

عمادة الدراسات العليا

جامعة القدس

أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي
(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)

أحمد ناظر محمد جودة

رسالة ماجستير

1444هـ - 2022م

أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي
(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)

إعداد:

أحمد ناظر محمد جودة

بكالوريوس محاسبة / جامعة بيرزيت

المشرف: د. كامل أبو كويك

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في المحاسبة والضرائب
من كلية الأعمال والاقتصاد - جامعة القدس

1444هـ - 2022م



جامعة القدس

عمادة الدراسات العليا

برنامج: المحاسبة والضرائب

إجازة الرسالة

أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي
(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)

اسم الطالب: أحمد ناظر محمد جودة

الرقم الجامعي: 21420193

المشرف: الدكتور كامل أبو كويك

نوقشت هذه الرسالة وأجيزت بتاريخ: 20 / 12 / 2022م من لجنة المناقشة المدرجة أسماؤهم وتواقيعهم:

التوقيع:
التوقيع:
التوقيع:

1- مشرفاً ورئيساً د. كامل أبو كويك

2- ممتحناً داخلياً د. فراس بركات

3- ممتحناً خارجياً د. سليم خفش

القدس - فلسطين

1444هـ - 2022م

إهداء

إلى من علماني ورباني صغيراً حتى بلغت أشدي ... إلى من يضيق المقام لقدرهما ولا
يفي اللسان حقهما ... والذي العزيزين أطال الله في عمرهما ورزقهما الله الصحة والعافية.

إلى رفيقة دربي ... زوجتي الحبيبة

إلى الشموع المضيئة في حياتي ... أبنائي

إلى أخوتي وأخواتي الأعزاء

إلى أصدقائي الأعزاء

إلى أساتذتي الأعزاء

إلى كل من علمني حرفاً

أهدي هذا الجهد المتواضع لهم جميعاً عرفاناً بدورهم وإقراراً بمساعدتهم لي

الإقرار

أُقر أنا معد هذه الرسالة أنها قدمت إلى جامعة القدس لنيل درجة الماجستير في محاسبة الضرائب، وأنها نتيجة أبحاثي الخاصة باستثناء ما تم الإشارة له حيثما ورد، وأن هذه الرسالة أو أي جزء منها لم يقدم لنيل أية درجة عليا لأية جامعة أو معهد.

.....
التوقيع:

أحمد ناظر محمد جودة

التاريخ : 20 / 12 / 2022م.

الشكر والعرفان

أحمد الله وحده وأشكره الذي أعانني على إتمام هذا البحث العلمي المتواضع

وأقدم بالشكر والعرفان إلى مشرفي الفاضل الدكتور كامل أبو كويك لما قدمه لي من عون ومساندة

ونصح وإرشاد، كما أشكر كافة أساتذتي الأفاضل خلال فترة دراستي في الجامعة

كما وأقدم بالشكر والتقدير إلى رئيس جامعة القدس الأستاذ الدكتور عماد أبو كشك

والشكر موصول إلى كل من ساعدنا في إتمام هذا البحث سواء بالمعلومة أو المساندة

الملخص

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، كما استخدمت أسلوب تحليل السلاسل الزمنية (Panel Data) للبيانات، وتكون مجتمع الدراسة من الشركات الخدمائية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها (32) شركة خلال الفترة الممتدة من (2014-2020)، وطبقت الدراسة على عينة تكونت من (14) شركة خدمتية وصناعية واستثمارية، وتم استخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS لتحليل البيانات الرقمية وذلك من خلال اختبار الانحدار المعياري، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج كان أهمها: عدم وجود أثر لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، كما كشفت النتائج عن عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي من خلال العائد على حقوق الملكية، والقيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة السوقية، كما أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي من خلال نسبة التدفق النقدي التشغيلي، وأثر سلبي على حصة السهم الواحد من الأرباح، وأخيراً كشفت النتائج أن أبرز المؤشرات المالية تأثراً بتكلفة هيكل رأس المال هي نسبة التدفق النقدي التشغيلي، تلا ذلك حصة السهم الواحد من الأرباح، ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها الدراسة: أن تعتمد الشركات على الهيكل التمويلي الأنسب لها، وذلك من خلال احتساب تكلفة رأس المال من أجل ضمان تعظيم أرباحها وحماية ثروة ملاكها، كما توصي الدراسة باعتماد الشركات على زيادة تمويل هيكل رأس المال من خلال التوازن بين تكلفة حقوق الملكية والاقتراض طويل الأجل وإعادة استثمار نسبة من الأرباح المحتجزة بحيث يحقق نسبة تدفقات نقدية تشغيلية إيجابية، ولا ينعكس ذلك بشكل سلبي على العائد على السهم و العائد المتحقق من حقوق المساهمين، وعدم تعريض الشركة لمخاطر العسر المالي في المستقبل نتيجة عدم الوفاء بالديون.

الكلمات المفتاحية: تكلفة هيكل رأس المال، العائد على حقوق الملكية، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية، العائد على السهم، نسبة التدفق النقدي التشغيلي، الأداء المالي، بورصة فلسطين.

The Impact of the Cost of Capital Structure on Financial Performance (Empirical study on Companies listed on Palestine Exchange).

Prepared by: Ahmad Nather Mohammad Jodeh

Supervisor: Dr. Kamel Abu Kuwiek

Abstract

The study aimed to identify the impact of the cost of capital structure on the financial performance of the companies listed on the Palestine Exchange. The study used the analytical descriptive approach, as well as the time series analysis method (Panel Data) for the data. The study population consisted of (32) service, industrial and investment companies listed on the Palestine Exchange during the period (2014-2020). The study was applied to a sample consisting of (14) service, industrial and investment companies. The SPSS statistical analysis program was used to analyze the numerical data through the standard regression test. The study reached a set of results, the most important of which were: the absence of an effect of the cost of capital structure on the financial performance of the companies listed on the Palestine Exchange, and the results also revealed that there was no statistically significant effect of the cost of capital structure on the financial performance through the return on equity (ROE), economic value added (EVA), and market value (MV). The results also showed that there is a statistically significant positive impact of the cost of capital structure on financial performance through the ratio of operating cash flow (OCF), and a negative impact on the earnings per share (EPS). Finally, the results revealed that the most important financial indicators affected by the cost of capital structure are the operating cash flow ratio, followed by the earnings per share. Among the most important recommendations of the study: that companies rely on the most appropriate financing structure for them, by calculating the cost of capital structure in order to ensure maximizing their profits and protecting the wealth of their owners. The study also recommends that companies rely on increasing financing of the capital structure through a balance between the cost of equity and long-term borrowing and reinvestment of a percentage of retained earnings so as to achieve a positive operating cash flow ratio, and this is not reflected negatively on the earnings per share and the return from shareholders' equity. And not exposing the company to the risks of financial hardship in the future as a result of non-payment of debts.

Keywords: cost of capital structure, return on equity, economic value added, market value, return per share, operating cash flow ratio, financial performance, Palestine Exchange

التعريفات الإجرائية:

هيكل رأس المال **Capital Structure**: التمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل مثل السندات، وحقوق الملكية مثل الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة التي تستخدمها الشركة لتمويل أصولها (سمكان، 2015).

الأداء المالي **Financial Performance**: مدى نجاح الشركة في استغلال الموارد المتاحة لديها سواء مادية أم معنوية أفضل استغلال ومحاولة الوصول للأهداف المخطط لها مسبقاً من إدارة الشركة (مسموح، 2018).

معدل العائد على السهم **Earnings Per Share (EPS)**: مقدار الربح المتحقق من كل سهم عادي خلال فترة مالية معينة، وتعرف كذلك بنسبة نصيب السهم من الربح، وهي من أهم النسب السوقية (صخر، 2020).

العائد على حقوق الملكية **Return On Equity (ROE)**: العائد على حقوق المساهمين ويقاس معدل العائد على الملكية من أصحاب الأسهم العادية (النجار، 2013).

القيمة السوقية العادلة **Fair Market Value (FMV)**: يعبر عن القيمة السوقية أو القيمة التقديرية أي تقدير قيمة ممتلكات أو عقار بحسب أسعار السوق المتداولة، ويمكن أن يتم تقييم ثمن العقار على أساس المثل (النظير) أو باستعمال النسبة والتناسب مع عقارات أخرى مشابهة (صخر، 2020).

القيمة الاقتصادية المضافة **Economic Value Added (EVA)**: مقياس للربح المبني على المفهوم الاقتصادي، والذي يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال لجميع مصادر التمويل، وهي القدر الذي يتجاوز فيه صافي أرباح التشغيل بعد الضريبة مقدار تكلفة رأس المال، ومن ثم فإن هذا المقياس أكثر ارتباطاً بتعظيم ثروة الملاك، كما أنها تمثل الشكل المطور لمفهوم الربح المتبقي (الفار، 2018).

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال **Weighted Average Cost of Capital (WACC)**: مقياس للتكلفة الإجمالية لجميع مصادر تمويل رأس مال الشركة المحتملة، ويتم احتسابها على أنها متوسط التكلفة المرجح لحقوق الملكية وتكلفة الدين (المساهمة المرجحة لحقوق الملكية وأدوات الدين) بالإضافة إلى أي مصدر رأسمالي آخر في إجمالي رأس المال المستثمر (Syriopoulos, 2020).

التدفق النقد التشغيلي **Operating Cash Flow (OCF)**: مقياس لمقدار النقد الناتج عن العمليات التجارية العادية للشركة. يشير التدفق النقدي التشغيلي إلى ما إذا كانت الشركة قادرة على توليد تدفق نقدي إيجابي كافٍ للحفاظ على أعمالها وتنميتها، وإلا فقد يكون التمويل الخارجي مطلوباً لتوسيع رأس المال (صخر، 2020).

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

أصبح تمويل الشركات من العناصر المهمة في ظل تنامي الاقتصاد العالمي بعد العولمة والانفتاح الاقتصادي وتوسع الشركات وتعدد أساليبها في النشاطات التشغيلية، ويمثل هيكل رأس المال طريقة تمويل الشركة لأصولها وذلك بواسطة مزيج من حقوق الملكية والمديونية بهدف تحقيق أهداف المنشأة الاقتصادية، ويمكن وصف هيكل رأس المال من خلال معدل الرفع المالي للشركة والذي يشكل نسبة الدين إلى رأس المال، كما يمكن وصفه أيضاً بحساب نسبة كل من المديونية وحقوق الملكية إلى رأس المال، ويعتبر متوسط تكلفة رأس المال من أهم عناصر تقييم الشركات وله علاقة مباشرة بهيكل رأس المال، فعند تغيير هيكل رأس المال يتغير متوسط تكلفة رأس المال وبالتالي تتغير قيمة المنشأة الاقتصادية (Kalash, 2019).

إن احتمال هيكل رأس مال الشركة على أموال مقترضة من شأنه تحقيق وفورات ضريبية تؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية، وبالتالي الإسهام في رفع قيمة الشركة، في هذه الحالة يكون من مصلحة الشركة تمويل أصولها باستخدام القروض، لكن نسبة المديونية العالية تكون مصحوبة في الغالب بخطر العسر المالي أو الإفلاس. ومن جهة أخرى، تتحمل المنشأة الاقتصادية باختلاف نمط التمويل فيها مجموعة من التكاليف، سواء تكاليف الاقتراض أو تكاليف الأموال الخاصة أو كليهما وهو ما يعبر عنه بتكلفة رأس المال، وعليه فإن على الشركة اختيار هيكل رأس مالها المناسب (قدي وحمادة، 2015).

وقد زادت أهمية التمويل خلال العقدین الآخرين، حيث أصبح بقاء الشركة واستمرارها في ميدان الأعمال مرهون بقدرة الإدارة المالية على أداء وظائفها بكفاءة خاصة في الحصول على الأموال

واستثمارها وكيفية تسييرها بالشكل الأمثل، بغية تحقيق أكبر عائد وبأقل خطر ممكن على هذه الاستثمارات من خلال تشكيلة مناسبة من مصادر التمويل التي تجعل تكلفة هيكل رأس المال للشركة في أدنى حد له (تونسسي ودخان، 2013).

كما يتوقف الأداء المالي الكفؤ على قدرة المنشأة على الوصول إلى المزيج الأمثل لهيكل رأس المال من خلال تحديد مصادر التمويل بالملكية والاقتراض بهدف تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد أو الربح؛ وهو ما يؤدي إلى خفض تكاليف التمويل وارتفاع معدلات الأرباح. حيث يقوم التمويل الخارجي (الاقتراض) على تضخيم حقوق الملكية من خلال زيادة العائد على أموال الاقتراض عن تكلفة هذه الأموال وذلك من خلال تمكن المنشأة من استثمار أموالها بعائد أكبر من العائد السائد بالسوق، وفي ذات الوقت فإن اعتماد الاقتراض كمصدر للتمويل قد يؤدي إلى الخسارة في حالة انخفاض عائد استثمار الأموال المقترضة عن تكلفة هذه الأموال. لذلك فإن قرارات المنشآت المتعلقة بالتمويل حرجية وصعبة وتحتاج إلى الدقة وتتطلب الموازنة بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي من خلال المفاضلة بين التمويل بالاقتراض والتمويل بالملكية (عليوي، 2019).

وبعد توقيع اتفاقيات أوسلو ووضع مجموعة من القوانين النافذة وإنشاء السوق الفلسطيني للأوراق المالية، والذي كانت مطلباً للتطور وتتماشى ونشوء الشركات المساهمة منذ العام 1995م، حيث أن تمويل الشركات يعد عنصراً مهماً ورئيسياً لتطور الشركات ونموها، وفي فلسطين حيث أن الشركات حديثة العهد، وفي ظل ضعف الموارد الاقتصادية في فلسطين، من المهم جداً الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة حسب خصوصية الموارد المالية، وبالتالي فإن هذه الدراسة تسعى إلى دراسة تأثير تكلفة هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية على الأداء المالي لهذه الشركات.

2.1 مشكلة الدراسة

إن تعدد مصادر التمويل يعد مهماً في ظل ضعف الموارد المالية والاقتصادية، ومن المتوقع أن يؤثر ذلك بشكل واضح على أداء الشركات الفلسطينية، وبالتالي تسعى الدراسة لتحليل ودراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال الذي يساعد على اختيار المزيج التمويلي، ومدى تأثيره على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وبالتالي تتمثل مشكلة الدراسة الرئيسية في الإجابة عن السؤال الرئيسي

التالي: ما هو أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين؟ ويتفرع من السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هو أثر تكلفة هيكل رأس المال على معدل العائد على حقوق الملكية (Return On Equity) (ROE) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين؟
2. ما أثر تكلفة هيكل رأس المال على نسبة التدفق النقدي التشغيلي (Operating Cash Flow Ratio) (OCF) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين؟
3. ما هو أثر تكلفة هيكل رأس المال على معدل العائد على السهم (Earning Per Share) (EPS) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين؟
4. ما أثر تكلفة هيكل رأس المال على القيمة السوقية العادلة ((Fair market value (FMV)) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين؟
5. ما أثر تكلفة هيكل رأس المال على القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added) (EVA) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين؟

3.1 أهمية الدراسة

1.3.1 الأهمية النظرية:

من الناحية النظرية تتمثل أهمية الدراسة في المساهمة في إثراء الأدبيات المالية والإدارية بمعلومات حول هيكل رأس المال وتركيبته ونظرياته ومحدداته وعلاقة تكلفة هيكل رأس المال بالأداء المالي في الشركات الفلسطينية، كما تكمن أهمية الدراسة للشركات فيما ستتوصل إليه الدراسة من نتائج من الممكن أن تساعد هذه الشركات في تحديد هيكلها المالي وبالتالي تحقيق أفضل أداء مالي، من خلال إرشادها إلى مصادر التمويل والاقتراض المناسبة. والتي يمكن أن تساعد في تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد.

2.3.1 الأهمية التطبيقية:

من الناحية التطبيقية فإن الدراسة سوف تفحص تركيبة هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية، ومعرفة أثر تكلفة هذه المكونات على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية

المدرجة في بورصة فلسطين، وتقديم مقترحات وتوصيات للشركات الفلسطينية حول أهمية تحديد هيكل رأس المال الأمثل ومدى ارتباطه في الأداء المالي وخصوصاً في البيئة الفلسطينية المحدودة الموارد، وفي هذه الدراسة يمكن أن نقدم طريقة مثلى للاستخدام الأفضل للموارد المتاحة مرتبطاً بأدائها المالي.

4.1 أهداف الدراسة

هدفت الدراسة إلى الهدف الرئيسي التالي: التعرف على أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الخدمائية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، ويتفرع من ذلك الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية التالية:

1. التعرف على أثر تكلفة هيكل رأس المال على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للشركات الصناعية والخدمائية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.
2. التعرف على أثر تكلفة هيكل رأس المال على نسبة التدفق النقدي التشغيلي (OCF) للشركات الصناعية والخدمائية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.
3. التعرف على أثر تكلفة هيكل رأس المال على معدل العائد على السهم (EPS) للشركات الصناعية والخدمائية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.
4. التعرف على أثر تكلفة هيكل رأس المال على القيمة السوقية العادلة (FMV) للشركات الصناعية والخدمائية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.
5. تحديد أثر تكلفة هيكل رأس المال على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات الصناعية والخدمائية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

5.1 حدود الدراسة

1.5.1 الحدود المكانية:

اقتصرت الدراسة فقط على الشركات الخدمائية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

2.5.1 الحدود الزمانية:

تضمنت الدراسة فترة سبعة سنوات ممتدة من عام 2014 ولغاية 2020م.

6.1 محددات الدراسة

لقد واجهت الدراسة أثناء إجرائها مجموعة من المحددات وفيما يلي أبرزها:

1. دخول شركات تنتمي للقطاعات المدروسة للسوق المالي حديثاً، مما أدى إلى انقطاع في بعض البيانات المالية المطلوبة أثناء تنفيذ التحليل الإحصائي مثل الشركة الفلسطينية للاستثمار، وشركة سند للموارد البشرية.
2. استثناء قطاع البنوك وشركات التأمين وذلك لاختلاف نشاطها والذي يعد من الأنشطة الممولة للشركات ولهيكّل رأسمالها.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

1.2 الإطار النظري

1.1.2 المحور الأول: هيكل رأس المال

1.1.1.2 مقدمة

إن الهدف الأساسي للشركات سواء شركات القطاع الخاص العائلية أو المساهمة العامة أو المساهمة الخاصة هو تحقيق الأرباح والحصول على أعلى العوائد، وهذا يعتمد على حجم وكفاءة رأس المال المستثمر، وكفاءة الشركة في إدارة أنشطتها التشغيلية، ومن أجل ذلك فإن أي شركة تحتاج إلى التمويل، ومصادر التمويل كثيرة ومتعددة منها ما يندرج تحت الاقتراض أو الدين من خارج الشركة أو أن تعمل الشركة على زيادة رأس المال الممتلك، لذلك لا بد أن تكون عملية اتخاذ القرارات مبنية على أساس الهدف الرئيسي للشركة وهو تحقيق الأرباح وتطوير الشركة من خلال ارتفاع قيمة أسهمها وربحية هذه الأسهم والتي تعتبر مؤشراً هاماً من مؤشرات الأداء المالي للشركة، لذلك فإن التمويل الأمثل الذي تكون تكلفته أقل وتأثيره على الأداء المالي الأعلى هو ما تسعى الشركات للوصول إليه (بعيوات، 2020).

2.1.1.2 تعريف هيكل رأس المال:

تعتبر عملية تمويل الشركة من المهام الرئيسية للمدير المالي ومجلس الإدارة، وذلك من خلال تحديد حجم الأموال اللازمة لتمويل نشاط الشركة الاستثماري والرأسمالي، وكذلك تحديد مصادر الأموال المتوجب الحصول عليها سواء أكانت هذه المصادر ملكية أو اقتراض، لذلك تعتبر دراسة هيكل رأس

المال من أهم وأبرز الموضوعات في الإدارة المالية، ولا تقتصر قرارات الإدارة المالية في تحديد الحجم الأمثل من هيكل التمويل، وإنما تدخل في إطار توزيع الأموال على موجودات الشركة سواء كانت ثابتة أم متداولة، وذلك لكي تتمكن الشركة من ممارسة أعمالها (الخطيب، 2021).

ويحدد هيكل رأس المال الطريقة التي تعمل بها الشركة على تمويل موجوداتها، ويشمل جميع أشكال التمويل وأنواعه طويلة الأجل، والتي تكون على شكل قروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية مع استبعاد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وهيكل رأس المال يختلف من شركة إلى أخرى، فبعض الشركات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين يعتمد البعض الآخر على التوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة (بوكرومة وعبيدات، 2019).

فيما أشار (اسماعيل، 2016) إلى أنّ هيكل رأس المال عبارة عن "تمويل الشركة الدائم أو طويل الأجل والذي تستخدمه الشركة لتمويل أصولها، والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل سواء كانت قروض مباشرة و/أو تمويل بالسندات، وحقوق الملكية (المساهمين) المكونة من كل من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة والاستئجار المالي طويل الأجل والأسهم الممتازة إن وجدت وأي بنود أخرى مثل علاوة الإصدار".

ولأغراض الدراسة سوف يتم تعريف هيكل رأس المال بأنه الكيفية التي يتم بموجبها تمويل أصول الشركة من خلال المزج بين حقوق الملكية والقروض، أي أنه يشتمل على حقوق الملكية وكافة مصادر القروض طويلة الأجل ولا يشتمل على القروض قصيرة الأجل، وذلك بهدف تمويل عمليات الشركة ومشروعاتها الاستثمارية المستقبلية بما يساهم في تعظيم قيمة الشركة.

3.1.1.2 مكونات هيكل رأس مال الشركة:

ينشأ هيكل رأس المال من مصدرين رئيسيين هما التمويل بالملكية والتمويل المقترض، أو من خلال استخدامهما معاً، تبعاً لمجموعة من العوامل المختلفة والتي تعتمد على مصادر التمويل والأسهم، وفيما يلي مكونات هيكل رأس المال:

1) أدوات الملكية: تعتبر المصدر الرئيسي للتمويل بالنسبة للشركة، كما تمثل الأساس الذي تستند عليه قدرة الشركة على الاقتراض والحصول على التمويل، حيث تقدم حقوق الملكية للشركة مجموعة من الفوائد منها أنها تمثل استثمار دائم، وتكون بمثابة ضمانات مهمة لحماية الدائنين من حيث الالتزام

بالوفاء بالدين، وتنشأ حقوق الملكية من إصدار الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة، وتتصف تلك المصادر بديمومة الأنشطة؛ لذلك تعتبر مصادر تمويل طويلة الأجل يمكن استثمارها في مشاريع طويلة الأجل لسداد القروض المالية طويلة الأجل (المشهداني، 2017). وتتشكل أدوات الملكية من إجمالي ما يدفعه المالكين ضمن حقوق الملكية كمشاركة في رأس مال الشركة الأساسي والذي يتمثل فيما يلي:

أ- **الأسهم العادية (Ordinary Shares):** يعرف السهم على أنه صك يؤكد لحامله ملكية حصة معينة في رأس مال الشركة، وتعتبر الأسهم العادية من أهم وسائل التمويل، وذلك من خلال طرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب، وقد يحمل السهم قيمة سوقية وأخرى دفترية مختلفة (ياسمين، 2018)، وتعد هذه الأسهم النواة الرئيسية لنشوء الشركات، ويتكون رأس المال من خلال ما يساهم به المؤسسون أو المساهمون الذين يحرصون على اتخاذ قرارات صائبة حتى لا تتعرض الشركة للإفلاس، لذلك فهم يتمتعون بحق التصويت وحق السيطرة النهائية وحق الشفعة بصفتهم حاملين للأسهم العادية (المشهداني، 2017).

إذ تقوم الشركة بتحديد حجم رأس المال المطلوب وتقسيمه إلى عدد من الأسهم يتم طرحها للجمهور عبر بنك معين في السوق الأولية (عملية الاكتتاب)، وتسمى هذه الأسهم المباعة في هذه المرحلة بالأسهم المصدرة، وتحمل الأسهم قيمة مختلفة أهمها:

1. **القيمة الاسمية للسهم (Nominal Value per Share):** ويقصد بها تلك القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقوانينها وأنظمتها الداخلية، وتظهر على قسيمة السهم عند شراؤه في السوق المالي، أو عند إصدار شهادة إثبات الملكية للسهم، ويعتمد عليها في تحديد نسبة الربح الموزع إلى مالكي الأسهم العادية (كنزة، 2014).

2. **علاوة إصدار الأسهم ((Share Premium (SP):** تمثل الفرق بين القيمة السوقية لسهم الشركة والقيمة الاسمية (المدني، 2021)، وعلى الشركة التي ترغب في زيادة رأسمالها أن تصدر أسهماً بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية، فيتم حساب هذه العلاوة على أساس الفرق بين القيمة الحقيقية للأسهم الأصلية قبل زيادة رأس المال وبين هذه القيمة بعد الزيادة (راضية، 2015).

ومن أهم مزايا الأسهم العادية أنه ليس لها تاريخ استحقاق محدد أو دفع مبالغ محددة، كما يتم توزيع الأرباح بعد تحقيقها على المساهمين من قبل الشركة، وأيضاً تخفض من خطر الرافعة المالية من خلال إصدار الأسهم التي تؤدي لتوسيع الحقوق المالية، وتعزيز القدرة الائتمانية للشركة (الباجواني، 2018).

ب- الأسهم الممتازة (Preferred Shares): وهي الأسهم التي تخول لصاحبها بجانب الحقوق العادية المرتبطة بالسهم بعض المزايا الخاصة؛ كأولوية في الحصول على نصيب من أرباح الشركة أو من فائض التصفية، وتسمى الأسهم الممتازة في هذه الحالة الأسهم الأولوية، أو تلك التي تمنح بها أصحابها عدداً من الأصوات في الصيغة العامة للشركة زيادة على تلك المقررة للسهم العادي (مصباح، 2016).

وتصدر الشركات الأسهم الممتازة كأحد مصادر التمويل طويلة الأجل الخارجية، باعتبارها تتصف بميزة الأرباح المجمعة؛ الذي يعني بأن عدم قيام الشركة بدفع العائد المحدد بصيغة دورية لا يؤدي إلى إفلاسها، إلا أن الشركات لا تفضل إصدار هذا النوع وتلجأ إلى القروض في حال كانت لديها القدرة على دفع الفوائد المطلوبة، وباعتبار الأسهم الممتازة ورقة مالية أبدية (لا تستحق) متداولة في السوق، فإن العائد المطلوب من قبل الأسهم الممتازة أي تكلفة هذا المصدر مساوياً لنتاج قسمة الربح السنوي الموزع على سعر السهم في السوق مضروباً بنفقات الإصدار (الدغامين، 2019).

تصدر الأسهم الممتازة بقيم مختلفة مثل: **القيمة الاسمية للسهم**، وهي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقوانينها وأنظمتها الداخلية وتظهر على قسيمة السهم، أو عند إصدار شهادة إثبات الملكية للسهم. كما تصدر **بعلاوة إصدار الأسهم (SP)** وهي الفرق بين القيمة السوقية لسهم الشركة والقيمة الاسمية (المدني، 2021).

وتتميز الأسهم الممتازة في معظم الأحيان بأن توزيعات الأرباح في حال عدم دفعها لأي سنة من السنوات فإن تلك الأرباح تدور للسنوات القادمة، ويتوجب على الشركة في هذه الحالة عدم توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد دفع الأرباح المجمعة لحملة الأسهم الممتازة، ولما كانت الأسهم الممتازة لا تستحق فوائد على الأرباح المجمعة فإن ذلك سيحفز الشركات على تأخير دفع توزيعات الأرباح (الخطيب، 2021).

ويبرز الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة في مشاركة الأرباح، كما لا يشترك حملة الأسهم الممتازة في الأرباح والتصويت، إنما لهم الأولوية في توزيع الأرباح واسترجاع حقوقهم بعد حملة السندات عند تصفية الشركة، وكما لها القدرة للتحويل إلى أسهم عادية والعكس لا يجوز، وأيضاً قابلية الاستدعاء (الباجواني، 2018).

وتقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية (مصباح، 2016):

- **الأسهم التراكمية:** أو ما تعرف بأسهم المشاركة في الأرباح، وهي التي تعطي الحق لحاملها في تجميع الأرباح عن السنوات التي لا توزع فيها الشركة الأرباح، وتدويرها إلى السنوات اللاحقة، فبعد الحصول على المعدل المقرر يستطيع أصحاب مثل هذه الأسهم مشاركة أصحاب الأسهم العادية في بقية الأرباح، لكن هذا النوع من الأسهم قليل الاستعمال.
- **الأسهم الممتازة غير مجمعة للأرباح:** يقصد بذلك أنه إذا مر العام ولم تعلن الإدارة عن توزيع الأرباح، فإن حملة الأسهم يضيع عليهم الحق في هذه الأرباح.
- **الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح:** حاملو هذه الأسهم يحصلون على نسبة إضافية من الأرباح، بخلاف النسبة المحددة وذلك في حالة وجود فائض ربح كافٍ بعد القيام بالتوزيعات المطلوبة.
- **الأسهم غير المشاركة في الأرباح:** في حالة كون الأسهم من النوع غير المشارك، فإنها لا تعطي لحاملها الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية، إضافة لحصتها الثابتة من الربح في الأرباح الفائضة.
- **الأسهم التراكمية والقابلة للتحويل إلى الأسهم العادية:** هو ذلك النوع الذي يعطي لحامله حق التمتع بخاصية تراكم الأرباح وتدويرها إلى السنوات اللاحقة، كما يعطيه الحق في تحويلها إلى أسهم عادية في حالة رغبته بذلك.

ج- الأرباح المحتجزة: وهي الأرباح المتراكمة لدى الشركة بعد التوزيعات الخاصة بالمستثمرين، وترصد ضمن حقوقهم في بيانات المركز المالي للشركة، فهناك بعض الشركات لا تقوم بتوزيع الأرباح كاملة على المساهمين، إنما تعمل على اقتطاع جزء منها من أجل إعادة استثماره لتحقيق أهداف الشركة (المشهداني، 2017). تصنف الأرباح المحتجزة إلى احتياطي إجباري واحتياطي اختياري حسب قانون رقم (42) لسنة 2021 بشأن الشركات النافذ في فلسطين، ووضح القانون تفاصيل كل نوع كالتالي:

1. **الاحتياطي الإلجباري:** تناولت المادة رقم (210) من القانون (42) لسنة 2021 بشأن الشركات، الأمور المالية والاحتياطات وتوزيع أرباح الشركة المساهمة العامة، فقد جاء فيها: "في الحالات التي تنص عليها أية تشريعات سارية ووفقاً لأحكامها، يجب على الشركة اقتطاع نسبة من أرباحها السنوية الصافية لحساب الاحتياطي الإلجباري من الأرباح الصافية، ولا يجوز توزيع أية أرباح على المساهمين إلا بعد إجراء هذا الاقتطاع، كذلك لا يجوز وقفه قبل أن يبلغ حساب الاحتياطي الإلجباري المتجمع الحد الأدنى المنصوص عليه والذي يبلغ (10%) من الأرباح الصافية، ولا يجوز توزيع الاحتياطي الإلجباري للشركة المساهمة العامة على المساهمين فيها، ولكن يجوز استعماله بعد نفاذ الاحتياطات الأخرى لتأمين الحد الأدنى للربح المقرر في اتفاقيات الشركات ذات الامتياز في أي سنة لا تسمح فيها أرباح الشركات بتأمين هذا الحد، وعلى مجلس إدارة الشركة أن يعيد إلى هذا الاحتياطي ما أخذ منه عندما تسمح بذلك أرباح الشركة في السنين التالية".

2. **الاحتياطي الاختياري:** تناولت المادة (77) توزيع الأرباح من الفصل الثاني إدارة الشركة من القانون رقم (42) لسنة 2021 بشأن الشركات، وجاء فيها حول الاحتياطي الاختياري بأنه: "يجوز للشركة ذات المسؤولية المحدودة توزيع الأرباح على أعضائها من أرباحها السنوية الصافية أو من أرباحها غير الموزعة أو الاحتياطي الاختياري، شريطة أن تكون الشركة لديها سيولة بعد إتمام التوزيع"، كما تناولت المادة (94) والمادة (162) طرق زيادة رأس المال، فقد أشارتا إلى "ضم الاحتياطي الاختياري أو الأرباح المدورة أو كليهما إلى رأس مال الشركة"، أما المادة رقم (211) والتي جاءت حول الأحكام العامة بشأن توزيع الأرباح على المساهمين، فقد نصت على أنه "يجوز للشركة المساهمة العامة توزيع الأرباح على المساهمين من إجمالي أرباحها السنوية الصافية أو من أرباحها المدورة أو الاحتياطي الاختياري، شريطة الحفاظ على سيولة كافية للشركة بعد التوزيع"، كما جاء فيها أيضاً أنه "لا يجوز أن تزيد المبالغ الموزعة على المساهمين عن أرباح الشركة عند نهاية السنة المالية السابقة إضافة إلى رصيد الأرباح المدورة والمبالغ التي يمكن سحبها من الاحتياطي الاختياري مخصوصاً منها الخسائر المدورة والمبالغ الواجب اقتطاعها لأي احتياطات مطلوبة وفقاً لأحكام هذا القانون والنظام الداخلي للشركة"، وأخيراً أشارت المادة (213) والتي تناولت الاحتياطي الاختياري بشكل مباشر أنه "يجوز للهيئة العامة بناء على اقتراح مجلس الإدارة أن تقرر سنوياً اقتطاع ما لا يزيد على 20% من الأرباح السنوية الصافية للشركة لحساب

الاحتياطي الاختياري، وأن يحدد النظام الداخلي للشركة أهداف وصلاحيات التوزيع الاحتياطي الاختياري، وتقرر الهيئة العامة بشأن التوزيع الاحتياطي الاختياري على المساهمين (الوقائع الفلسطينية، 2021).

(2) أدوات الدين: أداة الدين هي مطالبة مالية تتطلب دفع الفائدة و أصل الدين من قبل المدين للدائن في المستقبل، وعادة ما يتم إنشاء مطلوبات أدوات الدين من خلال توفير القيمة الاقتصادية من قبل الدائن للمدين مقابل تدفق المدفوعات المستقبلية (رأس المال أو الفائدة)، وعادة ما تكون هذه الأدوات بموجب عقد تعاقدية، ويمكن أيضاً إنشاؤها بواسطة القانون، مثل أدوات الدين الناشئة عن الضرائب والعقوبات والدعاوى القضائية والأحداث التي تتطلب تحويلات مستقبلية (Kostial and et all, 2020). ومن أشهر أنواع أدوات الدين:

أ. **السندات:** تعرف السندات بأنها أوراق دين طويلة الأجل يتم إصدارها من قبل الشركات والحكومات للحصول على التمويل طويل الأجل، حيث تقوم الشركة بإصدار السند لمشتري السند (المستثمر) على أن تقوم بسداده مع احتساب الفوائد المترتبة عليه في تاريخ استحقاق محدد، وتحمل أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، ويتم وضعها ضمن التزامات الشركة، ويعتبر من أهم أدوات الدين وتتمتع بقابلية التداول (بواعنه، 2020).

ب. **القروض طويلة الاجل:** هي قروض تتجاوز مدتها في العادة عن الخمس سنوات، ويكون هدفها توفير موارد مالية كبيرة لتمويل الأصول طويلة الأجل والتي تزيد مدة استهلاكها عن خمسة سنوات، ويتم منح هذه القروض من طرف البنوك والشركات المالية المتخصصة في توظيف الموارد المالية الطويلة الأجل (رغوية وتاموم، 2017).

ت. **الرهن العقاري:** هو أن يضع المدين في يد الدائن عقاراً أو في يد شخص ثابت يتفقان عليه، يحتبس هذا العقار إلى أن يدفع له دينه بتمامه، فإذا استحق الدين ولم يدفع، حق للدائن ملاحقة نزع الملكية الجبرية لدى دائرة التنفيذ، ويسجل هذا العقد في صحيفة العقار لدى السجل العقاري، ويجوز أن يضمن العقار المرهون ديناً على غير المالك، كما أن رهن العقار يمنع من بيعه أو التصرف به إلا بموافقة الدائن (مريخي وشويعل، 2020).

ث. **التأجير التمويلي:** عرفت لجنة معايير المحاسبة الدولية IAS17 عقد الإيجار بأنه اتفاق ينقل بموجبه المؤجر الحق في استخدام أصل ما مقابل دفعة أو سلسلة دفعات تستحق على المستأجر،

ويشترط المعيار المحاسبي الدولي وجوباً أن يكون عقد الإيجار مبنياً على مدى تحمل المؤجر أو المستأجر المخاطر والمنافع المتعلقة بملكية الأصل المؤجر، وبموجب ذلك فإن لجنة المعايير المحاسبية الدولية تعرف التأجير التمويلي بأنه عقد ينقل بشكل جوهري كافة المخاطر والمنافع المتعلقة بملكية أصل، وفي نهاية عقد التأجير تنتقل ملكية الأصل من طرف المؤجر الى طرف المستأجر وبخلاف ذلك فهو تأجير تشغيلي (ميلود، 2020). تم إلغاء معيار المحاسبة الدولي 17 IAS وتم إصدار معيار IFRS 16 بتاريخ 24 يناير 2016 وتم تطبيقه من تاريخ 1 يناير 2019 ليحل محله بنفس الاسم عقود الإيجار. يتبع المعيار IFRS 16 معالجة محاسبية موحدة لعقود الإيجارات عند المستأجرين باستثناء عقود الإيجار قصيرة الأجل والأصول المؤجرة منخفضة القيمة، وبالتالي يتم الاعتراف بجميع عقود الإيجار في بيان المركز المالي للمستأجر، بينما يطلب من المؤجرين أن يستمروا في تقسيم الإيجارات لنوعين وهما إيجارات تشغيلية وإيجارات تمويلية (محمود، 2018).

4.1.1.2 نظريات هيكل رأس المال:

تعد النظريات التي قامت بدراسة مفهوم هيكل رأس المال من أكثر الحقول التي تمت مناقشتها، واختلفت فيها الأسس والمفاهيم وطرق الدراسة حسب مصدر وكيفية تمويل الشركات، إذ أن القدرة على فهم نظرية هيكل رأس المال يساعد الإدارة في تحقيق مسعاها باتخاذ أفضل قرار حول كيفية تمويل الشركة، وفيما يلي استعراض موجز للنظريات التقليدية والحالية عن هيكل رأس المال حسب الترتيب الزمني لها:

1. النظرية التقليدية لهيكل رأس المال: تسلم النظرية التقليدية بوجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن نسب مثالية للتمويل المقترض تجعل تكلفة التمويل في حدها الأدنى، وإن الاستخدام الرشيد للتمويل المقترض في الهيكل المالي للشركة يزيد من معدل العائد على حقوق الملكية، فالتوافق الأمثل بين التمويل المقترض والتمويل الممتهك في هيكل رأس مال الشركة يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدناه، ويعظم معدل العائد على حقوق الملكية، حيث تركز النظرية التقليدية في أن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن أن تزداد في السوق، كما تركز على إمكانية تخفيض التكلفة الكلية للأموال من خلال تحديد المزيج المناسب لمصادر التمويل من القروض والأموال الخاصة، حيث يؤكد هذا المدخل على أن تكلفة الأموال يمكن أن تنخفض من خلال استخدام القروض إلى حد معقول. وبمجرد تجاوز

الشركة لهذا الحد سيؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بزيادة الرفع المالي، وطبقاً لهذا لمدخل، فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عندما تكون تكلفة الأموال أقل ما يمكن أي عندما تكون قيمة الشركة أكبر ما يمكن (خيري وبلعجوز، 2017).

2. نظرية التبادل أو المقايضة (Trade-Off Theory): تعود الأسس النظرية لنظرية التبادل أو المقايضة إلى عام 1963، وذلك عندما قدم (Modigliani and Miller) الدرع الضريبي للدين (Shield Tax)، والذي يجعل من الدين أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وهو ما يجعل قيمة الشركة تزداد بازدياد حجم الدين المستخدم في التمويل، ويعود السبب في ذلك إلى أن الفوائد على القروض تخصم من أرباح الشركة عند احتساب ضريبة الدخل، لذلك فإن قيمة هذه الشركة المقترضة تعظم عندما تعتمد كلياً على التمويل بالدين (بعبوات، 2020).

وتشير النظرية إلى قيام الشركات عادة بالتمويل بشكل جزئي بالقروض وكذلك بالملكية، حيث تفترض النظرية أن هدف الإدارة هو الحفاظ على نسبة مثالية من (الدين/حقوق الملكية) في اتخاذ القرارات الخاصة بتمويل هيكل رأس المال، للعمل على الحد من تكاليف الوكالة وتكاليف العسر المالي كتكاليف الإفلاس، من خلال الحفاظ على مستويات مرتفعة من القروض (فارس وسلطان، 2018).

وتعتبر هذه النظرية أن أكثر العوامل تأثيراً على هيكل رأس المال الأمثل هي: ربحية الشركة والضرائب وطبيعة أصول الشركة؛ بسبب تأثيرها على حجم المنافع والتكاليف التي قد تتحملها الشركة نتيجة التمويل بالرافعة المالية. تفترض نظرية Trade-Off Theory أن الإدارة تعمل لمصلحة مالكي الأسهم، وتمثل المعلومات (خنفر، 2017).

