هي العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وربح السهم	المنهج الوصفي التحليلي	ان هيكل رأس المال ليس له علاقة مهمة بالعائدات المالية لصناديق الاستثمار العقارية المتداولة (N-REITs). ومع ذلك، كانت نتيجة صندوق سكاى شيلتر ريت معاكسة بسبب علاقته الإيجابية ذات الدلالة الإحصائية بين هيكل رأس المال والعوائد. كما تُظهر نتائج الدراسة حول الوسائل والوسيط والانحراف المعياري لهياكل رأس مال NREIT .
(Ghasemzadeh et al., 2021) "	دراسة العلاقة بين تقلب الأرباح وهيكل رأس المال	<b>المتغير المستقل:</b> تقلب الأرباح	المنهج التحليلي الكمي	وجود تأثير كبير وسلبى لتقلب الأرباح له على هيكل رأس المال. وأن الضائقة المالية تؤثر بشكل
Tehran:				

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
Earning Volatility, Capital Structure Decisions and Financial Distress "by SEM		المتغير التابع: هيكل رأس المال المتغير التحكمي: الضائقة المالية		كبير على العلاقة بين تقلب الأرباح وهيكل رأس المال
(Pane and Rahmadhani, 2021): Effect of Capital Structure and Profit Volatility on Profit Quality in PT Bank Sumut	دراسة تأثير هيكل رأس المال وتقلب الأرباح على جودة الربح في PT. بنك Sumut، وتهدف هذه الدراسة أيضًا إلى تقييم حالة هيكل رأس المال وتقلب الأرباح وجودة الأرباح	المتغيرات المستقلة: هيكل رأس المال، وتقلب الأرباح المتغيرات التابعة: جودة الأرباح	المنهج الوصفي التحليلي	وجود تأثير سلبي لهيكل رأس المال على جودة الأرباح وأن تقلب الأرباح ليس له تأثير كبير على جودة الأرباح.
(Pongrangga and Kurniawati, 2020): Indonesia The Effect of Earnings Volatility on Borrowers Cost of Debt: Evidence from Indonesia"	التعرف على تأثير تقلبات الأرباح على تكلفة الدين للمقترضين في اندونيسيا	المتغير المستقل: تقلب الأرباح المتغير التابع: تكلفة الدين المتغيرات الضابطة:	المنهج الوصفي التحليلي	وجود تأثير ايجابي لتقلبات الأرباح إيجابي على تكلفة ديون المقترضين، وأن للربحية تأثير سلبي على تكلفة الديون للمقترضين

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
		الربحية، والسيولة، والقدرة على الملاءمة		
Saif-Alyousfi et al., ):Malaysia (2020 The Effect of Earnings Volatility on Borrowers Cost of Debt: Evidence from Indonesia"	تحليل محددات هيكل رأس المال باستخدام مجموعة بيانات تتعلق بالشركات في ماليزيا.	<b>المتغيرات</b> <b>المستقلة:</b> عوامل هيكل رأس المال <b>المتغير التابع:</b> مقاييس الديون	منهج التحليلي الكمي	أن الربحية وفرص النمو والحماية الضريبية والسيولة وتقلب تدفق النقدي لها تأثير سلبي ومعنوي على مقاييس الديون، علاقة ذات شكل عكسي U معنوية بين عمر الشركة وهيكل رأس المال
Mekonen et ) Ethiopia : Assessment Of (al, 2020 Factors That Affects Capital Structure Of Medium And Large – Size Enterprises In Eastern Zone Of Tigray Region.	تحليل محددات هيكل رأس المال باستخدام مجموعة بيانات تتعلق بالشركات في ماليزيا.	<b>المتغيرات</b> <b>المستقلة:</b> حجم الشركة. والربحية. تقلب الأرباح ، ونمو الأصول، وعمر الشركة <b>المتغير التابع:</b> تمثل بهيكل رأس المال	المنهج الكمي والنوعي	وجود تأثير إيجابي وهام لعمر الشركة والحجم كانا لهيكل رأس المال، وكانت الملموسة والعائد على الأصول والنمو مرتبطة بشكل إيجابي بنسبة الدين إلى حقوق الملكية . بالإضافة الى أن متغير تقلبات الأرباح لها علاقة سلبية وليست ذات دلالة إحصائية بنسبة الدين إلى حقوق الملكية.