3. نظرية الوكالة (Agency cost theory): قدم (Jensen & Meckling (1976 و Jensen (1986) تكاليف الوكالة كمصروفات تحدث بسبب الفصل بين الملكية والإدارة، مما يؤدي إلى تضارب المصالح. نغني بعلاقة الوكالة أن يلجأ الموكل إلى الوكيل للقيام بمهام نيابة عنه وباسمه، وينتج عن علاقة الوكالة نوعين من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى ظهور تناقض في المصالح بين (المساهمين والمقرضين) مع المدير الذي يسعى لتحقيق مكاسب شخصية من خلال الحصول على ثروة مالية، بسبب اعتبار أن طبيعة العلاقة تخضع لمبدأ عدم تماثل المعلومات والذي يؤدي بدوره إلى تشكيك المقرض في نوايا المساهمين وفي طريقة استخدام القرض (شنيني، 2014).

تبرز مشكلة الوكالة عندما يلجأ المدير لاختيار هيكل لرأس المال لا يؤدي الى تعظيم القيمة السوقية للشركة، في محاولة منه للاستفادة من الوفرة الضريبي، ولتجنب القيود التي من الممكن أن تفرض عليه من قبل المقرضين، ومن أجل ذلك تختار شركات كثيرة نسبة اقتراض أقل من النسبة المتوقع اختيارها (خنفر، 2017).

مسألة فصل الإدارة عن الملكية أخذت حيزاً من النقاش، إذ اختلف الاقتصاديون حول فكرة فصل الإدارة عن الملكية بين مؤيد ومعارض، وبرر المؤيدون لفكرة الفصل موقفهم أنّ الإدارة ليست ذات أهمية عظيمة؛ كون الشركة تعد وحدة متكاملة تتفاعل مع السوق، وتتأثر بالعوامل المحيطة، في حين استنكر المعارضون وجود مجموعة صغيرة ممثلة في مجلس الإدارة تمثل الشركة وتتحكم بمسيرها، ولها صلاحية اتخاذ القرارات التي تخص الشركة دون أخذ مصلحة المساهمين بعين الاعتبار (خنفر، 2017). تركز النظرية على ضرورة قيام الشركة بتجديد الهدف الذي تسعى إلى إنجازه من خلال نسبة الدين إلى الملكية، على نحو تبدأ فيه الإنجازات تحقيق الهدف مع الحفاظ على أصول الشركة.

4. نظرية الإشارة (Signaling Theory): تستند نظرية الإشارة إلى أنّ تركيبة هيكل رأس المال متعلقة بالإشارات الصادرة عن الشركة، وهذه الإشارات تحمل توقعات حول إدارة الشركة في المستقبل، والإشارة تكون ذات مصداقية إذا كانت الشركة السيئة غير قادرة على محاكاة الشركة الجيدة عن طريق إرسال الإشارة نفسها، أو إذا كانت تكلفة الإشارة أعلى للشركة السيئة نسبة إلى الشركة الجيدة فقد لا تجد من المفيد لها استعمال المحاكاة، وفي ذلك يمكن أن تكون الإشارة ذات مصداقية، فمثلاً الدين يمكن أن يستخدم كإشارة مكلفة للفصل بين الشركات السيئة والشركات الجيدة (فارس وسلطان، 2018). كما أنّ هذه النظرية تفسر الاختيار التنظيمي عن طريق التركيز على العوامل الخارجية لأي خلل أو عدم تماثل المعلومات في السوق (Jiang, 2009).

وبالاستناد الى نظرية الإشارة فإن الشركة التي تتاح لها فرص الاستثمار الجيد، لا ترغب ببيع الأسهم العادية الجديدة، وذلك لمنع مشاركة المساهمين الجدد في التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها نتيجة لاستثماراتها ذات القيم الحالية الموجبة، إذ تعمل الإدارة لصالح المساهمين القدامى، وهذا بعكس الشركات التي تواجه منافسة شديدة، فإن المالكين يفضلون بيع الأسهم وذلك لجعل المستثمرين الجدد يشاركونهم خسارتهم (بعيوات، 2020).

5. نظرية تسلسل مصادر التمويل (Pecking Order Theory): توصل كوردين دونالدسون عام (1961) وبالاعتماد على دراسة ميدانية الى نظرية تعرف بنظرية الالتقاط أو نظرية تسلسل مصادر التمويل، والتي اقترحت المفاضلة بين مصادر التمويل من منظور الشركات (Hillier et al., 2012).

تقترح النظرية أن الشركة ستنفذ نوعاً من التسلسل الهرمي في قرارات اختيار مصادر التمويل الخاصة بها حسب ثلاثة مستويات متعاقبة كالتالي: أولاً، ستختار الشركة التمويل الداخلي أو الذاتي المعتمد على الأموال المتوفرة داخلياً من أرباح الشركة إن أمكن مثل الأرباح المحتجزة، وقد تختار الشركة تغيير سياسة توزيع الأرباح إذا كانت على دراية باحتياجات الاستثمار المستقبلية، وفي حال عدم كفاية الأموال الداخلية لتمويل الاستثمارات ثانياً، ستقوم بالتمويل بواسطة القروض، حيث تُفضل السندات العادية على السندات القابلة للتحويل، وستعتمد على القروض الخالية من المخاطر، ثم ستلجأ للالتزامات المحفوفة بالمخاطر ثم الأوراق المالية القابلة للتحويل. ثالثاً، هيكل الملكية بتفضيل الأسهم الممتازة تليها الأسهم العادية كونها الملجأ الأخير لأنها ستأتي بملاك جدد للشركة مما ينعكس على عملية اتخاذ القرارات، أي التمويل بالأسهم الجديدة في حالة عدم توفر خيارات أخرى (Westerlun, 2020).

إن التسلسل في اختيار مصادر التمويل ناتج عن التكاليف المرتبطة بمعضلة عدم تماثل المعلومات، حيث تنعدم التكاليف عند الاعتماد على الأموال المتولدة داخلياً، بينما تكون التكاليف في أعلى مستوى عند الاعتماد على حقوق الملكية لتمويل استثمارات الشركة، بمعنى آخر ترتفع تكاليف مشكلة عدم التماثل في المعلومات عند التسلسل في اختيار مصادر التمويل (التمويل الداخلي ثم بالدين ثم بحقوق الملكية) (Kalash, 2019).

تقوم الشركات ولصياغة هيكل رأس المال مع الاستناد على نظرية تسلسل مصادر التمويل بوضع مستوى مستهدف ومحدد من المديونية وتتحرك باتجاهه بشكل تدريجي، وتأخذ بعين الاعتبار عند التمويل بالدين مقارنة النتائج الإيجابية المتحققة من الوفورات الضريبية مع النتائج السلبية من تكاليف الإفلاس، وعند نقطة التوازن ستمكن الشركات من تعظيم ربحيتها بالوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، وذلك سينعكس إيجابياً على الأداء والقيمة السوقية للشركة (بازينة وسليم، 2016).

6. **نظرية توقيت السوق (Market Timing Theory):** تشير نظرية توقيت السوق التي اقترحها Baker & Wurgler (2002) إلى أن هيكل رأس مال الشركة يعتمد على حالة السوق وتقدير المدير، وأن أسعار الأسهم في السوق تتغير بشكل عكسي مع نسبة المديونية، فعندما تكون أسعار الأسهم السوقية مرتفعة ومقيمة بسعر أعلى من قيمتها الحقيقية، فإن الشركة ستلجأ للاعتماد على التمويل بحقوق الملكية نتيجة لانخفاض تكلفته، وبالمقابل فإن نسبة المديونية ستخفض، ويحدث العكس عند انخفاض أسعار الأسهم في السوق (الربيعي والعطوي، 2018).

وتقوم النظرية على فرض توقيت الموازنة بين التمويل بإصدار أسهم جديدة أو اختيار التمويل بالقروض، حيث ستتوجه الشركة إلى التمويل بالقروض في الوقت الذي تكون فيه تكلفة إصدار الأسهم مرتفعة بسبب انخفاض أسعار الأسهم، وبالتالي ستخفض حصيلة الإصدار، ولكنها ستختار إصدار أسهم جديدة عندما يكون سعر السهم أعلى من قيمته الفعلية، فهذه النظرية تستند إلى متابعة حركة تذبذب أسعار الأسهم في السوق لكي تستطيع الشركة اتخاذ قرار التمويل المناسب والمفضلة بين التمويل بإصدار أسهم جديدة أو التمويل بالقروض (بعيوات، 2020).

من خلال استعراض أهم نظريات هيكل رأس المال للشركات، تجد الدراسة بأن هذه النظريات تعمل على تفسير السلوك التمويلي للشركات، حيث يظهر لنا من خلال هذه النظريات تأثيرها في عمليات اتخاذ القرارات في الشركات للحصول على التمويل، فمحتوى هذه النظريات يتنوع في نظريته لعملية التمويل، سواء كان هذه التمويل داخلياً كبيع بعض الأصول، أو ما يمكن أن يحقق سيولة سريعة لها، أو بالتمويل الخارجي كالاقتراض والاستدانة، أو من خلال طرحها لأسهم جديدة، فنظرية تسلسل مصادر التمويل (Pecking Order Theory) والتي تقترح أن الشركة ستنفذ نوعاً من التسلسل الهرمي في قرارات اختيار مصادر التمويل الخاصة بها حسب ثلاثة مستويات متعاقبة: التمويل الداخلي، التمويل بواسطة القروض، هيكل الملكية بتفضيل الأسهم الممتازة تليها الأسهم العادية كونها الملجأ الأخير، أي تنعكس هذه المصادر على اتخاذ القرارات، وهذا يجعلنا نعتبر أن نظرية تسلسل مصادر التمويل هي الأفضل في توفير التمويل الذي تحتاجه الشركة للاستمرار في تقديم خدماتها ومنتجاتها، والذي يتمثل في مستويات أدائها في السوق، ذلك لأنها تبدأ بالتمويل من خلال الأرباح المحتجزة، حيث أن هذا يبعد الشركة عن التمويل بالدين والتمويل بالأسهم وبالتالي وضعها أمام التزامات جديدة، فهذه النظرية تقلل الاعتماد على الدين والأسهم في التمويل مما يقلل من تأثيرات ذلك

على القرارات وأداء الشركة، بالإضافة إلى أن الاعتماد على هذه النظرية يؤدي إلى تحقيق أداء مالي أفضل.

5.1.1.2 محددات هيكل رأس المال:

محددات هيكل رأس المال عبارة عن مجموعة من العوامل التي تلعب دوراً هاماً في اختيار مصدر وحجم التمويل لأصول الشركة، وقد أظهرت مجموعة من الدراسات السابقة أنّ هنالك عدداً من العوامل التي تؤثر في اختيار هيكل رأس مال الشركة، والعلاقة بين هذه العوامل وهيكل رأس المال غير متناسقة. ومن أهم محددات هيكل رأس المال:

1. الربحية (Profitability): تشير نظرية المبادلة أو المقايضة (Trade-Off Theory) إلى وجود علاقة خطية بين ربحية الشركة والرافعة المالية، بحيث تتمتع الشركات الأكثر ربحية بتدفق نقدي مالي حر أعلى لحمايته من الضرائب. بينما تقترح نظرية تكلفة الوكالة (Agency Cost Theory) أنّه من أجل حماية هذه التدفقات النقدية يُطلب المزيد من القروض وبالتالي يجب أن تمتلك الشركات الأكثر ربحية مستويات أعلى من القروض (Ramli, et al., 2018).

ووفقاً لنظرية (Pecking Order Theory) يجب أن يكون للشركات الأكثر ربحية اعتماد أقل مع مرور الوقت على القروض من أجل الاستثمار، مع الأخذ بعين الاعتبار تفضيل الشركات التمويل الداخلي على التمويل الخارجي وتوزيعات الأرباح تكون ثابتة.

وتدعم دراسة (Ngatno et al, 2021) نظرية (Pecking Order Theory) في إثبات العلاقة العكسية بين الربحية وهيكل رأس المال، بينما دراسة (Ali and Faisal, 2020) استنتجت بوجود علاقة عكسية بين الدين والربحية.

2. حجم الشركة: هو تصنيف الشركات إلى صغيرة ومتوسطة وكبيرة الحجم، وتقاس على أساس إجمالي الموجودات أو إجمالي المبيعات أو إجمالي القيمة الدفترية، ويعتبر ذا تأثير سلبي على الأداء المالي؛ فزيادة الحجم يتعقد أداء الإدارة، وبهذا يصبح أدائها أقل فاعلية، أما إيجابياً فإنه كلما زاد حجم الشركة يزداد عدد المحللين الماليين بالشركة (العلواني، 2021).

وتأتي أهمية حجم الشركة من أنه ينظر إليه على أنه واحد من أهم محددات هيكل رأس المال، بحيث كلما زاد حجم الشركة أصبحت أكثر تنوعاً وأقل تذبذباً في عوائدها السنوية، مما يؤدي إلى انخفاض

المخاطر المالية المترتبة عليها، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة التزامات مرتفعة في هيكل رأسمالها أكثر من الشركات ذات الحجم الأقل، لذلك فإن نظرية (Pecking-Order Theory) ترى أن حجم الشركة يؤثر سلباً في نسبة القروض ضمن هيكل رأس المال (الأحمد، 2018).

3. الملموسية (Tangibility): وهي الأصول الملموسة في الشركة مثل الآلات والمباني التي يتم إدراجها من قبل الشركة، وتتفق معظم النظريات على أن الملموسة العالية ترتبط ارتباطاً إيجابياً بالرافعة المالية. يُمكن حيازة الشركات للأصول من استخدامها كضمان عند الحصول على القروض، وبالتالي فإن تكلفة الوكالة للدين تتخفض عندما تكون الملموسة عالية. قد تتحول الشركة ذات الملموسة المنخفضة إلى استثمارات أكثر خطورة بعد الحصول على القروض، وتحويل الثروة من المدينين إلى المساهمين. نظراً للقيمة الضامنة للأصول الملموسة، فإن ذلك يقلل من مخاطر المديونية، وهذا يمكن أن يؤدي إلى حصول الشركة على قروض أكثر ملاءمة و هذا يدعم نظرية المقايضة في هيكل رأس المال، حيث تم تأكيد العلاقة الايجابية من خلال نظرية Trade-off theory فيما يتعلق بالملموسية من خلال معظم الأبحاث السابقة (Almanaseer, 2019).

4. الرافعة المالية والضرائب ((Leverage and taxes (LT)): تشير الرافعة المالية إلى الدرجة التي تعتمد فيها الشركة على القروض في تمويل أصولها، وهي نسبة إجمالي القروض إلى إجمالي الأصول، وتقاس من خلال نسبة مجموع القروض إلى مجموع الأصول، أو نسبة مجموع الديون إلى أموال حقوق الملكية، أو نسبة القروض طويلة الأجل إلى مجموع أموال الملكية، وكلما ارتفعت النسبة تزداد المخاطر التمويلية للشركة، وتكمن أهميتها في تخفيض العبء الضريبي، حيث يتم احتساب الفوائد الثابتة التي تدفع على القروض وخصمها من الدخل الخاضع للضريبة، فعندما تقوم الإدارة بالموازنة بين العائد المتوقع والمخاطر المحتملة، فإن إدارة الشركة سوف تمتلك القدرة على استغلال الأموال المقترضة واستثمارها بما يحقق عائد أعلى من الفوائد الثابتة بعد الاستفادة من خاصية الوفر الضريبي، وبالتالي يكون الفرق لصالح زيادة معدل العائد على حقوق الملكية، مما ينعكس على ربحية السهم العادي (قواسمة، 2018).

وتحدد نظرية المقايضة أو المبادلة (Trade-off theory) هيكل رأس المال الأمثل من خلال المفاضلة بين منافع التمويل بالدين والمتمثلة في الوفورات الضريبية مقابل معدلات الفائدة المرتفعة

وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، حيث تؤدي هذه المقايضة أو المبادلة إلى الوصول إلى أفضل هيكل رأس مالي (Dufour et al, 2018).

5. تقلبات الأرباح (Earnings Volatility (EV): تستدل نظرية المقايضة أو المبادلة (Trade-off theory) على وجود علاقة سلبية بين تقلب الأرباح والرافعة المالية، حيث يشير التقلب العالي إلى وجود مخاطر أكبر في عدم قدرة الشركة على سداد التزاماتها. يمكن أن ينخفض مقدار القروض التي قد تكون الشركة قادرة على الحصول عليها عندما يزداد تقلب الأرباح. تقترح نظرية (Pecking order theory) إلى أن الشركات ذات الأسهم الأكثر تقلباً لديها التزامات أكثر، وهذا نتيجة لسوء اختيار هذه الشركات بسبب التصور العام. قد تحتاج الشركات ذات التدفقات النقدية الأكثر تقلباً إلى رأس مال خارجي أكثر (Wsterlund, 2020).

6. السيولة (Liquidity): تهتم السيولة بمقدار ما يتم تحويله من أصول إلى نقد خلال فترة زمنية معينة وبدون خسائر، وتعتبر السيولة من الأهداف الرئيسية للإدارة بتوفير ما يلزمها من سيولة، لمواجهة عملياتها التشغيلية اليومية، وإتمام العمليات الأساسية التي تقوم بها، كما تعتبر السيولة محدداً أساسياً من محددات الهيكل المالي للشركات (النجداوي، 2019).

ووفقاً لنظرية المقايضة (Trade-off theory) ترتبط السيولة بنسب التزامات أكبر؛ بحيث تُظهر السيولة المرتفعة أن الشركة لديها قدرة أفضل على الوفاء بالقروض التعاقدية في الوقت المحدد. لذلك تنتبأ نظرية المقايضة بوجود علاقة إيجابية بين السيولة والرافعة المالية، فيما تنتبأ نظرية (Pecking order theory) بعلاقة سلبية، بحيث تفضل الشركة التي لديها سيولة أكبر الأموال الداخلية على الخارجية، ويمكن أن تشير السيولة المرتفعة إلى أن الشركة لديها قدرة أفضل على استخدام الأموال الداخلية لتمويل الاستثمارات، وتكون هذه العلاقة العكسية أيضاً نتيجة لتكاليف الوكالة وتضارب المصالح بين المساهمين وأصحاب القروض (Ramli, et al., 2018).

7. الصناعة (Industry): توجد اختلافات كبيرة في نسب الرافعة المالية المتوسطة بين الصناعات. يقترح البعض أن الشركات تستخدم متوسطات الصناعة كمعيار عند تعديل الرافعة المالية لديهم. تقترح (Trade-off theory) إلى أن متوسط نمو الصناعة الأعلى يرتبط بدين أقل، بينما يرتبط متوسط الصناعة الأقل بمزيد من القروض.

8. **فرص النمو (Growth Opportunities (GO))**: تعكس الزيادة المتوقعة في الموجودات غير الملموسة للشركة، وهذه الموجودات تنتج عن المهارات الإدارية، والشهرة والكفاءة التي تتمتع بها الشركة، وتعتبر هذه الموجودات ذات قيم متقلبة وغير ثابتة، فهي تنخفض بصورة سريعة ومباشرة في حالات الإفلاس والأزمات المالية التي تتعرض لها الشركة وأسواق المال، مما يؤدي إلى انخفاض في قدرة الشركة على الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية، بالإضافة إلى ذلك، فإن مستوى تكاليف الوكالة يكون منخفض عندما تكون التدفقات النقدية الحرة مرتفعة بالتزامن مع النمو السريع للشركة، حيث أن الشركات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة تخضع لرقابة أفضل، ويعود ذلك إلى النقد المتاح الذي يتم إنفاقه على المشاريع الاستثمارية الربحية (بوكرومة وعبيدات، 2019).

9. **التفرد (Uniqueness)**: يُعرّف التفرد بأن تقوم الشركة بإنتاج "منتجات أو خدمات فريدة"، والتفرد يرتبط سلباً بالرافعة المالية وفقاً لنظرية (Trade-off theory)، وسيكون قرار التصفية مرتبطاً سلبياً بحالة إفلاسها، نظراً لأن تكاليف التصفية ذات صلة بهيكل رأس مال الشركة، وعليه فالتفرد يؤثر على هيكل رأس المال (Wsterlund, 2020).

10. **عمر الشركة (Company Age (CA))**: يشير عمر الشركة إلى عمر عملياتها، وأحد العوامل المحددة لسمعتها هو تراكم الخبرة على مر السنين مما يؤدي إلى الشهرة، ونظراً لأن الشركات تعمل على مر السنين، فمن المعتقد أن عمر الشركة مرتبط ارتباطاً مباشراً بهيكل رأس المال. تعتقد بعض الدراسات أنه لا يوجد دليل على وجود علاقة بين هيكل رأس المال وعمر الشركة، فهم يعتبرون عمر الشركة مؤشراً على سمعتها وقدرتها على التقدم. ولكن بشكل عام فإن الشركات الأصغر سناً تحتاج إلى المزيد من القروض لتمويل نموها بسبب انخفاض الأرباح (Ramli, et al., 2018).

6.1.1.2 تكلفة هيكل رأس المال:

يقصد بتكلفة هيكل رأس المال بأنها الحد الأدنى من العوائد المطلوبة من قبل موردي هيكل رأس المال سواء أكان الدائنون أو المستثمرون، ويتم التعبير عنه بمعدل الخصم الذي عنده تتساوى القيمة الحالية للأموال من مصدر التمويل والقيمة الحالية للدفعات الدورية للفائدة والقيمة الاسمية للسندات، والتوزيعات بالنسبة لحملة الأسهم العادية والممتازة، والفائدة وقيمة الدفعة فيما يتعلق بالقروض، وتلك هي التكاليف التي يتم في ضوءها قبول أو رفض مصدر هيكل رأس المال كمصدر تمويلي للمشاريع الاستثمارية (الدغامين، 2019). وبالتالي فهي تقيس متوسط تكلفة رأس المال اللازم لشراء الأصول،

ويعبر عن قدرة المنشأة الاقتصادية على احتمال العبء من المصادر التمويلية التي تعتمد عليها، ويستخدم كمعدل خصم في إعداد الموازنات المختلفة اللازمة لتقييم المشاريع (Khattab, 2018).

ويمكن تعريف تكلفة هيكل رأس المال بأنها تكلفة عناصر التمويل التي تشكل هيكل رأس مال الشركة، لذلك عند حساب تكلفة رأس مال الشركة، يجب اتخاذ سلسلة من الخطوات لتحديد مصادر التمويل التي سيتم استخدامها لتحقيق التوازن المالي، ومراعاة رأس المال والأسهم ووجهات التمويل الخارجي، وكل بند من بنود الدين والمخزون المشترك والمفضل في هيكل رأس المال، وحساب تكلفة كل مصدر تمويلي، ومقارنة تكلفة كل عنصر تمويلي ونسبته في هيكل رأس المال، أو التكلفة المرجحة لرأس المال المطلوب (خرو، 2014). كما عرفها غربي وبدرني (2019) بأنها "المقدار الذي تقوم الشركة بدفعه للحصول على المال من مصادر مختلفة، ويعد الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمر لاستثمار الأموال في الأوراق المالية التي تصدرها الشركة".

وحساب تكلفة رأس المال يسهم في استقرار مخاطر الأعمال، بمعنى حساب تكلفة رأس المال بافتراض أن مخاطر الأعمال عند مستوى ثابت أو تتغير قليلاً، لأن أي تغيير في مستوى مخاطر الأعمال سيؤدي إلى تغيير في سعر الفائدة المطلوب مرة أخرى، كذلك استقرار المخاطر المالية؛ أي أنه كلما ارتفعت نسبة المطلوبات في الهيكل التمويلي للشركة، كلما زادت الفائدة وزادت احتمالية عدم السداد، مما يعني زيادة درجة المخاطر المالية (غربي وبدرني، 2019).

ويعد تنوع مصادر تمويل الشركات من الأمور المهمة، ولكن هناك مجموعة من المحددات أمام الشركة عند اختيار البديل المناسب، وأهمها ربحية الشركة وملائمتها المالية، مما يحتم على إدارة الشركة اتخاذ الإجراءات اللازمة قبل اتخاذ أي قرار لتمويل أنشطتها في ظل محدد رئيسي وهو (WCC) (Weighted Cost of Capital)، إذ إن معظم الشركات تستخدم أنواع مختلفة من مكونات رأس المال، وبسبب الاختلافات في المخاطر يكون لهذه الأوراق المالية المختلفة (أوراق الدين أو الملكية) معدلات عائد مختلفة، ويسمى معدل العائد المطلوب على كل مكون من مكونات رأس المال بتكلفة المكون (Component Cost)، ويجب أن تكون تكلفة رأس المال المستخدمة في تحليل قرارات موازنة رأس المال متوسطاً مرجحاً (Weighted Average) لتكاليف المكونات المختلفة، ويسمى هذا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) (Weighted Average cost of capital).

تتأثر تكلفة هيكل رأس المال بمجموعة من العوامل، ولكن البعض منها يمكن السيطرة عليها مثل حجم الشركة والربحية والنمو، فالشركات ذات الحجم الكبير هي الشركات التي يمكن أن تتمتع بنسبة رفع مالي عالية؛ أي ذات التزامات أكبر، أما الشركات ذات الربحية القليلة فهي الشركات ذات نسب الرفع الأكبر، إلا أنها لا تتمتع بتدفق نقدي مستقر، كما أن الشركات ذات النمو الكبير والسريع هي التي تتمتع بنسبة رفع مالي عالي حتى وأن كانت ذات ربحية منخفضة (محمد، 2014).

وتقوم الشركات عادة بحساب WACC في حالة استخدام مكون أو عنصر واحد كمعيار لقبول المشاريع، وقد يتم قبول بعض المشاريع مع انخفاض معدل العائد الذي تحققه، وقد يتم رفض بعض المشاريع مع ارتفاع معدل العائد الذي تحققه، ولن يتم قبول بعض المشاريع منخفضة العائد على الرغم أنه بالإمكان تمويلها من مصادر أرخص لرأس المال مثل الدين، وبعض المشاريع من شأنها أن ترفض لأنها تمول من مصادر مرتفعة التكلفة مثل الأسهم العادية، و من المهم أن تقبل الشركات المشاريع التي تدر معدل عائد يفوق WACC وبالتالي قيمة الأسهم العادية في السوق سوف ترتفع، وفي هذه الحالة الزيادة في القيمة السوقية لأسهم الشركة، لأن من المتوقع أن يحقق مكسب أكبر من المكسب الممول في حق الملكية، ومن ثم يؤدي ذلك إلى تعظيم قيمة الأسهم، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة الذي يعد هدف استراتيجي للإدارة المالية (غربي وبدروني، 2019).

7.1.1.2 حساب تكلفة رأس المال:

1.7.1.1.2 المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC):

يمثل متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) حجر الأساس للكثير من القرارات المالية والمحاسبية والتي يعتمد عليها مستخدمي المعلومات المحاسبية والمستثمرين، فهي تعني الاهتمام بالحد الأدنى من العائد الذي يجب أن تحققه الوحدات الاقتصادية على استثماراتها لكي تحقق رضى المستثمرين فيها (شحم ومشجل، 2019).

ويعد المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) مقياساً مهماً للتكلفة الإجمالية للشركة للتمويل من جميع مصادر رأس المال المحتملة، ويتم احتسابها على أنها متوسط التكلفة المرجح لحقوق الملكية وتكلفة الدين (المساهمة المرجحة لحقوق الملكية وأدوات الدين) بالإضافة إلى أي مصدر رأسمالي آخر في إجمالي رأس المال المستثمر (Syriopoulos, 2020)، كما في المعادلة التالية:

$$WACC = \left(\frac{\text{market value of equity}}{\text{total value of financing}} \right) \times \text{cost of equity} + \left(\frac{\text{market value of debt}}{\text{total value of financing}} \right) \times \text{cost of debt} \times (1 - \text{tax rate})$$

إن استمرار الشركة في الحصول على مصادر التمويل بنفس التكاليف والأوزان، يؤدي إلى ثبات قيمة المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال (WACC)، وستحتاج الشركة للحصول على رأس مال أكبر، وذلك لغاية الاستمرار في النمو والتطور والتوسع في الأعمال، وذلك من خلال إصدار أسهم جديدة أو السعي للاقتراض أو استخدام جزء من الأرباح المحتجزة التي تعتبر تكلفتها أقل من تكلفة إصدار الأسهم العادية بسبب علاوة الإصدار، مع الأخذ بعين الاعتبار أن تكلفة (WACC) سوف تزداد بسبب لجوء الشركة إلى الاعتماد على المزيد من الاقتراض والمترتب عليها زياد الفوائد، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة (WACC) الناتج عن ارتفاع تكلفة تلك القروض. يتبين أن التكلفة الحدية لرأس المال أو تكلفة التمويل سوف ترتفع نتيجة الزيادة والتحول في تكلفة (WACC)؛ لأن كل دولار يتم إضافته سيستخدم كمصدر جديد وإضافي لمصادر التمويل (المشهداني، 2017).

ينبغي احتساب التكلفة الإجمالية للتمويل (متوسط التكلفة المرجحة للأموال) قبل القيام بحساب تكلفة التمويل، وتعني كلمة مرجحة بأنها "الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من مجموع الهيكل الكلي للأموال، ومن هنا يصبح وزن معين لكل مصدر من مصادر التمويل أمام مصادر التمويل الأخرى" (Khatab, 2018). أما تكلفة مكونات رأس المال الموزون بعد ذلك يتم دمجها لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC).

2.7.1.1.2 تكلفة الدين ((Cost of Debt (COD):

تستخدم تكلفة الدين بعد الضرائب في حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وهو معدل الفائدة على الدين مطروحاً منه وفورات الضرائب التي تنتج بسبب استقطاع الفائدة من الضرائب، والدين أقل تكلفة من مكونات التمويل الأخرى؛ لأن أصحاب الدين يطلبون معدل عائد أقل من المساهمين فهو يعد أقل مخاطرة (محمد، 2014).

وتعرف أيضاً بأنها التكلفة المرتبطة بجمع الأموال عن طريق أدوات الدين، حيث تعرف تكلفة رأس مال الدين أنها تكلفة استخدام أموال البنك أو الشركة المالية في الأعمال التجارية، ويتم تعويض البنوك في شكل فوائد على رأس مالها، أي تكلفة رأس مال أدوات الدين (تكلفة القرض بعد الضريبة على الأرباح)، ويمكن حساب تكلفة الدين بعد الضريبة بالمعادلة التالية (مداني، 2022):

تكلفة القرض بعد الضريبة = العائد المطلوب من قبل حملة المديونية - الوفر الضريبي

$$K_d T = K_d - K_d \times T$$

حيث أن:

$K_d T$: تكلفة القرض بعد الضريبة

K_d : معدل العائد المطلوب من حملة القروض

T : معدل الضريبة

3.7.1.1.2 تكلفة الأسهم الممتازة ((Cost of Preferred Stock (COPS):

إن تكلفة الأسهم الممتازة تشبه إلى حد بعيد تكلفة الدين، إلا أن الفرق بينهما هو أن تكلفة الدين تحسب بعد الضريبة، بينما تكلفة الأسهم الممتازة تحسب قبل الضريبة، وذلك لأن الفوائد على أدوات الدين يجوز معاملتها كنفقة، ويتم خصمها من المبالغ التي تخضع للضريبة، بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من النفقات (جمعة، 2016).

وتعد تكلفة الأسهم الممتازة أكبر من الأسهم العادية كون السهم الممتاز يحصل على معدل ثابت من الأرباح السنوية، وتكون التوزيعات للأسهم الممتازة بمعدل ثابت دون أن تحقق ميزة ضريبية للمنشأة، ويضاف إلى ذلك أن السهم العادي تكون تكلفة إصداره منخفضة، مما يجعلها مهمة بخلاف الأسهم الممتازة التي تكون تكلفة إصدارها أكبر، وعادة ما يتم احتساب تكلفة التمويل للأسهم الممتازة من خلال المعادلة التالية: (Westerlund, 2020)

$$K_p = DP/P_{net}$$

حيث أن:

K_p : تكلفة التمويل من إصدار الأسهم الممتازة

DP: توزيعات السهم الممتاز

Pnet: سعر البيع، أو إصدار السهم الممتاز بعد طرح تكلفة الإصدار

4.7.1.1.2 تكلفة الأسهم العادية ((Cost of Common Stock (COCS):

يطلق على هذا النوع التمويل عن طريق حقوق الملكية ذات المصدر الخارجي تمييزاً له عن التمويل الذاتي أو الداخلي المتمثل في الأرباح التي تقرر المنشأة الاقتصادية احتجازها بدلاً من توزيعها على الملاك، وتمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر (وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة)، ومن ثم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم (كعرار، 2016).

وتتمثل تكلفة التمويل بأموال الملكية في العائد الخالي من المخاطر مضافاً إليه علاوة المخاطرة، وهناك صعوبة لقياس تكلفة التمويل بأموال الملكية، وترجع الصعوبة إلى وجود العديد من النماذج التي يمكن استخدامها لقياس تكلفة التمويل بأموال الملكية، ومن أهم هذه النماذج ما يلي:

1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Asset Pricing Mode: ويعتمد هذا

النموذج على علاقة التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة بالاستثمار مع الأخذ بالحسبان المخاطر النظامية (المخاطر القابلة للتنويع) التي تتجم عن عوامل عامة تؤثر على جميع الشركات العاملة في السوق ولا يمكن تجنب آثارها، وتقاس درجة المخاطر النظامية بمعامل بيتا (β)، ويتم تحديد تكلفة التمويل بأموال الملكية وفقاً للمعادلة التالية:

$$COE = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

حيث أن:

COE: تكلفة التمويل بأموال الملكية

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر

R_m : معدل العائد المتوقع في السوق

β : معامل بيتا للسهم وهي تقيس المخاطر النظامية (عبد الحليم وآخرون، 2021).

2. نموذج رسملة التوزيعات (Dividend Capitalization Model (DCM): يعتمد هذا النموذج

على حساب تكلفة الأسهم العادية في الشركات، من خلال تقدير التوزيعات المستقبلية استناداً إلى توزيعات الأرباح السابقة للشركة ومعدل النمو المفترض، ويحسب بمعدل رسملة السوق والذي يعادله بسعر السوق الحالي. وفي حال الشركات المملوكة من أشخاص وليس مساهمة (مثل الملكية الفردية والشراكات) التي لا تقوم بالعادة بتوزيع الأرباح كتوزيعات، يتم تقدير قدرة دفع أرباح الشركات من متوسط التدفق النقدي ومقارنته بتوزيعات الأرباح المدفوعة بالفعل من قبل شركات مماثلة الحجم، ويتم حساب تكلفة حقوق الملكية بناء على هذا النموذج من خلال المعادلة التالية (قراقع، 2020):

$$COE = \frac{D_t}{P_o} + g$$

حيث أن:

COE: تكلفة التمويل بالملكية

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة في الفترة التالية (t)

P_o : سعر السهم في نهاية الفترة (السعر الحالي للسهم)

g: معدل نمو التوزيعات.

2.1.2 المحور الثاني: الأداء المالي

1.2.1.2 مفهوم وتعريف الأداء المالي:

يعد الأداء المالي وصف لحالة الشركة، وتحديد للاتجاهات التي تم استخدامها للتوصل له من خلال دراسة المبيعات، والإيرادات، والموجودات، وصافي الثروة. يمكن تعريف الأداء المالي بأنه عبارة عن "قدرة الشركة على الاستغلال الأفضل للموارد المتاحة في الاستخدامات الطويلة والقصيرة الأجل لغاية تحقيق الثروة، ويبين الأداء المالي أثر هيكل التمويل على ربحية الشركة ويظهر مدى كفاءة السياسة التمويلية للشركة" (أحمد، 2018).

كما يمكن تعريف الأداء المالي بأنه "أقصى إمكانية للشركة على الاستغلال الأمثل للموارد المتوفرة، وتحقيق أهداف الشركة المخطط لها، وأيضاً على أنه مدى مساهمة الأنشطة الخاصة بالشركة في

تحقيق القيمة أو الفاعلية في استخدام الموارد المالية المتاحة وذلك لبلوغ الأهداف بأقل التكاليف" (مسمح، 2018). ويرتبط هذا المفهوم بشكل وثيق بالإدارة الاستراتيجية لأنه يقيم أداء الشركات من خلال مجموعة من المؤشرات المالية وغير المالية التي تكون طويلة أو قصيرة الأجل (دزيت ومبروكة، 2013).

يعد الأداء المالي من أكثر المجالات استخداماً لقياس أداء الشركة، ويساعد في توجيه الشركة نحو المسار الأفضل والصحيح. كما يجب الإشارة إلى أن هنالك العديد من الباحثين والخبراء الماليين ممن حددوا مفهوم الأداء المالي بإطاره الدقيق على أنه "وصف للوضع الحالي للشركة، وتحديد دقيق للمجالات التي تم استخدامها للوصول إلى الأهداف وذلك عن طريق دراسة الإيرادات والمبيعات والأصول وصافي الربح والخصوم" (إبراهيم، 2017).

ويعرف الأداء المالي على أنه التعبير عن نتائج عمل الشركة كمياً من خلال القيم المالية الظاهرة في القوائم المالية المقبولة قبولاً عاماً، وتكون هذه القيم المدخلات الرئيسية في أي عملية تحليل مالي، والذي يحتوي على العديد من النسب التي تصنف عادة بمجموعات، ومن أكثر النسب استخداماً لقياس الأداء المالي، نسب الربحية، ونسب التداول، ونسب النشاط (ياسمين، 2018).

إن أحد أهم الطرق المتبعة لتقويم أداء الشركة هو استخدام الأداء المالي عن طريق العديد من المؤشرات والمعايير المالية؛ وذلك لأنه يمثل أداة للتعامل مع المشاكل التي قد تظهر وذلك عن طريق تقديم آليات قادرة على تجنب الثغرات وتوجيه القرارات بهدف تحقيق النمو (بوصبع وصاري، 2016).

ولأغراض الدراسة فإن الأداء المالي هو مدى الالتزام بتنفيذ الخطط المالية طبقاً للوائح والسياسات المالية المخططة مسبقاً، كما يعتبر وسيلة لتقييم أعمال الشركة من ناحية التكاليف عن طريق المقارنة بين الوسائل المستخدمة والنتائج المحققة.

2.2.1.2 أهمية الأداء المالي وتقييمه:

إن قياس الأداء المالي يؤدي إلى تحسين أداء الشركة من عدة جوانب وبطريقة تخدم من لهم مصالح مالية في الشركة لإظهار مواضع القوة والضعف في الشركة، واستخدام البيانات لترشيد القرارات المالية، كذلك مراقبة أعمال الشركة وفحص السلوكيات ومتابعة الأوضاع وتقييم مستويات الأداء

والفعالية، وتوجيه أداء الشركة في الاتجاه الصحيح عن طريق بيان العوائق وأسبابها واقتراح الإجراءات اللازمة لتصحيح وتقويم الاستخدامات العامة للشركة، وقد حدد (إبراهيم، 2017) عدداً من الأهداف للمستثمرين لتحقيق الأداء المالي وهي:

1- متابعة ومعرفة النشاط والطبيعة الخاصة بالشركة وكذلك متابعة الظروف المالية والاقتصادية المتعلقة بها.

2- مقارنة وتحليل وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات المتوفرة لاتخاذ القرارات الملائمة لوضع الشركة الحالي.

3- متابعة أعمال الشركة وفحص سير العمل فيها، والتعامل مع الأخطاء واتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيحها.

كما أن تقويم الأداء المالي عبارة عن أداة تستخدمها المنشآت لدراسة مدى الفاعلية والكفاءة للأداء المالي، واكتشاف أي أخطاء بحيث يحقق ذلك الاستمرارية والبقاء، وتبرز أهمية دراسة الأداء المالي من خلال ما يلي: متابعة ومعرفة نشاط الشركة الاقتصادية وطبيعته، ومتابعة ومعرفة الظروف المالية والاقتصادية المحيطة بها، والمساعدة في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتقييم البيانات المالية، والمساعدة في التفاهم المتفاعل بين البيانات المالية (أحمد، 2018).

وتسعى المنشآت عند تطبيق تقويم الأداء إلى متابعة تنفيذ الأهداف من أجل التعرف على مدى تحقيق الوحدة الاقتصادية للأهداف المقدرة في الوقت المحدد، ومتابعة الكفاءة في الأداء لتحقيق أكبر درجة من الكفاءة وتجنب الإسراف والأخطاء في التنفيذ، وتقويم نتائج التنفيذ، كذلك تحفيز التنافس بين الوحدات التنظيمية (Arnold, 2014).

3.2.1.2 معايير تقويم الأداء المالي:

تتمثل أنواع المعايير في المعيار الواقعي والذي يبنى على أساس ما هو متوقع من الأداء، ويأخذ بعين الاعتبار التلف والوقت الضائع، كما يتضمن المعيار المسموحات التي تشمل مسموحات المواد؛ وهي الكمية الي يتوقع ويسمح بفقدانها حسب طبيعتها، وأيضاً مسموحات العامل كالدقائق المسموح

بضياها بسبب ظروف العمل أو الطبيعة البشرية. ويرى (عبد الوهاب، 2018) أن معايير الأداء العامة التي تستخدمها المنظمات كأساس للتقييم والمراجعة كما يلي:

1- الكفاءة: يتعلق هذا المعيار بمدى قدرة الشركة على حسن استخدام الموارد المتوفرة (رأس مال، عمال، وقت) بأفضل طريقة ممكنة، ويشمل قياس التكلفة لكل وحدة من المخرجات، والنسبة بين المدخلات والمخرجات أو النسبة بين المخرجات والوقت.

2- الفاعلية: بناء على هذا المعيار يتم قياس مدى تحقيق الأهداف العامة أو الأهداف التشغيلية.

3- الإنتاجية: يبني هذا المعيار بناء على قياس العلاقة النسبية بين المدخلات والمخرجات.

4- الجودة: تتضمن مقاييس الجودة لتوقعات العميل مثل الدقة والسرعة أو الاستجابة.

ويعرف مفهوم مؤشر الأداء على أنه عبارة عن "قيمة مميزة تستخدم لقياس المخرجات أو النتائج لتحديد مدى تحقيق المنظمة للأهداف الموضوعة"، وقد صنف (Freeman, 2012) مؤشرات الأداء إلى:

1. مؤشرات المخرجات: يقيس إلى أي مدى تم تحقيق المخرجات المطلوبة، وتركز على مستوى الإنتاج.

2. مؤشرات النتائج: يقيس إلى أي مدى تم تحقيق المنظمة لأهدافها.

إن معايير تقويم الأداء المالي عبارة عن معايير وضعتها الشركة ويتم الاسترشاد بها كأساس مرجعي لتحديد مدى الكفاءة في الشركة وأوجه النشاطات في الوحدة الاقتصادية.

4.2.1.2 العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات:

هناك عدة عوامل تؤثر على الأداء المالي للشركات ويمكن تقسيمها إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية كما يلي:

أولاً: العوامل الداخلية المؤثرة على الأداء المالي: وهي عبارة عن التغيرات التي تحدث في البيئة الداخلية للشركة والتي تؤثر على أدائها المالي، و للهيكل التنظيمي أثر على أداء الشركات، فمن خلاله يتم تحديد الأنشطة الواجب القيام بها، وتخصيص الموارد اللازمة لذلك، وتحديد الأدوار لكافة

العاملين بالشركة، كما يحقق المنهاج التنظيمي الجيد كفاءة إدارية ومالية، ويضمن سلامة الأداء لكافة مستويات الشركات، ويؤمن المعلومات لمتخذي القرار للتعرف على مدى التزام الموظفين بمعايير الأداء الموضوعية، وحسن تصرفهم بأصول الشركة، كما تعد التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه الشركات من حيث تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة عمل الشركة، ومواكبة التطورات التي تستجد بها، والعمل على تطويرها بشكل يوائم بين التقنية والأداء، وذلك لما لها من دور في تعزيز القدرة التنافسية للشركة، أما حجم الشركة فإن علاقته بالأداء علاقة طردية، حيث بينت الدراسات أنه كلما زاد حجم الشركة كلما أصبحت إدارتها أكثر تعقيداً، مما يؤدي إلى انخفاض في فاعلية الأداء، وكذلك يزداد عدد المهتمين بنتائج عمل الشركة من محللين ومستثمرين وأطراف ذات علاقة مما يقلل من الأهمية النسبية للقيم الواردة بالتقارير المالية للشركات، مما يضعف من تقييم الأداء لانخفاض الأهمية النسبية للقيم بالمقارنة مع باقي البيانات الظاهرة في الشركة (ياسمين، 2018).

ثانياً: العوامل الخارجية المؤثرة على الأداء المالي: وهي عبارة عن التغيرات التي تحدث في البيئة الخارجية المحيطة بالشركة والتي تؤثر على أدائها المالي، وهذه العوامل تكون خارج نطاق السيطرة، وتقوم غالبية الشركات بالتعامل معها عن طريق توقع تأثيرها المستقبلي، واتخاذ الإجراءات المناسبة لمواجهتها، كالتغيرات العلمية والتكنولوجية المؤثرة على منتجات الشركات، ونوعية الخدمات التي تقدمها، والتغيرات السياسية وما يتبع ذلك من إغلاق وفتح أسواق للشركة، حيث يعتبر الاستقرار السياسي شرطاً وعاملاً أساسياً لضمان سير العمل وتدفق المواد الأولية وتسويق المنتجات محلياً ودولياً، كما أنه يعد مهماً لجذب الاستثمارات وتدفق رؤوس الأموال وتوسيع قاعدة الاستثمار، والقوانين والتعليمات الصادرة من الدولة والمنظمات التجارية ذات العلاقة بعمل الشركات، والنقابات العمالية ومنظمات المجتمع المدني، فقد شهدت الأسواق في الآونة الأخيرة تنامي دور النقابات العمالية ومنظمات المجتمع المدني من خلال المطالبة بمزايا إضافية للعاملين والضغط على الشركات للمساهمة بجانب من المسؤولية الاجتماعية اتجاه المجتمع، والتغيرات التي تحدث في السوق مثل دخول وخروج منافسين بالقطاع والمنتجات البديلة، وأسعار صرف العملات والذي يعرف على أنه ذلك السعر الذي يتم تحويل إحدى العملات إلى عملة أخرى، أو سعر الوحدة من النقد الأجنبي معبراً عنه بوحدات من العملة المحلية (ياسمين، 2018).

5.2.1.2 مؤشرات تقييم الأداء المالي:

تستند أغلب مؤشرات الأداء المالي الى البيانات المالية، فهي مؤشرات كمية تسهل عملية حسابها، وهي في مجملها مؤشرات مالية أو نقدية، وهذا يعود الى طبيعة المعلومات المعتمد عليها في تقييم الأداء المالي، كما يتطلب الأمر تتبع الاتجاهات ومراقبة التغييرات التي تحدث في المركز المالي للشركة بمضي الوقت بمقارنة المؤشرات بين سنة وأخرى، وكذلك مقارنة العلاقة بين الأصول والقروض والإيرادات والمصروفات بمثلاتها في الشركات المنافسة وبالمعايير الخاصة بالنشاط الذي تعمل فيه الشركة موضع التحليل، ومثل هذه المقارنات تزيد من قيمة المؤشرات المالية كأدوات رقابية لتحديد نقاط القوة والضعف في الشركة (عبد الرحمن، 2020)، وفيما يلي عرض لهذه المؤشرات:

1.5.2.1.2 المؤشرات المالية التقليدية:

تعتمد المؤشرات المالية التقليدية على نسب من حسابات مختلفة داخل البيانات المالية، لتقييم الأداء المالي ولقياس والتحقق من إنجاز الاستراتيجيات والأهداف المالية؛ لأن كافة الاستراتيجيات تعتمد بشكل عام على الخلفيات المالية ويعبر عنها بشكل مالي، وقد ظهرت عدة مؤشرات لتقييم الأداء ويمكن تصنيفها كالآتي (Zsido and Fenyves, 2015):

1. مؤشرات الربحية: إن تعظيم الأرباح في الشركات التي تتخذ من الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين عملاً لها تقيده اعتبارات عديدة، بالإضافة إلى الاعتبارات الأخرى التي تقيد المشروعات الأخرى، فالاحتفاظ بقدر كاف من السيولة والسعي نحو الاستخدام الآمن للأموال وضمان حقوق المودعين هي قيود إضافية تحد من فكرة الشركات المالية على تعظيم الأرباح، ومن أشهرها مؤشر العائد على الأصول ((Return on Asset (ROA)، ومؤشر العائد على حقوق الملكية ((Return on Equity (ROE)، والعائد على رأس المال (Return on Capital (ROC)، وهامش الربح ((Profit Margin (PM) (لعراف وقرید، 2018).

فالعائد على الأصول يقوم على بيان مدى الكفاءة في تحقيق الأرباح عن طريق الأصول، وتشير نسبة المؤشر المرتفعة على كفاءة عالية في تحقيق الربح من الأصول والعكس صحيح. أما العائد على حقوق الملكية، فهو يقيس معدل العائد المتحقق من استثمار أموال الملاك، وهو مؤشر لأداء الإدارة،

ولذلك فإن الزيادة في المعدل تدل على كفاءة في عمل الإدارة، أو قد يكون بسبب المخاطرة العالية نتيجة لزيادة الرفع المالي، أما انخفاض المعدل قد يعود مثلاً إلى تمويل متحفظ بالقروض. فيما يحسب العائد على المبيعات بناءً على الأخذ بصافي ربح العمليات قبل الضرائب والإيرادات والمصاريف والفوائد وغيرها من العناصر التي لا يمكن للإدارات السيطرة عليها، و هامش مجمل الربح يتم احتسابه عن طريق استخراج مجمل الربح من صافي المبيعات بعد طرحه من تكلفة المبيعات، ويتم احتساب صافي المبيعات بعد خصم المردودات والمسموحات (صخر، 2020).

2. مؤشرات الكفاءة: يطلق على هذه المجموعة أيضاً نسب إدارة الأصول، وتقيس مدى كفاءة إدارة الشركة في توزيع مواردها المالية توزيعاً مناسباً على مختلف أنواع الأصول، كما تقيس مدى كفاءتها في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات، وتحقيق أكبر حجم من المبيعات، وتعتبر هذه النسبة مؤشر جيد على مدى كفاءة إدارة الشركة في توزيع مواردها المالية توزيعاً مناسباً على مختلف أنواع الأصول، كما تقيس مدى كفاءتها في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات لتحقيق أكبر حجم ممكن من المبيعات وبالتالي زيادة أرباحها، ومن هذه المؤشرات (عبد الرحمن، 2020):

- أ- **معدل دوران الذمم المدينة:** ويقيس عدد المرات التي يتم فيها تحصيل الذمم المدينة.
- ب- **معدل فترة التحصيل:** يقيس الفترة التي يجب على المنشأة انتظارها لحين قبض ثمن مبيعاتها الآجلة بالنقد، ولأن الحسابات المدينة تنشأ من المبيعات الآجلة، فيجب استبعاد أية مبيعات نقدية عند احتساب هذا المعدل.
- ت- **معدل دورات الأصول الثابتة:** وتستعمل هذه النسبة كمقياس لمدى كفاءة المنشأة في استخدام أصولها الثابتة لأجل تحقيق المبيعات.
- ث- **معدل دوران مجموع الأصول:** تقيس مدى كفاءة الإدارة في استعمال جميع الأصول لتحقيق هدفها في المبيعات.
- ج- **معدل دوران الأصول المتداولة:** يشير هذا المعدل إلى مدى استخدام الأصول المتداولة في توليد المبيعات خاصة في المنشأة التجارية.
- ح- **معدل دوران صافي رأس المال العامل:** وتوضح هذه العلاقة فيما إذا كانت المنشأة متوسعة في نشاطها أو تحتفظ بأصول سائلة أكثر من حاجتها.

خ- **معدل دوران المخزون:** هذا المؤشر عبارة عن معدل يبين نوعية وجودة البضاعة المخزونة، ويمكن استخدام هذا المعدل لقياس كفاءة إدارتي البيع والتسويق والمخازن في الشركة. إن ارتفاع معدل دوران المخزون يعني أن المشروع يستثمر أموالاً أقل في المخزون السلعي لتحقيق حجم مبيعات معينة، ولذلك تعمل الإدارة المالية على تحفيز الأقسام المعنية في المشروع لرفع معدل هذه النسبة.

3. **نسب السيولة والرافعة المالية:** وهي العلاقة بين مجموعة من العناصر تكون كنسبة مئوية أو على شكل كسر بحيث تعطي دلالة معينة، ومن أهم أنواع نسب السيولة: نسبة التداول ونسب السيولة السريعة ونسبة النقدية. فنسبة التداول تمثل قيمة الأصول المتداولة نسبة إلى المطلوبات المتداولة، أما نسبة السيولة السريعة فيمكن حسابها من خلال قسمة الأصول المتداولة بعد استبعاد قيمة المخزون على القروض المتداولة، ونسبة النقدية هي قياس للسيولة وتعتبر أكثر تشدداً من النسب السابقة (صخر، 2020). وتختص نسب الرافعة المالية والتي تعرف بإدارة المديونية بتقييم الأداء الخاص بهيكل التمويل من خلال تحديد مدى الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجات المنشأة، وبالتالي فهي تعكس التناسق بين التمويل الذاتي والمقترض. للحد من اعتماد المنشأة على المديونية في تمويل موجوداتها يتم وضع حد أدنى لها وعادة ما يكون بنسبة (3%)، ويتم احتسابها عن طريق قسمة رأس المال الأساسي إلى إجمالي الموجودات داخل وخارج الميزانية ذات المخاطر (0%)، وقد تم احتساب نسبة الرافعة المالية وفقاً لمقررات بازل 3 كما في المعادلة التالية (الوائلي، 2019):

نسبة الرافعة المالية = رأس المال الأساسي / الموجودات داخل وخارج الميزانية دون أوزان ترجيحية
 $\times 3\%$

4. **نسب الديون ((Debt Ratios (DR):** وهي النسب التي تقيس درجة المديونية للشركة على المدى الطويل وأهمية تلك الديون إلى رأس مال الشركة، وهذه النسب تكون مؤشرات دقيقة حول الوضع المالي للشركة، وتعتبر عن قدرة الشركة على تسديد التزاماتها الطويلة الأجل مثل القروض المتوسطة الأجل والطويلة الأجل والسندات بأنواعها وأهم هذه النسب (قاع، 2016):

أ- **نسبة الالتزامات إلى إجمالي الأصول:** تعتبر هذه النسبة من أكثر المؤشرات استخداماً لقياس درجة استخدام مصادر التمويل الخارجية في الهيكل التمويلي للشركة، وتحديد مقدار الالتزامات

لكل دينار من مجموع الأصول. هذا الإجراء يعطي فكرة عن حجم المخاطر المحتملة التي تواجهها الشركة من حيث عبئ التزاماتها. إذا كانت نسبة الدين أكبر من 100% تشير إلى أن مديونية الشركة أكبر من أصولها، وبالتالي فإن الشركة تواجه أعلى مستوى من المخاطر، وتعتبر نسبة 52 % نسبة مقبولة في معظم الصناعات، وكلما انخفضت هذه النسبة فإن الشركة ستمتلك أصولاً تزيد عن قيمة مديونيتها، يتم حساب تلك النسبة بقسمة مجموع الالتزامات والخصوم على مجموع الأصول، ويتضمن مجموع الالتزامات كل من الالتزامات المتداولة والالتزامات طويلة الأجل.

ب- معدل تغطية الفائدة: تعبر هذه النسبة عن قدرة الشركة على دفع فوائد القروض من الدخل المتحقق قبل الفائدة والضريبة، وكلما كانت هذه النسبة أكبر كلما دل ذلك على مقدرة الشركة على سداد الفوائد، وزيادة ثقة المقرضين بالشركة. هذا المعدل يعتبر هامش الأمان بالنسبة لاستمرارية الشركة وعدم تعرضها لمخاطر التوقف عن السداد والإفلاس التي يمكن أن تواجهها نتيجة عدم توليدها لأرباح كافية لتسديد القروض. كلما كان معدل تغطية الفوائد أعلى كلما زاد هامش الأمان، حيث أن عدم قدرة الشركة على مقابلة أعباء التمويل قد يؤدي إلى إفلاسها، ولذلك يعد معدل تغطية الفوائد بصفة عامة من أهم المؤشرات المالية، لذلك يجب على الشركة تحقيق مستوى أرباح أعلى من الفوائد المطلوبة كحماية للشركة ضد الظروف المعاكسة التي قد تحدث في المستقبل.

ت- نسبة القروض إلى حقوق الملكية: تقيس هذه النسبة التزامات الشركة نحو دائئيتها والمدي الذي ذهبت إليه في الاقتراض باستخدام الضمان العام للدائنين، وكذلك تغطية الأموال المقترضة وإمكانية سدادها من أموال الملاك، ويعبر انخفاض هذه النسبة عن حماية أفضل للدائنين وعن وجود قدرة كامنة على الاقتراض من قبل الشركة، ويرى البعض أن الحد الأقصى لهذه النسبة في الميدان الصناعي هي 1:1 أي 100%.

ث- نسبة حقوق الملكية إلى الأصول الثابتة: تقيس هذه النسبة مدى مساهمة رؤوس الأموال الخاصة المتمثلة في رأس المال والأرباح المحتجزة أو الأرباح المرحلة أو الإحتياطيات في تمويل الأصول الثابتة، وهي نسبة تساعد الإدارة المالية في تحديد نوع التمويل المطلوب، فإذا كانت النسبة منخفضة يجب على الإدارة المالية اللجوء إلى تدعيم رؤوس الأموال الخاصة وزيادة دورها في هيكل رأس مال الشركة لاسيما من خلال عملية رفع رأس المال بأصول ثابتة

جديدة، أما إذا كانت هذه النسبة مرتفعة فهذا يعتبر مؤشراً على ارتفاع مساهمة رؤوس الأموال الخاصة في تمويل الأصول الثابتة وضعف الاعتماد على مصادر التمويل منخفضة التكلفة، لذلك يجب على الإدارة المالية التوجه إلى الاقتراض لتمويل أي أصول ثابتة جديدة.

2.5.2.1.2 المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي:

يرى البعض من الكتاب والباحثين في الفكر المالي المعاصر على أن المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء من أجل الحصول على القيمة العادلة لسهم الشركة تتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وبطاقة الأداء المتوازن، باعتبار أن هذه المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء تمثل منهجاً متكاملًا في إعادة هيكلة أنظمة الإدارة المالية، حيث يرجع ذلك إلى قدرتها على الربط بين الأداء المالي للشركة وأهدافها بشكل عام، وهدف الإدارة المالية بشكل خاص، والمتمثل في تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة، ومن أهم هذه المؤشرات ما يلي:

1.2.5.2.1.2 القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) (Economic Value Added):

تعتبر أهم المقاييس الاقتصادية في تقييم أداء الشركات، وهو مقياس للربح المبني على المفهوم الاقتصادي، والذي يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال لجميع مصادر التمويل، وهي القدر الذي يتجاوز فيه صافي أرباح التشغيل بعد الضريبة مقدار تكلفة رأس المال، ومن ثم فإن هذا المقياس أكثر ارتباطاً بتعظيم ثروة الملاك، حيث أنه يوفر المعلومات اللازمة للإدارة لمساعدتها على اتخاذ القرارات الاستثمارية على أساس سليم (الفار، 2018).

كما أنها تمثل الشكل المطور لمفهوم الربح المتبقي، وفي نظر البعض ما هي إلا إعادة بعث وإحياء لهذا المفهوم، وعليه فهي لا تحمل أي جديد أو إبداع على المستوى النظري؛ ذلك أنها قدمت على ضوء القصور في استعمال مؤشر "الربح المتبقي" لتستجيب لواقع آخر للشركات تميزت بالضغط الممارسة من طرف الأسواق المالية، من خلال إيجاد وسائل اتصال تفيد بمعرفة أداء الشركات أمام المساهمين (قاع، 2016).

ويستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم. ولحساب القيمة الاقتصادية المضافة هناك خمس خطوات رئيسية (حميدي وآخرون، 2021):

- **الاطلاع ومعاينة البيانات المالية للوحدات:** ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية، وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لسنتين لإجراء عملية القياس.
- **تحديد رأس مال الشركة:** إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً كثيراً ما تضلل في وصف الوضع المالي الحقيقي للشركة.
- **التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC):** هي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، حيث تعرف على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممالي الشركة المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الاستدانة).
- **حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT):** يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل.
- **حساب القيمة الاقتصادية المضافة.**

1.1.2.5.2.1.2 طرق احتساب القيمة الاقتصادية المضافة:

الطريقة الأولى: يتم حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA وفقاً لهذه الطريقة بناء على معدل العائد على الاستثمار ROI حيث أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA عبارة عن حاصل ضرب معدل العائد على الاستثمار ROI مخصوماً منه المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في رأس المال المستثمر، لذا تصبح المعادلة كالتالي (الفودي، 2022):

$$EVA = (\text{معدل العائد على الاستثمار} - \text{المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال}) \times \text{رأس المال المستثمر}$$

الطريقة الثانية: في ضوء هذه الطريقة يتم حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بناء على الدخل المتبقي حيث يتم حساب المقياس عن طريق الفرق بين صافي الربح المعدل الناتج عن عمليات التشغيل بعد الضرائب وحاصل ضرب رأس المال المستثمر $\times$ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وعلى ذلك تصبح المعادلة كالتالي:

EVA = صافي الربح المعدل الناتج من عمليات التشغيل بعد الضرائب - (رأس المال المستثمر × المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال)

الطريقة الثالثة: في ضوء هذه الطريقة يتم حساب مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA عن طريق الفرق بين صافي الربح بعد الفوائد والضرائب NPAIT والتمويل الذاتي (حقوق الملكية) مضروباً في تكلفة حقوق الملكية، وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يتم خصم الفوائد والضرائب من صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل لإيجاد NPAIT، ويمكن حساب تكلفة حقوق الملكية من خلال نموذج تسعير الأصول والذي سيتم تناوله بشيء من التفصيل فيما بعد، وعلى ذلك فإن:

EVA = صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل بعد الفوائد والضرائب - تمويل حاملي الأسهم × تكلفة حقوق الملكية.

فإذا كانت $EVA < 0$ ففي هذه الحالة يمكن القول أن الشركة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك، وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الاستثمار، أما إذا كانت $EVA = 0$ فهذا يعني أن الشركة قد أنتجت بقدر ما استثمرت من أموال، وعندما تكون $EVA < 0$ فهذا يعني تآكل في ثروة الملاك. ترجع أهمية هذا المقياس إلى عدة أسباب منها أنه يساعد على مواجهة أوجه القصور التي يعاني منها كل من الربح المحاسبي، ومعدل العائد على الاستثمار، في حين يحسب الربح المتبقي بعد استبعاد التكلفة الضمنية لرأس المال المستثمر من الأرباح التشغيلية، حيث إن احتساب التكلفة الضمنية لرأس المال المستثمر سوف تقود إلى إضافة قيمة لمقياس الربح المحاسبي ويوفر مقياساً أشمل للأداء (صلاح وجريد، 2019).

2.1.2.5.2.1.2 مبررات تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

تعددت الجوانب الإيجابية التي اكتسبتها وحدات الأعمال التي طبقت القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ويعد من أهمها (صابر وآخرون، 2018):

1. الأخذ في عين الاعتبار رأس المال المملوك، أي أنه يتم خصم كافة التكاليف التي تتحملها وحدة الأعمال من الإيرادات المحققة، وبالتالي فإن الربح المتبقي هو الربح الحقيقي للملاك.

2. يؤدي استخدام مؤشر (EVA) كمقياس مالي إلى التخلص من التناقضات التي تنشأ بسبب استخدام وحدات الأعمال مقاييس أداء متعددة يمكن أن تؤدي إلى عدم الاتساق في العملية الإدارية.
3. يمثل مؤشر (EVA) مقياساً ذا مدى بعيد فهو يوجه العديد من القرارات ومنها قرارات الموازنات الاستراتيجية، وكذلك التخطيط الاستراتيجي، بالإضافة إلى قرارات الحصول على موارد إضافية أو التخلص من موارد حالية.
4. ساهم مؤشر (EVA) في تخفيض مشكلة الوكالة من خلال تشجيع مدراء الوحدات على التصرف كملاك لها، والتركيز على الجوانب التشغيلية الأكثر أهمية، وتقييم الأداء الاستراتيجي، وتحديد خطوط الإنتاج غير المرابحة والتركيز على عناصر رأس المال العامل.
5. يحقق مؤشر (EVA) التناسق بين أهداف المدراء والملاك ووحدة الأعمال ككل، فكل فرصة استثمارية ينتج عنها قيمة اقتصادية مضافة موجبة فإنها تلقى قبول من الجميع.
6. عمل على ربط أداء المدراء والموظفين بنظم الحوافز والمكافآت في وحدات الأعمال، وتحفيز المديرين للعمل، وتبني القرارات التي تسهم في تعظيم القيمة السوقية.
7. أثبتت الأبحاث التي قام بها Stern Stewert أن الوحدات الاقتصادية المطبقة لمؤشر (EVA) تتفوق على الوحدات الاقتصادية المنافسة لها فيما يتعلق بإجمالي العائد المحقق في الخمس السنوات الأولى.

2.2.5.2.1.2 القيمة السوقية المضافة (Market Value Added (MVA)):

يتم تطبيق هذا المؤشر على مستوى الشركات المدرجة في البورصة، حيث يمكن اعتبار الشركة منشأة للقيمة إذا كان الفرق بين القيمة السوقية للأصل الاقتصادي وبين القيمة المحاسبية له موجباً تماماً (الرسملة البورصية)، والتي تعرف أيضاً بالقيمة السوقية وهي تساوي قيمة الأوراق المالية المدرجة في البورصة مضافاً إليها الاستدانة الصافية، وهي مجموع القروض البنكية والمالية مطروحاً منها السيولة المتاحة والتوظيفات المالية، فهي تسمح بتحديد الوضعية الدائنة والمدينة للشركة وتبين علاقة الشركة بالأطراف الخارجية. يتم في معظم الحالات افتراض وجود مساواة بين القيمة السوقية والمبلغ المحاسبي للاستدانة الصافية، أي تصبح القيمة السوقية عبارة عن الفرق بين الرسملة البورصية والمبلغ المحاسبي للأموال الخاصة (قاع، 2016). كما تشير القيمة السوقية المضافة (MVA) إلى الفرق بين

القيمة السوقية الحالية للشركة ورأس المال الذي يساهم به المستثمرون، ويعتبر مقياساً من المقاييس التي تجمع بين مقاييس الأداء السوقية ومقاييس الأداء المحاسبية، ويعتبر مقياساً هاماً يعبر عن أداء الشركة ومدى نجاحها في إدارة مواردها واستثمارها (بواعنة، 2020). أي أنها المقياس التراكمي لعوائد رأس المال للمساهمين في الشركات، لذا فهي تستخدم للوقوف على حسن إدارة الشركة لرؤوس أموال المساهمين بالأجل الطويل، وتحسب القيمة السوقية المضافة كما يلي (صلاح وجريد، 2019):

$$MVA = MVE - BE$$

MVE: القيمة السوقية الإجمالية لحقوق الملكية وهي تساوي عدد أسهم الشركة في سعر السهم.

BVE: هي القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية.

وبموجب هذه المعادلة فإن قيمة (MVA) الموجبة تشير إلى الزيادة المحتملة في قيمة الشركة مستقبلاً مما يساهم في تعظيم حقوق حملة الأسهم، أما انخفاضها ووصولها إلى القيمة السالبة فإن ذلك مؤشر على احتمالات انخفاض قيمتها السوقية وتدني مستوى أرباحها نتيجة إلى إما محدودية الفرص الاستثمارية أو أن الإدارة غير قادرة على توظيف مواردها في فرص استثمارية منتجة للقيمة، وإذا كانت قيمة (MVA) موجبة فهذا يعني أن الشركة زادت من قيمة رأس المال المودع لديها، ولذلك يتم خلق القيمة لحملة الأسهم، وإذا كانت قيمتها سالبة فهذا يعني أن الشركة قد بددت ثروتها، فمن خلال تعظيم الفرق بين النقد الذي يدفعه المستثمرون منذ بدء أعمال الشركة وبين القيمة الحالية لهذه النقود والناجمة عن قيام هؤلاء المستثمرين ببيع حصصهم في الشركات، فإن مديري الشركة يعظمون ثروة حملة الأسهم بالمقارنة بالاستخدامات الأخرى لرأس المال (صلاح وجريد، 2019).

3.2.5.2.1.2 بطاقة الأداء المتوازن (Balanced Score Card (BSC)):

تعرف بأنها مجموعة من المقاييس التي تعطي الإدارة العليا صورة سريعة وشاملة عن الأعمال التي تشمل المقاييس المالية التي تخبر عن نتائج الأنشطة المحددة سابقاً، والعمليات الداخلية والإبداع وتحسين أنشطة الشركة، فهي ظهرت كحvisلة للأنظمة السابقة لها، وهي أحدث النظم حيث قدمه Kaplan and Norton في عام 1992، وهو أحد الطرق الحديثة في تقويم الأداء الاستراتيجي، كما ظهرت هذه الطريقة كنتيجة لتلافي المشكلات والقصور الواضح في الطرق التقليدية ولاسيما الافتقار إلى الأداء الاستراتيجي في تقويم الأداء المالي (الفوردي، 2022).

وتأتي علاقة بطاقة الأداء المتوازن بالأداء المالي من خلال قياسها للأهداف قصير الأجل للشركة، وتشير إلى مدى إسهامها في تنفيذ الاستراتيجية، وفي التحسين المستمر لأهدافها ونشاطاتها من وجهة النظر المالية، وذلك بتحديد الجوانب الخاصة بالموقف المالي للشركة بالاعتماد على عدة مقاييس. يتم التقييم للأداء بالمقارنة مع نتائج الأداء المالي للشركات المنافسة، ومع معايير وقياسات تاريخية للشركة نفسها، وتلعب المقاييس المالية دوراً مزدوجاً في تحديد الأداء المالي المتوقع من الاستراتيجية، وتلائم الأهداف مع الغايات والمقاييس في كل منظورات بطاقة التقييم الأخرى، وتختلف المقاييس المالية المعتمدة باختلاف المراحل التي تمر بها الشركة (سالم وبشيري، 2021).

ويتضمن البعد المالي لبطاقة الأداء المتوازن تحديد آلية تقييم مالي واضح للوضع الحالي للشركة وتوقع ما يمكن وقوعه في المستقبل، ويتقترح هذا البعد طرق تحليل معينة للمؤشرات المالية بغرض التأكد من مناخ نشاط الشركة وهو أمر كونه سيحدد نوعية القرارات الاستراتيجية المستقبلية والمؤشرات المالية الضرورية لتتبع تطبيقها، ويسمح هذا البعد بمعرفة مدى نجاح الشركة مالياً لاسيما بمنظور تحقيق الأرباح، ويرتبط بدرجة كبيرة بباقي الأبعاد لبطاقة الأداء المتوازن، والتي بالرغم من صعوبة تحديد عوائدها المالية إلا أنها تساهم في تحقيق الإيرادات، وعليه فإن هذا البعد يمكن من معرفة درجة الترابط بين مختلف الأبعاد، وتقييم الاستراتيجيات بصفة عامة على أساس الأهداف التي تم وضعها قبل التنفيذ (غال، 2022).

6.2.1.2 تكلفة هيكل رأس المال والأداء المالي:

تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي من أهم القضايا التي تهتم بها الإدارة المالية، حيث يدور الجدل بين العلماء والممارسين في حقل الإدارة المالية منذ أكثر من أربعين عاماً حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل (الصبيحي ورجا، 2020).

فقرارات التمويل تشكل أحد القرارات الأساسية في شركات الأعمال؛ لأنه يحدد كيفية تمويل أنشطتها وعملياتها المختلفة فضلاً عن النمو في أعمالها وبالتالي انعكاسه في أداءها ومخاطرتها، وبذلك فقد بات من الضروري فهم أن قرار التمويل ليس كيان منفصل بذاته بل يرتبط بجوانب عديدة من

الأبعاد المتعلقة بعمل الشركات مما يستوجب البحث عن رؤية أكثر واقعية لطبيعة تأثير هيكل التمويل من مجرد إعطاء وصف له (يارا وكوين، 2018).

كما تحاول الشركات عند اتخاذ قرار التمويل إيجاد التوليفة المثلى من الأموال الخاصة وأموال الاستدانة التي تسمح لها بتحقيق أهدافها والتي من بينها تعظيم قيمة المؤسسة وزيادة ربحيتها مما يعني تحسين أدائها المالي، إلا أن هنالك مشكلة في تحديد هذه التوليفة؛ فاستخدام الديون في هيكل رأس مال الشركة يحقق لها وفر ضريبي كون فائدة الاقتراض تقتطع قبل الضريبة، لكن الاعتماد على الديون بشكل كبير يرافقه إمكانية وقوع الشركة في خطر العسر المالي، كما أن اشتغال هيكل رأس المال على هذين المصدرين يحمل الشركة مجموعة من التكاليف تشكل تكلفة رأس المال (قدي وحماة، 2015).

فالأداء المالي الإيجابي يتوقف على قدرة الشركات في الوصول إلى التوليفة المثلى لهيكل رأس المال، أي تحديد المزيج الملائم لاستخدام مصادر التمويل بالملكية، ومصادر التمويل بالاقتراض، والتي تحقق التوازن بين العائد والمخاطر، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل، وارتفاع معدلات الأرباح، ومن ثم تعظيم عوائد المستثمرين، وزيادة نصيب السهم من الأرباح (يازينة وبن سليم، 2016).

فالسياسات المالية للشركات تؤثر على هيكل رأس المال، والذي يتكون من هيكل رأس المال والمطلوبات، ويعد اختيار المزيج التمويلي الأمثل من أعقد الأمور التي تواجه الإدارة، بحيث يكون مطلوب من الإدارة الوصول إلى المزيج المناسب من خلال المفاضلة والاختيار بين البدائل المتاحة بما يكفل تغطية تكاليف التمويل والحصول على عوائد تسهم في تعظيم ثروة الملاك والقيمة السوقية للأسهم (ياسين وزلوم، 2018).

3.1.2 المحور الثالث: الواقع الفلسطيني

1.3.1.2 تطور الاقتصاد الفلسطيني:

فقد الاقتصاد الفلسطيني قاعدته الإنتاجية منذ النكبة عام 1948م، ونكسة عام 1967، فقد تعرض فيهما لأوضاع قسرية جديدة أفقدته القدرة على النمو والتطور بعيداً عن شروط الاحتلال وتحكمه في كافة الموارد الاقتصادية والقطاعات الإنتاجية وغير الإنتاجية (أبو فارة، 2013).

ومنذ توقيع اتفاقيات أوسلو واستلام السلطة الوطنية الفلسطينية في عام 1994 زمام الأمور، ومباشرتها القيام بمهامها ضمن الصلاحيات المحدودة في هذه الاتفاقيات، كان الاقتصاد الفلسطيني هشاً ويأمن تحت آثار الاحتلال الإسرائيلي، فقد استمرت إسرائيل بممارسة سياساتها الهادفة لتقويض الاقتصاد الفلسطيني والتضييق عليه، وعدم منحه أي فرصة للنمو أو للتطور، خاصة وأن الثغرات التي تخللت هذا الاتفاق تصب في معظم الأحيان في مصلحة الجانب الإسرائيلي (عبد الله، 2012). ومن أجل النهوض بهذا الاقتصاد، عملت السلطة الوطنية الفلسطينية على تشكيل الهياكل الاقتصادية والشركانية بالتنسيق مع العديد من دول العالم، بتفعيل دور القطاعات الإنتاجية، وسن القوانين الاقتصادية والمالية (قرش، 2010).

مما جعل الاقتصاد الفلسطيني يتميز بتطور ملحوظ خلال الفترة الممتدة من عام 1995 - 2000، وارتفع الناتج المحلي الإجمالي، وأما خلال الفترة الممتدة ما بين السنوات من 2000 ولغاية 2009، فقد شهدت استمرار تراجع قدرات الاقتصاد الفلسطيني، نتيجة استمرار وتصعيد سياسات الاحتلال الإسرائيلي (الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، 2010).

وخلال الأعوام 2011 - 2016، عاد الاقتصاد الفلسطيني للانتعاش وحقق زيادة في عدد العاملين باستثناء أنشطة الزراعة والإنشاءات والمعلومات والاتصالات، مع اختلاف التوزيع النسبي للعاملين في الأنشطة الاقتصادية المختلفة (الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، 2016).

أما في الأعوام 2017- 2020 استمر الاقتصاد الفلسطيني بوتيرة جدية، ولكن بدأ بالتراجع بعدها مع ظهور مشكلة المقاصة، واستمر الوضع الاقتصادي بالانحدار في العام 2020م بسبب جائحة كورونا، فيما تعافى الاقتصاد الفلسطيني خلال العام 2021 بعد جائحة كورونا، إذ سجل ارتفاعاً بنسبة 6.7%، كما شهدت معظم الأنشطة الاقتصادية ارتفاعاً في القيمة المضافة، مما أدى لارتفاع في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 4.1%، ليزداد بذلك مستوى الطلب العام لمؤشري الاستهلاك والاستثمار الكلي (الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، 2021).

2.3.1.2 السوق المالي الفلسطيني (بورصة فلسطين):

تأسست بورصة فلسطين في عام 1995 كشركة مساهمة خاصة تهدف الى توفير سوق مالي يقوم على الادخار عن طريق تشجيع الاستثمارات في الأوراق المالية، واستغلال المدخرات للقيام بنهضة

للاقتصاد الوطني، بالإضافة الى التنظيم والرقابة على إصدار الأوراق المالية التي يملكها القطاع الخاص، وقد تمت أول جلسات البورصة بتاريخ 1997/12/18م.

ومنذ العام 2010م أصبحت بورصة فلسطين شركة مساهمة عامة مسجلة في وزارة الاقتصاد الوطني، وقد أصبحت تعرف بالاسم التجاري كبورصة فلسطين، وقد عملت على استقطاب المستثمرين على المستوى المحلي والدولي، وعملت على مواكبة القوانين والأنظمة الحديثة لتوفير أكبر قدر ممكن من النزاهة والشفافية للمستثمرين (بعيوات، 2020).

تعمل بورصة فلسطين تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004، وتقوم بتنظيم التداول في الأوراق المالية، وحصلت في العام 2009م على المركز الثالث والثلاثين عالمياً، كما بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (49) شركة موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين والاستثمار والصناعة والخدمات (السراحنة، 2015).

3.3.1.2 القطاعات في السوق المالي الفلسطيني

(قطاع الخدمات، قطاع البنوك، قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع الصناعة)

بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 46 شركة حتى تاريخ 2020/12/31 بقيمة سوقية بلغت نحو 271.3 مليار دولار مقارنة مع 757.3 مليار دولار خلال الفترة ذاتها من العام الماضي 2019، حيث أعلنت هيئة سوق رأس المال الفلسطينية مغادرة شركتي جلوبال كوم للاتصالات والشركة العقارية العربية من البورصة، لتصبح بقية الشركات موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات (<https://web.pex.ps>).

جدول رقم (1)

قطاعات السوق المالي الفلسطيني

القطاع	عدد الشركات	عدد الأسهم المتداولة في 2020	قيمة الأسهم المتداولة (دولار)	القيمة السوقية (دولار)
قطاع البنوك والخدمات المالية	7	23,752,471	37,911,553	1,023,239,849
قطاع الاستثمار	10	48,267,618	103,794,909	725,066,387
قطاع التأمين	7	2,198,648	3,304,153	214,802,000
قطاع الخدمات	9	8,349,899	30,649,128	1,103,838,801
قطاع الصناعة	13	3,886,155	14,437,139	379,966,479
إجمالي السوق	46	86,454,791	190,096,883	3,446,913,516

من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع بورصة فلسطين <https://web.pex.ps>

ومن خلال الجدول السابق يظهر لنا أن قطاع الخدمات جاء في المرتبة الأولى من حيث أكثر القطاعات ربحية خلال العام 2020، في حين جاء في المرتبة الثانية قطاع البنوك والخدمات المالية، واحتل قطاع الاستثمار المرتبة الثالثة في تحقيق الأرباح، وجاء قطاع الصناعة في المرتبة الرابعة، أما قطاع التأمين فقد كان أقل القطاعات تحقيقاً للأرباح من العام 2020. تم استبعاد قطاع البنوك والتأمين من الدراسة ولذلك لاختلاف طبيعة نشاطها وعملها المباشر في تمويل رأس المال للشركات والقطاعات الأخرى وخصوصاً التمويل بالدين.

2.2 الدراسات السابقة

1.2.2 الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة (العلاوي، 2021) بعنوان "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمنشأة الاقتصادية"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمنشأة الاقتصادية كدراسة حالة لمنشأة محية للمشروبات الغازية "براجة" بمسكينة أم البواقي في الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي ومنهج دراسة الحالة وذلك بتحليل القوائم المالية لمنشأة براجة، وتكون مجتمعها من التقارير المالية لشركة براجة للمشروبات الغازية، واستخدمت في هذه الدراسة أدوات التحليل المالي للنسب المالية خلال الفترة من 2018 - 2020، لاختبار فرضياتها وأهمها أن الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختبار هيكل رأس مالي مناسب تتفاوت من منشأة اقتصادية إلى أخرى، وكانت متغيرات الدراسة المستقلة المردودية، الرفع المالي، نسب الهيكل المالي، والمتغير التابع الأداء المالي، وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن منشأة براجة لها استراتيجية مالية (تمويلية) جيدة على المدى البعيد، وهذه الاستراتيجية مكنتها من رفع قيمتها السوقية تدريجياً خلال السنوات قيد الدراسة، وتبين الدراسة أن هيكل رأس مالها ذو تأثير نسبي على أدائها المالي من فترة إلى أخرى، وأن أدائها جيد عموماً، كما أشارت النتائج إلى ارتفاع مستمر للأموال الخاصة بالمنشأة خلال السنوات الثلاثة وكذلك بالنسبة للمردودية المالية، وهذا ما يعكس تحسن في الأداء المالي لها، وفي ضوء ذلك أوصت الدراسة بمجموعة من التوصيات أهمها الاعتماد بشكل أكبر على القروض طويلة الأجل؛ لأنها تعطي ربحية للمنشأة من ناحية الوقت اللازم للتسديد وتزيد من المردودية الاقتصادية لها.