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
(Roddenhof, 2019) Holland: Identifying the value of liquidity: Cash flow volatility, real asset liquidity and the implied cost of equity capital.	بيان مدى تأثير سيولة أصول الشركة على تقليل تأثير تقلب التدفق النقدي على تكلفة رأس المال.	<b>المتغيرات المستقلة:</b> سيولة أصول الشركة تقلب التدفق النقدي <b>المتغير التابع:</b> تكلفة هيكل رأس المال	متوسطات حسابية	أن تقلب التدفق النقدي يرتبط بشكل إيجابي بتكلفة رأس المال، وأن سيولة الأصول الحقيقية ترتبط سلبا بتكلفة رأس المال
(Nguyet, 2017) Vietnam: The impact of earnings volatility " "on earnings predictability	التحقيق في تأثير تقلب الأرباح على إمكانية التنبؤ بالأرباح على المدى القصير والمدى الطويل	<b>المتغيرات المستقلة:</b> تمثلت في تقلب الأرباح <b>المتغير التابع:</b> فقد تمثل التنبؤ بالأرباح	المنهج الوصفي ارتباطي	كشفت النتائج في أن تقلب الأرباح يوفر تمييزاً موثوقاً به على استمرارية الأرباح النسبية والقدرة على التنبؤ في كل من الأفق القصير والطويل، كما كشفت النتائج أن الشركات ذات الأرباح المرتفعة، إذا كان لديها تقلب منخفض في الأرباح فإن إمكانية التنبؤ بالأرباح أعلى من تلك التي لديها تقلبات عالية
(Ilyas and et al, 2016) Pakistan: EARNINGS VOLATILITY AND CAPITAL STRUCTURE: EMPIRICAL EVIDENCE OF NON- FINANCIAL FIRMS OF PAKISTAN.	هدفت إلى دراسة تقلب الأرباح وهيكل رأس المال بالتطبيق على الشركات غير المالية في باكستان	<b>المتغيرات المستقلة</b> في تقلب الأرباح وإجمالي أصول الشركات <b>المتغير التابع:</b> هيكل رأس المال <b>المتغيرات الضابطة:</b>	المنهج الوصفي التحليلي	كشفت النتائج في أنه يوجد أن تقلب الأرباح يؤثر سلباً وبشكل كبير على هيكل رأس المال لشركات العينة

عنوان الدراسة	الهدف	المتغيرات	منهج الدراسة	النتائج
		حجم الشركات والأصول الملموسة		
(Huq and et all, 2016) Sweden : Effect of Earnings Volatility on Cost of Debt: The case of Swedish Limited Companies, Master thesis, Business Studies	التعرف على تأثير تقلب الأرباح على تكلفة الديون: حالة الشركات السويدية المحدودة	المتغيرات المستقلة: تقلب الأرباح المتغير التابع: تكلفة الديون	المنهج الوصفي الارتباطي	بينت نتائج الدراسة أن المقرضين في السويد يأخذون تقلبات الأرباح في الاعتبار عند تحديد تكلفة الديون للمقرضين، لكن التحليل الأعمق لمختلف الصناعات يشير إلى أن تقلب الأرباح لا يستخدم باستمرار من قبل المقرضين في جميع الصناعات، وأن المقرضون في السويد أكثر حساسية تجاه المخاطر المالية للمقرضين في جميع الصناعات

## ملحق رقم (2)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغيرات التابعة (تذبذب الأرباح) لشركات عينة خلال الفترة  
(2021-2015)

القطاعات معا		قطاع الخدمات		قطاع الصناعة		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
<b>1. تذبذب في الربح التشغيلي (OPV)</b>						
4.778	1.432	7.004	2.261	2.932	0.904	2015
1.400	0.472	0.806	0.278	1.702	0.595	2016
2.244	-0.703	3.199	-1.486	1.313	-0.206	2017
1.084	-0.159	0.748	-0.390	1.265	-0.013	2018
0.466	0.168	0.469	0.175	0.486	0.163	2019
3.919	-0.108	3.924	-1.604	3.782	0.844	2020
0.727	0.211	1.134	0.237	0.357	0.194	2021
<b>2. تذبذب صافي الربح قبل الضريبة (EBTV)</b>						
0.041	0.038	0.022	0.032	0.050	0.042	2015
0.038	0.035	0.015	0.030	0.048	0.038	2016
0.042	0.037	0.014	0.032	0.053	0.040	2017
0.044	0.038	0.016	0.027	0.055	0.045	2018
0.047	0.035	0.012	0.021	0.059	0.044	2019
0.014	0.023	0.008	0.014	0.014	0.029	2020
0.013	0.023	0.008	0.015	0.013	0.028	2021
<b>3. تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية (OCFV)</b>						
0.032	0.046	0.019	0.045	0.039	0.046	2015
0.024	0.041	0.017	0.032	0.026	0.047	2016
0.020	0.039	0.020	0.041	0.021	0.037	2017
0.026	0.039	0.022	0.038	0.028	0.039	2018
0.029	0.043	0.035	0.055	0.022	0.035	2019
0.032	0.045	0.037	0.056	0.027	0.038	2020
0.033	0.044	0.046	0.051	0.024	0.040	2021

### ملحق رقم (3)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير المستقل (تكلفة هيكل رأس المال) لشركات عينة الدراسة  
خلال الفترة (2015-2021)

القطاعات معاً		قطاع الخدمات		قطاع الصناعة		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
0.023	0.023	0.014	0.011	0.025	0.031	2015
0.018	0.023	0.020	0.019	0.017	0.025	2016
0.018	0.024	0.019	0.025	0.017	0.024	2017
0.018	0.021	0.018	0.023	0.019	0.019	2018
0.018	0.018	0.020	0.023	0.017	0.016	2019
0.034	0.028	0.022	0.022	0.041	0.032	2020
0.022	0.020	0.032	0.024	0.015	0.017	2021

### ملحق رقم (4)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الضابط (حجم الشركة) لشركات عينة الدراسة خلال الفترة  
(2015-2021)

القطاعات معاً		قطاع الخدمات		قطاع الصناعة		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
176,342,470.2	79,427,537.2	270,909,876.7	164,879,185.4	21,562,601.4	25,049,215.6	2015
237,601,988.6	93,296,903.6	371,309,885.2	198,701,429.4	22,896,490.6	26,221,296.3	2016
219,504,691.0	94,624,705.8	340,677,596.6	195,193,545.6	26,228,971.8	30,626,353.2	2017
200,781,220.4	89,545,478.1	311,474,938.0	180,760,769.0	28,139,663.9	31,499,383.9	2018
204,529,803.3	92,174,336.6	317,766,295.4	183,605,324.9	30,892,174.9	33,990,980.4	2019
189,882,259.9	89,419,513.9	294,407,226.7	174,364,541.4	31,990,412.2	35,363,587.4	2020
201,110,554.5	96,741,764.7	313,083,279.2	182,937,677.6	37,870,380.3	41,889,820.2	2021

## ملحق رقم (5)

البيانات المتعلقة بقياس متغيرات الدراسة خلال الفترة (2015-2021)