2. دراسة (الصبيحي ورجا، 2020) بعنوان "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف

العراقية الخاصة للمدة 2017 - 2011"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي من خلال الكشف عن أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف العراقية من خلال الأموال الخاصة والقروض الخارجية على التمويل بالقروض في هيكل رأس المال، وتكون مجتمع الدراسة من جميع المصارف العراقية الخاصة، وتم اختيار عينة مكونة من (18) مصرفاً، واستخدمت الدراسة تحليل البيانات الجدولية

(Panel Data) باستخدام نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية وطريقة المربعات الصغرى العامة (GLS) لاختبار فرضيات الدراسة، حيث تمحورت الفرضية الرئيسية حول أن هنالك علاقة طردية معنوية ذو دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمصارف العراقية الخاصة، وكانت متغيرات الدراسة المستقلة المديونية، والأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الموجودات، والموجودات الثابتة إلى مجموعة الموجودات، ونسبة التداول والتي مثلت هيكل رأس المال، كما تمثل المتغير التابع بالأداء المالي والمقاس من خلال العائد على الموجودات والعائد على السهم والعائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار، وقد كان من أهم النتائج وجود علاقة معنوية ذو دلالة إحصائية لكل من القيمة السوقية والاحتياطات ورأس المال مع (العائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار)، ووجود علاقة معنوية ذو دلالة إحصائية لكل من القيمة السوقية والاحتياطات ورأس المال مع (العائد على السهم والعائد على الموجودات)، وأوصت الدراسة بمجموعة من التوصيات أهمها أن على إدارة المصارف استخدام كافة الوسائل التي من شأنها تعزيز الودائع لديها وبكافة أشكالها، حيث تعد المصدر الرئيس في تمويل نشاطاتها، والعمل على زيادة الاستثمارات الأجنبية من خلال الانفتاح على العالم الخارجي للاستفادة من زيادة حجم رؤوس الأموال.

3. دراسة (ياره وآخرون، 2020) بعنوان "تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي- دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الأمريكية"

هدفت هذه الدراسة الى الكشف عن تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية، ومن أجل تحديد العلاقة بين هيكل التمويل وأداء الشركات والإسهام في النقاش حول طبيعة هذه العلاقة، تم استخدام المنهج الوصفي الارتباطي، وذلك بفحص العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي، وتكونت العينة من (10) شركات من الشركات الأمريكية الممتدة من الفترة 2009 - 2018م، كما تمثلت الدراسة في (6) فرضيات رئيسية وهي: توجد علاقة معنوية ذو دلالة إحصائية بين مؤشرات هيكل رأس المال والعائد على الموجودات، ويوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمؤشرات هيكل رأس المال على العائد على الموجودات، وتوجد علاقة معنوية ذو دلالة إحصائية بين مؤشرات هيكل رأس المال والعائد على حق الملكية، ويوجد تأثير معنوي لمؤشرات هيكل رأس المال على العائد على حق الملكية، وتوجد علاقة معنوية ذو دلالة إحصائية بين مؤشرات هيكل رأس المال وربحية السهم الواحد، ويوجد تأثير معنوي لمؤشرات هيكل رأس المال على ربحية السهم

الواحد، وكانت متغيرات الدراسة والتي استخدمت للتعبير عن هيكل رأس المال (القروض/الموجودات، القروض/حق الملكية، القروض/حق الملكية + القروض)، في حين تم التعبير عن مؤشرات الأداء والتي مثلت المتغير التابع بالعائد على الموجودات، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد. كشفت أهم النتائج وجود علاقة عكسية بين مؤشرات هيكل رأس المال والعائد على الموجودات، كما تم إثبات وجود تأثير معنوي لهيكل رأس المال على العائد على الموجودات، كما كشفت النتائج أنه لا توجد أي علاقة أو تأثير معنوي لهيكل رأس المال في مؤشري الأداء الأخرى معبراً عنهما بالعائد على حقوق الملكية وربحية السهم الواحد، وفي ضوء ذلك أوصت الدراسة بالعديد من التوصيات أهمها: أن على الشركات تحديد حجم القروض المناسبة والتي تنعكس في تأثير إيجابي على أدائها.

4. دراسة (عبد الرحمن، 2020) بعنوان "قياس الأثر التفاعلي لإدارة رأس المال العامل وانعكاسه على الأداء المالي للشركات وفقاً لمتطلبات معايير التقارير المالية الدولية" IFRS "دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية"

هدفت الدراسة إلى قياس الأثر التفاعلي لإدارة رأس المال العامل وانعكاسه على الأداء المالي لشركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية وفقاً لمتطلبات معايير التقارير المالية الدولية IFRS في جمهورية مصر العربية، وتكون مجتمع الدراسة من شركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية، أما عينة الدراسة فتمثلت بالتقارير المالية لشركات الأدوية، وتم استخدام المنهج التحليلي الوصفي، وتمثلت متغيرات الدراسة في إدارة رأس المال العامل والمقاسة من خلال تحصيل العملاء، وتحول المخزون، وسداد الموردين، وفترة التحول النقدي. أما المتغير التابع فتمثل في الأداء المالي والذي تم قياسه من خلال نسبة السيولة ونسبة المديونية. لتحقيق أهداف الدراسة تم تنقيح بيانات شركات الأدوية التي ينطبق عليها الشروط وتم عمل محاكاة للبيانات بأسلوب مونت كارلو (Monte-Carlo-Simulation)، باستخدام برنامج (Minitab.19) لفحص واختبار فرضية الدراسة الرئيسية والتي نصت على أنه يوجد أثر ذو دلالة معنوية لإدارة رأس المال العامل على الأداء المالي لشركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية، وكانت أهم نتائج الدراسة: وجود أثر تفاعلي ذو دلالة معنوية لإدارة رأس المال العامل على كل من (نسب السيولة، ونسب المديونية، ونسب السوق). كانت أهم توصيات الدراسة هي ضرورة قيام شركات الأدوية بخفض فترة التحول النقدي للاستفادة من الآثار الإيجابية وانعكاسها على زيادة المبيعات والأرباح، وضرورة قيام شركات الأدوية بالعمل على تحسين السياسات

الائتمانية من خلال زيادة فترة سداد الموردين، وخفض فترة تحصيل العملاء من خلال استخدام أساليب التحفيز المختلفة لتشجيع العملاء على سداد المستحق عليهم في مدة أقل، والتعامل مع الموردين أصحاب التسهيلات في السداد الأكثر مرونة والتي تكون في صالح الشركة.

5. دراسة (بغوات، 2020) بعنوان "هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية"

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من عام 2011 ولغاية 2017. وتكون مجتمع الدراسة من التقارير المالية للشركات المساهمة العامة والمدرجة في بورصة فلسطين، وتمثلت فرضية الدراسة الرئيسية في أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. طبقت الدراسة على عينة مكونة من (27) شركة مدرجة في بورصة فلسطين. تم قياس المتغير المستقل (هيكل رأس المال) بثلاثة نسب وهي: نسبة (إجمالي الالتزامات / إجمالي الأصول) ونسبة (الالتزامات طويلة الأجل / إجمالي الأصول) ونسبة (الالتزامات / حقوق الملكية). أما المتغير التابع (الأداء المالي) فتم قياسه بثلاثة مؤشرات وهي: معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على السهم (EPS). اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة وتحليل البيانات. كان من أهم نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين نسبة (الالتزامات / حقوق الملكية) والأداء المالي مقاساً بمعدلي العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على السهم (EPS). كما أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين نسبة (إجمالي الالتزامات / إجمالي الأصول) ونسبة (الالتزامات طويلة الأجل / إجمالي الأصول) والأداء المالي بجميع مؤشرات. كما كان للمتغيرات الضابطة (حجم شركة التدقيق، حجم الشركة، ملموسية الأصول، القطاع) أثر ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. ومن أهم التوصيات التي أوصت بها الدراسة اعتماد تمويل الشركات على حقوق الملكية، بهدف تحسين الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

6. دراسة (النسور وجريسات، 2018) بعنوان "هيكل رأس المال والأداء: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي"

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة الممتدة من (2007-2016) في المملكة الأردنية الهاشمية، ونصت فرضيات الدراسة على أنه لا يوجد تأثير كبير لهيكل رأس المال (المقاس بنسبة الدين ونسبة الدين إلى حقوق الملكية) على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية (يقاس بالعائد على الأصول)، وأنه لا يوجد تأثير كبير لهيكل رأس المال (المقاس بنسبة الدين ونسبة الدين إلى حقوق الملكية) على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية (المقاس بالعائد على حقوق الملكية). تمثل المتغير المستقل بهيكل رأس المال والمقاس من خلال نسبة المديونية، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية، في حين تمثل المتغير التابع بالأداء المالي والمقاس من خلال العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، أما مجتمع الدراسة فقد تكون من جميع الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمدرجة في سوق عمان المالي والبالغ عددها (66) شركة لغاية 31/12/2016 بحسب التقرير السنوي الصادر عن مركز إيداع الأوراق المالية لعام 2016، وشملت عينة الدراسة (41) شركة مساهمة عامة صناعية ممن انطبقت عليها شروط اختيار العينة، شكلت ما نسبته (62.12%) من مجتمع الدراسة، واستخدمت الدراسة تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وكان من بين أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لنسبة المديونية على العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين، كذلك وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لنسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية على العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين، وفي ضوء ذلك جاءت أهم التوصيات في أنه يجب أن تحافظ الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على التوازن بين حقوق الملكية واستخدام الالتزامات من أجل تمويل احتياجاتها، بحيث تكون في وضع أفضل.

7. دراسة (الفار، 2018) بعنوان "العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's Q"

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين مقاساً بنموذج Tobin's Q للفترة ما بين 2010 - 2016 في فلسطين، وتمثلت

الفرضية الرئيسية في أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's Q، أما المتغيرات المستقلة فقد تمثلت في حجم الشركة، عمر الشركة، إنتاجية الشركة، نسبة التداول، الرافعة المالية، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، الربحية، معدل نمو التدفقات النقدية، معدل دوران المخزون، معدل نمو المبيعات. في حين تمثل المتغير التابع في الأداء المالي مقاساً ب نموذج Tobin's q. اشتمل مجتمع الدراسة على الشركات غير المالية والبالغ عددها (16) شركة، كما استبعدت الدراسة (8) شركات لعدم ملائمتها لأهداف الدراسة، واستخدمت الباحثة المنهج القياسي التحليلي في تحليل البيانات المالية، واستخدمت أيضاً أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار المتعدد، كما استخدمت الدراسة نموذج التأثير العشوائي من الانحدار المتعدد بعد إجراء الاختبارات اللازمة لذلك، وقد تم استخدام برنامج (Eviews) للوصول إلى نتائج الدراسة. وجاءت أهم النتائج في أنه يوجد أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة التالية على الأداء المالي للشركة وهي: إنتاجية الشركة، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، معدل نمو التدفقات النقدية، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (حجم الشركة والربحية) والأداء المالي. أوصت الدراسة باستخدام نموذج Topin's Q في قياس القيمة السوقية للشركات، وفي ضوء ذلك تمثلت أهم التوصيات في دعوة الشركات إلى زيادة الطاقة الإنتاجية، لزيادة كمية الإنتاج، وتوزيع الأرباح نقداً على المساهمين في نهاية كل عام، وإدارة تدفقاتها النقدية بشكل سليم.

2.2.2 الدراسات باللغة الأجنبية

1. دراسة (DINH, & PHAM, 2021) بعنوان

“The Effect of Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Listing Pharmaceutical Enterprises”.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي لشركات الأدوية المدرجة في سوق الأوراق المالية في فيتنام، ونصت فرضية الدراسة على أنه لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي لشركات الأدوية في سوق الأوراق المالية في فيتنام، واستخدم العائد على الأصول ROE كمتغير تابع وأربعة متغيرات مستقلة هي التمويل الذاتي، والرافعة المالية، والأصول طويلة الأجل، ونسب الالتزامات إلى الأصول. بالإضافة إلى ذلك قامت باستخدام المتغيرات الضابطة

التالية: حجم الشركة ومعدل الأصول الثابتة والنمو. تكون مجتمع الدراسة من شركات الأدوية المدرجة في سوق الأوراق المالية الفيتنامي وعددها (30) شركة خلال الفترة من 2015 إلى 2019، وتم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لاختبار تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات. من أهم النتائج التي تم التوصل إليها أن نسبة الرافعة المالية (LR) ونسبة الأصول طويلة الأجل (LAR) ونسبة الدين إلى الأصول (DR) لها علاقة إيجابية بأداء الشركة، وفي الوقت نفسه يؤثر التمويل الذاتي (E/C) بشكل سلبي على العائد على حقوق الملكية (ROE). بناءً على النتائج أوصت الدراسة بأن تركز الحكومة الفيتنامية على استقرار البيئة الكلية لخلق بيئة مواتية للشركات، ويجب على شركات الأدوية بناء هيكل رأسمالي أكثر منطقية مع نسبة دين أعلى من حقوق الملكية، وتنوع قنوات القروض مثل إصدار سندات طويلة الأجل، و يجب على الشركات توسيع النطاق بشكل مناسب للحفاظ على التنمية والقدرة على سداد الالتزامات.

2. دراسة (Alphonsus et al, 2021) بعنوان:

“Capital Structure and Commercial Banks’ Profitability in Nigeria”.

أجريت هذه الدراسة لاختبار تأثير هيكل رأس المال على ربحية البنوك التجارية في نيجيريا، ونصت فرضية الدراسة على أن هنالك تأثير لهيكل رأس المال على ربحية البنوك التجارية، أما المتغير المستقل فتمثل في هيكل رأس المال والمقاس من خلال إجمالي الدين وإجمالي حقوق الملكية، والمتغير التابع تمثل في أداء البنوك التجارية والذي تم قياسه من خلال صافي الربح، أما مجتمع الدراسة فتكون من جميع البنوك التجارية النيجيرية. عينة الدراسة تكونت من (14) بنكاً، وتم تحليل البيانات المالية من خلال استخدام نموذج (OLS) من عام 2008 حتى عام 2019. أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن هيكل رأس المال أثر بشكل إيجابي وكبير على صافي ربح البنوك التجارية في نيجيريا خلال فترة الدراسة. كانت هذه النتائج متوافقة مع نظرية المقايضة Trade-off theory لهيكل رأس المال. ومن أهم التوصيات التي قدمتها الدراسة أنه يجب على البنوك التجارية استخدام نسبة عالية من حقوق الملكية إلى الالتزامات في عملياتها من أجل تقليل مخاطر الإفلاس وتقليل المديونية العالية المرتبطة بالأعمال المصرفية وتعزيز صافي الربح.

3. دراسة (Ullah, 2020) بعنوان:

“The nexus between capital structure, firm-specific factors, macroeconomic factors and financial performance in the textile sector of Pakistan”.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل دور هيكل رأس المال في الأداء المالي ل (90) شركة نسيج مدرجة في بورصة باكستان (PSX) خلال الفترة 2008-2017. وسعت الدراسة إلى فحص الفرضية التي نصت على أن هنالك دور حاسم لنسبة دوران الأصول، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية، والضرائب المستحقة، ونمو الصادرات، ونسبة نمو المبيعات، وإجمالي نسبة الدين إلى إجمالي الأصول في الأداء المالي لقطاع النسيج الباكستاني. نصت الفرضية على وجود تأثير سلبي محدد لحجم الشركة على الأداء المالي في قطاع النسيج الباكستاني. المغير التابع (الأداء المالي) تم قياسه من خلال العائد على حقوق الملكية، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت بالدين إلى حقوق الملكية، وإجمالي الدين إلى إجمالي الأصول، ومعدلات دوران الأصول، ونمو المبيعات، والضرائب، ونمو الصادرات، في حين تم أخذ حجم الشركة كمتغير ضابط. تكون مجتمع الدراسة من شركات النسيج المدرجة في بورصة باكستان، وتم استخدام تقنية تقدير الانحدار لأغراض التحليل، وتم جمع بيانات المقطع العرضي والسلاسل الزمنية لهذه الدراسة. استخدمت الدراسة نموذج تقدير الانحدار العشوائي بناء على إحصائيات اختبار Hausman التشخيصي، وأشارت النتائج إلى أن هيكل رأس المال مقاساً بالدين إلى حقوق الملكية له علاقة سلبية وهامة مع الأداء المالي، بينما أظهرت نسبة دوران الأصول وأداء الشركة علاقة سلبية وغير ذات دلالة إحصائية. نمو الصادرات ونمو المبيعات لهما علاقة إيجابية كبيرة بالأداء المالي؛ ومع ذلك، فإن حجم الشركة له تأثير سلبي وهام على أداء الشركة، لصالح فرضية البحث البديلة. تشمل المتغيرات المتبقية الضرائب مستحقة الدفع وإجمالي نسبة الدين إلى إجمالي الأصول، والتي لها علاقة غير مهمة بالأداء المالي (ROE) وتتلائم مع صحة نظرية الوكالة. وأوصت الدراسة بأهمية وجود حوكمة أفضل للشركات من خلال ممارسة المزيد من الضغط على المديرين أو زيادة الملكية الإدارية، كما يمكن للمستثمرين المؤسسيين تقليل رأس المال لتقليل المخاطر والتكلفة الإجمالية لرأس مال الشركة التي تساعد على تحسين الأداء المالي للشركة والاستقرار الاقتصادي.

4. دراسة (Shamsuddin, Zelhuda, et al., 2020) بعنوان:

“Analysis of capital structure and financial performance in the Jordanian insurance sector”

هدفت الدراسة الى بيان تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي لشركات التأمين المدرجة في بورصة الأردن، وتمحورت فرضية الدراسة حول دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال من خلال الالتزامات طويلة الأجل، والدين قصير الأجل، وتمويل رأس المال، والأداء المالي لشركات التأمين الأردنية خلال الفترة 2007-2016، أما المتغير المستقل فتمثل في هيكل رأس المال والمقاس من خلال نسبة (الالتزامات قصيرة الأجل الى إجمالي الأصول) و(الالتزامات طويلة الأجل الى إجمالي الأصول) وتمويل الأسهم، في حين كان المتغير التابع الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، و Tobin's Q. تكون مجتمع الدراسة من جميع شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان، واستخدمت البيانات الثانوية التي تم جمعها من بورصة عمان والتقارير السنوي لشركات التأمين المختارة خلال الفترة 2007-2017. تم استخدام Static panel data analysis، وتمثلت أهم النتائج في أن هيكل رأس المال يؤثر على ربحية شركات التأمين المدرجة في الأردن. وبينت النتائج أيضاً وجود علاقة إيجابية بين نسبة (الدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول) ونسبة تمويل الأسهم ومؤشرات الربحية، أي العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) و Tobin's Q. كما كشفت النتائج أيضاً عن أن للالتزامات قصيرة الأجل علاقة إيجابية مع العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الأصول (ROA). ومع ذلك، فإن العلاقة بين الالتزامات قصيرة الأجل و Tobin's Q ليست ذات دلالة إحصائية، ومن أهم التوصيات التي قدمتها الدراسة إجراء دراسات مماثلة بإضافة المزيد من القطاعات وخاصة الشركات المالية وشركات الخدمات والشركات غير المدرجة.

5. دراسة (Nguyen, T., & Nguyen, H., 2020) بعنوان:

“Capital structure and firm performance of non-financial listed companies: Cross-sector empirical evidences from Vietnam”

اهتمت هذه الدراسة في بحث العلاقة بين هيكل رأس المال وربحية الشركات غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية في فيتنام، وسعت الدراسة إلى فحص ثلاثة فرضيات والتي نصت على وجود علاقة سلبية بين نسبة إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول وأداء الشركات غير المالية المدرجة في

فيتنام، والفرضية الثانية نصت على أن هناك علاقة سلبية بين نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول وأداء الشركات غير المالية المدرجة في فيتنام، كما نصت الفرضية الثالثة على أنه هناك علاقة سلبية بين نسبة الدين قصير الأجل إلى إجمالي الأصول وأداء الشركات غير المالية المدرجة في فيتنام. تمثل المتغير المستقل بهيكل رأس المال والذي تم دراسته من خلال نسب الالتزامات قصيرة الأجل، والالتزامات طويلة الأجل، وإجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول، وتم قياس الربحية من خلال العائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على الأصول (ROA)، والعائد على السهم (EPS). تم اعتبار حجم الشركة، ومعدل النمو، والسيولة، ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول كمتغيرات ضابطة في الدراسة. تم الحصول على PANEL DATA من البيانات المالية لـ 488 شركة مدرجة خلال الفترة 2013 و2018. أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن هيكل رأس المال يرتبط بشكل عكسي مع أداء الشركات الفيتنامية غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية. كما تظهر النتائج أن لقطاع الأدوية واللوازم الطبية والسلع الاستهلاكية والخدمات علاقة أعلى بين هيكل رأس المال وأداء الشركة مقارنة مع قطاعات المنتجات الصناعية، وقدمت الدراسة رؤيا جديدة مفيدة للمستثمرين ومدراء الأعمال والسلطات الحكومية.

6. دراسة (Ramli et al., 2018) بعنوان:

“Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia”.

تشير الدراسة الى تأثير محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة إلى جانب تأثير الوساطة للرافعة المالية للشركات في ماليزيا وإندونيسيا خلال الفترة من 1990 ولغاية 2010، وتمثلت الفرضية الرئيسية في أن لمحددات هيكل رأس المال علاقة ذات دلالة إحصائية مع الأداء المالي للشركة. تمثل المتغير المستقل في محددات هيكل رأس المال، بينما تمثل المتغير التابع بالأداء المالي، أما المتغير الضابط تمثل في الرافعة المالي. تكون مجتمع الدراسة من التقارير المالية للشركات الماليزية والأندونيسية. أهم النتائج التي تم التوصل إليها هي: محددات هيكل رأس المال تؤثر بشكل مباشر على الأداء المالي للشركة، كما لاحظت الدراسة أن العينة الماليزية فقط لديها علاقة ارتباط موجبة معنوية بين الرافعة المالية للشركة والأداء المالي للشركة، بالإضافة الى أن الشركات الماليزية تعتمد على التمويل الخارجي بدلاً من التمويل الداخلي لرفع مستوى الأداء. أظهرت النتائج أيضاً أن النفوذ القوي لعب دوراً وسيطاً في ماليزيا ولكن ليس للعينة الإندونيسية. هيكل الأصول، وفرص النمو،

والسيولة، والدرع الضريبي لغير الالتزامات ومعدل الفائدة هي السمات التي تأثرت بشكل غير مباشر بالضغط القوي على الأداء المالي للشركة. أظهرت الدراسة أن بعض معاملات السمات في محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة تختلف اختلافاً كبيراً بين ماليزيا واندونيسيا.

7. دراسة (Alomari, 2017) بعنوان:

“The Impact of Capital Structure on Jordanian Banks Performance”.

هدفت الى دراسة تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للبنوك التجارية العاملة في الأردن، واتبعت الدراسة المنهج التجريبي، ونصت الفرضية الرئيسية للدراسة على أنه لا يوجد تأثير يذكر لهيكل رأس المال على أداء قطاع البنوك التجارية الأردنية. تم قياس هيكل رأس المال (المتغيرات المستقلة) من خلال نسب إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول وإجمالي الدين إلى إجمالي حقوق الملكية. الأداء المالي للبنوك (المتغيرات التابعة) يتمثل في نسبة العائد على الأصول، ونسبة العائد على حقوق الملكية، ونسبة العائد على الاستثمار، ونسبة العائد على السهم. تكون مجتمع وعينة الدراسة من (12) مصرفاً تجارياً مدرجاً في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2017)، وتتمثل أهم النتائج في أن لهيكل رأس المال تأثير إيجابي على العائد على الأصول (ROA) في حين أنه ليس له أي تأثير على العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الاستثمار (ROI) والعائد على السهم (EPS) في البنوك التجارية الأردنية. ومن أهم التوصيات التي قدمتها الدراسة ضرورة قيام البنوك التجارية بزيادة أصولها عن طريق زيادة الودائع مما يؤثر بشكل إيجابي على أدائهم المالي، مما يعطي مؤشراً إيجابياً للعملاء، وكذلك تنويع الخدمات التي يقدمها البنك لعملائه مما يساعدهم في تمويل مشاريعهم مما يؤدي إلى تنمية النمو الاقتصادي.

8. دراسة (Al-Qudah, 2017) بعنوان:

“The Relationship between Capital Structure and Financial Performance in the Companies Listed in Abu Dhabi Securities Exchange: Evidences from United Arab Emirates”.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ونصت الفرضية الرئيسية للدراسة على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال (DR) والأداء المالي (ROA، ROE) في الشركات المدرجة في سوق

أبو ظبي للأوراق المالية (ADX) للفترة (2008-2015). المتغير المستقل هيكل رأس المال والمقاس من خلال نسبة الدين لهيكل رأس المال، والمتغير التابع كفاءة الأداء المالي والمقاسة من خلال العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ونسبة الدين (DR). تكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وتم أخذ عينة شملت (48%) من مجتمع الدراسة خلال الفترة من 2008 ولغاية 2015. استخدم الباحث برنامج (SPSS) لتحليل فرضيات الدراسة باستخدام ANOVA، ومن أهم النتائج وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال (نسبة الدين) والأداء المالي (الربحية: العائد على الأصول) في سوق أبو ظبي للأوراق المالية. وهناك علاقة سلبية عند استخدام العائد على حقوق الملكية للتعبير عن الربحية بهيكل رأس المال. أظهرت نتائج الدراسة أن هنالك علاقة معنوية بين هيكل رأس المال والأداء المالي في الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ونموذج هذه الدراسة قادر على تفسير ما يقرب من 31% من التغيرات التي حدثت في الربحية بسبب هيكل رأس المال. وفي ضوء هذه النتائج قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات أهمها أنه على المدراء الماليين البحث عن هيكل رأس المال الأمثل الذي يسمح لهم بتحقيق أعلى ربح ممكن عند اختيار المزيج التمويلي، كما توصي الدراسة أيضاً بضرورة تحديد نسبة الدين المناسبة مقدماً والتي تدعم العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول.

9.دراسة (Mauwa et al., 2016) بعنوان:

"Effect of Capital Structure on Financial Performance of Firms Listed on the Rwanda Stock Exchange".

هدفت الدراسة لتقييم تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة رواندا، كما سعت الدراسة إلى اختبار الفرضية الصفرية القائلة بأن هيكل رأس المال لا يؤثر على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة رواندا، وتمثلت متغيراتها بهيكل رأس المال (الرافعة المالية) والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمتغير مستقل، والمتغير التابع تمثل بالأداء المالي، أما مجتمع الدراسة فقد شمل الشركات المدرجة في بورصة رواندا، وطبقت الدراسة على عينة تكونت من (6) شركات، واعتمدت الدراسة منهج البحث الوصفي، وجاءت أهم النتائج لتظهر أن هيكل رأس المال مرتبط سلباً مع كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. خلصت الدراسة إلى أن هيكل رأس المال يرتبط بشكل سلبي وجوهري بالأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة. ومن أهم التوصيات التي قدمتها الدراسة أن على الشركات المدرجة في بورصة بورندا تحسين هيكل رأس المال

وتتفيذ الاستراتيجيات التي تؤدي إلى انخفاض في نسبة السيولة لأن ذلك من شأنه تحسين الأداء المالي.

3.2.2 محاور الدراسات السابقة:

من خلال الاطلاع وتحليل الدراسات السابقة التي تتعلق بالدراسة، يتبين أنها قد تناولت كثيراً من المتغيرات والمشاكل والفرضيات، حيث يمكن توزيعها على مجموعة من المحاور كالتالي:

المحور الأول: علاقة هيكل رأس المال والأداء المالي:

تناولت مجموعة من الدراسات السابقة هيكل رأس المال وعلاقته بالأداء المالي، فقد أشارت دراسة (العلواني، 2021) ودراسة (Nguyen, T., & Nguyen, H., 2020) الى وجود علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي، كما أفادت دراسة (النسور وجريسات، 2018) ودراسة (الصبحي ورجاء، 2020) عن وجود تأثير لهيكل رأس المال المقاس بنسبة المديونية، والأرباح إلى مجموع الموجودات، والعائد على الموجودات على الأداء المالي، بينما أظهرت دراسة (بعيوات، 2020) عدم وجود علاقة بين نسبة المديونية والأداء المالي، وأظهرت دراسة (ياره وآخرون، 2020) عن عدم وجود أثر لهيكل رأس المال على الربحية، كما أشارت دراسة (Alphonsus et al, 2021) ودراسة (Shamsuddin, Zelhuda, et al., 2020) عن وجود أثر لهيكل رأس المال على الربحية.

المحور الثاني: عوامل ومحددات هيكل رأس المال:

كشفت دراسة (Ramli et al., 2018) أن لمحددات هيكل رأس المال أثراً مباشراً على الأداء المالي. فيما توصلت دراسة (الفار، 2018) وجود أثر إيجابي للعوامل المؤثرة على هيكل رأس المال والمقاسة من خلال إنتاجية الشركة، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، معدل نمو التدفقات النقدية على الأداء المالي، ووجود علاقة عكسية بين حجم الشركة والربحية مع الأداء المالي.

المحور الثالث: تكلفة هيكل رأس المال والأداء المالي:

تناولت بعض الدراسات السابقة العلاقة بين تكلفة هيكل رأس المال والأداء المالي، كدراسة (العلواني، 2021) والتي أوضحت أن هيكل رأس المال يرفع من القيمة السوقية للشركة مما ينعكس على أدائها المالي.

4.2.2 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

يتبين من خلال العرض السابق لمحاور الدراسات السابقة ونتائجها حول علاقة هيكل رأس المال مع الأداء المالي، أن معظم هذه الدراسات تناولت هيكل رأس المال، والقليل منها ما ربط بين تكلفة هيكل رأس المال والأداء المالي لهذه الشركات، لكن هذه الدراسة تتميز عن الدراسات السابقة بما يلي:

1. تتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في بعض المتغيرات التي تناولتها، من خلال دراسة العلاقة بين المتغير المستقل (تكلفة هيكل رأس المال) والمقاس من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، والمتغير التابع والذي تمثل في الأداء المالي والمقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) - الدخل المتبقي - وهذا يعد استخداماً حديثاً في قياس الأداء المالي بالإضافة الى نسبة التدفق النقدي التشغيلي (OCF) والذي في حدود علم الباحث لم يتم قياس الأداء المالي من خلالهما، حيث اقتصر قياس الأداء المالي في معظم الدراسات السابقة على مقاييس المؤشرات المالية التقليدية.
2. تركيز الدراسة الحالية على الأداء المالي لقطاعات محددة وهي الخدماتية والصناعية والاستثمارية، وهي قطاعات ذات اهتمام كبير للمستثمرين، ويعد الأداء المالي لها عنصر ذو أهمية كبيرة في استقطاب الاستثمار سواء المحلي أو الأجنبي.
3. حسب علم الباحث وخلال فترة إعداد هذه الدراسة لم تبحث أي من الدراسات السابقة بصورة مباشرة تكلفة هيكل رأس المال وأثرها على الأداء المالي في فلسطين.

الفصل الثالث

الإجراءات والمنهجية

1.3 منهجية الدراسة

تحقيقاً لأهداف الدراسة والتي تمثلت بقياس أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي بالرجوع الى بيانات السلاسل الزمنية للشركات عينة الدراسة، تم الاعتماد على منهج التحليل الكمي من أجل وصف سلوك متغيرات الدراسة، إضافة الى ذلك تم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي لوصف متغيرات الدراسة وتحليل العلاقة بينهم، إذ تم استخدام البيانات المنشورة للشركات المساهمة العامة الخدمانية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين حسب القوائم المالية المنشورة لتلك الشركات في موقع بورصة فلسطين (www.pex.ps) خلال الفترة من 2014 وحتى 2020م لاختبار فرضيات الدراسة من أجل الوصول الى النتائج.

2.3 مجتمع الدراسة

تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الفلسطينية الصناعية والخدمانية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين في الفترة (2014-2020)، والبالغ عددها (32) شركة، بحيث يشكل القطاع الصناعي (13) شركة بنسبة بلغت (40.6%)، والخدمي (9) شركات وبنسبة (28.1%)، والاستثماري (10) شركات وبنسبة (31.2%)، وتم استبعاد شركتين من القطاع الاستثماري والتي كانت مدرجة بعد الربع الأول من عام 2014 وهي الشركة العربية الفلسطينية للاستثمار وشركة سند للموارد البشرية.

3.3 عينة الدراسة

تكونت عينة الدراسة من (14) شركة من الشركات الصناعية والخدمانية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة (2014-2020) بنسبة معاينة (50%) من إجمالي عدد الشركات

الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين حتى نهاية العام 2020، والتي تم اختيارها بأسلوب العينة الطبقية العشوائية البسيطة بنسبة معاينة (50%)، انظر الجدول رقم (2).

جدول رقم (2)

التوزيع النسبي لعينة الدراسة حسب القطاعات

طبقات العينة	مجتمع الدراسة		عينة الدراسة		عينة الدراسة الفعلية	
	عدد الشركات	النسبة	عدد الشركات	نسبة المعاينة	عدد الشركات	النسبة
القطاع الخدماتي	9	28.1%	4.5	50	4	28.6%
القطاع الصناعي	13	40.6%	6.5	50	7	50%
القطاع الاستثماري	10	31.2%	5	50	3	21.4%
المجموع	32	100%	16	50	14	100%

الجدول رقم (2) يوضح التوزيع النسبي للشركات عينة الدراسة على القطاعات المستهدفة (الصناعي والخدماتي والاستثماري)، وكان مقررًا أن يكون حجم العينة (17) شركة إلا أنه تم استثناء الشركة العربية الفلسطينية للاستثمار وشركة سند للموارد البشرية والشركة العربية للفنادق لعدم اكتمال البيانات، وبذلك أصبحت عينة الدراسة (14) شركة حسب الجدول رقم (2).

1.3.3 الخصائص الفنية لعينة الدراسة

الجدول رقم (3) يوضح الخصائص الفنية لعينة الدراسة والتي شملت (14) شركة من الشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية التي شملتها الدراسة والمدرجة في بورصة فلسطين، حيث يبين الجدول عدد الأسهم لكل شركة، والقيمة الدفترية والسوقية للسهم الواحد، بالإضافة الى القيمة الدفترية والسوقية لكل شركة شملتها عينة الدراسة خلال العام 2020، فقد بلغت القيمة الدفترية للشركات الصناعية خلال العام 2020 (135,175,300) دولار، أما القيمة السوقية فقد بلغت (124,743,500) دولار، في حين أن القيمة الدفترية للشركات الخدماتية قد بلغت (469,091,250) دولار، في حين أن القيمة السوقية لها بلغت (720,270,000) دولار، أما الشركات الاستثمارية فقد بلغت القيمة الدفترية لها (554,995,116) دولار، في حين أن القيمة السوقية لها بلغت (254,654,745) دولار.

جدول رقم (3)

يوضح الخصائص الفنية للشركات عينة الدراسة على القطاعات المستهدفة (الصناعي والخدماتي والاستثماري) من العام 2020

رقم الشركة	طبيعة الشركة	اسم الشركة	عدد الاسهم	القيمة الدفترية للسهم	القيمة السوقية للسهم	القيمة الدفترية للشركة	القيمة السوقية للشركة
1	صناعية	مصنع الشرق للألكتروود	750,000	3.83	1.99	2,872,500	1,492,500
2	صناعية	العربية لصناعة الدهانات	1,500,000	3.42	6.05	5,130,000	9,075,000
3	صناعية	سجائر القدس	10,000,000	2.13	0.88	21,300,000	8,800,000
4	صناعية	القدس للمستحضرات الطبية	18,000,000	3.42	2.77	61,560,000	49,860,000
5	صناعية	الوطنية لصناعة الكرتون	5,000,000	1.38	1.48	6,900,000	7,400,000
6	صناعية	دواجن القدس	13,440,000	2.62	2.65	35,212,800	35,616,000
7	صناعية	فلسطين لصناعات للدائن	5,000,000	0.44	2.5	2,200,000	12,500,000
المجموع							
8	استثمارية	فلسطين للاستثمار الصناعي	18,750,000	3.12	1.74	58,500,000	32,625,000
9	استثمارية	فلسطين للتنمية والاستثمار	250,000,000	1.8	0.78	450,000,000	195,000,000
10	استثمارية	القدس للاستثمارات العقارية	10,000,000	0.76	0.28	7,600,000	2,800,000
11	استثمارية	فلسطين للاستثمار العقاري	63,762,486	0.61	0.38	38,895,116	24,229,745
المجموع							
12	خدماتية	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية وأصل	13,000,000	0.53	0.32	6,890,000	4,160,000
13	خدماتية	الاتصالات الفلسطينية	131,625,000	3.41	5.36	448,841,250	705,510,000
14	خدماتية	مصايف رام الله	4,000,000	3.34	2.65	13,360,000	10,600,000
المجموع							
720,270,000 469,091,250							

المصدر: إعداد الباحث

4.3 متغيرات الدراسة وطرق قياسها

متغيرات الدراسة وهي كالتالي:

1.4.3 المتغيرات التابعة:

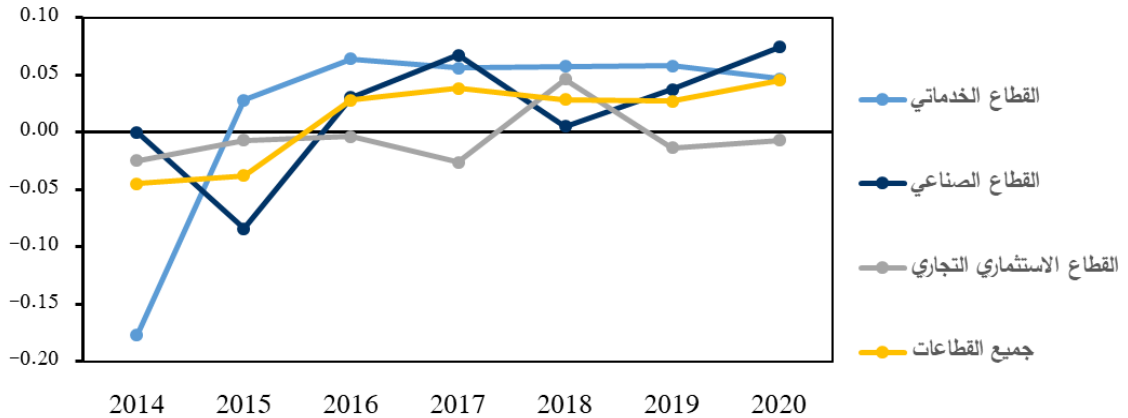
والتي تقيس الأداء المالي للشركة، ويعرف الأداء المالي على أنه مدى الالتزام بتنفيذ الخطط المالية طبقاً للوائح والسياسات المالية المخططة مسبقاً، كما يعتبر وسيلة لتقييم أعمال الشركة من ناحية التكاليف عن طريق المقارنة بين الوسائل المستخدمة والنتائج المحققة، وقد تم قياس الأداء المالي للشركات عينة الدراسة من خلال خمسة مؤشرات والمتمثلة بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية العادلة (FMV)، وحصة السهم الواحد من الأرباح (EPS)، ونسبة التدفق النقدي التشغيلي (OCF)، وهي كما يلي:

• **العائد على حقوق الملكية (ROE):** يمثل العائد على حقوق الملكية أداة لقياس الأداء المالي للشركات، فهو يعبر عن العائد على حقوق المساهمين، ويقاس معدل العائد على الملكية من أصحاب الأسهم العادية، كما في دراسة (الباز، 2018)، بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}} = \text{العائد على حقوق الملكية}$$

شكل رقم (1)

متوسط نسبة العائد على حقوق الملكية خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: إعداد الباحث

الشكل (1) يوضح سلوك متغير العائد على حقوق الملكية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2014-2020)، كذلك سلوك متغير العائد على حقوق الملكية للشركات المدروسة وفقاً لقطاع عمل الشركة، حيث نلاحظ أن متوسط نسبة العائد على حقوق الملكية لعينة الدراسة خلال (2014-2020) تتصف عموماً بعدم الاستقرار، حيث أظهرت النتائج في الشكل ارتفاعاً ملحوظاً وبوتيرة متزايدة في متوسط نسبة العائد على حقوق الملكية للشركات المدروسة في السنوات الأربعة الأولى من الدراسة (2014-2017)، ثم نلاحظ تذبذب بين الارتفاع والانخفاض بنسب ضئيلة خلال الفترة (2018-2020)، بحيث تراوح متوسط نسبة معدل العائد على حقوق الملكية خلال فترة الدراسة بين (-0.045 - 0.045).

أما فيما يتعلق بسلوك العائد على حقوق الملكية تبعاً لقطاع عمل الشركة، فنلاحظ أن متوسط نسبة العائد على حقوق الملكية لشركات القطاع الخدماتي كانت الأقل بالمقارنة مع قطاعي الصناعة والاستثمار وبفارق حوالي (0.20) في عام 2014، وتلا ذلك الانخفاض ارتفاع ملحوظ في عام 2015 ليتجاوز متوسط نسبة معدل العائد على حقوق الملكية لتلك الشركات متوسط نسبة العائد على حقوق الملكية لشركات قطاعي الصناعة والاستثمار، كما ونلاحظ من خلال الشكل أن سلوك متوسط معدل العائد على حقوق الملكية سواء للقطاع الصناعي أو الاستثماري يتذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة.

• **القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):** تتميز عن المقاييس التقليدية كونها تشمل جميع الملكية والأرباح لكلفة رأس المال ككل، وهو مقياس للربح المبني على المفهوم الاقتصادي، والذي يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال لجميع مصادر التمويل، وهي القدر الذي يتجاوز فيه صافي أرباح التشغيل بعد الضريبة مقدار تكلفة رأس المال، ومن ثم فإن هذا المقياس أكثر ارتباطاً بتعظيم ثروة الملاك، حيث إنه يوفر المعلومات اللازمة للإدارة لمساعدتها على اتخاذ القرارات الاستثمارية على أساس سليم (الفار، 2018).