حجم الشركة	تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية	تذبذب صافي الربح قبل الضريبة	تذبذب الربح التشغيلي	تكلفة هيكل رأس المال	السنة	رمز الشركة
69,123,710	0.0375	0.0125	0.2581	0.0144	2015	BPC
74,062,698	0.0375	0.0148	0.1111	0.0112	2016	BPC
80,644,765	0.0309	0.0259	-0.0034	0.0090	2017	BPC
90,158,152	0.0219	0.0259	0.7330	0.0105	2018	BPC
98,128,192	0.0209	0.0197	-0.6074	0.0072	2019	BPC
99,059,921	0.0242	0.0208	0.3438	0.0108	2020	BPC
111,975,465	0.0319	0.0213	-0.1375	0.0066	2021	BPC
24,913,944	0.0181	0.0405	-0.3615	0.0137	2015	VOIC
27,974,241	0.0205	0.0262	-0.4554	0.0091	2016	VOIC
46,196,643	0.0185	0.0366	0.4606	0.0176	2017	VOIC
49,652,755	0.0181	0.0396	-0.1046	0.0165	2018	VOIC
51,018,946	0.0179	0.0389	0.5308	0.0149	2019	VOIC
49,691,000	0.0235	0.0328	0.1714	0.0136	2020	VOIC
82,366,046	0.0379	0.0118	0.2139	0.0103	2021	VOIC
51,192,232	0.0253	0.0132	0.2368	0.0207	2015	JPH
52,970,017	0.0206	0.0156	0.0845	0.0191	2016	JPH
62,625,755	0.0215	0.0233	0.3303	0.0127	2017	JPH

رمز الشركة	السنة	تكلفة هيكل رأس المال	تذبذب الربح التشغيلي	تذبذب صافي الربح قبل الضريبة	تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية	حجم الشركة
JPH	2018	0.0122	0.2780	0.0253	0.0160	60,662,262
JPH	2019	0.0149	0.0139	0.0197	0.0177	70,759,308
JPH	2020	0.0138	-0.0362	0.0190	0.0203	77,707,289
JPH	2021	0.0093	-0.0635	0.0183	0.0215	86,892,982
AZIZA	2015	0.0324	0.0780	0.0474	0.0381	31,901,497
AZIZA	2016	0.0312	-0.0173	0.0322	0.0732	32,962,365
AZIZA	2017	0.0335	0.4996	0.0103	0.0713	38,522,413
AZIZA	2018	0.0322	0.7415	0.0304	0.0652	35,505,340
AZIZA	2019	0.0207	0.2780	0.0317	0.0776	40,411,656
AZIZA	2020	0.1328	11.3467	0.0317	0.1044	45,987,232
AZIZA	2021	0.0249	0.0240	0.0307	0.0335	46,687,404
JCC	2015	0.0041	-1.1436	0.0374	0.0072	38,614,179
JCC	2016	0.0174	0.2503	0.0375	0.0344	40,148,931
JCC	2017	0.0200	0.1446	0.0293	0.0310	44,369,894
JCC	2018	0.0114	-2.5069	0.0273	0.0353	45,091,210
JCC	2019	0.0185	-0.0100	0.0062	0.0514	43,701,397
JCC	2020	0.0232	0.2834	0.0202	0.0512	44,144,530
JCC	2021	0.0218	0.8720	0.0330	0.0564	50,719,145
NAPCO	2015	0.0850	8.5624	0.0142	0.1506	23,191,044
NAPCO	2016	0.0458	0.3611	0.0132	0.0893	22,862,765

رمز الشركة	السنة	تكلفة هيكل رأس المال	تذبذب الربح التشغيلي	تذبذب صافي الربح قبل الضريبة	تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية	حجم الشركة
NAPCO	2017	0.0326	0.0681	0.0121	0.0233	24,176,762
NAPCO	2018	0.0628	1.8862	0.0104	0.0338	27,042,799
NAPCO	2019	0.0583	0.8917	0.0072	0.0344	31,028,046
NAPCO	2020	0.0550	0.5569	0.0082	0.0303	33,492,779
NAPCO	2021	0.0531	0.5177	0.0095	0.1027	35,437,434
GMC	2015	0.0094	-2.0860	0.0411	0.0313	20,041,014
GMC	2016	0.0087	-0.4340	0.0300	0.0802	20,507,428
GMC	2017	-0.0031	-3.9895	0.0422	0.0241	22,209,963
GMC	2018	-0.0083	-2.0477	0.0421	0.0691	20,757,051
GMC	2019	-0.0061	-0.4687	0.0449	0.0076	19,470,781
GMC	2020	0.0771	0.9365	0.0286	0.0612	18,258,547
GMC	2021	0.0121	0.6983	0.0341	0.0484	23,758,387
APC	2015	0.0377	-0.3452	0.0346	0.0688	4,859,688
APC	2016	0.0380	0.4398	0.0406	0.0651	5,618,267
APC	2017	0.0209	0.4163	0.0332	0.0779	6,398,498
APC	2018	0.0263	-0.3334	0.0510	0.1044	5,763,942
APC	2019	0.0151	0.4016	0.0512	0.0582	6,671,990
APC	2020	0.0183	0.4684	0.0498	0.0536	7,385,111
APC	2021	0.0156	0.0980	0.0341	0.0251	7,763,471
NCI	2015	0.0673	3.8848	0.0346	0.0600	6,848,706

رمز الشركة	السنة	تكلفة هيكل رأس المال	تذبذب الربح التشغيلي	تذبذب صافي الربح قبل الضريبة	تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية	حجم الشركة
NCI	2016	0.0607	5.6500	0.0244	0.0554	6,796,805
NCI	2017	0.0469	0.4880	0.0213	0.0451	7,362,301
NCI	2018	0.0024	0.0774	0.0376	0.0330	7,619,226
NCI	2019	0.0129	0.6787	0.0342	0.0356	8,521,227
NCI	2020	0.0078	-0.2497	0.0383	0.0136	9,254,777
NCI	2021	0.0331	0.2175	0.0482	0.0460	11,315,640
LADAEN	2015	0.0388	0.6731	0.1874	0.0500	1,538,627
LADAEN	2016	0.0249	0.2563	0.1788	0.0208	1,214,467
LADAEN	2017	0.0569	0.1837	0.1972	0.0515	1,097,392
LADAEN	2018	0.0295	0.6987	0.2059	0.0213	969,076
LADAEN	2019	0.0173	0.4223	0.2150	0.0496	890,943
LADAEN	2020	0.0145	-0.0185	0.0552	0.0226	820,623
LADAEN	2021	0.0040	-0.1176	0.0466	0.0154	775,386
ELECTRODE	2015	0.0152	0.1893	0.0028	0.0240	3,316,731
ELECTRODE	2016	0.0137	0.3008	0.0029	0.0213	3,316,275
ELECTRODE	2017	0.0162	-0.8606	0.0053	0.0174	3,285,499
ELECTRODE	2018	0.0166	0.4366	0.0039	0.0159	3,271,410
ELECTRODE	2019	-0.0021	-0.3387	0.0119	0.0152	3,298,298
ELECTRODE	2020	-0.0094	-4.5185	0.0168	0.0163	3,197,652
ELECTRODE	2021	0.0000	-0.1860	0.0175	0.0226	3,096,662