معادلة احتساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

لا يستوجب استخدام القيمة الاقتصادية المضافة أي تعديل على رأس المال أو صافي الربح التشغيلي نظراً لصعوبة توفر البيانات الخاصة بهذه التعديلات التي قام ستيرن ستيورات بالإشارة إليها (الشناق وآخرون، 2019):

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE)$$

حيث أن:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

CE: رأس المال المستثمر

ويجدر الإشارة إلى أنّ البيانات المستخدمة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة كالاتي: (الشناق وآخرون، 2019)

- صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة وقبل الفائدة لكل شركات وسنوات الدراسة.
- القيمة الدفترية الإجمالية للقروض طويلة وقصيرة الأمد لكل شركات وسنوات الدراسة.
- أسعار الفائدة الواردة في هيكل أسعار الفائدة المعلن عنه من قبل سلطة النقد لحساب تكلفة القروض طويلة وقصيرة الأمد لكل شركات وسنوات الدراسة.
- أسعار الإغلاق السنوية لكل شركات وسنوات الدراسة.
- معدل النمو الهندسي لربحية السهم الواحد من أجل حساب كلفة التمويل الممّلك.
- التوزيعات النقدية لحملة الأسهم العادية من أجل حساب معدل النمو الهندسي لربحية السهم الواحد لكل شركات وسنوات الدراسة.
- تكلفة التمويل الممّلك لكل شركات وسنوات الدراسة.
- معدل ضريبة الدخل المفروضة والمحددة بموجب قانون ضريبة الدخل.

يتم حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة بناء على المعادلة:

$$NOPAT = \text{Operating Profit} (1 - \text{Tax})$$

إذ أن:

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

Operating Profit: الربح التشغيلي

TAX: معدل الضريبة

ويحسب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) حسب المعادلة الآتية:

$$WACC = (D/D+E) K_d (1 - t) + (E/D+E) (K_e)$$

حيث:

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

D: القيمة الدفترية الإجمالية للالتزامات الطويلة والقصيرة الأجل ذات الفائدة

E: الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية

T: نسبة ضريبة الدخل.

K_d: معدل الفائدة على الديون.

K_e: كلفة الملكية

وتحسب تكلفة الملكية (K_e) وفق التالي: (الشناق وآخرون، 2019)

$$K_e = (EPS / P) + G$$

إذ إن:

K_e: تكلفة الملكية.

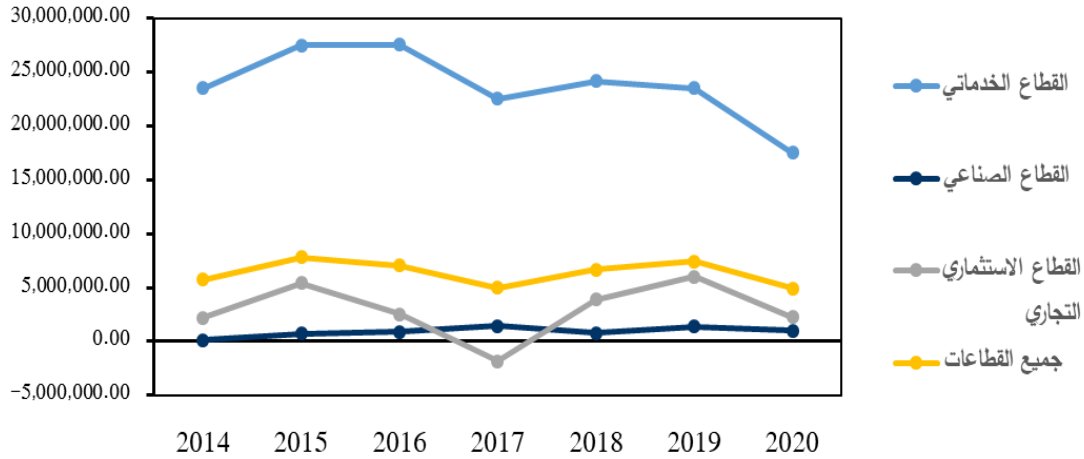
EPS: نصيب السهم الواحد من الأرباح.

P: سعر السهم = (السعر نهاية السنة + السعر بداية السنة) / 2.

G: معدل النمو الهندسي لربحية السهم الواحد.

شكل رقم (2)

متوسط القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة (2020-2014)



المصدر: إعداد الباحث

الشكل (2)، يوضح أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة المقدرة بـ (7) سنوات ممتدة من (2020-2014) تتصف بعدم الاستقرار، فنلاحظ من خلال الشكل أن قيمة متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لعينة الدراسة تذبذب بين الارتفاع والانخفاض بنسب ضئيلة خلال فترة الدراسة، بحيث تراوح بين (4,912,360-7,815,552) دولار. أما فيما يتعلق بسلوك متغير القيمة الاقتصادية للشركات وفقاً لقطاع العمل، فنلاحظ من خلال الشكل (3) أن سلوك القيمة الاقتصادية المضافة لكل قطاع على حدة يتسم بالعموم بعدم الاستقرار، فنلاحظ تذبذب في سلوك متوسط القيمة الاقتصادية المضافة بين الارتفاع والانخفاض تبعاً لقطاع عمل الشركة، كما ويتضح من خلال الشكل أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة للقطاع الخدماتي أعلى منها للقطاعات الأخرى خلال فترة الدراسة بفارق ملحوظ، حيث تراوح متوسط القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الخدماتية خلال فترة الدراسة بين حوالي (17,522,546-27,535,654) دولار، إضافة إلى ذلك نلاحظ أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة لشركات القطاع الاستثماري كانت الأعلى بالمقارنة مع القطاع الصناعي خلال فترة الدراسة بشكل عام، والذي تراوحت قيمته خلال فترة الدراسة بين حوالي (6,008,923) دولار بالموجب في عام 2019 و حوالي (1,854,771) مليون دولار بالسالب في عام 2017، مما يعني عدم قدرة الشركات الاستثمارية على توليد قيمة من الأموال المستثمرة في الأعمال التجارية لها خلال العام 2017، كما ونلاحظ أيضاً عدم الاستقرار في سلوك متوسط القيمة الاقتصادية

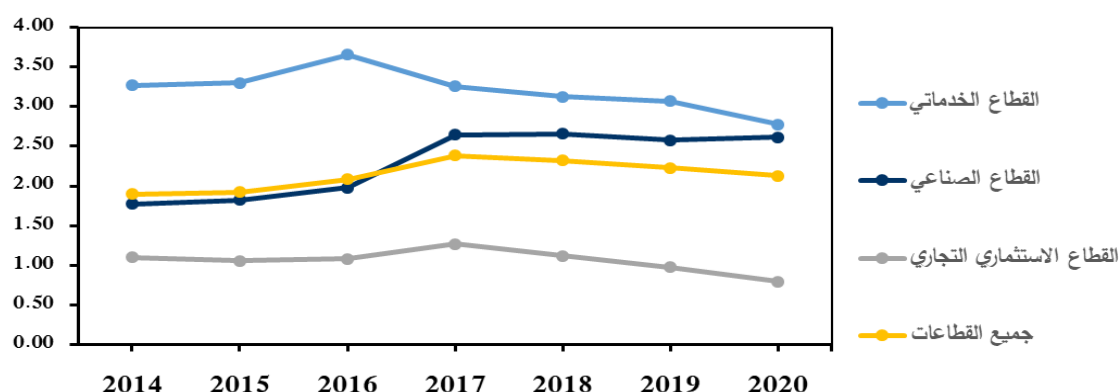
المضافة لشركات القطاع الصناعي، بحيث ترواحت قيمة متوسط القيمة الاقتصادية لتلك الشركات بين (1,416,513-753,180) دولار.

• **القيمة السوقية العادلة (FMV):** تمثل القيمة السوقية تقدير لقيمة ممتلكات أو عقار بحسب أسعار السوق المتداولة، ويمكن أن يتم تقييم ثمن العقار على أساس المثل (النظير) أو باستعمال النسبة والتناسب مع عقارات أخرى مشابهة، ويمكن حساب القيمة السوقية العادلة للشركة كما في دراسة (عيطه، 2020)، بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية العادلة} = \text{عدد الأسهم} \times \text{القيمة السوقية للسهم الواحد}$$

شكل رقم (3)

متوسط القيمة السوقية العادلة لعينة الدراسة خلال الفترة (2020-2014)



المصدر: إعداد الباحث

الشكل (3) يوضح أن متوسط القيمة السوقية العادلة للشركات عينة الدراسة خلال فترة (2014-2020) تتصف بعدم الاستقرار بشكل عام، فنلاحظ ارتفاع في متوسط القيمة السوقية العادلة خلال النصف الأول من فترة الدراسة (2014-2017)، ثم انخفاض بوتيرة متزايدة وبنسب ضئيلة في النصف الثاني من الفترة (2017-2020)، ليتراوح تقريباً بين (1.90-2.39)، كما نلاحظ أن متوسط القيمة السوقية العادلة للشركات الخدمائية أعلى منه للشركات الصناعية والاستثمارية، إضافة الى ذلك يتضح من خلال الشكل انخفاض في متوسط القيمة السوقية العادلة للشركات الخدمائية خلال الأربع سنوات الأخيرة من الفترة (2017-2020) لتصل الى أدنى مستوياتها وتحقق تقريباً (2.78) في عام 2020،

على العكس من ذلك فإن متوسط القيمة السوقية العادلة لشركات القطاع الصناعي والذي واصل الارتفاع بشكل مستمر وبوتيرة متزايدة خلال فترة الدراسة ليتراوح بين (1.77-2.65)، أما فيما يخص سلوك متوسط القيمة السوقية العادلة لشركات القطاع الاستثماري، فنلاحظ ارتفاع خلال الفترة (2014-2017)، بينما انخفاض خلال الفترة (2018-2020).

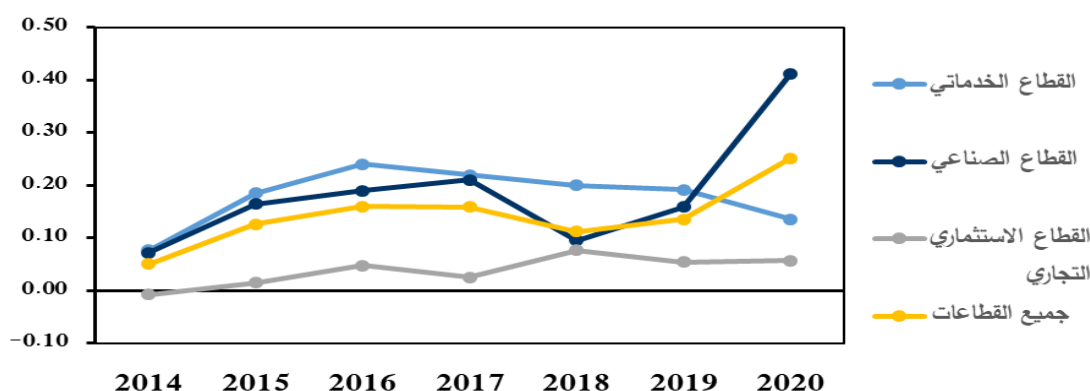
• **العائد على السهم (EPS):** تمثل حصة السهم الواحد من الأرباح ربحية السهم الأساسية، وبشكل عام هي القيمة النقدية لربح السهم الواحد من الأسهم العادية للشركة، وتم حسابها كما في دراسة (Berlianti, 2020)، بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد على السهم (EPS)} = \frac{\text{(صافي الدخل - توزيعات أرباح الأسهم الممتازة)}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة}}$$

المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة

شكل رقم (4)

متوسط حصة السهم الواحد من الأرباح لعينة الدراسة خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: إعداد الباحث

ويوضح الشكل (4) أن متوسط حصة السهم الواحد من الأرباح لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة المقدرة ب (7) سنوات ممتدة من (2014-2020) تتصف عموماً بعدم الاستقرار، فنلاحظ ارتفاع مستمر وبوتيرة متزايدة خلال الثلاث سنوات الأولى من فترة الدراسة (2014-2016) ليصل (0.16)، وتلا هذا الارتفاع انخفاض بشكل متتالي في عامي (2017-2018) ليرتفع فيما بعد ويصل الى ذروة الارتفاع في عام 2020 ويحقق (0.25)، إضافة الى ذلك نلاحظ أن متوسط حصة

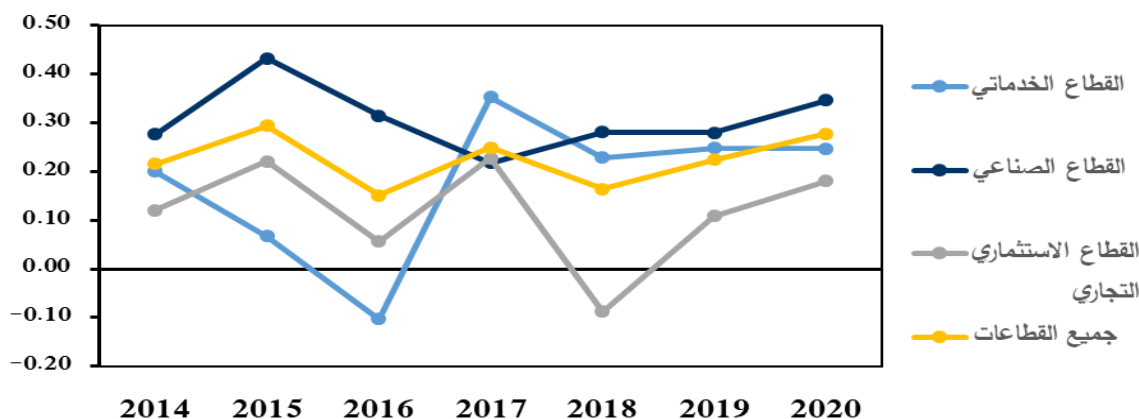
السهم الواحد من الأرباح للشركات الخدمائية أعلى منه للشركات الصناعية والاستثمارية حتى نهاية العام 2019، كما ونلاحظ أن متوسط حصة السهم من الأرباح للشركات الصناعية أعلى منها للاستثمارية خلال تلك الفترة.

• **نسبة التدفق النقدي التشغيلي (OCF):** يمثل التدفق النقدي التشغيلي أداة لقياس الأداء المالي للشركات، فهو يعبر عن مقدار النقد الناتج عن العمليات التجارية العادية للشركة، ويشير التدفق النقدي التشغيلي إلى ما إذا كانت الشركة قادرة على توليد تدفق نقدي إيجابي كافي للحفاظ على أعمالها وتنميتها، وإلا فقد يكون التمويل الخارجي مطلوباً لتوسيع رأس المال، ويتم حساب نسبة التدفق النقدي التشغيلي كما في دراسة (Faruk & Tukan, 2019) بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة التدفق النقدي التشغيلي} = \frac{\text{التدفق النقدي من العمليات التشغيلية}}{\text{المطلوبات المتداولة}}$$

شكل رقم (5)

متوسط نسبة التدفق النقدي التشغيلي خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: إعداد الباحث

يوضح الشكل (5) سلوك متغير نسبة التدفق النقدي التشغيلي لعينة الدراسة خلال الفترة (2014-2020)، كذلك سلوك متغير نسبة التدفق النقدي للشركات المدروسة تبعاً لقطاع عمل الشركة، ومن خلال الشكل (5) نلاحظ أن متوسط نسبة التدفق النقدي التشغيلي لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة المقدره ب (7) سنوات ممتدة من (2014-2020) تتصف عموماً بعدم الاستقرار، حيث أظهرت النتائج

في الشكل تذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة، بحيث تراوح متوسط نسبة التدفق النقدي التشغيلي خلال فترة الدراسة بين (0.152 - 0.278).

أما فيما يتعلق بسلوك نسبة التدفق النقدي التشغيلي تبعاً لقطاع عمل الشركة، فنلاحظ أن متوسط نسبة التدفق النقدي التشغيلي لشركات القطاع الصناعي كانت الأقل بالمقارنة مع قطاعي الخدمات والاستثمار التجاري بشكل عام، بينما تجاوز متوسط نسبة التدفق النقدي التشغيلي للشركات الخدمائية لذلك المتوسط في عام 2017.

2.4.3 المتغير المستقل: تشتمل الدراسة على متغير مستقل واحد والممثل بتكلفة هيكل رأس المال والمقاس من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC، حيث تمثل متوسط التكلفة المرجح لحقوق الملكية وتكلفة الدين (المساهمة المرجحة لحقوق الملكية وأدوات الدين) بالإضافة إلى أي مصدر رأسمالي آخر في إجمالي رأس المال المستثمر، وبالتوافق مع طريقة حساب تكلفة هيكل رأس المال في دراسة (Syriopoulos and et all, 2020)، يتم حسابها وفق المعادلة التالية:

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

حيث:

WACC: المتوسط المرجح لكلفة رأس المال

D: القيمة الدفترية الإجمالية لأدوات الدين الطويلة والقصيرة الأجل ذات الفائدة

E: الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية

T: نسبة ضريبة الدخل

Kd: معدل الفائدة على أدوات الدين

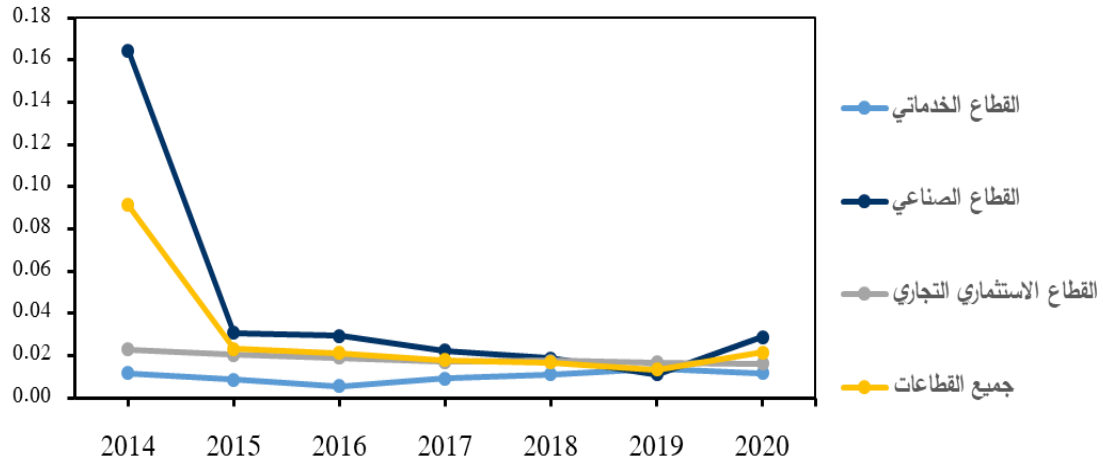
كلفة الملكية وتحسب وفقاً للعلاقة التالية:

Ke

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

شكل رقم (6)

متوسط تكلفة هيكل رأس المال خلال الفترة (2020-2014)



المصدر: إعداد الباحث

الشكل (6) يوضح أن متوسط تكلفة هيكل رأس المال للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2014-2020) تتصف عموماً بعدم الاستقرار، حيث أظهرت النتائج في الشكل تذبذب في قيمة تكلفة هيكل رأس المال بين الانخفاض والارتفاع بنسب ضئيلة، بحيث يتضح من خلال الشكل انخفاض ملحوظ في متوسط تكلفة هيكل رأس المال للشركات المدروسة من العام 2014 للعام 2015 بمقدار (0.068)، ويتضح من خلال الشكل أن قيمة متوسط تكلفة هيكل رأس المال للشركات المدروسة يتراوح بين (0.091) في عام 2014 و(0.031) في عام 2019. أما فيما يتعلق بسلوك متغير تكلفة هيكل رأس المال تبعاً لقطاع عمل الشركة، نلاحظ أن متوسط تكلفة هيكل رأس المال لشركات القطاع الصناعي كانت الأعلى خلال فترة الدراسة بشكل عام، بينما انخفضت بالمقارنة مع قطاعي الخدمات والاستثمار في عام 2019، بحيث تراوحت قيمة متوسط تكلفة هيكل رأس المال لتلك الشركات بين (0.02 - 0.17)، تلا ذلك قطاع الاستثمار، بحيث تراوحت قيمة متوسط تكلفة هيكل رأس المال لتلك الشركات بين (0.016 - 0.023)، بينما كان متوسط تكلفة هيكل رأس المال للشركات الخدماتية الأقل خلال فترة الدراسة بشكل عام، بحيث تراوح بين (0.006 - 0.014).

جدول رقم (4): احتساب المتغيرات

المتغيرات	المعادلة
العائد على حقوق الملكية (ROE)	صافي الدخل / إجمالي حقوق الملكية
القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)	صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة - (المتوسط المرجح لكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)
القيمة السوقية للشركة (MV)	عدد الأسهم * القيمة السوقية للسهم الواحد
العائد على السهم (EPS)	(صافي الدخل - توزيعات أرباح الأسهم الممتازة) / المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة
نسبة التدفق النقدي التشغيلي (OCF)	صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية / المطلوبات المتداولة
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)	(حقوق الملكية / حقوق الملكية + أدوات الدين) × تكلفة حقوق الملكية + (أدوات الدين / أدوات الدين + حقوق الملكية) × تكلفة الدين قبل الضريبة × (1 - معدل الضريبة)

إعداد الباحث بالاعتماد على البند 4.3

5.3 فرضيات الدراسة

لتحليل أثر متغيرات الدراسة تم صياغة الفرضية الرئيسية التالية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، ولأهمية الفرضية الرئيسية تم صياغة الفرضيات الفرعية التالية:

1.5.3 الفرضية الفرعية الأولى:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

2.5.3 الفرضية الفرعية الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال نسبة التدفق النقدي التشغيلي (OCF) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

3.5.3 الفرضية الفرعية الثالثة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال حصة السهم الواحد (EPS) من الأرباح للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

4.5.3 الفرضية الفرعية الرابعة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال القيمة السوقية العادلة (FMV) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

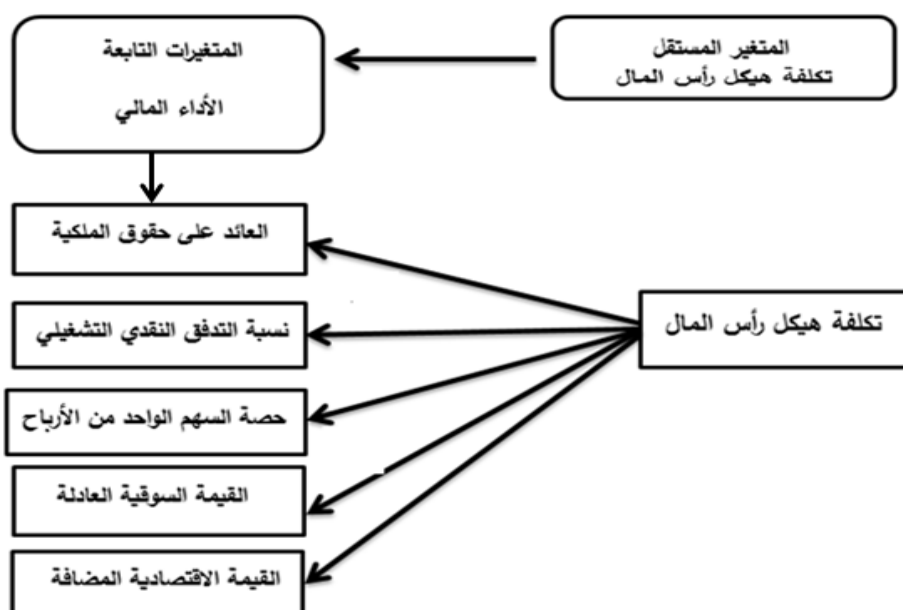
5.5.3 الفرضية الفرعية الخامسة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

6.3 نموذج الدراسة

يمثل النموذج التالي التفاعل بين المتغيرات المستقلة والتابعة للدراسة الحالية:

شكل رقم (7): متغيرات الدراسة



المصدر: إعداد الباحث

7.3 الأساليب الإحصائية وطرق جمع المعلومات

تم جمع البيانات اللازمة للدراسة من مصادر أولية؛ أي معلومات تاريخية، وذلك من واقع سجلات بورصة فلسطين والتقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل الشركات خلال فترة 2014م حتى 2020م، حيث اقتصرَت هذه الدراسة على آخر سبعة سنوات، وذلك لتوفر البيانات المالية المنشورة واستمرارية تداول الأسهم لجميع الشركات عينة الدراسة خلال هذه الفترة، وبالإضافة إلى مراجعة بعض الأدبيات الخاصة بموضوع الدراسة من أجل جمع البيانات، كما تم جمع البيانات المتعلقة بتحقيق أهداف الدراسة من المصادر الثانوية والمتمثلة بالبيانات المالية الخاصة بالشركات عينة الدراسة، والتي تم الحصول عليها عن من خلال بورصة فلسطين، بالإضافة لاستعراض الأدبيات المنشورة حول تلك المواضيع.

أما فيما يتعلق بالأساليب الإحصائية التي تم إتباعها في الإجابة عن فرضيات الدراسة، فسيتم في هذا البند تعريف بيانات السلاسل الزمنية (Panel Data)، والنماذج الساكنة المستخدمة في تقديرها، كذلك الاختبارات الأساسية لإمكانية إجراءها، والاختبارات التي تحدد أي النماذج أكثر صلاحية للتعبير عن الدراسة. تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بأنها تلك البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية (Cross-sectional data) والتي تصف سلوك مجموعة من الشركات في فترة زمنية ثابتة، والسلاسل الزمنية (Time Series) والتي تصف سلوك شركة محددة أو قطاع محدد خلال فترة زمنية (Gujarati et al., 2012)، ومن خلال تعريف بيانات السلاسل الزمنية يتضح أنها تعتمد في تفسير سلوك المتغير عبر الزمن (T) وبين الشركات (N)، وما تتصف به هذه البيانات جعلها أكثر فعالية.

ولاختبار فرضيات الدراسة، تم استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، وقد شملت الدراسة (14) شركة وعلى فترة زمنية قدرها (7) سنوات، وبالتالي فإن الأسلوب الأمثل لاختبار فرضيات الدراسة هو استخدام النماذج الساكنة، والصيغة العامة لنموذج الانحدار الخطي للنماذج الساكنة هي :

$$Y_{it} = B_{0i} + B X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T)$$

حيث أن:

Y_{it} : الأداء المالي في النموذج للشركة i، خلال الزمن t.

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

B : معامل تكلفة هيكل رأس المال.

X_{it} : تكلفة هيكل رأس المال في الشركة i خلال الزمن t .

ε_{it} : الخطأ العشوائي في الشركة i خلال الزمن t .

وتنقسم نماذج الانحدار الساكنة الى ثلاثة أنواع والتي تتضمن نموذج الآثار العشوائية (Random Effect Model)، نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect Model)، ونموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، وسيتم توضيح كل منها على التوالي:

1. نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)

يعتبر نموذج الانحدار التجميعي أبسط النماذج الساكنة، حيث يفترض هذا النموذج ثبات كل من ثابت الانحدار (B_{i0}) وثبات كل معامل تكلفة هيكل رأس المال (B) ثابت عبر الزمن، ويمكن كتابته بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = B_0 + B X_{it} + \varepsilon_{it}$$

افتراض أن $(E(\varepsilon_{it}) = 0, \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2)$.

2. نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model)

يهدف نموذج التأثيرات الثابتة إلى تحديد سلوك مجموعة شركات بشكل مستقل، من خلال جعل ثابت الانحدار (B_0) يختلف من شركة إلى أخرى وثابت عبر الزمن، مع بقاء معامل تكلفة هيكل رأس المال ثابت لكل شركة، يمكن صياغة نموذج التأثيرات الثابتة:

$$Y_{it} = B_{0i} + B X_{it} + \varepsilon_{it}$$

ويفترض هذا النموذج أن $(E(\varepsilon_{it}) = 0, \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2)$.

3. نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model):

يعتبر نموذج التأثيرات الثابتة العشوائية (REM) ملائماً في تقدير المعاملات عبر الزمن وبين الشركات، حيث يقوم هذا النموذج بمعاملة المقطع (B_{0i}) كمتغير عشوائي يأخذ وزن يساوي (μ)، بحيث تصبح صيغة نموذج التأثيرات العشوائية (REM) كما يلي:

$$Y_{it} = \mu + B X_{it} + v_i + \varepsilon_{it}$$

بحيث تشير $v_i + \varepsilon_{it}$ إلى الخطأ في مجموعة البيانات لكل شركة، بالتالي يأخذ هذا الخطأ $v_i + \varepsilon_{it}$ خصائص الأخطاء العشوائية بمتوسط حسابي بلغ صفر، والتباين يساوي $\sigma_v^2 + \sigma_\varepsilon^2$.

بعد استعراض نماذج الانحدار الساكنة، سيتم تحديد أيّاً منها الأكثر ملائمة لاختبار فرضيات الدراسة من خلال المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة (PRM & FEM) بتطبيق اختبار مضاعف لاجرانج (Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test)، بحيث يعتبر نموذج الانحدار التجميعي الأفضل إذا كان الاختبار غير دال إحصائياً، بينما إذا كان الاختبار دال إحصائياً، فيتم تطبيق اختبار هوسمان (Hausman Test) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية (FEM & REM)، بحيث يكون نموذج التأثيرات الثابتة الأكثر ملائمة إذا كان الاختبار دال إحصائياً، بينما على العكس في حال كان الاختبار غير دال إحصائياً فيكون نموذج التأثيرات العشوائية الأكثر ملائمة (Hausman, 1997).

8.3 اختبار التوزيع الطبيعي

تضمنت هذه الدراسة (5) نماذج ساكنة متعلقة بدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمات والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2014-2020)، ولا بد من اختبار صلاحية نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data models)، وخطو البيانات من القيم المتطرفة قبل اختبار الفرضيات من خلال النماذج المذكورة، حيث يعتبر اختبار وجود قيم متطرفة في البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة سواء التابعة أو المستقلة الشرط الأول لتطبيق نماذج الدراسة والتي بدورها تؤثر على توزيع البيانات لمتغيرات الدراسة (Mehmetoglu & Jakobsen, 2017). تعتبر البيانات تعاني من وجود قيم متطرفة إذا كانت القيمة المطلقة لمعامل التفرطح (Kurtosis) لها أكبر من (2)، أو القيمة المطلقة لمعامل الالتواء (Skewness) أكبر من (1.96) (George & Mallery, 2010)، وفي حال عدم تحقق هذا

الشرط تتم معالجة البيانات من خلال استخدام اللوغاريتم الطبيعي، الجذر أو غيرها من الطرق، ولتحقق من ذلك تم حساب كل من معامل التفرطح ومعامل الالتواء لمتغيرات الدراسة. من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم (5)، نلاحظ أن قيم التفرطح لمتغيرات الدراسة قد تراوحت بين (3.59 - 89.92)، بينما تراوحت قيمة معاملات الالتواء لمتغيرات الدراسة بين (0.15- و 9.28)، مما يعني أن متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة تعاني من وجود قيم متطرفة، كما أظهرت نتائج اختبار شابيرو- ويلك (Shapiro-Wilk Test) المتعلق باختبار التوزيع الطبيعي أن جميع متغيرات الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي، ومن أجل خفض تأثير البيانات بالقيم المتطرفة؛ تم استخدام تقنية تحويل البيانات الوينزوراييز (Winsorizing) عند المئين 5% والمئين 95%، لميزة هذه التقنية في اختيار الأسلوب الأمثل لتحويل البيانات مع عدم فقدان أي منها (Rousseeuw & Leroy, 1987)، حيث تم تطبيق هذه التقنية على جميع متغيرات الدراسة.

جدول (5)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

المتغيرات	التفرطح (Kurtosis)	الالتواء (Skewness)	قيمة الاختبار (Z-value)	الدالة الإحصائية (Sig.)
تكلفة هيكل رأس المال	89.92	9.28	3.05	0.00
معدل العائد على حقوق الملكية	24.50	-3.80	9.64	0.00
القيمة الاقتصادية المضافة	11.65	3.14	9.80	0.00
حصة السهم الواحد من الأرباح	10.92	2.17	9.76	0.00
القيمة السوقية العادلة	3.59	1.16	8.92	0.00
نسبة التدفق النقدي التشغيلي	6.91	-0.15	7.25	0.00

** تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5%.

بالنظر الى جدول رقم (5)، اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات قد أشار إلى أن توزيع بيانات الدراسة كان غير طبيعي بشكل عام، إذ أن قيمة Sig للمتغيرات أقل من 0.05 عند جميع متغيرات الدراسة.

الفصل الرابع

تحليل البيانات وعرض نتائج الدراسة

1.4 صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي

قبل تطبيق نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لاختبار فرضيات الدراسة، لا بد من إجراء مجموعة من الاختبارات القبلية (Diagnosis Test) للتحقق من مجموعة من الشروط الخاصة بعملية بناء نماذج البيانات الزمنية المقطعية المتمثلة بثلاث شروط أساسية وفقاً لنموذج الدراسة وهي: اختبار استقرار السلاسل الزمنية (Stationarity Test)، اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)، وأخيراً اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي (Heteroscedasticity Test)، والتي سيتم دراستها في هذا البند على التوالي، في حين تم استثناء اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity Test) بناء على نموذج الدراسة والذي يحوي متغير مستقل واحد والممثل بتكلفة هيكل رأس المال.

1.1.4 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (Stationarity test)

جدول رقم (6)

نتائج اختبار استقرارية بيانات متغيرات الدراسة

المتغيرات	قيمة الاختبار (t-value)	الدالة الإحصائية (Sig.)
WACC	-5.91	**0.00
ROE	-18.83	**0.00
EVA	-0.001	**0.00
EPS	-13.34	**0.00
FMV	-8.29	**0.00
OCF	-12.63	**0.00

ملاحظات: ** تفيد أن اختبار ليفين دال إحصائياً عند 5% على التوالي.

يعتبر اختبار استقرارية السلاسل الزمنية من الشروط الرئيسية القبلية في نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (عدم وجود جذر وحدة) في حال كانت الدراسة تشمل عدد سنوات قد تجاوز العشر سنوات (Phillips al. et, 2000)، في حين أن هذه الدراسة قد شملت فترة زمنية مقدرة بـ (7) سنوات، تم دراسة استقرار بيانات متغيرات الدراسة الأداء المالي وتكلفة هيكل رأس المال باستخدام اختبار ليفين (Levin-Lin-Chu (LLC)) لملاءمته للبيانات المقطعية المتوازنة (Balanced) ذات الحجم المتوسط كما هو حال في هذه الدراسة (Levin et al, 2002)، بحيث تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (6) إلى أن جميع متغيرات الدراسة (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، معدل العائد على حقوق الملكية، القيمة الاقتصادية المضافة، حصة السهم الواحد من الأرباح، القيمة السوقية العادلة، نسبة التدفق النقدي التشغيلي) مستقرة، حيث كان اختبار ليفين دال إحصائياً عند كل منها.

2.1.4 اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)

يعد اختبار الارتباط الذاتي الاختبار الثاني من الاختبارات القبلية لتطبيق نماذج الانحدار الساكنة، حيث تظهر المشكلة إذا كانت المشاهدات المتجاورة في بيانات المتغيرات سواء المستقلة أو التابعة مترابطة، وللتحقق من ذلك تم استخدام اختبار ولد-ريدج (Wooldridge Test)، وفقاً لذلك تظهر نتائج اختبار ولد-ريدج في جدول رقم (7) أن جميع نماذج الانحدار الساكنة والمتعلقة بدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمات والاستثمارية تعاني من وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات، حيث كانت نتائج الاختبار دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة (0.05) لكل منها، وسيتم التغلب على هذه المشكلة في النماذج بالاعتماد على (Hoechle, 2007).

جدول رقم (7)

نتائج اختبار الارتباط الذاتي في نماذج الدراسة

المتغير المستقل (تكلفة هيكل رأس المال)		المتغيرات التابعة	
الدلالة الإحصائية (Sig.)	قيمة الاختبار ($F(1, 13)$)		
0.01**	8.79	معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)	H_1
0.01**	8.79	نسبة التدفق النقدي التشغيلي (OCF)	H_2
0.01**	8.79	حصة السهم الواحد من الأرباح (EPS)	H_3
0.01**	8.79	القيمة السوقية العادلة (FMV)	H_4

0.01**	8.79	القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)	H ₅
--------	------	---------------------------------	----------------

ملاحظة: ** تفيد بأن اختبار ولد-ريدج دال إحصائياً عند مستوى دلالة 5%.

3.1.4 اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي (Heteroskedasticity Test)

ثبات تباين الأخطاء العشوائية (Homoskedasticity) يعتبر ثالث الافتراضات القبلية لنماذج الانحدار الساكنة، وللتحقق من ذلك الفرض تم استخدام اختبار (بروش-بيجين / Breusch-Pagan / Cook-Weisberg)، حيث أظهرت النتائج أن جميع النماذج المتعلقة بدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الخدمية والصناعية والاستثمارية والمقاس من خلال معدل العائد على حقوق الملكية، القيمة الاقتصادية المضافة، حصة السهم الواحد من الأرباح، القيمة السوقية العادلة ونسبة التدفق النقدي التشغيلي تتصف بثبات تباين الخطأ العشوائي، بحيث كانت قيمة الدلالة الإحصائية أكبر من مستوى الدلالة (0.05) لكل منها كما هو موضح في الجدول رقم (8).

جدول رقم (8)

اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي في نماذج الدراسة

المتغير المستقل (تكلفة هيكل رأس المال)		المتغيرات التابعة	
القيمة الاختبار (χ^2)	الدلالة الإحصائية (Sig.)		
3.57	0.06	معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)	H ₁
0.01	0.90	نسبة التدفق النقدي التشغيلي (OCF)	H ₂
3.14	0.08	حصة السهم الواحد من الأرباح (EPS)	H ₃
0.91	0.34	القيمة السوقية العادلة (FMV)	H ₄
2.74	0.10	القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)	H ₅

ملاحظات: ** تفيد بأن اختبار بروش-بيجين دال إحصائياً عند مستوى دلالة 5%.

2.4 تحليل الفرضيات

في هذا البند سيتم فحص نتائج فرضيات الدراسة والمتعلقة بدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، وسيتم دراستها كل منها على التوالي: لأجل اختبار الفرضية الرئيسية "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين"، وذلك من خلال اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

1.2.4 الفرضية الفرعية الأولى:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين".

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الأولى، تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) وذلك بالاعتماد على نتيجة اختبار مضاعف لاجرنج (LM) واختبار هوسمان، حيث أشارت النتائج الواردة في جدول رقم (9) إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.243) وهي أكبر من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، بالتالي نقبل الفرضية الفرعية الأولى، مما يعني أن تكلفة هيكل رأس المال لا تؤثر على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية للشركات الخدماتية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم (9)

نتائج نموذج (FEM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال معدل العائد على حقوق الملكية

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار t-statistic	الدلالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	0.045	2.68	0.190
تكلفة هيكل رأس المال	-1.08	-1.22	0.243
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		$(\chi^2 = 112.4, Sig. = 0.00 < 0.05)$	
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		$(\chi^2 = 11.15, Sig. = 0.001 < 0.05)$	
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)		$(F(1,13) = 1.49, Sig. = 0.243 > 0.05)$	
معامل التحديد (R^2)		0.0338	

* * تغيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5%.

المتغير التابع: العائد على حقوق الملكية

2.2.4 الفرضية الفرعية الثانية:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال نسبة التدفق النقدي التشغيلي (OCF) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين".

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الثانية، تم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM) وذلك بالاعتماد على نتيجة اختبار مضاعف لاجرنج (LM) واختبار هوسمان، حيث أشارت النتائج الواردة في جدول رقم (10) إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال نسبة التدفق النقدي التشغيلي، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، بالتالي نرفض الفرضية الفرعية الثانية، فزيادة تكلفة هيكل رأس المال بمقدار (1%) عبر الزمن وبين الشركات يؤدي إلى زيادة في نسبة التدفق النقدي التشغيلي بمقدار (7.29%)، ويتضح من النتائج أن لتكلفة هيكل رأس المال القدرة على تفسير (42.09%) من التباين في نسبة التدفق النقدي التشغيلي للشركات الخدماتية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم (10)

نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال نسبة التدفق النقدي التشغيلي

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار z-statistic	الدلالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	0.091	2.05	0.041
تكلفة هيكل رأس المال	7.29	5.28	**0.00
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(\chi^2 = 22.36, Sig. = 0.00 < 0.05)$		
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(\chi^2 = 2.37, Sig. = 0.123 > 0.05)$		
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(Wald\chi^2 = 27.86, Sig. = 0.00 < 0.05)$		
معامل التحديد (R^2)	0.4209		

** تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5%.

المتغير التابع: نسبة التدفق النقدي التشغيلي

3.2.4 الفرضية الفرعية الثالثة:

3.2.4 "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد من الأرباح (EPS) للشركات الصناعية والخدمات والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين".

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الثالثة، تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) وذلك بالاعتماد على نتيجة اختبار مضاعف لاجرنج (LM) واختبار هوسمان، حيث أشارت النتائج الواردة في جدول رقم (11) إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال حصة السهم الواحد من الأرباح، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.012) وهي أقل من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، بالتالي نرفض الفرضية الفرعية الثالثة، فزيادة تكلفة هيكل رأس المال بمقدار (1%) يؤدي الى انخفاض في حصة السهم الواحد من الأرباح بمقدار (2.73%)، ويتضح من النتائج أن لتكلفة هيكل رأس المال القدرة على تفسير (25.31%) من التباين في حصة السهم الواحد من الأرباح للشركات الخدماتية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم (11)

نتائج نموذج (FEM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد من الأرباح

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار t-statistic	الدلالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	0.186	10.40	0.000
تكلفة هيكل رأس المال	2.73-	2.92-	**0.012
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(\chi^2 = 131.52, Sig. = 0.00 < 0.05)$		
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(\chi^2 = 5.93, Sig. = 0.015 < 0.05)$		
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(F(1,13) = 8.52, Sig. = 0.012 < 0.05)$		
معامل التحديد (R^2)	0.2531		

** تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5%.

المتغير التابع: حصة السهم الواحد من الأرباح

4.2.4 الفرضية الفرعية الرابعة:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية العادلة (FMV) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين".