رمز الشركة	السنة	تكلفة هيكل رأس المال	تذبذب الربح التشغيلي	تذبذب صافي الربح قبل الضريبة	تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية	حجم الشركة
PALTEL	2015	0.0209	-0.1636	0.0241	0.0205	746,333,000
PALTEL	2016	0.0191	0.0054	0.0340	0.0175	1,021,238,000
PALTEL	2017	0.0232	-0.2735	0.0367	0.0501	934,906,000
PALTEL	2018	0.0300	0.0450	0.0206	0.0215	858,000,000
PALTEL	2019	0.0339	-0.1549	0.0157	0.0531	878,685,000
PALTEL	2020	0.0335	0.0157	0.0068	0.0464	816,146,000
PALTEL	2021	0.0187	0.2175	0.0095	0.0200	867,895,000
PEC	2015	0.0027	-0.0106	0.0344	0.0490	106,887,296
PEC	2016	0.0534	0.0969	0.0418	0.0354	99,904,886
PEC	2017	0.0585	-0.5782	0.0402	0.0471	99,924,271
PEC	2018	0.0530	0.0737	0.0301	0.0723	102,334,596
PEC	2019	0.0529	0.2094	0.0206	0.1294	109,777,898
PEC	2020	0.0586	-0.0858	0.0205	0.1385	112,561,580
PEC	2021	0.0466	0.0347	0.0081	0.0248	115,163,029
RSR	2015	0.0007	-1.5284	0.0067	0.0429	13,713,922
RSR	2016	0.0003	-0.0748	0.0141	0.0314	20,155,080
RSR	2017	0.0076	-0.6096	0.0187	0.0501	22,343,593
RSR	2018	0.0055	-0.2388	0.0194	0.0496	23,550,652
RSR	2019	0.0051	-0.2632	0.0154	0.0480	25,118,970
RSR	2020	0.0001	-10.0271	0.0056	0.0373	26,566,418

رمز الشركة	السنة	تكلفة هيكل رأس المال	تذبذب الربح التشغيلي	تذبذب صافي الربح قبل الضريبة	تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية	حجم الشركة
RSR	2021	0.0001	-1.8941	0.0077	0.0292	28,061,862
AHC	2015	0.0282	0.1347	0.0125	0.0230	30.143.608
AHC	2016	0.0339	0.7282	0.0086	0.0132	29.153.852
AHC	2017	0.0289	0.3133	0.0122	0.0148	27.945.979
AHC	2018	0.0349	-1.3201	0.0121	0.0160	27.452.906
AHC	2019	0.0392	0.3710	0.0080	0.0152	26.459.691
AHC	2020	0.0398	-2.3829	0.0296	0.0347	24.828.212
AHC	2021	0.0854	1.8862	0.0289	0.1519	24.934.378
NSC	2015	0.0000	18.0904	0.0391	0.0738	8,208,098
NSC	2016	0.0000	1.0581	0.0395	0.0628	10,382,417
NSC	2017	0.0366	-0.7650	0.0366	0.0660	12,066,460
NSC	2018	0.0253	-0.1672	0.0231	0.0521	12,951,886
NSC	2019	0.0126	0.5064	0.0205	0.0518	15,222,022
NSC	2020	0.0122	-0.7319	0.0143	0.0436	17,116,756
NSC	2021	0.0098	0.7128	0.0210	0.0377	17,423,773
PALAQAR	2015	0.0000	-0.0180	0.0751	0.0428	2,838,957
PALAQAR	2016	0.0000	1.2409	0.0489	0.0402	3,277,633
PALAQAR	2017	0.0000	0.1929	0.0524	0.0435	3,887,905
PALAQAR	2018	0.0000	0.4280	0.0610	0.0403	4,229,112
PALAQAR	2019	0.0000	-0.3728	0.0468	0.0446	3,935,778

حجم الشركة	تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية	تذبذب صافي الربح قبل الضريبة	تذبذب الربح التشغيلي	تكلفة هيكل رأس المال	السنة	رمز الشركة
4,371,878	0.0505	0.0123	0.0713	0.0000	2020	PALAQAR
4,281,245	0.0495	0.0123	0.0734	0.0000	2021	PALAQAR
247,200,841	0.0630	0.0340	-0.6800	0.0280	2015	OOREDOO
223,646,514	0.0250	0.0250	-1.1100	0.0250	2016	OOREDOO
279,628,395	0.0120	0.0300	-8.6800	0.0210	2017	OOREDOO
251,561,403	0.0110	0.0260	-1.5500	0.0150	2018	OOREDOO
237,906,133	0.0440	0.0210	0.9300	0.0160	2019	OOREDOO
230,005,155	0.0440	0.0110	1.9100	0.0100	2020	OOREDOO
233,617,518	0.0460	0.0180	0.6300	0.0050	2021	OOREDOO

### قائمة المعادلات

رقم الصفحة	المعادلة
24	معادلة رقم (1): المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Zhou, 2023).
26	معادلة رقم (2) : تكلفة حقوق الملكية حسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (القليطي، 2023).
26	معادلة رقم (3) : تكلفة حقوق الملكية حسب نموذج خصم توزيعات الأرباح ( Chauke, 2021).
27	معادلة رقم (4) : حساب معدل نمو الأرباح ( السيد واخرون، 2023).
28	معادلة رقم (5) : حساب تكلفة القروض (القليطي، 2023).
35	معادلة رقم (6) : حساب الربح التشغيلي (Charlie & Edet ,2023).
36	معادلة رقم (7) : حساب معدل التذبذب في الربح التشغيلي (Chuang and Viriany, 2023).
36	معادلة رقم (9) : حساب تذبذب صافي الربح قبل الضريبة ( pane & rahmadhani, 2021).
37	معادلة رقم (10): حساب تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية (خلف، 2020) ، (Sevendy & Yani, 2022).

### قائمة الملاحق

رقم الصفحة	الملحق
96	ملحق رقم (1): ملخص الدراسات السابقة.
106	ملحق رقم (2): الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغيرات التابعة (تذبذب الأرباح) لشركات عينة خلال الفترة (2015-2021).
107	ملحق رقم (3): الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير المستقل (تكلفة هيكل رأس المال) لشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2015-2021).
107	ملحق رقم (4): الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الضابط (حجم الشركة) لشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2015-2021)
108	ملحق رقم (5): البيانات المتعلقة بقياس متغيرات الدراسة خلال الفترة (2015-2021)

### قائمة الأشكال

رقم الصفحة	الشكل
61	شكل رقم (1): متوسط تكلفة هيكل رأس المال لشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2015-2021).
63	شكل رقم (2): متوسط تذبذب الرخل التشغيلي خلال الفترة (2015-2021).
64	شكل رقم (3): متوسط صافي الربح قبل الضريبة لشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2015-2021).
65	شكل رقم (4): متوسط تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية لشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2015-2021).
66	شكل رقم (5): متوسط حجم شركات عينة الدراسة خلال الفترة (2015-2021).
67	شكل رقم (6): نموذج الدراسة.

### قائمة الجداول

الصفحة	الجدول
39	جدول رقم (1): قطاعات السوق المالي الفلسطيني للعام 2021.
58	جدول رقم (2): التوزيع النسبي لعينة الدراسة.
59	جدول رقم (3): شركات عينة الدراسة.
71	جدول رقم (4): نتائج معاملات التفرطح والأتواء.
73	جدول رقم (5): نتائج اختبار (ليفين) لاجل التحقق من استقرار البيانات.
74	جدول رقم (6): نتائج اختبار ولد-رديج لاجل التحقق من الارتباط الذاتي في نماذج الدراسة.
75	جدول رقم (7): نتائج اختبار التداخل الخطي بين المتغير المستقل والضابط في نماذج الدراسة.
75	جدول رقم (8): نتائج اختبار بروش-بيجين لثبات تباين الخطأ العشوائي في نماذج الدراسة.
77	جدول رقم (9): نتائج نموذج (REM) لتقدير أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الربح التشغيلي.
78	جدول رقم (10): نتائج نموذج (REM) لتقدير أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب صافي الربح قبل الضريبة.

80	جدول رقم (11): نتائج نموذج (REM) لتقدير أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب التدفقات النقدية التشغيلية.
81	جدول رقم (12): نتائج نماذج الدراسة المتعلقة بتقدير أثر تكلفة هيكل رأس المال على تذبذب الأرباح.