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الرابعة، تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) وذلك بالاعتماد على نتيجة اختبار مضاعف لاجرنج (LM) واختبار هوسمان، حيث أشارت النتائج الواردة في جدول رقم (12) إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة السوقية العادلة، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.105) وهي أكبر من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، بالتالي نقبل الفرضية الفرعية الرابعة، مما يعني أن تكلفة هيكل رأس المال لا تؤثر على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية العادلة للشركات الخدماتية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم (12)

نتائج نموذج (FEM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية العادلة

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار z-statistic	الدلالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	2.46	5.36	0.000
تكلفة هيكل رأس المال	17.99-	3.39-	0.105
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(\chi^2 = 226.20, Sig. = 0.00 < 0.05)$		
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(\chi^2 = 2.28, Sig. = 0.1313 > 0.05)$		
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(Wald\chi^2 = 2.63, Sig. = 0.105 > 0.05)$		
معامل التحديد (R^2)	0.0955		

** تفيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5%.

المتغير التابع: القيمة السوقية العادلة

5.2.4 الفرضية الفرعية الخامسة:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين".

للإجابة عن فرضية الدراسة الفرعية الخامسة، تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) وذلك بالاعتماد على نتيجة اختبار مضاعف لاجرنج (LM) واختبار هوسمان، حيث أشارت النتائج الواردة في جدول رقم (13) إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة، حيث بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.0502) وهي أكبر من مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، بالتالي نقبل الفرضية الفرعية الخامسة، مما يعني أن تكلفة هيكل رأس المال لا تؤثر على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الخدماتية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم (13)

نتائج نموذج (FEM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة

المتغير المستقل	المعاملات B	دالة الاختبار z-statistic	الدلالة الإحصائية Sig.
ثابت الانحدار	7310964	1.45	0.147
تكلفة هيكل رأس المال	-5.68 ^{e7}	1.96-	0.0502
اختبار معامل لاجرنج (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(\chi^2 = 271.78, Sig. = 0.00 < 0.05)$		
اختبار هوسمان (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(\chi^2 = 0.18, Sig. = 0.6701 > 0.05)$		
اختبار نموذج الدراسة (قيمة الاختبار، قيمة الدلالة الإحصائية)	$(Wald\chi^2 = 3.83, Sig. = 0.0502 > 0.05)$		
معامل التحديد (R^2)	0.0238		

** تقيد بوجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5%.

المتغير التابع: القيمة الاقتصادية المضافة

مقارنة وتلخيص نتائج تأثير تكلفة هيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين

جدول رقم (14)

نتائج نماذج الدراسة المتعلقة بدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين

نماذج الدراسة					
EVA	EMV	EPS	OCF	ROE	
β	β	β	β	β	
7,310,964	2.46	0.186	0.091	0.045	β_0
-5.68^e7	17.99-	**2.73-	**7.29	-1.08	WACC
0.0502	0.105	0.012	0.000	0.243	Sig.
0.0238	0.0955	0.2531	0.4209	0.0338	R^2

ملاحظة: ** دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 5%.

جدول رقم (14) يوضح تأثير تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال خمس مؤشرات متمثلة بمعدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الاقتصادية المضافة، وحصة السهم الواحد من الأرباح، والقيمة السوقية العادلة، ونسبة التدفق النقدي التشغيلي للشركات الخدمية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، فيتضح من خلال النتائج أن التأثير الأبرز لتكلفة هيكل رأس المال كان على الأداء المالي المقاس من خلال نسبة التدفق التشغيلي (42.09%)، تلا ذلك تأثيرها على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد (25.31%)، بحيث كان تأثير تكلفة هيكل رأس المال إيجابياً على نسبة التدفق النقدي التشغيلي، بينما كان سلبياً على حصة السهم الواحد من الأرباح. من جهة أخرى، تظهر النتائج أن تكلفة رأس المال لا تؤثر على معدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة السوقية العادلة، والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات الخدمية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.

4.4 ملخص النتائج ومقارنتها مع محاور الدراسات السابقة:

تتلخص الدراسة بمجموعة من النتائج وهي:

1. لا يوجد أثر لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين.
2. تكلفة هيكل رأس المال للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين لا تؤثر على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية.
3. هناك أثر إيجابي لتكلفة هيكل رأس المال للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين على الأداء المالي المقاس من خلال نسبة التدفق النقدي التشغيلي.
4. هناك أثر سلبي لتكلفة هيكل رأس المال للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد من الأرباح.
5. تكلفة هيكل رأس المال للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين لا تؤثر على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية العادلة.
6. لا تؤثر تكلفة هيكل رأس المال للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة.

ومما سبق فإن الدراسة أشارت إلى عدم وجود أثر لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال العائد على حقوق الملكية، وهذه النتيجة اتفقت مع دراسة (ياره وآخرون، 2020) ودراسة (Alomari, 2017)، والتي أشارت نتائجها إلى أنه لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال على الأداء المالي والمعبر عنه بالعائد على حقوق الملكية، واختلفت في نتائجها مع دراسة (DINH and PHAM, 2021) ودراسة (Ullah, 2020)، ودراسة (بعبوات، 2020)، ودراسة (النسور وجريسات، 2018)، ودراسة (Al-Qudah, 2017)، ودراسة (Mauwa et al, 2016) والتي كشفت عن وجود تأثير سلبي للتمويل الذاتي على العائد على حقوق الملكية، كذلك اختلفت مع دراسة (shamsuddin, Zelhuda et all, 2020) والتي أشارت إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والعائد على حقوق الملكية.

كما أن الدراسة أشارت إلى عدم وجود أثر لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال القيمة السوقية العادلة، فقد اختلفت هذه النتيجة مع دراسة (العلواني، 2021) والتي أكدت على

ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة الاقتصادية من خلال اعتمادها على استراتيجية مالية (تمويلية)، كما تؤثر التكلفة المرجحة لرأس المال والمقاسة بتكلفة أدوات الدين على القيمة السوقية.

كما أن الدراسة أشارت إلى عدم وجود أثر لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة. كذلك أشارت إلى أن هنالك أثر إيجابي لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال نسبة التدفق النقدي التشغيلي. كما أن نتائج الدراسة بينت أن هنالك أثر سلبي لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد من الأرباح، وبالتالي فقد اتفقت نتيجة الدراسة مع دراسة (بعيوات، 2020) والتي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال والأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على السهم، واختلفت الدراسة الحالية في نتائجها مع دراسة (shamsuddin, Zelhuda et all, 2020) التي أشارت إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والعائد على نسبة تمويل الأسهم، كما اختلفت مع دراسة (ياره وآخرون، 2020) ودراسة (Alomari, 2017) والتي أشارت إلى عدم وجود تأثير لهيكل رأس المال على العائد على السهم.

الفصل الخامس

الاستنتاجات والتوصيات

مقدمة:

هدفت الدراسة الحالية إلى الكشف عن أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الخدمائية والصناعية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، كما تأتي أهميتها من تسليط الضوء على الأداء المالي لهذه الشركات، والذي يشير إلى عمل واستمرارية نجاح الشركات من فشله، وأن أهميتها تكمن في بناء هيكل مالي قوي ورصين، وبعد استعراض الأدبيات السابقة والإطار النظري والذي جاءت به الدراسة لكل متغيرات الدراسة واختبار فرضياتها، نستعرض في هذا الفصل الاستنتاجات والتوصيات المنبثقة عن هذه الدراسة.

1.5 الاستنتاجات

نستنتج من خلال التحليل وفحص الفرضيات أن:

1. نستنتج عدم وجود أثر لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية والخدمائية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، ذلك أن العائد على حقوق الملكية يقيس معدل العائد المتحقق من استثمار أموال الملاك، فالزيادة في المعدل تدل على كفاءة عمل الإدارة أو قد يكون بسبب المخاطرة العالية الناتجة عن زيادة الرفع المالي، أما انخفاض المعدل قد يعود إلى تمويل متحفظ بالقروض، وتشير البيانات الواردة في الدراسة إلى تدني معدل العائد على حقوق الملكية، وهذا يدل على أن الشركات تتوجه نحو التمويل المتحفظ بالقروض.

2. نستنتج أن هنالك أثر إيجابي لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال نسبة التدفق النقدي التشغيلي في الشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، ذلك أن للتدفقات النقدية أهمية كبيرة في تحديد جودة الأرباح، وكذلك مدى وجود سيولة لدى الشركات والتي من شأنها أن تساعد على النمو وتحقيق الأرباح، فالتحويل بأدوات الدين وحقوق الملكية يعطي للشركات فرصة لتوسيع استثماراتها وبالتالي تحقيق المزيد من العوائد.

3. نستنتج أن هنالك أثر سلبي لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد من الأرباح في الشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، ويمكن القول أن حصة السهم الواحد من الأرباح مهمة لإدارة الشركات لقياس أدائها، وذلك أن الهدف من الإدارة التمويلية للشركة هو تعظيم ثروة المستثمرين عن طريق تعظيم القيمة السوقية للسهم، ومن خلال الاطلاع على البيانات الواردة نستنتج أيضاً أن القيمة السوقية لأسهم الشركات منخفضة؛ ويعزو الباحث ذلك إلى العديد من العوامل كالأزمات المالية، وعوامل توفير السيولة، لذلك فإن زيادة تكلفة التمويل لأنشطة الشركة بواسطة حقوق الملكية وأدوات الدين يؤثر على قيمة السهم سلباً بحيث يؤدي إلى انخفاض قيمته، وبالتالي عزوف المستثمرين عن الشركات ذات القيمة المنخفضة لأسهمها.

4. نستنتج عدم وجود أثر لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية العادلة في الشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، ويعزو الباحث ذلك إلى أن المستثمرين ينظرون إلى قيمة الشركة قبل التفكير في الاستثمار فيها، وقبل النظر إلى أدوات الدين التي تتحملها الشركة للقيام بأعمالها، كما يمكن للمستثمرين قراءة ذلك من وجهات نظر مختلفة.

5. نستنتج عدم وجود أثر لتكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين، ويعزو الباحث ذلك إلى دخول عوامل أخرى في قياس القيمة الاقتصادية المضافة، فهي لا تعتمد على التكلفة المرجحة لرأس المال، بل يدخل في قياسها تحديد رأس مال الشركة، وصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة، وقراءة البيانات المالية الواردة في القوائم المالية للشركات من أجل تحديد القيمة الاقتصادية للشركة.

6. إن أبرز المؤشرات المالية تأثراً بتكلفة هيكل رأس المال هو نسبة التدفق النقدي التشغيلي، تلا ذلك حصة السهم الواحد من الأرباح.

2.5 التوصيات

بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها، والاستنتاجات المنبثقة عنها، فإن الدراسة تقدم التوصيات التالية بالاعتماد على مدى تأثير تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي والمقاس من خلال خمس مؤشرات متمثلة بمعدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الاقتصادية المضافة، وحصة السهم الواحد من الأرباح، والقيمة السوقية العادلة، ونسبة التدفق النقدي التشغيلي، فإنه من التوصية أن:

1. أن تعتمد الشركات على الهيكل التمويلي الأنسب لها، وذلك من خلال احتساب تكلفة رأس المال، من أجل ضمان تعظيم أرباحها وحماية ثروة ملاكها.
2. توصي الدراسة باعتماد الشركات على زيادة تمويل هيكل رأس المال من خلال تحقيق التوازن بين تكلفة حقوق الملكية والاقتراض طويل الأجل وإعادة استثمار نسبة من الأرباح المحتجزة، بحيث يحقق ذلك نسبة تدفقات نقدية تشغيلية إيجابية، ولا ينعكس بشكل سلبي على العائد على السهم و العائد المتحقق من حقوق المساهمين، مع الأخذ بعين الاعتبار عدم تعريض الشركة لمخاطر العسر المالي في المستقبل.
3. العمل على تحقيق التوازن بين العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال بطريقة مناسبة والتخطيط السليم للهيكل المالي مع الأخذ بعين الاعتبار مصالح حملة الأسهم.

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

1. إبراهيم، أمل ميرغني.(2017). إجراءات المراجعة التحليلية وأثرها على كفاءة الأداء المالي في القطاع المصرفي السوداني. مجلة الدراسات العليا جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، المجلد 7، العدد 28، ص 273 - 295.
2. أبو شمالة، سامي وأبو ليلة، نائل.(2019). أثر حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2011-2014)، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد 33، العدد 3، ص 379-406.
3. أبو فارة، يوسف (2013). الأزمات المالية والاقتصادية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى.
4. الأحمد، ريناد.(2018). أثر هيكل الملكية ورأس المال على التدفقات النقدية الحرة للشركات الأردنية المساهمة العامة الخدمية: دراسة ميدانية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن.
5. أحمد، عائدة حسن (2018). جودة المراجعة الخارجية ودورها في زيادة كفاءة الأداء المالي في المنشآت الصناعية: دراسة ميدانية على ديوان المراجعة القومي. مجلة الدراسات العليا، جامعة النيلين - كلية الدراسات المتوسطة: المجلد 12، العدد 45، ص 299 - 313.
6. إسماعيل، أشرف. (2016). محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة (2014-2005)، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، فلسطين.
7. الباجواني، عمر.(2018). أثر هيكل الملكية وهيكل رأس المال على جودة الأرباح في الشركات المالية المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، عمان، الأردن.
8. الباز، ماجد.(2018). إطار تطبيقي ورؤية محاسبية لتحليل أثر هيكل رأس المال على ربحية البنوك التجارية في الأسواق الصاعدة: أدلة من القطاع المصرفي المصري 2007 - 2016، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 22، العدد 2، ص 80-132.

9. بازينة، عيسى، بن سليم، سكيّنة. (2016). أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية الليبية. (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية الليبية خلال الفترة (2001-2014). مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 4، العدد 2، ص 1-23.
10. بعيوات، محمد. (2020). هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة الخليل، فلسطين.
11. بواعنه، عروب. (2020). أثر هيكل رأس المال والحيازات النقدية على الأداء المالي لشركات الصناعات الاستخراجية والتعدينية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الأردن.
12. بوصبع، هناء، وصاري، محمد. (2016). أثر الأداء المالي على نمو الشركات الصناعية الخاصة الجزائرية: دراسة تطبيقية خلال الفترة (2009-2012). مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإنسانية والاجتماعية، مجلد 1، العدد 38، ص 277-308.
13. بوكرومة، كريمة وعبيدات، عبادة. (2019). أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 13، العدد 21، ص 129-148.
14. جمعة، سهير. (2016). تكلفة التمويل وأثرها على جودة الأرباح المحاسبية وقيمة المنشأة لشركات المساهمة العامة: دراسة تطبيقية تحليلية على عينة من الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
15. حميدات، جمعة وخداش، حسام. (2013). منهاج محاسب عربي قانوني معتمد "ACPA"، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين.
16. حميدي، عبد الستار وعطية، عمر ونعرويه، الحسين. (2021). استعمال أساليب التحليل المالي الحديث في الحكم على الوضعية المالية للشركة: دراسة حالة شركة مطاحن التاج الذهبي-كوئينين، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر.

17. الخطيب، خليل.(2021).أثر جودة التدقيق الخارجي على هيكل رأس المال لشركات الأدوية والصناعات الطبية المدرجة في بورصة عمان الأردنية، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.
18. خنفر، دعاء خلفي.(2017).محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة الزمنية (2014-2005)، شهادة ماجستير، جامعة الخليل، فلسطين.
19. خيرى، عبد الكريم وبلعجور، حسين.(2017).أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة: دراسة حالة مؤسسة مطاحن الجلفة، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 31، العدد 1، ص245، 260.
20. دزيت، مبروكة. (2013). تقييم الأداء المالي للمنشأة الاقتصادية دراسة حالة شركة البناء للجنوب والجنوب الكبير، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة، الجزائر.
21. الدغامين، أنوار.(2019).أثر العوامل المحاسبية على هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية: دراسة تطبيقية للفترة 2008 – 2017، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن.
22. الربيعي، حاكم والعطوي، مهند.(2017). نظرية توقيت السوق وتأثيرها في هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المصرية. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 15، العدد 1، ص83 – 105.
23. رغيوة، ابراهيم وتاموم، اسحاق.(2017).أثر هيكل رأس المال على المالي للمنشأة الاقتصادية: دراسة حالة منشأة دباغة الجلود-جيجل، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل، الجزائر.
24. سالم، لهام وبشيرى، إكرام.(2021).استخدام الأدوات الحديثة للتحليل المالي لتقييم الأداء المالي للمنشأة الاقتصادية: دراسة حالة منشأة الحضنة حليب-ولاية المسيلة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف ولاية المسيلة، جامعة محمد بوضياف ولاية المسيلة، الجزائر.

25. السراحنة، أيمن.(2015).دور بورصة فلسطين في تنمية الاستثمارات المحلية من وجهة نظر المستثمرين المحليين، رسالة ماجستير، معهد التنمية المستدامة، جامعة القدس.
26. سمحان، حسين. (2015). أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية للفترة (2006-2011)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، عدد 17، ص 136 - 151.
27. شحم، علاء ومشجل، هاني.(2019).القياس بالقيمة العادلة وانعكاسها على القرارات الاستثمارية، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 31، ص211-237.
28. شرابي، كنزة.(2014).العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر
29. الشناق، فادي وعودة، محمد ومطر، علي.(2019). أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الإستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 27، العدد 2، ص143 - 162.
30. شنيني، هاجر.(2014).أثر سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في شركات المدرجة في السوق المالي" دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي للفترة 2010-2012، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير وعلوم التجارية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.
31. صابر، حذيفة، والصالح، الصديق أحمد ورمه، طه.(2018).أهمية معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقويم وإصلاحات الأداء المالي في المنشأة: دراسة حالة سوناطراك حوض بركاوي، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، الجزائر.
32. الصبيحي، سريح ورجا، خليفة.(2020).أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف العراقية الخاصة للمدة 2017 - 2011، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 12، العدد 29، ص79-101.
33. صخر، مرعي.(2019).النسب المالية وعلاقتها بالعائد على السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان/دراسة تحليلية للفترة من عام 2005-2015. مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 2، العدد 5، ص253-271.

34. صلاح، أشرف وجريد، عبد الرؤوف.(2019).دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30 المدرجة في البورصة المصرية، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئة*، المجلد 10، العدد3، ص281-321.
35. العامري، أحمد.(2018).أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي: دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي، *المجلة العربية للإدارة*، مجلد 35، العدد 2، ص151-166.
36. عبد الحليم، محمد ونبيل، ياسمين وسرور، عبير.(2021).العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن تقارير استدامة الشركات وجودة الأرباح المحاسبية وانعكاسها على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على البيئة المصرية، *مجلة المحاسبة والمراجعة*، جامعة بني سويف العدد3، ص559-635.
37. عبد الرحمن، أمجد.(2020). قياس الأثر التفاعلي لإدارة رأس المال وانعكاسه على الأداء المالي للشركات وفقا لمتطلبات معايير التقارير المالية الدولية: IFRS دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية، *مجلة الفكر المحاسبي*، المجلد 24، العدد4، ص1-72.
38. عبد الله، واثق.(2012).أثر التخطيط الحكومي للسلطة الوطنية الفلسطينية على التنمية السياسية خلال الفترة 1994 -2009م، رسالة ماجستير، جامعة النجاح، فلسطين.
39. عبد الوهاب، انتصار طه. (2018). أثر إدارة المخاطر المالية على الأداء المالي لقطاع البترول في مصر. *مجلة الخدمة الاجتماعية*. الجمعية المصرية للأخصائيين الاجتماعيين، المجلد 8، العدد 59، ص40-62.
40. عذاب، محمود. (2021). اثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية العراقية. *مجلة دراسات محاسبية ومالية*، المجلد 16، العدد 57، ص42-57.
41. العلواني، أمين.(2021).أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمنشأة الاقتصادية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن المهيدي - أم البواقي، الجزائر.

42. عليوي، نشأت.(2019).الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
43. غالم، كمال.(2022).الاتجاهات الحديثة لقياس وتقييم الأداء المالي ودورها في ترشيد القرارات المالية للمنشأة الاقتصادية-دراسة حالة مجمع صيدال، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر.
44. الفار، سماح.(2018).العوامل المؤثرة في الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's Q، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة.
45. فارس، علي وسلطان، حسام.(2018).أثر بناء هيكل رأس المال في تحديد قيمة الشركة باطار نظريتي الإشارة والمبادلة. المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 14، العدد 56، ص191-163.
46. الفودري، أحمد.(2022).دور تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء الإستراتيجي كأحد متطلبات تحقيق التنمية المستدامة - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الكويتية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، المجلد 3، العدد 2، ص1884-1924.
47. قاع، اسماعيل.(2016).أثر تطبيق المعايير المحاسبية الدولية على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة حالة مطاحن بني هارون، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بنوي يحيى - جيجل، الجزائر.
48. قدي، عبد المجيد وحمادة، أمينة.(2015). أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات: دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي سنة 2012، المركز العربي لدراسات والبحوث، العدد 6، ص41 - 69.
49. قدي، عبد المجيد وحمادة، أمينة.(2015).أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات: دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2012، المجلة العربية للدراسات والبحوث، العدد 6، ص41-69.

50. قراق، حليلة.(2020).أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة : دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، كلية الأعمال والاقتصاد، جامعة القدس، أبو ديس، فلسطين.
51. قرش، محمد، وعبد الكريم، نصر (2010).الأزمة المالية العالمية الراهنة، التهديدات والفرص من منظور القطاع الخاص الفلسطيني. تطوير وتحسين أداء وكفاءة شركات القطاع الخاص الفلسطيني، رام الله – فلسطين.
52. قواسمة، فاتن.(2019).أثر هيكل الملكية وهيكل رأس المال على الأداء المالي لشركات المساهمة العامة الخدمية الأردنية: دراسة ميدانية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن.
53. كعرار، سيف الإسلام.(2016).صيف التمويل الخارجي وأثرها على هيكل رأس مال المنشأة: دراسة حالة منشأة سوناطراك، رسالة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر.
54. لعراف، زاهية وقريد، مصطفى.(2018).قياس الأداء المالي باستخدام مؤشرات الربحية في البنوك التجارية الجزائرية: دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، الجزائر، ص 1 - 15.
55. محمد، محمد.(2014).علاقة نسبة الرفع المالي و WACC في مؤشرات سوق الأوراق المالية: دراسة تحليلية في مجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37، ص 149-191.
56. محمود، عمرو السيد زكي. (2018). أثر تطبيق المعيار الدولي للتقارير المالية رقم (16)- عقود الايجار - على نفعية المعلومات المحاسبية وقرارات اصحاب المصالح في منشأة المستأجر - دراسة تجريبية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد 2، العدد، ص 154-235.
57. مداني، شهرزاد.(2022).أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 7، العدد 2، ص 41-50.
58. المدني، بابكر.(2021).علاوة إصدار أسهم شركات المساهمة العامة، مجلة جامعة شندي للبحوث والدراسات والقانونية، العدد 3، ص 191 - 218.

59. مريخي، حسين وشويعل، ريمة.(2020).المبتكرات المالية أثرها على استقرار النظام المالي: دراسة حالة الرهن العقاري الأمريكي، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل، الجزائر.
60. مسموح، باسل. (2018). أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة (2013-2017). رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، فلسطين.
61. المشهداني، غسان.(2017). أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.
62. مصباح، عيبر.(2016).المصادر التمويلية للشركات التجارية، رسالة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي، كلية الحقوق والعلوم السياسية، الزائر.
63. معطا الله، راضية.(2015). الأداء الإعتيادي لشركة المساهمة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.
64. ميلود، بورحلة.(2020).المعالجة المحاسبية لعقود الإيجار التمويلي حسب المرجعية المحاسبية الدولية والنظام المحاسبي المالي الجزائري، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 8، العدد 4، ص50-65.
65. النجار، جميل.(2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين دراسة اختيارية للفترة (2004-2011). مجلة جامعة الأزهر بغزة، مجلد 15، عدد 1، فلسطين.
66. النجدوي، جميلة.(2019).أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للبنوك التجارية الأردنية، رسالة ماجستير كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.
67. النسور، أسامة وجريسات، سامي.(2018).هيكل رأس المال والأداء: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، المجلة الاقتصادية والمالية، المجلد 2 العدد 5، ص601-621.
68. الوائلي، رغد.(2019).الرافعة المالية ودورها في مؤشرات ربحية المصارف الإسلامية في العراق: دراسة حالة مصرف التعاون الإسلامي للاستثمار للسنوات (2015- 2018)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المؤتمر الوطني الرابع لطلبة الدراسات العليا لسنة 2019، ص2-16.

69. الوقائع الفلسطينية.(2021).قرار بقانون رقم (42) سنة 2021 بشأن الشركات، الجريدة الرسمية، ديوان الفتوى والتشريع، العدد 25، رام الله، فلسطين.
70. يارا، سمير وكوين، عبد الكاظم.(2018).تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الأمريكية، مجلة الدنانير، العدد 20، ص 136 – 168.
71. ياره، سمير وكوين، عبد الكاظم وراضي، أفرح.(2020).تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي- دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الأمريكية، مجلة الدنانير، العدد 20، ص136-168.
72. ياسين، محمد وزلوم، نضال.(2018).أثر هيكل رأس المال وجودة الأرباح على الأداء المالي: دراسة تحليلية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن.

1. ALI, A., & FAISAL, S. (2020). Capital structure and financial performance: A Case of Saudi Petrochemical Industry. **The Journal of Asian Finance, Economics, and Business**, 7(7), 105-112.
2. DINH, H. T., & PHAM, C. D. (2020). The Effect of Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Listing Pharmaceutical Enterprises. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 329–340.
3. Dufour, D., Luu, P., & Teller, P. (2020). The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure. **Research in International Business and Finance**, Vol.(45), 62-71.
4. Faruk, Tukan. (2019). **Cash flow ratio analysis: The case of Turkey**.
5. Freeman, R. E. (2012). **Strategic management: A stakeholder approach**. Cambridge university press.
6. George, D., & Mallery, M. (2010). **SPSS for Windows Step by Step: A Simple Guide and Reference**, 17.0 update (10a ed.) Boston: Pearson.
7. Gujarati ‘D. N. ‘Porter ‘D. C. ‘& Gunasekar ‘S. (2012). **Basic econometrics**. Tata McGraw-Hill Education.
8. Hausman‘J.A(1978).Specification test sine econometrics. *Econometric / Journal of the econometric society*1271-1251 ‘.
9. Hillier, D., Grinblatt, M. & Titman, S. (2012). **Financial markets and corporate strategy.Second European Edition**. London: Irwin/McGraw-Hill.
10. Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. **The Stata journal**, 7(3), 281-312.
11. Kostial, Kristina; Rosales, J.R and Esrevao, Marcelo.(2020).Public Sector Debt Definitions and Reporting in Low-Income Developing Countries, **International Monetary Fund and World Bank**.
12. Almanaseer, S. R. (2019). Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordan. **Accounting and Finance Research**, 8 (4), 186, 198.
13. Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. **Journal of econometrics**, 108(1), 1-24.
14. Mauwa, J., Namusonge, G. S., & Onyango, S. (2016). Effect of capital structure on financial performance of firms listed on the Rwanda Stock Exchange. **European Journal of Business, Economics and Accountancy**, 4(4), 1-11.
15. Mehmetoglu, M. & Jakobsen, T. G.,(2017). **Applied Statistics Using Stata: A Guide for the Social Sciences**. 1st ed. London: SAGE Publications Ltd.
16. Ngatno, Apriatni, E. P., & Youlianto, A. (2021). Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance. **Cogent Business & Management**, 8(1), 1866822.

17. Nguyen, T., & Nguyen, H. (2020). Capital structure and firm performance of non-financial listed companies: Cross-sector empirical evidences from Vietnam. **Accounting**, 6(2), 137-150.
18. Phillips, P. C., & Moon, H. R. (1999). Linear regression limit theory for nonstationary panel data. **Econometrica**, 67(5), 1057-1111.
19. Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2018). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 71, 148-160.
20. Alomari, M. W., & Azzam, I. (2017). Effect of the micro and macro factors on the performance of the listed Jordanian insurance companies. **International Journal of Business and Social Science**, 8(2), 66-73.
21. Rousseeuw, P. J. & Leroy, A. M., (1987). **Robust Regression and Outlier Detection**. 1st ed. New York: Wiley.
22. Shamsuddin, Z., Al Majali Muhammad Ahmad Kamel, W., Daud, M. N. W., & Sallha, W. (2020). **Analysis of capital structure and financial performance in the Jordanian Insurance Sector**.
23. Syriopoulos, T., Tsatsaronis, M., & Gorila, M. (2020). The global cruise industry: Financial performance evaluation. **Research in Transportation Business & Management**.
24. Ullah, A., Pinglu, C., Ullah, S., Zaman, M., & Hashmi, S.H. (2020). **The nexus between capital structure, firm-specific factors, macroeconomic factors and financial performance in the textile sector of Pakistan**. Heliyon, 6.
25. Westerlund, A. (2020). **Capital structure and firm performance-Evidence from European listed firms**.
26. Alphonsus, U. E. (2021). Capital Structure and Commercial Banks' Profitability in Nigeria. **Glob Acad J Econ Buss**, 3(1), 10-20.
27. Al-Qudah, A. (2017). **The Relationship between Capital Structure and Financial Performance in the Companies Listed in Abu Dhabi Securities Exchange: Evidences from United Arab Emirates**. Rev. Eur. Stud., 9, 1.
28. Arnold, G., & Davies, M. (Eds.). (2014). **Value-based management: Context and application**. Wiley.
29. Baker, Malcolm P.; Wurgler, Jeffrey (2002). Market Timing and Capital Structure. **Journal of Finance** 57 (1): 1–32.
30. Berlianti, S. (2020). The Effect Of Return On Assets And Earning Per Share On Stock Prices In Astra Otoparts Tbk. Listed On Indonesian Stock Exchange 2010-2018. **HUMANIS** (Humanities, Management and Science Proceedings), 1(1).
31. Kalash, Ismail. (2021). The financial leverage–financial performance relationship in the emerging market of Turkey: the role of financial distress risk

and currency crisis, **EuroMed Journal of Business**, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/EMJB-04-2021-0056>

ثالثاً: المواقع الإلكترونية:

1. www.pex.ps موقع بورصة فلسطين
2. www.pcma.ps موقع هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

قائمة الملاحق

ملحق رقم (1)

ملخص الدراسات السابقة

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
1	أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمنشأة الاقتصادية	العلواني، 2021	ما هو أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمنشأة الاقتصادية؟	توضيح العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في المنشأة مع إبراز الأثر الناجم عنها.	القوائم المالية لمنشأة براجة خلال الفترة 2018 – 2020.	المتغيرات المستقلة: المردودية، الرفع المالي، نسب الهيكل المالي المتغير التابع: الأداء المالي.	إن الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختيار هيكل رأس مالي مناسب تتفاوت من منشأة اقتصادية إلى أخرى، فلا توجد طريقة مباشرة توصل المنشأة إلى كيفية تشكيل هيكل رأسمالها. تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمنشأة الاقتصادية بين مصدرين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الاستدانة. إن تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية يسمح بتحديد المشاكل التي تعاني منها.	توصلت الدراسة إلى أن منشأة براجة لها استراتيجية مالية (تمويلية) جيدة على المدى البعيد، وهذه الاستراتيجية مكنتها من رفع قيمتها السوقية تدريجياً خلال سنوات قيد الدراسة، وبينت الدراسة من خلال ذلك أن هيكل رأس مالها ذو تأثير نسبي على أدائها المالي من فترة إلى أخرى، وأن أدائها جيد عموماً، كما أشارت النتائج إلى ارتفاع مستمر للأموال الخاصة بالمنشأة خلال السنوات الثلاثة وكذلك بالنسبة للمردودية المالية.	العمل على الاعتماد أكثر على القروض طويلة الأجل لأنها تعطي ربحية للمنشأة من ناحية الوقت اللازم للتسديد وتزيد من المردودية الاقتصادية لها.
2	أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف العراقية الخاصة للمدة 2011 – 2017.	الصبيحي ورجبا، 2020	هل يؤثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف العراقية الخاصة؟	توضيح العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في المصارف العراقية مع إبراز الأثر الناجم عنها.	تكونت عينة التقارير المالية لـ (18) مصرفاً عراقياً خلال الفترة 2011 – 2017.	المتغير المستقل: هيكل رأس المال والمتمثل بنسبة المديونية، والأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الموجودات، والموجودات الثابتة إلى مجموع الموجودات، ونسبة التداول، والمتغير	الفرضية الرئيسية تتمحور بأن هناك علاقة طردية معنوية ذو دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمصارف العراقية الخاصة.	أظهرت النتائج أن هيكل رأس المال مقيساً بنسبة المديونية ونسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الموجودات لهما تأثير معنوي طردي وذو دلالة إحصائية على أداء المصارف العراقية مقيساً بالعائد على الموجودات، وجود علاقة معنوية ذو دلالة إحصائية لكل من القيمة السوقية والاحتياطيات ورأس المال مع	أوصت الدراسة بأن على إدارات المصارف استخدام كافة الوسائل التي من شأنها تعزيز الودائع لديها وبكافة أشكالها، حيث تعد المصدر الرئيس في تمويل نشاطاتها، والعمل على زيادة الاستثمارات الأجنبية من خلال الانفتاح على

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
						التابع الأداء المالي والممثل بالعائد على الموجودات.		(العائد على حق الملكية والعائد على الاستثمار) ووجود علاقة معنوية ذو دلالة إحصائية لكل من القيمة السوقية والاحتياطيات ورأس المال مع (العائد على السهم والعائد على الموجودات).	العالم الخارجي للاستفادة من زيادة حجم رؤوس الاموال.
3	تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي- دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الأمريكية.	يـيـارـه وآخرون، 2020	ما هي طبيعة العلاقة بين هيكل التمويل وأداء الشركات، وكيف يؤثر قرار اختيار هيكل التمويل في أداء الشركات.	توفير فهم لسلوك الشركات في كيفية اختيار هيكل التمويل، وتحديد العلاقة بين هيكل التمويل وأداء الشركات.	تكونت العينة من التقارير المالية لـ (10) شركات من الشركات الأمريكية في الفترة الممتدة من 2009 - 2018م.	كانت متغيرات الدراسة التي استخدمت لقياس هيكل رأس المال نسب ((القروض / الموجودات)، (القروض/حقوق الملكية)، (القروض / حقوق الملكية + القروض))، في حين تم التعبير عن مؤشرات الأداء بالعائد على الموجودات، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد.	توجد علاقة معنوية ذو دلالة إحصائية بين مؤشرات هيكل رأس المال (والعائد على الموجودات، وربحية السهم الواحد).	وجود علاقة عكسية بين مؤشرات هيكل رأس المال والعائد على الموجودات، كما تم إثبات وجود تأثير معنوي لهيكل رأس المال في العائد على الموجودات، بينما كشفت النتائج أنه لا توجد أي علاقة أو تأثير معنوي لهيكل رأس المال في مؤشرا الأداء الأخرى معبراً عنها بالعائد على حقوق الملكية وربحية السهم الواحد.	على الشركات تحديد حجم القروض المناسبة والتي تنعكس في تأثير إيجابي على أدائها.
4	قياس الأثر التفاعلي لإدارة رأس المال العامل وانعكاسه على الأداء المالي للشركات وفقاً لمتطلبات	عبد الرحمن، 2020	ما مدي وجود أثر ذو دلالة معنوية لإدارة رأس المال العامل على الأداء المالي لشركات الأدوية في	تحديد أثر إدارة رأس المال العامل وانعكاسه على الأداء المالي لشركات الأدوية.	القوائم المالية للشركات الدوائية المدرجة في البورصة المصرية للفترة من 2015 - 2019.	المتغيرات المستقلة: إدارة رأس المال العامل والمقاسة من خلال: تحصيل العملاء تحول المخزون سداد الموردين فترة التحول النقدي	يوجد أثر ذو دلالة معنوية لإدارة رأس المال العامل على الأداء المالي لشركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية.	يوجد أثر تفاعلي ذو دلالة معنوية لإدارة رأس المال العامل على كل من (نسب السيولة، ونسب المديونية، ونسب السوق).	ضرورة قيام شركات الأدوية بخفض فترة التحول النقدي للاستفادة من الآثار الإيجابية وانعكاسها على زيادة المبيعات والأرباح، وضرورة قيام شركات الادوية بالعمل على

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
				وتكلفة تمويل.		القطاع. أما المتغير التابع (الأداء المالي) فتم قياسه بثلاثة مؤشرات: معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على السهم (EPS).		القطاع) أثر ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين	
6	هيكـل رأس المال والأداء: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.	النسور وجريسات، 2018	هل هناك تأثير لهيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان؟	دراسة تأثير هيكل رأس المال المقاس بنسبة الدين ، والدين إلى حقوق الملكية على الأداء المقاس بالعائد على الأصول ، والعائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2016).	وشملت عينة الدراسة التقارير المالية ل (41) شركة مساهمة عامة صناعية خلال الفترة 2007 – 2016.	المتغير المستقل: هيكل رأس المال والمقاس من خلال: نسبة المديونية، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية المتغير التابع: الأداء المالي والمقاس من خلال: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية.	لا يوجد تأثير كبير لهيكل رأس المال المقاس بنسبة الدين ونسبة الدين إلى حقوق الملكية على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية (مقاساً بالعائد على الأصول). لا يوجد تأثير كبير لهيكل رأس المال (المقاس بنسبة الدين ونسبة الدين إلى حقوق الملكية) على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية (مقاساً بالعائد على حقوق الملكية).	أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لنسبة المديونية على العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين، كذلك وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لنسبة الالتزامات الى حقوق الملكية على العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين.	على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية أن تحافظ على التوازن بين حقوق الملكية واستخدام الالتزامات لتمويل احتياجاتها لتكون في وضع أفضل. على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية أن تولي المزيد من الاهتمام لقرارات هيكل رأس المال.
7	العوامل المؤثرة على	الفار، 2018	ما أثر المتغيرات المستقلة مجتمعة	التعرف إلى أثر المتغيرات	تكونت العينة من التقارير المالية	المتغير المستقل: العوامل المؤثرة على	الفرضية الرئيسية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية	استنتجت الدراسة وجود أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية	أوصت الدراسة بإستخدام نموذج

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
	الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's Q.		(حجم الشركة، عمر الشركة، إنتاجية الشركة، نسبة التداول، الرافعة المالية، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، الربحية، معدل التدفقات النقدية، معدل دوران المخزون، معدل نمو المبيعات) على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's Q؟	المستقلة مجتمعة (حجم الشركة، عمر الشركة، إنتاجية الشركة، نسبة التداول، الرافعة المالية، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، الربحية، معدل نمو التدفقات النقدية، معدل دوران المخزون، معدل نمو المبيعات) على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's Q.	للشركات غير المالية والبالغ عددها (8) شركات.	الأداء المالي من خلال: (حجم الشركة، عمر الشركة، إنتاجية الشركة، نسبة التداول، الرافعة المالية، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، الربحية، معدل نمو التدفقات النقدية، معدل دوران المخزون، معدل نمو المبيعات) المتغير التابع: الأداء المالي مقاساً بنموذج q Tobin's	للعوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.	للمتغيرات المستقلة التالية على الأداء المالي للشركة وهي: إنتاجية الشركة، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، معدل نمو التدفقات النقدية، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (حجم الشركة والربحية) والأداء المالي.	Topin's Q في قياس القيمة السوقية للشركات، وأوصت الشركات بزيادة الطاقة الإنتاجية لزيادة كمية الإنتاج، وتوزيع الأرباح نقداً على المساهمين في نهاية كل عام، وإدارة تدفقاتها النقدية بشكل سليم.
8	Impact of capital structure and innovation on firm performance . Direct and indirect effects of	DINH, & PHAM, 2021.	دراسة تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي لشركات الأدوية المدرجة في سوق الأوراق المالية في فيتنام.	يهدف البحث إلى استكشاف تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي لشركات الأدوية المدرجة في سوق الأوراق المالية في فيتنام.	البيانات عن الفترة من 2015 إلى 2019 لجميع شركات الأدوية المدرجة في سوق الأوراق المالية الفيتنامي.	بإستخدام ROE كمتغير تابع وأربعة متغيرات مستقلة، بما في ذلك التمويل الذاتي، والرافعة المالية، والأصول طويلة الأجل، ونسب الالتزامات إلى الأصول. بالإضافة	لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي لشركات الأدوية في سوق الأوراق المالية في فيتنام.	تظهر نتائج التحليل أن نسبة الرافعة المالية (LR) ونسبة الأصول طويلة الأجل (LAR) ونسبة الدين إلى الأصول (DR) لها علاقة إيجابية بأداء الشركة، وفي الوقت نفسه يؤثر التمويل الذاتي (E/C) بشكل سلبي على العائد على حقوق الملكية (ROE).	تقترح الدراسة أن تركز الحكومة الفيتنامية على استقرار البيئة الكلية لخلق بيئة مواتية للشركات. يجب على شركات الأدوية بناء هيكل رأسمالي أكثر منطقية مع نسبة دين أعلى من حقوق الملكية

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
	capital structure.					إلى ذلك، تم استخدام متغيرات ضابطة، مثل حجم الشركة، ومعدل الأصول الثابتة، والنمو.			، وتنويع قنوات تعبئة القروض مثل إصدار سندات طويلة الأجل. بالإضافة إلى ذلك، يجب على الشركات توسيع النطاق بشكل مناسب للحفاظ على التنمية والقدرة على سداد الالتزامات.
9	Capital Structure and Commercial Banks' Profitability in Nigeria.	Alphonsus et al, 2021.	ما تأثير هيكل رأس المال على ربحية البنوك التجارية في نيجيريا؟	التعرف على أثر هيكل رأس المال على ربحية البنوك التجارية.	تم تحليل البيانات من خلال استخدام نموذج (OLS) على عينة من 14 بنكاً تجارياً في نيجيريا من عام 2008 حتى عام 2019.	استخدام إجمالي الدين وإجمالي حقوق الملكية كمغيرات لقياس هيكل رأس المال، بينما تم اعتماد صافي ربح البنوك التجارية في نيجيريا ضمن نطاق هذه الدراسة باعتباره قياس لأداء البنوك التجارية.	هناك تأثير لهيكل رأس المال على ربحية البنوك التجارية.	وجدت الدراسة أن هيكل رأس المال قد أثر بشكل إيجابي وكبير على صافي ربح البنك التجاري في نيجيريا خلال فترة الدراسة. كانت هذه النتائج متوافقة مع نظرية المقايضة Trade-off theory لهيكل رأس المال.	أوصت الدراسة بأنه نظراً لأن حقوق الملكية تمثل أرباحاً أكبر للبنوك في نيجيريا مقارنة بالالتزامات، يجب على البنوك التجارية استخدام نسبة عالية من حقوق الملكية إلى الالتزامات في عملياتها من أجل تقليل مخاطر الإفلاس وتقليل المديونية العالية المرتبطة بالأعمال المصرفية وتعزيز صافي الربح.
10	The nexus between capital structure, firm-specific factors, 111referred 111e111c	Ullah, 2020	ما دور هيكل رأس المال في الأداء المالي لشركات النسيج المدرجة في بورصة باكستان (PSX) خلال الفترة 2008-	هدفت الدراسة إلى تحليل دور هيكل رأس المال في الأداء المالي لـ 90 شركة مدرجة في بورصة باكستان (PSX) خلال الفترة 2008-2017.	التقارير المالية لـ 90 شركة نسيج مدرجة في بورصة باكستان (PSX) خلال الفترة 2008-2017.	كان المتغير التابع هو العائد على حقوق الملكية كمؤشر للأداء المالي. كانت المتغيرات المستقلة هي الدين إلى حقوق الملكية، وإجمالي الدين إلى إجمالي	هناك دور حاسم لنسبة دوران الأصول، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية، والضرائب المستحقة، ونمو الصادرات، ونسبة نمو المبيعات، وإجمالي الدين إلى إجمالي الأصول في الأداء المالي في قطاع	أشارت النتائج إلى أن هيكل رأس المال (متغير الدين إلى حقوق الملكية) له علاقة سلبية وهامة مع الأداء المالي، بينما أظهرت نسبة دوران الأصول وأداء الشركة علاقة سلبية وغير ذات دلالة إحصائية. بينما نمو الصادرات ونمو المبيعات	مع وجود حوكمة أفضل للشركات من خلال ممارسة المزيد من الضغط على المديرين أو زيادة الملكية الإدارية، يمكن للمستثمرين المؤسسيين تقليل رأس المال وزيادة

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
	factors and financial performance in the textile sector of Pakistan.		2017؟	الفترة 2008-2017.		الأصول، ومعدلات دوران الأصول، ونمو المبيعات، والضرائب، ونمو الصادرات، في حين تم أخذ حجم الشركة كمتغير ضابط.	النسيج الباكستاني. هناك تأثير سلبي محدد لحجم الشركة على الأداء المالي في قطاع النسيج الباكستاني.	لهما علاقة إيجابية كبيرة بالأداء المالي؛ بينما استنتجت أن حجم الشركة له تأثير سلبي وهام على أداء الشركة، لصالح الفرضية البحثية البديلة. تشمل المتغيرات المتبقية الضرائب المستحقة الدفع وإجمالي نسبة الدين إلى إجمالي الأصول، والتي لها علاقة غير مهمة بالأداء المالي (ROE) والتحقق من صحة نظرية الوكالة.	المخاطر والتكلفة الإجمالية لرأس مال الشركة التي تساعد على تحسين الأداء المالي للشركة والاستقرار الاقتصادي.
11	Analysis of capital structure and financial performance in the Jordanian insurance sector.	Shamsu ddin, Zelhuda, et al., 2020.	ما تأثير هيكل رأس المال على ربحية شركات التأمين في الأردن؟	دراسة تأثير هيكل رأس المال والأداء المالي لشركات التأمين المدرجة في الأردن.	التقرير السنوي لشركات التأمين المختارة خلال الفترة 2007-2017.	تم قياس هيكل رأس المال باستخدام نسبة (الالتزامات قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول) و (الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول) وتمويل الأسهم. في حين تم قياس الأداء المالي باستخدام العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، و Tobin's Q.	تمحورت فرضية الدراسة حول دراسة العلاقة بين توكيل هيكل رأس المال عن طريق الالتزامات طويلة الأجل، والدين قصير الأجل، وتمويل رأس المال، وأداء شركات التأمين الأردنية خلال الفترة 2007-2016.	تشير نتائج الدراسة إلى أن هيكل رأس المال يؤثر على ربحية شركات التأمين المدرجة في الأردن. تبين النتائج أيضاً وجود علاقة إيجابية بين نسبة (الدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول) ونسبة تمويل الأسهم ومؤشرات الربحية، أي العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) و Tobin's Q. ومن ناحية أخرى، كشفت النتائج أيضاً عن أن للالتزامات قصيرة الأجل علاقة إيجابية مع العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الأصول (ROA). ومع ذلك، فإن العلاقة بين الالتزامات قصيرة الأجل و Tobin's Q ليست ذات دلالة إحصائية.	التوسع في هذه الدراسة بإضافة المزيد من القطاعات وخاصة الشركات المالية وشركات الخدمات والشركات غير المدرجة. تتضمن التوصيات البحثية الإضافية بإجراء دراسة مقارنة للتحقق من العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء شركات التأمين الأجنبية والمحلية في الأردن.

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
12	Capital structure and firm performance of non-financial listed companies: Cross-sector empirical evidences from Vietnam.	Nguyen, T., & Nguyen, H., 2020.	تأتي مشكلة الدراسة في دراسة علاقة الربحية الغير متسقة في الدراسات. لذلك، يحتاج هذا الموضوع إلى مزيد من البحث لإثراء الأدلة التجريبية. دراسات هذا الموضوع ليست متنوعة ومحدثة في فيتنام، كما أن هناك حاجة إلى منهجيات جديدة لإصلاح المشكلات في الأساليب الشائعة سابقاً.	تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد أدلة على العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات الفيتنامية غير المالية المدرجة وتقديم توصيات لوكالات الإدارة الحكومية ومديري الأعمال والأطراف ذات الصلة.	البيانات المالية لـ 488 شركة مدرجة خلال الفترة من 2013 ولغاية 2018.	هيكل رأس المال الذي تم دراسته يتمثل في نسب الالتزامات قصيرة الأجل، والالتزامات طويلة الأجل وإجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول، ويتم قياس الربحية من خلال العائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على الأصول (ROA)، والعائد على السهم (EPS). حجم الشركة، ومعدل النمو، والسيولة، ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول هي متغيرات ضابطة في الدراسة.	هناك علاقة سلبية بين نسبة إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول وأداء الشركات غير المالية المدرجة في فيتنام. هناك علاقة سلبية بين نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول وأداء الشركات غير المالية المدرجة في فيتنام. هناك علاقة سلبية بين نسبة الدين قصير الأجل إلى إجمالي الأصول وأداء الشركات غير المالية المدرجة في فيتنام.	أظهرت النتائج أن هيكل رأس المال يرتبط بشكل عكسي مع أداء الشركات الفيتنامية غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية. كما تظهر النتائج أن لقطاع الأدوية والمواد الطبية والسلع الاستهلاكية والخدمات علاقة أعلى بين هيكل رأس المال وأداء الشركة مقارنة مع قطاعات المنتجات الصناعية.	حاجة مديرو الأعمال إلى اتخاذ التدابير المناسبة لاستخدام الالتزامات، والمساعدة في زيادة المبيعات مع ضمان زيادة أداء الأعمال.
13	Determinants of capital structure and firm financial performance: A PLS-SEM approach: Evidence	Ramli et al., 2018.	دراسة تأثير محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة إلى جانب تأثير الوسيطة للرافعة المالية للشركات في ماليزيا وإندونيسيا خلال	هدفت الدراسة إلى الكشف عن تأثير محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة في وقت واحد مع تأثير الوسيطة للرافعة المالية للشركة.	التقارير المالية للشركات في ماليزيا وأندونيسيا خلال الفترة من 1990 ولغاية 2010.	المتغير المستقل محددات هيكل رأس المال. المتغير التابع الأداء المالي. المتغير الضابط: الرافعة المالية.	محددات هيكل رأس المال لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع الأداء المالي للشركة. لمحددات هيكل رأس المال (C1-C11) أي للسمات الخاصة بالشركة والدولة علاقة كبيرة بالرافعة المالية للشركة. تأثير الرافعة المالية:	أظهرت النتائج أن محددات هيكل رأس المال تؤثر بشكل مباشر على الأداء المالي للشركة. لاحظت الدراسة أن العينة الماليزية فقط لديها علاقة ارتباط موجبة معنوية بين الرافعة المالية للشركة والأداء المالي للشركة. استخدمت الشركات الماليزية التمويل الخارجي بدلاً من التمويل	لم تقدم الدراسة أي توصيات

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
	from Malaysia and Indonesia.		الفترة 1990-2010.				لرافعة المالية للشركة علاقة إيجابية مع أداء الشركة المالي مساواة لتأثيرات معامل الشركة والدولة. تأثيرات غير مباشرة / وسيطة للرافعة المالية تأثير غير مباشر / وسيط على العلاقة بين محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة.	الداخلي لرفع مستوى الأداء. أظهرت النتائج أيضاً أن النفوذ القوي لعب دوراً وسيطاً في ماليزيا ولكن ليس للعينة الإندونيسية. هيكل الأصول، وفرص النمو، والسيولة، والدرع الضريبي لغير الالتزامات ومعدل الفائدة هي السمات التي تأثرت بشكل غير مباشر بالضغط القوي على الأداء المالي للشركة. أظهرت الدراسة أن بعض معاملات السمات في محددات هيكل رأس المال والأداء المالي للشركة تختلف اختلافاً كبيراً بين ماليزيا وأندونيسيا.	
14	The Impact of Capital Structure on Jordanian Banks Performance	Alomari , 2017	هل هناك تأثير لهيكل رأس المال على أداء قطاع البنوك التجارية الأردنية؟	يهدف البحث إلى دراسة تأثير الهيكل التمويلي على الأداء المالي للبنوك التجارية العاملة في الأردن.	تكون مجتمع وعينة الدراسة من اثني عشر مصرفاً تجارياً مدرجاً في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2017).	تم قياس هيكل رأس المال (المتغيرات المستقلة) من خلال نسب إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول وإجمالي حقوق الملكية. الأداء المالي للبنوك (المتغيرات التابعة) يتمثل في نسبة العائد على الأصول، ونسبة العائد على حقوق	الفرضية الرئيسية: لا يوجد تأثير يذكر لهيكل رأس المال على أداء قطاع البنوك التجارية الأردنية.	تتمثل أهم النتائج في أن هيكل رأس المال له تأثير إيجابي على العائد على الأصول (ROA)، في حين أنه ليس له أي تأثير على العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الاستثمار (ROI) والعائد على السهم (EPS) في البنوك التجارية الأردنية.	أوصت الدراسة بضرورة قيام البنوك التجارية بزيادة أصولها عن طريق زيادة الودائع مما يؤثر بشكل إيجابي على أدائهم المالي، مما يعطي مؤشراً إيجابياً للعملاء، وكذلك تنويع الخدمات التي يقدمها البنك لعملائه مما يساعدهم في تمويل مشاريعهم بما يؤدي إلى تعزيز النمو الاقتصادي.

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
						الملكية، ونسبة العائد على الاستثمار، ونسبة العائد على السهم.			
15	The Relationship between Capital Structure and Financial Performance in the Companies Listed in Abu Dhabi Securities Exchange: Evidences from United Arab Emirates.	Al-Qudah 2017	اكتشاف طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي بهدف اكتشاف كفاءة الأداء المالي في ظل وجود الدين في هيكل رأس المال.	اكتشاف العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في سوق أبوظبي للأوراق المالية، لذلك وضع الباحث النموذج افترضه لتوضيح هذه العلاقة.	تم أخذ عينة عشوائية من الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وهي تتكون من 48% من جميع الشركات في هذا السوق المالي. فترة الدراسة كانت من 2008 ولغاية 2015.	المتغير المستقل: هيكل رأس المال والمقاس من خلال نسبة الدين لهيكل رأس المال. المتغير التابع: كفاءة الأداء المالي والمقاسة من خلال العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ونسبة الدين (DR).	الفرضية الرئيسية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال (نسبة الدين) والأداء المالي (الربحية: العائد على الأصول) في سوق أبو ظبي للأوراق المالية. وهناك علاقة سلبية عندما استخدام العائد على حقوق الملكية للتعبير عن الربحية بهيكل رأس المال. أظهرت نتائج الدراسة الإجمالية أن هناك علاقة معنوية بين هيكل رأس المال والأداء المالي في الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ونموذج هذه الدراسة قادر على تفسير ما يقرب من 31% من التغيرات التي حدثت في الربحية بسبب هيكل رأس المال	توصي الدراسة المديرين الماليين للبحث عن هيكل رأس المال الأمثل الذي يسمح لهم بتحقيق أعلى ربح ممكن عند اختيار المزيج التمويلي، كما توصي الدراسة أيضاً بضرورة تحديد نسبة الدين المناسبة مقدماً والتي تدعم العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول.	
16	Effect of Capital Structure on Financial Performance of Firms Listed on the Rwanda	Mauwa et al., 2016	ما تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة رواندا؟	كان الهدف العام من هذه الدراسة هو تقييم تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة رواندا	شملت الدراسة العاملين بالشركات المدرجة في بورصة رواندا وعددها (6) شركات.	المتغير المستقل: هيكل رأس المال (الرافعة المالية). المتغير التابع: الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.	سعت الدراسة إلى اختبار فرضية أن هيكل رأس المال لا يؤثر على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة رواندا.	توصلت الدراسة الى أن هيكل رأس المال مرتبط سلباً مع كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. خلصت الدراسة إلى أن هيكل رأس المال يرتبط بشكل سلبي وجوهري بالأداء المالي للشركات المدرجة في	توصي الدراسة الشركات المدرجة في البورصة بتحسين هيكل رأس المال وتنفيذ الاستراتيجيات التي تؤدي إلى انخفاض في نسبة السيولة لأن ذلك من شأنه تحسين الأداء

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج	التوصيات
	Stock Exchange.			للأوراق المالية.				البورصة.	المالي.

ملحق رقم (2)

البيانات المالية لشركة الاتصالات

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان / السنة
816,146,000	878,685,000	858,000,000	934,906,000	1,021,238,000	746,333,000	750,705,000	مجموع الاصول
630,182,000	703,161,000	662,867,000	742,171,000	703,489,000	510,856,000	563,179,000	الاصول طويلة الأجل
127,470,000	115,858,000	125,848,000	92,528,000	123,057,000	47,399,000	62,233,000	الالتزامات طويلة الاجل
367,114,000	384,478,000	374,983,000	369,085,000	466,635,000	203,283,000	228,366,000	مجموع الالتزامات
449,032,000	494,207,000	483,017,000	565,821,000	554,603,000	543,050,000	522,339,000	حقوق الملكية
60,146,000	76,824,000	79,624,000	75,358,000	90,251,000	93,717,000	85,068,000	قبل الضريبة
43,038,000	63,967,000	67,092,000	70,528,000	80,056,000	83,060,000	85,068,000	صافي الربح
17,108,000	12,857,000	12,532,000	4,830,000	10,195,000	10,657,000	-	ضريبة
7,627,000	9,783,000	7,207,000	4,043,000	1,195,000	1,872,000	1,843,000	فوائد
131,625,000	131,625,000	131,625,000	131,625,000	131,625,000	131,625,000	131,625,000	عدد الاسهم المصدرة
239,644,000.00	268,620,000.00	249,135,000.00	276,557,000.00	343,578,000.00	155,884,000.00	166,133,000.00	التدفقات التشغيلية
88,969,000.00	128,463,000.00	108,570,000.00	98,830,000.00	149,553,000.00	123,981,000.00	116,454,000.00	التدفقات التمويلية
52,650,000	52,650,000	52,650,000	52,650,000	59,231,000	59,231,000	65,813,000	توزيعات ارباح
705,465,326	779,724,835	802,002,687	850,271,367	924,453,087	730,518,750	750,262,500	متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة
239,644,000	268,620,000	249,135,000	276,557,000	343,578,000	155,884,000	166,133,000	الالتزامات قصيرة الاجل
239,644,000	268,620,000	249,135,000	276,557,000	343,578,000	155,884,000	166,133,000	الاستثمار المعدل
0.2844	0.1674	0.1574	0.0641	0.1130	0.1137	0.0000	النسبة الضريبية
0.7156	0.8326	0.8426	0.9359	0.8870	0.8863	1.0000	صافي الضريبة
0.0428	0.0703	0.0483	0.0409	0.0086	0.0350	0.0296	تكلفة الدين

0.0746	0.0675	0.0656	0.0619	0.0641	0.0811	0.0877	تكلفة الاسهم
0.0265	0.0279	0.0242	0.0181	0.0140	0.0209	0.0229	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
67,773,000	86,607,000	86,831,000	79,401,000	91,446,000	95,589,000	86,911,000	الدخل قبل الفوائد
0.096	0.129	0.139	0.125	0.144	0.153	0.163	العائد على حقوق الملكية
0.327	0.486	0.510	0.536	0.608	0.631	0.646	العائد على السهم
5.360	5.924	6.093	6.460	7.023	5.550	5.700	القيمة السوقية
0.371	0.478	0.436	0.357	0.435	0.795	0.701	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(1.576)	(0.940)	0.104	(0.724)	(0.032)	(1.061)	(0.144)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.156	0.132	0.147	0.099	0.120	0.064	0.083	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.550	0.562	0.563	0.605	0.543	0.728	0.696	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.818	0.778	0.776	0.652	0.841	0.374	0.437	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
52,492,049.754	69,573,426.273	72,117,368.854	67,466,726.982	81,952,592.947	83,257,621.655	73,521,859.649	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق (3)

البيانات المالية لشركة مصنع الشرق للأكرود

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	3,305,377	3,316,731	3,316,275	3,285,499	3,271,410	3,298,298	3,197,652
الاصول طويلة الأجل	2,049,908	2,010,436	2,005,440	2,013,003	2,014,735	2,001,788	2,011,540
الالتزامات طويلة الاجل	-	-	-	-	-	-	-
مجموع الالتزامات	213,827	243,407	332,360	311,196	298,847	436,934	414,388
حقوق الملكية	3,091,550	3,073,323	2,983,915	2,974,303	2,972,562	2,861,364	2,873,264
قبل الضريبة	112,804	106,579	110,278	78,167	111,261	8,451	(23,978)
صافي الربح	91,480	90,592	93,737	66,442	94,572	7,183	(23,978)
ضريبة	21,323	15,987	16,542	11,725	16,689	(1,268)	-
فوائد	-	-	-	-	-	-	-
عدد الاسهم المصدرة	750,000	750,000	750,000	750,000	750,000	750,000	750,000
التدفقات التشغيلية	143,470.00	134,044.00	26,791.00	81,066.00	175,227.00	105,765.00	36,858.00
التدفقات التمويلية	(93,450.00)	(93,450.00)	(81,533.00)	(96,200.00)	(98,745.00)	(118,419.00)	(52,000.00)
توزيعات ارباح	93,450	93,450	81,533	96,200	98,745	(118,419)	(52,000)
متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة	1,507,500	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,492,500
الالتزامات قصيرة الاجل	213,827	243,407	332,360	311,196	298,847	436,934	414,388

2,783,264	2,861,364	2,972,563	2,974,303	2,983,915	3,073,324	3,091,550	الاستثمار المعدل
0.0000	-0.1500	0.1500	0.1500	0.1500	0.1500	0.1890	النسبة الضريبية
1.0000	1.1500	0.8500	0.8500	0.8500	0.8500	0.8110	صافي الضريبة
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	تكلفة الدين
-0.0348	-0.0789	0.0658	0.0641	0.0544	0.0623	0.0620	تكلفة الاسهم
-0.0094	-0.0207	0.0166	0.0162	0.0137	0.0152	0.0150	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
(23,978)	8,451	111,261	78,167	110,278	106,579	112,804	الدخل قبل الفوائد
(0.008)	0.003	0.032	0.022	0.031	0.029	0.030	العائد على حقوق الملكية
(0.032)	0.010	0.126	0.089	0.125	0.121	0.122	العائد على السهم
1.990	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.010	القيمة السوقية
0.089	0.242	0.586	0.260	0.081	0.551	0.671	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
2.169	(16.486)	(1.044)	(1.448)	(0.870)	(1.032)	(1.022)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
-	-	-	-	-	-	-	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.899	0.868	0.909	0.905	0.900	0.927	0.935	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.144	0.153	0.101	0.105	0.111	0.079	0.069	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
2,152.653	67,660.500	61,888.500	30,067.000	69,511.500	59,854.000	66,311.463	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (4)

البيانات المالية لشركة فلسطين للدائن

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان / السنة
820,623	890,943	969,076	1,097,392	1,214,467	1,538,627	2,699,993	مجموع الاصول
708,283	755,501	802,719	868,937	889,372	935,176	1,682,343	الاصول طويلة الأجل
21,624	98,144	108,298	202,921	240,782	78,473	107,219	الالتزامات طويلة الاجل
514,860	571,591	586,326	572,286	640,281	747,263	951,719	مجموع الالتزامات
305,763	319,352	382,750	525,106	574,187	791,364	1,748,274	حقوق الملكية
(13,589)	(63,398)	(87,658)	(49,081)	(217,177)	(956,910)	(494,870)	قبل الضريبة
(13,589)	(63,398)	(87,658)	(49,081)	(217,177)	(956,910)	(494,870)	صافي الربح
-	-	-	-	-	-	-	ضريبة
4,748	7,217	14,479	4,141	20,281	33,775	28,097	فوائد
700,000	700,000	700,000	700,000	7,000,000	7,000,000	7,000,000	عدد الاسهم المصدرة
12,911.00	124,104.00	57,886.00	4,140.00	6,480.00	60,507.00	53,836.00	التدفقات التشغيلية
(49,054.00)	(86,547.00)	(66,804.00)	(28,538.00)	(118,047.00)	(83,152.00)	152.00	التدفقات التمويلية
-	-	-	-	-	-	-	توزيعات ارباح

1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,911,000	1,960,000	1,890,000	1,330,000	متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة
493,236	473,447	478,028	369,365	399,499	668,790	844,500	الالتزامات قصيرة الاجل
327,387	417,496	491,048	728,027	814,968	869,837	1,855,493	الاستثمار المعدل
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	النسبة الضريبية
1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	صافي الضريبة
0.2196	0.0735	0.1337	0.0204	0.0842	0.4304	0.2621	تكلفة الدين
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	تكلفة الاسهم
0.0145	0.0173	0.0295	0.0057	0.0249	0.0388	0.0151	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
(8,841)	(56,181)	(73,179)	(44,940)	(196,896)	(923,135)	(466,773)	الدخل قبل الفوائد
(0.044)	(0.199)	(0.229)	(0.093)	(0.378)	(1.209)	(0.283)	العائد على حقوق الملكية
(0.019)	(0.091)	(0.125)	(0.070)	(0.031)	(0.137)	(0.071)	العائد على السهم
2.500	2.500	2.500	2.730	0.280	0.270	0.190	القيمة السوقية
0.026	0.262	0.121	0.011	0.016	0.090	0.064	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
3.610	1.365	0.762	0.581	0.544	0.087	(0.000)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.026	0.110	0.112	0.185	0.198	0.051	0.040	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.373	0.358	0.395	0.479	0.473	0.514	0.648	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
1.684	1.790	1.532	1.090	1.115	0.944	0.544	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
(13,589.000)	(63,398.000)	(87,658.000)	(49,081.000)	(217,177.000)	(956,910.000)	(494,870.000)	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (5)

البيانات المالية لشركة القدس للمستحضرات الطبية

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان / السنة
77,707,289	70,759,308	60,662,262	62,625,755	52,970,017	51,192,232	53,002,542	مجموع الاصول
32,405,870	30,997,514	25,824,154	24,957,157	21,781,236	22,075,584	21,828,187	الاصول طويلة الأجل
5,227,710	4,843,164	3,744,217	4,011,486	4,129,716	5,741,577	5,866,669	الالتزامات طويلة الاجل
16,066,093	16,032,192	11,683,624	12,237,751	12,709,989	14,983,341	18,425,325	مجموع الالتزامات
61,641,196	54,727,116	48,978,638	49,388,004	40,260,028	36,208,891	34,577,217	حقوق الملكية
3,741,116	5,026,588	5,488,597	6,265,727	3,230,008	2,327,141	1,817,132	قبل الضريبة
3,667,829	5,009,285	5,376,108	6,163,670	3,050,959	2,224,286	1,409,833	صافي الربح
73,287	17,303	112,489	102,057	179,049	102,855	407,299	ضريبة
277,748	247,860	91,405	140,759	171,879	212,666	151,856	فوائد
18,000,000	18,000,000	18,000,000	18,000,000	18,000,000	17,060,000	17,060,000	عدد الاسهم المصدرة
1,907,776.00	2,375,730.00	4,338,811.00	4,748,463.00	2,483,558.00	1,848,283.00	3,854,273.00	التدفقات التشغيلية
(2,932,141.00)	(1,259,975.00)	(2,327,335.00)	(3,603,600.00)	(1,784,381.00)	(3,419,566.00)	(831,198.00)	التدفقات التمويلية
1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,364,800	1,194,200	1,194,200	توزيعات ارباح
49,860,000	50,400,000	58,320,000	58,680,000	35,820,000	30,708,000	29,002,000	متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة
10,838,383	11,189,028	7,939,407	8,226,265	8,580,273	9,241,764	12,558,656	الالتزامات قصيرة الاجل
66,868,906	59,570,280	52,722,855	54,399,490	44,389,744	41,950,468	40,443,886	الاستثمار المعدل
0.0196	0.0034	0.0205	0.0163	0.0554	0.0442	0.2241	النسبة الضريبية

0.9804	0.9966	0.9795	0.9837	0.9446	0.9558	0.7759	صافي الضريبة
0.0521	0.0510	0.0239	0.0345	0.0393	0.0354	0.0201	تكلفة الدين
0.0361	0.0357	0.0309	0.0307	0.0381	0.0389	0.0412	تكلفة الاسهم
0.0138	0.0149	0.0122	0.0127	0.0191	0.0207	0.0203	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
4,018,864	5,274,448	5,580,002	6,406,486	3,401,887	2,539,807	1,968,988	الدخل قبل الفوائد
0.060	0.092	0.110	0.125	0.076	0.061	0.041	العائد على حقوق الملكية
0.204	0.278	0.299	0.342	0.169	0.130	0.083	العائد على السهم
2.770	2.800	3.240	3.260	1.990	1.800	1.700	القيمة السوقية
0.176	0.212	0.546	0.577	0.289	0.200	0.307	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(0.799)	(0.252)	(0.433)	(0.585)	(0.585)	(1.537)	(0.590)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.067	0.068	0.062	0.064	0.078	0.112	0.111	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.793	0.773	0.807	0.789	0.760	0.707	0.652	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.261	0.293	0.239	0.248	0.316	0.414	0.533	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
3,096,737.480	4,384,584.064	4,934,914.793	5,715,872.462	2,553,706.621	1,673,095.969	1,148,699.003	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (6)

البيانات المالية لشركة سجائر القدس

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	38,036,030	38,614,179	40,148,931	44,369,894	45,091,210	43,701,397	44,144,530
الاصول طويلة الأجل	21,518,089	22,265,481	22,526,110	23,944,428	25,078,605	26,318,030	25,889,534
الالتزامات طويلة الاجل	500,855	1,144,137	1,058,599	2,714,740	2,788,208	1,602,023	6,414,109
مجموع الالتزامات	21,051,532	16,532,244	17,770,839	21,556,031	25,400,401	24,228,957	22,813,035
حقوق الملكية	16,984,498	22,081,935	22,378,092	22,813,863	19,690,809	19,472,440	21,331,495
قبل الضريبة	(2,491,021)	90,461	(362,732)	445,935	26,990	160,833	2,182,227
صافي الربح	(2,491,021)	18,671	(379,384)	393,014	13,546	144,118	2,098,795
ضريبة	-	71,790	16,652	52,921	13,444	16,715	83,432
فوائد	632,518	461,878	390,471	579,963	511,183	435,050	670,558
عدد الاسهم المصدرة	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000
التدفقات التشغيلية	(1,225,188.00)	2,222,045.00	(365,677.00)	195,718.00	(1,960,869.00)	4,448,068.00	(1,305,662.00)
التدفقات التمويلية	(2,945,241.00)	(2,729,358.00)	1,279,394.00	2,140,134.00	3,458,388.00	(2,815,821.00)	(980,326.00)
توزيعات ارباح	-	-	-	-	-	-	-
متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة	9,000,000	7,300,000	7,000,000	9,000,000	8,500,000	8,700,000	8,800,000
الالتزامات قصيرة الاجل	20,550,677	15,388,107	16,712,240	18,841,291	22,612,193	22,626,934	16,398,926
الاستثمار المعدل	17,485,353	23,226,072	23,436,691	25,528,603	22,479,017	21,074,463	27,745,604

0.0382	0.1039	0.4981	0.1187	-0.0459	0.7936	0.0000	النسبة الضريبية
0.9618	0.8961	0.5019	0.8813	1.0459	0.2064	1.0000	صافي الضريبة
0.1005	0.2433	0.0920	0.1883	0.3858	0.0833	1.2629	تكلفة الدين
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	تكلفة الاسهم
0.0232	0.0185	0.0114	0.0200	0.0174	0.0041	0.0362	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
2,852,785	595,883	538,173	1,025,898	27,739	552,339	(1,858,503)	الدخل قبل الفوائد
0.098	0.007	0.001	0.017	(0.017)	0.001	(0.147)	العائد على حقوق الملكية
0.210	0.014	0.001	0.039	(0.038)	0.002	(0.249)	العائد على السهم
0.880	0.870	0.850	0.900	0.700	0.730	0.900	القيمة السوقية
(0.080)	0.197	(0.087)	0.010	(0.022)	0.144	(0.060)	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(0.467)	(19.538)	255.307	5.445	(3.372)	(146.182)	1.182	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.145	0.037	0.062	0.061	0.026	0.030	0.013	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.483	0.446	0.437	0.514	0.557	0.572	0.447	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
1.069	1.244	1.290	0.945	0.794	0.749	1.239	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
2,207,864.111	206,046.736	281,615.574	514,761.672	(380,657.419)	457,008.149	(2,491,021.000)	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (7)

البيانات المالية لشركة دواجن القدس

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	31,705,002	31,901,497	32,962,365	38,522,413	35,505,340	40,411,656	45,987,232
الاصول طويلة الأجل	20,767,100	20,552,232	20,126,533	22,847,633	24,014,171	25,808,703	27,388,762
الالتزامات طويلة الاجل	1,480,346	977,254	1,274,137	2,070,464	3,699,372	4,816,802	4,628,555
مجموع الالتزامات	9,305,855	7,999,395	7,604,656	9,507,333	10,684,475	10,880,009	10,742,901
حقوق الملكية	22,399,147	23,902,102	25,357,709	29,015,080	24,820,865	29,531,647	35,244,331
قبل الضريبة	2,770,580	3,526,919	3,572,075	3,546,165	957,838	4,319,566	5,089,330
صافي الربح	2,322,241	3,093,633	3,230,398	3,181,696	843,552	3,941,532	4,572,586
ضريبة	448,339	433,287	341,677	364,469	114,286	378,034	516,744
فوائد	208,211	173,168	128,167	130,593	162,081	267,702	247,968
عدد الاسهم المصدرة	13,440,000	13,440,000	13,440,000	13,440,000	13,440,000	13,440,000	13,440,000
التدفقات التشغيلية	(1,282,665.00)	5,233,303.00	2,602,900.00	2,864,515.00	2,854,303.00	3,884,672.00	4,006,686.00
التدفقات التمويلية	(2,567,711.00)	(3,239,264.00)	(2,176,710.00)	(2,015,324.00)	(504,232.00)	(1,593,241.00)	(2,184,213.00)
توزيعات ارباح	1,612,800	1,612,800	2,016,000	2,419,200	2,016,000	1,344,000	13,440,000
متوسط القيمة السوقية للأسهم							

35,616,000	38,841,594	34,944,000	35,212,800	37,900,800	33,196,800	38,976,000	في نهاية السنة
6,114,346	6,063,207	6,985,103	7,436,869	6,330,519	7,022,141	7,825,509	الالتزامات قصيرة الاجل
39,872,886	34,348,449	28,520,237	31,085,544	26,631,846	24,879,356	23,879,493	الاستثمار المعدل
0.1015	0.0875	0.1193	0.1028	0.0957	0.1229	0.1618	النسبة الضريبية
0.8985	0.9125	0.8807	0.8972	0.9043	0.8771	0.8382	صافي الضريبة
0.0481	0.0507	0.0386	0.0566	0.0910	0.1554	0.1179	تكلفة الدين
0.3774	0.0346	0.0577	0.0687	0.0532	0.0486	0.0414	تكلفة الاسهم
0.1328	0.0207	0.0322	0.0335	0.0312	0.0324	0.0306	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
5,337,298	4,587,268	1,119,919	3,676,758	3,700,242	3,700,087	2,978,791	الدخل قبل الفوائد
0.130	0.133	0.034	0.110	0.127	0.129	0.104	العائد على حقوق الملكية
0.340	0.293	0.063	0.237	0.240	0.230	0.173	العائد على السهم
2.650	2.890	2.600	2.620	2.820	2.470	2.900	القيمة السوقية
0.655	0.641	0.409	0.385	0.411	0.745	(0.164)	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(0.478)	(0.404)	(0.598)	(0.633)	(0.674)	(1.047)	(1.106)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.101	0.119	0.104	0.054	0.039	0.031	0.047	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.766	0.731	0.699	0.753	0.769	0.749	0.706	نسبة حقوق الملكية إلى اجمالي الأصول
0.305	0.368	0.430	0.328	0.300	0.335	0.415	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
42,809.263	3,877,942.411	201,792.343	2,636,228.355	2,869,440.845	2,895,237.469	2,248,135.054	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (8)

البيانات المالية لشركة الوطنية لصناعة الكرتون

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	6,383,013	6,848,706	6,796,805	7,362,301	7,619,226	8,521,227	9,254,777
الاصول طويلة الأجل	2,955,364	2,857,585	3,002,127	3,619,115	4,450,277	4,528,741	4,459,421
الالتزامات طويلة الاجل	142,120	164,799	190,570	224,242	1,501,357	1,528,938	1,139,815
مجموع الالتزامات	752,945	1,124,218	1,150,867	1,379,666	2,535,568	2,803,507	2,352,080
حقوق الملكية	5,630,068	5,724,488	5,645,938	5,982,635	5,083,658	5,717,720	6,902,697
قبل الضريبة	489,941	578,760	384,661	211,106	(145,494)	309,618	912,066
صافي الربح	314,664	482,720	303,454	157,729	(162,607)	285,234	804,308
ضريبة	175,277	96,040	81,207	53,377	17,113	24,384	107,758
فوائد	-	-	-	-	14,033	101,763	71,528
عدد الاسهم المصدرة	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	500,000
التدفقات التشغيلية	448,476.00	620,148.00	650,616.00	53,937.00	(112,693.00)	93,005.00	1,308,677.00
التدفقات التمويلية	(279,843.00)	(354,509.00)	(366,243.00)	(161,657.00)	1,438,715.00	192,077.00	(513,709.00)
توزيعات ارباح	300,000	400,000	400,000	300,000	-	-	-
متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة	5,050,000	5,050,000	5,650,000	5,150,000	4,650,000	5,000,000	740,000
الالتزامات قصيرة الاجل	610,825	959,419	960,297	1,155,424	1,034,211	1,274,569	1,212,265
الاستثمار المعدل	5,772,188	5,889,287	5,836,508	6,206,877	6,585,015	7,246,658	8,042,512
النسبة الضريبية	0.3578	0.1659	0.2111	0.2528	-0.1176	0.0788	0.1181

0.8819	0.9212	1.1176	0.7472	0.7889	0.8341	0.6422	صافي الضريبة
0.0553	0.0613	0.0104	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	تكلفة الدين
0.0000	0.0000	0.0000	0.0583	0.0708	0.0792	0.0594	تكلفة الاسهم
0.0078	0.0129	0.0024	0.0469	0.0606	0.0672	0.0515	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
983,594	411,381	(131,461)	211,106	384,661	578,760	489,941	الدخل قبل الفوائد
0.117	0.050	(0.032)	0.026	0.054	0.084	0.056	العائد على حقوق الملكية
1.609	0.057	(0.033)	0.032	0.061	0.097	0.063	العائد على السهم
1.480	1.000	0.930	1.030	1.130	1.010	1.010	القيمة السوقية
1.080	0.073	(0.109)	0.047	0.678	0.646	0.734	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(0.639)	0.673	(8.848)	(1.025)	(1.207)	(0.734)	(0.889)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.123	0.179	0.197	0.030	0.028	0.024	0.022	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.746	0.671	0.667	0.813	0.831	0.836	0.882	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.341	0.490	0.499	0.231	0.204	0.196	0.134	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
920,516.829	317,632.356	(147,144.561)	(80,156.136)	30,678.699	182,720.396	192,911.297	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (9)

البيانات المالية لشركة العربية لصناعة الدهانات

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	4,218,180	4,859,688	5,618,267	6,398,498	5,763,942	6,671,990	7,385,111
الاصول طويلة الأجل	956,022	997,555	985,124	1,009,046	1,027,391	1,035,864	1,093,128
الالتزامات طويلة الاجل	164,859	187,568	219,818	252,879	270,767	283,598	292,797
مجموع الالتزامات	4,218,180	1,512,852	1,837,076	1,862,796	1,648,284	2,001,817	2,255,581
حقوق الملكية	2,905,980	3,346,836	3,781,191	4,535,702	4,115,658	4,670,173	5,129,530
قبل الضريبة	579,129	1,062,920	1,303,225	1,300,470	574,307	909,586	932,777
صافي الربح	579,129	1,062,920	1,204,812	1,202,581	501,533	823,393	863,303
ضريبة	-	-	98,413	97,889	72,774	86,193	69,474
فوائد	-	-	-	-	-	-	-
عدد الاسهم المصدرة	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000
التدفقات التشغيلية	1,548,987.00	861,674.00	1,216,788.00	372,311.00	692,646.00	573,082.00	941,854.00
التدفقات التمويلية	(600,000.00)	(600,000.00)	(750,000.00)	(600,000.00)	(750,000.00)	(450,000.00)	(600,000.00)
توزيعات ارباح	600,000	600,000	750,000	600,000	750,000	450,000	600,000
متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة	5,550,000	6,750,000	7,410,000	9,000,000	9,750,000	9,000,000	9,075,000
الالتزامات قصيرة الاجل	4,053,321	1,325,284	1,617,258	1,609,917	1,377,517	1,718,219	1,962,784
الاستثمار المعدل	164,859	3,534,404	4,001,009	4,788,581	4,386,425	4,953,771	5,422,327
النسبة الضريبية	0.0000	0.0000	0.0755	0.0753	0.1267	0.0948	0.0745

0.9255	0.9052	0.8733	0.9247	0.9245	1.0000	1.0000	صافي الضريبة
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	تكلفة الدين
0.0661	0.0500	0.0769	0.0667	0.1012	0.0889	0.1081	تكلفة الاسهم
0.0183	0.0151	0.0263	0.0209	0.0379	0.0377	0.9836	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
932,777	909,586	574,307	1,300,470	1,303,225	1,062,920	579,129	الدخل قبل الفوائد
0.168	0.176	0.122	0.265	0.319	0.318	0.199	العائد على حقوق الملكية
0.576	0.549	0.334	0.802	0.803	0.709	0.386	العائد على السهم
6.050	6.000	6.500	6.000	4.940	4.500	3.700	القيمة السوقية
0.480	0.334	0.503	0.231	0.752	0.650	0.382	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(0.695)	(0.547)	(1.495)	(0.499)	(0.623)	(0.564)	(1.036)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.040	0.043	0.047	0.040	0.039	0.039	0.039	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.695	0.700	0.714	0.709	0.673	0.689	0.689	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.440	0.429	0.400	0.411	0.486	0.452	1.452	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
833,603.446	834,586.000	458,922.385	1,200,470.000	1,151,403.138	929,586.667	416,966.838	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (10)