### فهرس المحتويات

رقم الصفحة	المحتوى
أ	الإقرار .
ب	الشكر والعرفان.
ج	مصطلحات الدراسة.
هـ	اختصارات الدراسة.
و	الملخص.
ز	Abstract.
1	الفصل الأول: مدخل الدراسة (الإطار العام)
1	1.1 المقدمة.
2	2.1 مشكلة الدراسة وتساؤلاتها.
3	3.1 أهمية الدراسة.
4	4.1 أهداف الدراسة.
5	5.1 حدود الدراسة.
6	الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة
6	1.2 الإطار النظري
6	1.1.2 المبحث الأول: هيكل رأس المال
6	1.1.1.2 المقدمة.
6	2.1.1.2 مفهوم هيكل رأس المال.
8	3.1.1.2 هيكل رأس المال الأمثل.
9	4.1.1.2 مكونات هيكل رأس المال.
14	5.1.1.2 النظريات المفسرة لهيكل رأس المال.
17	6.1.1.24 محددات هيكل رأس المال.
20	7.1.1.2 تكلفة هيكل رأس المال.

21	7.1.1.2 أهمية تكلفة هيكل رأس المال.
22	9.1.1.2 العوامل المؤثرة في تكلفة هيكل رأس المال.
24	10.1.2. 13 احتساب تكلفة هيكل رأس المال.
<b>28</b>	<b>2.1.2 المحور الثاني: مفاهيم وأساسيات حول تذبذب لأرباح</b>
28	1.2.1.2 الأرباح ومكوناتها.
30	2.2.1.2 أهمية إستقرار الأرباح.
31	3.2.1.2 تذبذب الأرباح.
31	4.2.1.2 مفهوم وتعريف الأرباح.
32	5.2.1.2 أسباب تذبذب الأرباح.
33	6.2.1.2 طرق الحد من تذبذب الأرباح.
34	7.2.1.2 أبعاد تذبذب الأرباح.
37	8.2.1.2 علاقة تكلفة هيكل رأس المال بتذبذب الأرباح.
<b>38</b>	<b>3.1.2 المحور الثالث: واقع الاقتصاد الفلسطيني</b>
38	1.3.1.2 مقدمة.
38	2.3.1.2 بورصة فلسطين.
39	3.3.1.2 الشركات الفلسطينية.
40	<b>2.2 الدراسات السابقة</b>
40	1.2.2 الدراسات باللغة العربية.
44	2.2.2 الدراسات باللغة الأجنبية.
53	3.2.2 محاور الدراسات السابقة.
56	4.2.2 أهم ما يميز هذه الدراسة.
<b>57</b>	<b>الفصل الثالث: الإجراءات والمنهجية</b>
57	1.3 منهج الدراسة.
57	2.3 مجتمع الدراسة.
57	3.3 عينة الدراسة.
59	4.3 متغيرات الدراسة وطرق قياسها.
67	5.3 فرضيات الدراسة.
67	6.3 نموذج الدراسة.
68	7.3 طرق جمع البيانات والأساليب الإحصائية.
70	8.3 اختبار القيم المتطرفة والتوزيع الطبيعي.

72	<b>الفصل الرابع: تحليل البيانات</b>
72	1.4 صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي.
72	1.1.4 اختبار استقرار البيانات.
73	2.1.4 اختبار الارتباط الذاتي.
74	3.1.4 اختبار التداخل الخطي.
75	4.1.4 اختبار ثبات تباين الخطأ العشوائي.
76	2.4 تحليل الفرضيات.
76	1.2.4 الفرضية الفرعية الأولى.
77	2.2.4 الفرضية الفرعية الثانية.
79	3.2.4 الفرضية الفرعية الثالثة.
80	3.4 مقارنة نتائج نماذج الدراسة.
81	4.4 ملخص النتائج والمقارنة مع محاور الدراسات السابقة.
<b>83</b>	<b>الفصل الخامس: الاستنتاجات والتوصيات والدراسات المستقبلية</b>
<b>83</b>	5 مقدمة.
83	1.5 الاستنتاجات.
83	2.5 التوصيات.
84	3.5 الدراسات المستقبلية
85	قائمة المراجع.
85	المراجع باللغة العربية.
90	المراجع باللغة الأجنبية (References).
94	المواقع الإلكترونية.
95	الملاحق.