البيانات المالية لشركة مصايف فلسطين

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	14,242,064	15,129,680	14,520,337	14,615,988	14,521,568	14,580,597	14,787,907
الاصول طويلة الأجل	13,113,401	12,088,258	13,081,516	13,729,423	13,682,786	13,674,238	13,689,850
الالتزامات طويلة الاجل	1,373,883	1,552,335	904,147	683,444	401,563	707,574	668,073
مجموع الالتزامات	3,721,323	3,107,894	2,083,161	1,976,935	1,534,214	1,483,188	1,427,141
حقوق الملكية	10,520,741	12,021,786	12,437,176	12,639,053	12,987,354	13,097,409	13,360,766
قبل الضريبة	(85,249)	(79,197)	472,723	569,569	419,451	380,855	334,207
صافي الربح	(116,509)	(128,120)	415,540	480,877	348,551	309,955	263,307
ضريبة	31,260	58,923	57,183	88,692	70,900	70,900	70,900
فوائد	6,427	5,267	3,961	3,877	2,712	2,125	1,631
عدد الاسهم المصدرة	3,616,467	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000
التدفقات التشغيلية	443,490.00	(906,939.00)	(527,328.00)	1,169,043.00	198,507.00	63,305.00	206,572.00
التدفقات التمويلية	(314,711.00)	1,390,644.00	(175,041.00)	(513,033.00)	(204,527.00)	(12,445.00)	(53,984.00)
توزيعات ارباح	-	-	-	280,000	200,000	200,000	-
متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة	11,753,518	13,000,000	11,800,000	11,400,000	11,200,000	11,600,000	10,600,000
الالتزامات قصيرة الاجل	2,347,440	1,555,559	1,179,014	1,293,491	1,132,651	775,614	759,068
الاستثمار المعدل	11,894,624	13,574,121	13,341,323	13,322,497	13,388,917	13,804,983	14,028,839
النسبة الضريبية	-0.3667	-0.7440	0.1210	0.1557	0.1690	0.1862	0.2121
صافي الضريبة	1.3667	1.7440	0.8790	0.8443	0.8310	0.8138	0.7879
تكلفة الدين	0.0064	0.0059	0.0039	0.0048	0.0056	0.0024	0.0019

0.0000	0.0172	0.0179	0.0246	0.0000	0.0000	0.0000	تكلفة الاسهم
0.0001	0.0051	0.0055	0.0076	0.0003	0.0007	0.0007	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
335,838	382,980	422,163	573,446	476,684	(73,930)	(78,822)	الدخل قبل الفوائد
0.020	0.024	0.027	0.038	0.033	(0.011)	(0.011)	العائد على حقوق الملكية
0.066	0.077	0.087	0.120	0.104	(0.032)	(0.032)	العائد على السهم
2.650	2.900	2.800	2.850	2.950	3.250	3.250	القيمة السوقية
0.272	0.082	0.175	0.904	(0.447)	(0.583)	0.189	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(0.205)	(0.040)	(0.587)	(1.067)	(0.421)	(10.854)	2.701	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.045	0.049	0.028	0.047	0.062	0.103	0.096	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.903	0.898	0.894	0.865	0.857	0.795	0.739	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.107	0.113	0.118	0.156	0.167	0.259	0.354	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
334,553.007	312,285.073	348,480.839	471,927.104	473,202.143	(83,115.677)	(87,605.720)	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (11)

البيانات المالية لشركة واصل

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	18,009,788	28,972,184	12,305,476	13,598,195	12,697,734	14,591,473	13,784,003
الاصول طويلة الأجل	7,352,152	12,949,233	4,777,492	5,413,112	5,757,394	7,183,664	7,317,360
الالتزامات طويلة الاجل	6,066,585	10,459,617	1,707,590	1,755,702	1,568,518	2,919,476	2,800,801
مجموع الالتزامات	12,885,808	18,781,656	4,899,484	6,153,701	6,139,580	7,893,813	6,915,510
حقوق الملكية	5,123,980	10,190,528	7,405,992	7,444,494	6,558,154	6,697,660	6,868,493
قبل الضريبة	(3,353,306)	(337,625)	130,693	91,608	124,717	250,910	212,299
صافي الربح	(3,500,177)	(582,468)	113,783	38,502	43,072	139,506	170,833
ضريبة	146,871	244,843	16,910	53,106	81,645	111,404	41,466
فوائد	124,040	54,762	23,711	48,639	95,016	149,635	106,422
عدد الاسهم المصدرة	9,100,984	13,000,000	13,000,000	13,000,000	13,000,000	13,000,000	13,000,000
التدفقات التشغيلية	(1,964,276.00)	(82,273.00)	(944,188.00)	(889,425.00)	349,209.00	920,193.00	410,521.00
التدفقات التمويلية	1,905,663.00	10,601,910.00	553,762.00	584,501.00	(75,567.00)	(663,486.00)	(21,097.00)
توزيعات ارباح	-	-	-	-	-	-	-
متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة	7,735,836	14,300,000	13,000,000	5,980,000	6,240,000	4,940,000	4,160,000
الالتزامات قصيرة الاجل	6,819,223	8,322,039	3,191,894	4,397,999	4,571,062	4,974,337	4,114,709
الاستثمار المعدل	11,190,565	20,650,145	9,113,582	9,200,196	8,126,672	9,617,136	9,669,294
النسبة الضريبية	-0.0438	-0.7252	0.1294	0.5797	0.6546	0.4440	0.1953
صافي الضريبة	1.0438	1.7252	0.8706	0.4203	0.3454	0.5560	0.8047
تكلفة الدين	0.0213	0.0090	0.0121	0.0116	0.0209	0.0285	0.0306

0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	تكلفة الاسهم
0.0089	0.0087	0.0040	0.0022	0.0023	0.0046	0.0116	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
318,721	400,545	219,733	140,247	154,404	(282,863)	(3,229,266)	الدخل قبل الفوائد
0.025	0.021	0.007	0.005	0.015	(0.057)	(0.683)	العائد على حقوق الملكية
0.013	0.011	0.003	0.003	0.009	(0.045)	(0.385)	العائد على السهم
0.320	0.380	0.480	0.460	1.000	1.100	0.850	القيمة السوقية
0.100	0.185	0.076	(0.202)	(0.296)	(0.010)	(0.288)	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(0.123)	(4.756)	(1.754)	15.181	4.867	(18.202)	(0.544)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.203	0.200	0.124	0.129	0.139	0.361	0.337	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.498	0.459	0.516	0.547	0.602	0.352	0.285	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
1.007	1.179	0.936	0.827	0.662	1.843	2.515	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
233,085.224	317,347.916	186,918.475	119,804.476	133,760.900	(377,337.973)	(3,358,738.811)	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (12)

البيانات المالية لشركة فلسطين للاستثمار الصناعي

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	49,047,170	50,065,287	57,132,436	76,694,540	74,101,047	84,494,905	90,098,101
الاصول طويلة الأجل	34,545,114	34,903,159	39,355,486	55,301,846	52,915,266	58,327,627	60,845,501
الالتزامات طويلة الاجل	1,737,537	1,227,720	4,522,974	15,706,809	17,168,504	17,436,093	17,458,939
مجموع الالتزامات	12,071,341	11,354,915	15,138,707	28,756,793	28,461,748	31,423,406	31,660,706
حقوق الملكية	36,975,829	38,710,372	41,993,729	47,937,747	45,639,299	53,071,499	58,437,395
قبل الضريبة	3,726,812	4,608,016	5,274,141	5,954,198	3,770,248	5,657,227	6,189,115
صافي الربح	553,367	501,378	4,826,901	5,504,548	3,498,016	5,092,780	5,469,964
ضريبة	3,173,445	4,106,638	447,240	449,650	272,232	564,447	719,151
فوائد	236,308	206,943	264,972	713,609	833,808	1,112,699	929,936
عدد الاسهم المصدرة	18,750,000	18,750,000	18,750,000	18,750,000	18,750,000	18,750,000	18,750,000
التدفقات التشغيلية	3,517,949.00	5,673,348.00	3,241,850.00	3,662,306.00	2,501,535.00	5,137,686.00	7,887,074.00
التدفقات التمويلية	(3,399,690.00)	(3,839,767.00)	844,620.00	8,444,889.00	(1,515,557.00)	313,361.00	(4,088,569.00)
توزيعات ارباح	2,627,234	2,413,649	1,757,936	1,812,475	2,346,946	1,439,635	1,720,885
متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة	36,000,000	37,500,000	41,250,000	50,625,000	46,312,500	40,312,500	32,625,000
الالتزامات قصيرة الاجل	10,333,804	10,127,195	10,615,733	13,049,984	11,293,244	13,987,313	14,201,767
الاستثمار المعدل	38,713,366	39,938,092	46,516,703	63,644,556	62,807,803	70,507,592	75,896,334
النسبة الضريبية	0.8515	0.8912	0.0848	0.0755	0.0722	0.0998	0.1162

0.8838	0.9002	0.9278	0.9245	0.9152	0.1088	0.1485	صافي الضريبة
0.0471	0.0574	0.0451	0.0420	0.0536	0.0183	0.0202	تكلفة الدين
0.0527	0.0357	0.0507	0.0358	0.0426	0.0644	0.0730	تكلفة الاسهم
0.0239	0.0237	0.0274	0.0209	0.0224	0.0308	0.0363	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
7,119,051	6,769,926	4,604,056	6,667,807	5,539,113	4,814,959	3,963,120	الدخل قبل الفوائد
0.094	0.096	0.077	0.115	0.115	0.013	0.015	العائد على حقوق الملكية
0.292	0.272	0.187	0.294	0.257	0.027	0.030	العائد على السهم
1.740	2.150	2.470	2.700	2.200	2.000	1.920	القيمة السوقية
0.555	0.367	0.222	0.281	0.305	0.560	0.340	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(0.747)	0.062	(0.433)	1.534	0.175	(7.658)	(6.144)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.194	0.206	0.232	0.205	0.079	0.025	0.035	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.649	0.628	0.616	0.625	0.735	0.773	0.754	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.542	0.592	0.624	0.600	0.360	0.293	0.326	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
5,308,155.565	5,098,648.313	2,880,272.815	5,336,801.392	4,497,548.448	3,585,617.940	2,559,681.315	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (13)

البيانات المالية لشركة فلسطين للاستثمار العقاري

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	118,491,428	122,165,289	118,507,510	101,730,926	91,858,446	83,480,652	77,356,135
الاصول طويلة الأجل	103,055,992	77,617,173	81,560,015	73,303,503	66,355,321	62,332,827	58,470,687
الالتزامات طويلة الأجل	16,744,561	20,142,774	21,353,751	22,758,704	22,367,836	19,037,606	19,358,344
مجموع الالتزامات	41,382,986	43,922,085	45,554,834	42,736,432	43,008,182	39,813,839	38,640,190
حقوق الملكية	77,108,442	78,243,204	72,952,676	58,994,494	48,850,264	43,666,813	38,715,945
قبل الضريبة	(2,355,617)	1,602,700	(2,862,569)	(13,546,973)	(4,268,725)	(6,782,490)	(4,840,367)
صافي الربح	(2,418,916)	1,245,970	(2,986,759)	(13,631,771)	3,940,505	(6,775,238)	(4,947,269)
ضريبة	63,299	356,730	124,190	84,798	-	-	-
فوائد	885,032	1,261,486	1,701,746	1,612,888	1,460,457	1,267,469	978,165
عدد الاسهم المصدرة	63,762,486	63,762,486	63,762,486	63,762,486	63,762,486	63,762,486	63,762,486
التدفقات التشغيلية	3,386,776.00	4,731,807.00	2,251,629.00	3,393,496.00	3,998,201.00	3,445,253.00	1,220,519.00
التدفقات التمويلية	2,627,487.00	975,911.00	287,046.00	(7,971,504.00)	(2,562,176.00)	(544,201.00)	(198,439.00)
توزيعات ارباح	-	-	-	-	-	-	-
متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة	33,794,118	35,069,367	34,431,742	31,881,243	27,417,869	24,229,745	24,229,745
الالتزامات قصيرة الأجل	24,638,425	23,779,311	24,201,083	19,977,728	20,640,346	20,776,233	19,281,846
الاستثمار المعدل	93,853,003	98,385,978	94,306,427	81,753,198	71,218,100	62,704,419	58,074,289
النسبة الضريبية	-0.0269	0.2226	-0.0434	-0.0063	0.0000	0.0000	0.0000
صافي الضريبة	1.0269	0.7774	1.0434	1.0063	1.0000	1.0000	1.0000
تكلفة الدين	0.0543	0.0487	0.0832	0.0713	0.0653	0.0666	0.0505

0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	تكلفة الاسهم
0.0168	0.0202	0.0205	0.0199	0.0188	0.0100	0.0097	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
(3,862,202)	(5,515,021)	(2,808,268)	(11,934,085)	(1,160,823)	2,864,186	(1,470,585)	الدخل قبل الفوائد
(0.128)	(0.155)	0.081	(0.231)	(0.041)	0.016	(0.031)	العائد على حقوق الملكية
(0.078)	(0.106)	0.062	(0.214)	(0.047)	0.020	(0.038)	العائد على السهم
0.380	0.380	0.430	0.500	0.540	0.550	0.530	القيمة السوقية
0.063	0.166	0.194	0.170	0.093	0.199	0.137	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
0.040	0.080	(0.650)	0.585	(0.096)	0.783	(1.086)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.250	0.228	0.244	0.224	0.180	0.165	0.141	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.500	0.523	0.532	0.580	0.616	0.640	0.651	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.998	0.912	0.880	0.724	0.624	0.561	0.537	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
(4,840,367.000)	(6,782,490.000)	(4,268,725.000)	(13,557,068.958)	(2,936,397.731)	1,883,482.368	(2,379,399.152)	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (14)

البيانات المالية لشركة القدس للاستثمار

البيان / السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
مجموع الاصول	13,587,704	13,720,422	11,257,134	12,372,858	10,620,264	10,704,850	11,009,517
الاصول طويلة الأجل	9,074,007	9,868,397	8,800,274	9,664,209	8,553,888	8,377,099	9,069,962
الالتزامات طويلة الاجل	1,093,304	651,296	377,828	966,550	760,515	912,630	819,655
مجموع الالتزامات	5,420,333	5,164,212	3,559,558	4,295,295	2,523,396	3,004,179	3,408,211
حقوق الملكية	8,167,371	8,556,210	7,697,576	8,077,563	8,096,868	7,700,671	7,601,306
قبل الضريبة	(966,894)	(877,558)	(944,285)	20,125	(39,498)	(281,819)	(39,719)
صافي الربح	(966,894)	(877,558)	(944,285)	15,480	(39,498)	(281,819)	(39,719)
ضريبة	-	-	-	4,645	-	-	-
فوائد	141,838	66,882	31,941	17,850	29,299	41,722	38,436
عدد الاسهم المصدرة	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000
التدفقات التشغيلية	33,926.00	245,248.00	(842,327.00)	895,055.00	(1,476,425.00)	(409,436.00)	131,450.00
التدفقات التمويلية	(523,368.00)	(51,049.00)	(795,603.00)	538,777.00	(178,088.00)	218,249.00	96,904.00
توزيعات ارباح	-	-	-	-	-	-	-
متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة	5,900,000	4,700,000	4,300,000	3,800,000	3,000,000	2,800,000	2,800,000
الالتزامات قصيرة الاجل	4,327,029	4,512,916	3,181,730	3,328,745	1,762,881	2,091,549	2,588,556
الاستثمار المعدل	9,260,675	9,207,506	8,075,404	9,044,113	8,857,383	8,613,301	8,420,961
النسبة الضريبية	0.0000	0.0000	0.0000	0.2308	0.0000	0.0000	0.0000

1.0000	1.0000	1.0000	0.7692	1.0000	1.0000	1.0000	صافي الضريبة
0.0469	0.0457	0.0385	0.0142	0.0845	0.1027	0.1297	تكلفة الدين
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	تكلفة الاسهم
0.0046	0.0048	0.0033	0.0015	0.0040	0.0073	0.0153	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
(1,283)	(240,097)	(10,199)	37,975	(912,344)	(810,676)	(825,056)	الدخل قبل الفوائد
(0.005)	(0.037)	(0.005)	0.002	(0.123)	(0.103)	(0.118)	العائد على حقوق الملكية
(0.004)	(0.028)	(0.004)	0.002	(0.094)	(0.088)	(0.097)	العائد على السهم
0.280	0.280	0.300	0.380	0.430	0.470	0.590	القيمة السوقية
0.051	(0.196)	(0.838)	0.269	(0.265)	0.054	0.008	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(2.440)	(0.774)	4.509	34.805	0.843	0.058	0.541	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.074	0.085	0.072	0.078	0.034	0.047	0.080	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.690	0.719	0.762	0.653	0.684	0.624	0.601	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.448	0.390	0.312	0.532	0.462	0.604	0.664	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
(39,719.000)	(281,819.000)	(39,498.000)	24,244.913	(944,285.000)	(877,558.000)	(966,894.000)	القيمة الاقتصادية المضافة

ملحق رقم (15)

البيانات المالية لشركة باديكو

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	البيان / السنة
779,974,000	809,173,000	838,021,000	841,186,000	842,176,000	822,066,000	831,837,000	مجموع الاصول
680,373,000	715,227,000	748,143,000	735,411,000	722,927,000	715,038,000	765,435,000	الاصول طويلة الأجل
117,366,000	244,370,000	253,138,000	229,377,000	213,049,000	102,043,000	190,492,000	الالتزامات طويلة الأجل
331,103,000	338,722,000	361,507,000	321,174,000	305,158,000	276,702,000	296,664,000	مجموع الالتزامات
448,871,000	470,451,000	476,514,000	520,012,000	537,018,000	545,364,000	535,173,000	حقوق الملكية
5,945,000	23,275,000	16,216,000	6,270,000	19,705,000	26,594,000	20,013,000	قبل الضريبة
4,765,000	19,986,000	15,539,000	4,964,000	18,909,000	24,982,000	19,195,000	صافي الربح
1,180,000	3,289,000	677,000	1,306,000	796,000	1,612,000	818,000	ضريبة
13,656,000	15,778,000	14,669,000	13,787,000	12,469,000	11,660,000	11,395,000	فوائد
250,000,000	250,000,000	250,000,000	250,000,000	250,000,000	250,000,000	250,000,000	عدد الاسهم المصدرة
11,709,000.00	9,079,000.00	7,869,000.00	17,534,000.00	8,689,000.00	12,289,000.00	(209,000.00)	التدفقات التشغيلية
(21,858,000.00)	(49,792,000.00)	25,434,000.00	(28,539,000.00)	(2,648,000.00)	(41,741,000.00)	(15,323,000.00)	التدفقات التمويلية
-	-	-	12,492,000	12,492,000	12,490,000	14,987,000	توزيعات ارباح
195,000,000	275,000,000	320,000,000	375,000,000	290,000,000	302,500,000	340,000,000	متوسط القيمة السوقية للأسهم في نهاية السنة
213,737,000	94,352,000	108,369,000	91,797,000	92,109,000	174,659,000	106,172,000	الالتزامات قصيرة الأجل
566,237,000	714,821,000	729,652,000	749,389,000	750,067,000	647,407,000	725,665,000	الاستثمار المعدل

0.1985	0.1413	0.0417	0.2083	0.0404	0.0606	0.0409	النسبة الضريبية
0.8015	0.8587	0.9583	0.7917	0.9596	0.9394	0.9591	صافي الضريبة
0.0933	0.0554	0.0555	0.0476	0.0562	0.1073	0.0574	تكلفة الدين
0.0000	0.0000	0.0000	0.0333	0.0431	0.0413	0.0441	تكلفة الاسهم
0.0193	0.0190	0.0193	0.0257	0.0303	0.0329	0.0302	معدل تكلفة رأس المال المرجحة
19,601,000	39,053,000	30,885,000	20,057,000	32,174,000	38,254,000	31,408,000	الدخل قبل الفوائد
0.011	0.042	0.033	0.010	0.035	0.046	0.036	العائد على حقوق الملكية
0.019	0.080	0.062	0.020	0.076	0.100	0.077	العائد على السهم
0.780	1.100	1.280	1.500	1.160	1.210	1.360	القيمة السوقية
0.055	0.096	0.073	0.191	0.094	0.070	(0.002)	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
(4.587)	(2.491)	1.637	(5.749)	(0.140)	(1.671)	(0.798)	نسبة التدفق النقدي التمويلي
0.150	0.302	0.302	0.273	0.253	0.124	0.229	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
0.575	0.581	0.569	0.618	0.638	0.663	0.643	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
0.738	0.720	0.759	0.618	0.568	0.507	0.554	نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية
8,655,526.493	25,504,595.789	16,828,414.467	813,741.946	9,439,730.195	16,978,458.907	9,458,899.820	القيمة الاقتصادية المضافة

لحق رقم (16)

البيانات المالية وفقاً لمتغيرات الدراسة

المتغير التابع (الأداء المالي)					المتغير المستقل (تكلفة هيكل رأس المال)	YEAR	Company Name
EVA	Operating cash flow ratio	MV	EPS	ROE	WACC		
66,311.463	0.671	2.010	0.122	0.030	0.015	2014	الشرق للالكترويد
59,854.000	0.551	2.000	0.121	0.029	0.015	2015	الشرق للالكترويد
69,511.500	0.081	2.000	0.125	0.031	0.014	2016	الشرق للالكترويد
30,067.000	0.260	2.000	0.089	0.022	0.016	2017	الشرق للالكترويد
61,888.500	0.586	2.000	0.126	0.032	0.017	2018	الشرق للالكترويد
67,660.500	0.242	2.000	0.010	0.003	-0.021	2019	الشرق للالكترويد
2,152.653	0.089	1.990	-0.032	-0.008	-0.009	2020	الشرق للالكترويد
416,966.838	0.382	3.700	0.386	0.199	0.984	2014	العربية لصناعة الدهانات
929,586.667	0.650	4.500	0.709	0.318	0.038	2015	العربية لصناعة الدهانات
1,151,403.138	0.752	4.940	0.803	0.319	0.038	2016	العربية لصناعة الدهانات
1,200,470.000	0.231	6.000	0.802	0.265	0.021	2017	العربية لصناعة الدهانات
458,922.385	0.503	6.500	0.334	0.122	0.026	2018	العربية لصناعة الدهانات
834,586.000	0.334	6.000	0.549	0.176	0.015	2019	العربية لصناعة الدهانات
833,603.446	0.480	6.050	0.576	0.168	0.018	2020	العربية لصناعة الدهانات
-2,491,021.000	-0.060	0.900	-0.249	-0.147	0.036	2014	سجائر القدس
457,008.149	0.144	0.730	0.002	0.001	0.004	2015	سجائر القدس

-380,657.419	-0.022	0.700	-0.038	-0.017	0.017	2016	سجائر القدس
514,761.672	0.010	0.900	0.039	0.017	0.020	2017	سجائر القدس
281,615.574	-0.087	0.850	0.001	0.001	0.011	2018	سجائر القدس
206,046.736	0.197	0.870	0.014	0.007	0.018	2019	سجائر القدس
2,207,864.111	-0.080	0.880	0.210	0.098	0.023	2020	سجائر القدس
1,148,699.003	0.307	1.700	0.083	0.041	0.020	2014	القدس للمستحضرات الطبية
1,673,095.969	0.200	1.800	0.130	0.061	0.021	2015	القدس للمستحضرات الطبية
2,553,706.621	0.289	1.990	0.169	0.076	0.019	2016	القدس للمستحضرات الطبية
5,715,872.462	0.577	3.260	0.342	0.125	0.013	2017	القدس للمستحضرات الطبية
4,934,914.793	0.546	3.240	0.299	0.110	0.012	2018	القدس للمستحضرات الطبية
4,384,584.064	0.212	2.800	0.278	0.092	0.015	2019	القدس للمستحضرات الطبية
3,096,737.480	0.176	2.770	0.204	0.060	0.014	2020	القدس للمستحضرات الطبية
192,911.297	0.734	1.010	0.063	0.056	0.051	2014	الوطنية لصناعة الكرتون
182,720.396	0.646	1.010	0.097	0.084	0.067	2015	الوطنية لصناعة الكرتون
30,678.699	0.678	1.130	0.061	0.054	0.061	2016	الوطنية لصناعة الكرتون
-80,156.136	0.047	1.030	0.032	0.026	0.047	2017	الوطنية لصناعة الكرتون
-147,144.561	-0.109	0.930	-0.033	-0.032	0.002	2018	الوطنية لصناعة الكرتون
317,632.356	0.073	1.000	0.057	0.050	0.013	2019	الوطنية لصناعة الكرتون
920,516.829	1.080	1.480	1.609	0.117	0.008	2020	الوطنية لصناعة الكرتون
2,248,135.054	-0.164	2.900	0.173	0.104	0.031	2014	دواجن القدس
2,895,237.469	0.745	2.470	0.230	0.129	0.032	2015	دواجن القدس
2,869,440.845	0.411	2.820	0.240	0.127	0.031	2016	دواجن القدس
2,636,228.355	0.385	2.620	0.237	0.110	0.033	2017	دواجن القدس
201,792.343	0.409	2.600	0.063	0.034	0.032	2018	دواجن القدس
3,877,942.411	0.641	2.890	0.293	0.133	0.021	2019	دواجن القدس
42,809.263	0.655	2.650	0.340	0.130	0.133	2020	دواجن القدس

-494,870.000	0.064	0.190	-0.071	-0.283	0.015	2014	فلسطين للدائن
-956,910.000	0.090	0.270	-0.137	-1.209	0.039	2015	فلسطين للدائن
-217,177.000	0.016	0.280	-0.031	-0.378	0.025	2016	فلسطين للدائن
-49,081.000	0.011	2.730	-0.070	-0.093	0.006	2017	فلسطين للدائن
-87,658.000	0.121	2.500	-0.125	-0.229	0.029	2018	فلسطين للدائن
-63,398.000	0.262	2.500	-0.091	-0.199	0.017	2019	فلسطين للدائن
-13,589.000	0.026	2.500	-0.019	-0.044	0.015	2020	فلسطين للدائن
2,559,681.315	0.340	1.920	0.030	0.015	0.036	2014	فلسطين للاستثمار الصناعي
3,585,617.940	0.560	2.000	0.027	0.013	0.031	2015	فلسطين للاستثمار الصناعي
4,497,548.448	0.305	2.200	0.257	0.115	0.022	2016	فلسطين للاستثمار الصناعي
5,336,801.392	0.281	2.700	0.294	0.115	0.021	2017	فلسطين للاستثمار الصناعي
2,880,272.815	0.222	2.470	0.187	0.077	0.027	2018	فلسطين للاستثمار الصناعي
5,098,648.313	0.367	2.150	0.272	0.096	0.024	2019	فلسطين للاستثمار الصناعي
5,308,155.565	0.555	1.740	0.292	0.094	0.024	2020	فلسطين للاستثمار الصناعي
9,458,899.820	-0.002	1.360	0.077	0.036	0.030	2014	باديكو
16,978,458.907	0.070	1.210	0.100	0.046	0.033	2015	باديكو
9,439,730.195	0.094	1.160	0.076	0.035	0.030	2016	باديكو
813,741.946	0.191	1.500	0.020	0.010	0.026	2017	باديكو
16,828,414.467	0.073	1.280	0.062	0.033	0.019	2018	باديكو
25,504,595.789	0.096	1.100	0.080	0.042	0.019	2019	باديكو
8,655,526.493	0.055	0.780	0.019	0.011	0.019	2020	باديكو
-966,894.000	0.008	0.590	-0.097	-0.118	0.015	2014	القدس للاستثمارات العقارية
-877,558.000	0.054	0.470	-0.088	-0.103	0.007	2015	القدس للاستثمارات العقارية
-944,285.000	-0.265	0.430	-0.094	-0.123	0.004	2016	القدس للاستثمارات العقارية
24,244.913	0.269	0.380	0.002	0.002	0.002	2017	القدس للاستثمارات العقارية
-39,498.000	-0.838	0.300	-0.004	-0.005	0.003	2018	القدس للاستثمارات العقارية

-281,819.000	-0.196	0.280	-0.028	-0.037	0.005	2019	القدس للاستثمارات العقارية
-39,719.000	0.051	0.280	-0.004	-0.005	0.005	2020	القدس للاستثمارات العقارية
-2,379,399.152	0.137	0.530	-0.038	-0.031	0.010	2014	فلسطين للاستثمار العقاري
1,883,482.368	0.199	0.550	0.020	0.016	0.010	2015	فلسطين للاستثمار العقاري
-2,936,397.731	0.093	0.540	-0.047	-0.041	0.019	2016	فلسطين للاستثمار العقاري
-13,557,068.958	0.170	0.500	-0.214	-0.231	0.020	2017	فلسطين للاستثمار العقاري
-4,268,725.000	0.194	0.430	0.062	0.081	0.021	2018	فلسطين للاستثمار العقاري
-6,782,490.000	0.166	0.380	-0.106	-0.155	0.020	2019	فلسطين للاستثمار العقاري
-4,840,367.000	0.063	0.380	-0.078	-0.128	0.017	2020	فلسطين للاستثمار العقاري
-3,358,738.811	-0.288	0.850	-0.385	-0.683	0.012	2014	واصل
-377,337.973	-0.010	1.100	-0.045	-0.057	0.005	2015	واصل
133,760.900	-0.296	1.000	0.009	0.015	0.002	2016	واصل
119,804.476	-0.202	0.460	0.003	0.005	0.002	2017	واصل
186,918.475	0.076	0.480	0.003	0.007	0.004	2018	واصل
317,347.916	0.185	0.380	0.011	0.021	0.009	2019	واصل
233,085.224	0.100	0.320	0.013	0.025	0.009	2020	واصل
73,521,859.649	0.701	5.700	0.646	0.163	0.023	2014	الاتصالات الفلسطينية
83,257,621.655	0.795	5.550	0.631	0.153	0.021	2015	الاتصالات الفلسطينية
81,952,592.947	0.435	7.023	0.608	0.144	0.014	2016	الاتصالات الفلسطينية
67,466,726.982	0.357	6.460	0.536	0.125	0.018	2017	الاتصالات الفلسطينية
72,117,368.854	0.436	6.093	0.510	0.139	0.024	2018	الاتصالات الفلسطينية
69,573,426.273	0.478	5.924	0.486	0.129	0.028	2019	الاتصالات الفلسطينية
52,492,049.754	0.371	5.360	0.327	0.096	0.027	2020	الاتصالات الفلسطينية
-87,605.720	0.189	3.250	-0.032	-0.011	0.001	2014	مصايف فلسطين
-83,115.677	-0.583	3.250	-0.032	-0.011	0.001	2015	مصايف فلسطين
473,202.143	-0.447	2.950	0.104	0.033	0.000	2016	مصايف فلسطين

471,927.104	0.904	2.850	0.120	0.038	0.008	2017	مصايف فلسطين
348,480.839	0.175	2.800	0.087	0.027	0.006	2018	مصايف فلسطين
312,285.073	0.082	2.900	0.077	0.024	0.005	2019	مصايف فلسطين
334,553.007	0.272	2.650	0.066	0.020	0.000	2020	مصايف فلسطين

ملحق رقم (17)

الخصائص الفنية للشركات عينة الدراسة

2020				عدد الاسهم	اسم الشركة	طبيعة الشركة	رقم الشركة
القيمة السوقية	القيمة الدفترية	القيمة السوقية	القيمة الدفترية				
1,492,500	2,872,500	1.99	3.83	750,000	مصنع الشرق للألكتروود	صناعية	1
9,075,000	5,130,000	6.05	3.42	1,500,000	العربية لصناعة الدهانات	صناعية	2
8,800,000	21,300,000	0.88	2.13	10,000,000	سجائر القدس	صناعية	3
49,860,000	61,560,000	2.77	3.42	18,000,000	القدس للمستحضرات الطبية	صناعية	4
7,400,000	6,900,000	1.48	1.38	5,000,000	الوطنية لصناعة الكرتون	صناعية	5
35,616,000	35,212,800	2.65	2.62	13,440,000	دواجن القدس	صناعية	6
12,500,000	2,200,000	2.5	0.44	5,000,000	فلسطين لصناعات للدائن	صناعية	7
32,625,000	58,500,000	1.74	3.12	18,750,000	فلسطين للاستثمار الصناعي	استثمارية تجارية	8
195,000,000	450,000,000	0.78	1.8	250,000,000	فلسطين للتنمية والاستثمار	استثمارية تجارية	9
2,800,000	7,600,000	0.28	0.76	10,000,000	القدس للاستثمارات العقارية	استثمارية تجارية	10
24,229,745	38,895,116	0.38	0.61	63,762,486	فلسطين للاستثمار العقاري	استثمارية تجارية	11
4,160,000	6,890,000	0.32	0.53	13,000,000	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	خدمائية	12
705,510,000	448,841,250	5.36	3.41	131,625,000	الاتصالات الفلسطينية	خدمائية	13
10,600,000	13,360,000	2.65	3.34	4,000,000	مصايف رام الله	خدمائية	14

ملحق رقم (18)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية لتكلفة هيكل رأس المال للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2014-2020)

جميع القطاعات		القطاع الاستثماري التجاري		القطاع الصناعي		القطاع الخدماتي		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
0.257	0.091	0.012	0.023	0.361	0.165	0.011	0.012	2014
0.018	0.023	0.013	0.020	0.020	0.031	0.011	0.009	2015
0.016	0.021	0.011	0.019	0.016	0.029	0.007	0.006	2016
0.012	0.018	0.011	0.017	0.014	0.022	0.008	0.009	2017
0.010	0.017	0.010	0.018	0.011	0.019	0.011	0.011	2018
0.012	0.013	0.008	0.017	0.014	0.011	0.012	0.014	2019
0.034	0.022	0.008	0.016	0.047	0.029	0.013	0.012	2020

ملحق رقم (19)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية لمعدل العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2020-2014)

جميع القطاعات		القطاع الاستثماري التجاري		القطاع الصناعي		القطاع الخدماتي		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
0.222	-0.045	0.068	-0.025	0.162	0.000	0.447	-0.177	2014
0.352	-0.038	0.066	-0.007	0.507	-0.084	0.110	0.028	2015
0.155	0.028	0.102	-0.004	0.210	0.030	0.070	0.064	2016
0.115	0.038	0.146	-0.026	0.113	0.067	0.062	0.056	2017
0.090	0.028	0.041	0.047	0.117	0.005	0.071	0.058	2018
0.105	0.027	0.109	-0.014	0.122	0.037	0.062	0.058	2019
0.079	0.045	0.092	-0.007	0.077	0.074	0.043	0.047	2020

ملحق رقم (20)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية لحصة السهم الواحد من الأرباح للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة
(2020-2014)

جميع القطاعات		القطاع الاستثماري التجاري		القطاع الصناعي		القطاع الخدماتي		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
0.222	0.051	0.076	-0.007	0.198	0.072	0.524	0.076	2014
0.352	0.126	0.077	0.015	0.266	0.165	0.387	0.185	2015
0.155	0.160	0.157	0.048	0.289	0.190	0.322	0.240	2016
0.115	0.159	0.208	0.026	0.295	0.210	0.280	0.220	2017
0.090	0.112	0.080	0.077	0.170	0.095	0.272	0.200	2018
0.105	0.136	0.164	0.055	0.224	0.159	0.257	0.191	2019
0.079	0.252	0.162	0.057	0.567	0.413	0.168	0.135	2020

ملحق رقم (21)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للقيمة السوقية العادلة للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2014-2020)

جميع القطاعات		القطاع الاستثماري التجاري		القطاع الصناعي		القطاع الخدماتي		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
1.526	1.901	0.665	1.100	1.218	1.773	2.425	3.267	2014
1.570	1.922	0.710	1.058	1.407	1.826	2.225	3.300	2015
1.903	2.083	0.811	1.083	1.566	1.980	3.073	3.658	2016
1.905	2.385	1.077	1.270	1.718	2.649	3.021	3.257	2017
1.946	2.320	0.999	1.120	1.907	2.660	2.821	3.124	2018
1.850	2.227	0.863	0.978	1.713	2.580	2.776	3.068	2019
1.768	2.131	0.666	0.795	1.660	2.617	2.522	2.777	2020

ملحق رقم (22)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية لنسبة التدفق النقدي التشغيلي للشركات الصناعية والخدمات والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2020-2014)

جميع القطاعات		القطاع الاستثماري التجاري		القطاع الصناعي		القطاع الخدماتي		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
0.323	0.216	0.159	0.121	0.349	0.276	0.495	0.201	2014
0.382	0.294	0.235	0.221	0.277	0.432	0.692	0.067	2015
0.353	0.152	0.237	0.057	0.314	0.315	0.472	-0.103	2016
0.268	0.249	0.055	0.228	0.214	0.217	0.553	0.353	2017
0.366	0.165	0.505	-0.087	0.301	0.281	0.186	0.229	2018
0.199	0.224	0.233	0.108	0.178	0.280	0.205	0.248	2019
0.320	0.278	0.249	0.181	0.415	0.347	0.137	0.248	2020

ملحق رقم (23)

الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2020-2014)

جميع القطاعات		القطاع الاستثماري التجاري		القطاع الصناعي		القطاع الخدماتي		السنة
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
19891938.0	5731958.6	5305644.1	2188426.8	1450448.2	140188.5	43762056.0	23504131.4	2014
22107417.1	7815552.1	7949289.8	5401481.0	1248644.3	753179.9	48053219.1	27513182.1	2015
21770699.8	7059188.3	5568585.4	2504829.3	1373088.7	886050.9	47167812.3	27535654.3	2016
18380310.8	5006302.9	8140151.3	-1854770.5	2118141.9	1416513.1	38512052.5	22530577.0	2017
19406084.3	6699756.5	9216971.6	3897944.3	1815766.6	809916.5	41414741.8	24178466.3	2018
19426901.0	7451989.4	14185238.6	6008922.8	1918363.0	1380361.1	40232759.5	23543211.0	2019
13893920.3	4912360.4	5955880.1	2279978.5	1212589.3	1012213.3	29858394.1	17522546.0	2020

ملحق رقم (24)

قيم المؤشرات المالية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2020-2014)

الفترة الزمنية	نوع قطاع العمل	اسم الشركة	رمز الشركة	تكلفة هيكل رأس المال	معدل العائد على حقوق الملكية	حصة السهم الواحد من الأرباح	القيمة السوقية العادلة	نسبة التدفق النقدي التشغيلي	القيمة الاقتصادية المضافة
2015	استثماري	القدس للاستثمارات العقارية	JREI	0.0073	-0.1030	-0.0880	0.4700	0.0540	-877558.0
2016	استثماري	القدس للاستثمارات العقارية	JREI	0.0040	-0.1230	-0.0940	0.4300	-0.2650	-944285.0
2017	استثماري	القدس للاستثمارات العقارية	JREI	0.0015	0.0020	0.0020	0.3800	0.2690	24244.9
2018	استثماري	القدس للاستثمارات العقارية	JREI	0.0033	-0.0050	-0.0040	0.3000	-0.8380	-39498.0
2019	استثماري	القدس للاستثمارات العقارية	JREI	0.0048	-0.0370	-0.0280	0.2800	-0.1960	-281819.0
2020	استثماري	القدس للاستثمارات العقارية	JREI	0.0046	-0.0050	-0.0040	0.2800	0.0510	-39719.0
2014	استثماري	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	0.0302	0.0360	0.0770	1.3600	-0.0020	9500000.0
2015	استثماري	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	0.0329	0.0460	0.1000	1.2100	0.0700	17000000.0
2016	استثماري	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	0.0303	0.0350	0.0760	1.1600	0.0940	9400000.0
2017	استثماري	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	0.0257	0.0100	0.0200	1.5000	0.1910	813742.0
2018	استثماري	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	0.0193	0.0330	0.0620	1.2800	0.0730	17000000.0
2019	استثماري	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	0.0190	0.0420	0.0800	1.1000	0.0960	26000000.0
2020	استثماري	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	0.0193	0.0110	0.0190	0.7800	0.0550	8700000.0
2014	استثماري	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	0.0363	0.0150	0.0300	1.9200	0.3400	2600000.0
2015	استثماري	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	0.0308	0.0130	0.0270	2.0000	0.5600	3600000.0
2016	استثماري	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	0.0224	0.1150	0.2570	2.2000	0.3050	4500000.0

الفترة الزمنية	نوع قطاع العمل	اسم الشركة	رمز الشركة	تكلفة هيكل رأس المال	معدل العائد على حقوق الملكية	حصة السهم الواحد من الأرباح	القيمة السوقية العادلة	نسبة التدفق النقدي التشغيلي	القيمة الاقتصادية المضافة
2017	استثماري	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	0.0209	0.1150	0.2940	2.7000	0.2810	5300000.0
2018	استثماري	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	0.0274	0.0770	0.1870	2.4700	0.2220	2900000.0
2019	استثماري	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	0.0237	0.0960	0.2720	2.1500	0.3670	5100000.0
2020	استثماري	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	0.0239	0.0940	0.2920	1.7400	0.5550	5300000.0
2014	استثماري	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	0.0097	-0.0310	-0.0380	0.5300	0.1370	-2379399.0
2015	استثماري	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	0.0100	0.0160	0.0200	0.5500	0.1990	1883482.0
2016	استثماري	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	0.0188	-0.0410	-0.0470	0.5400	0.0930	-2936398.0
2017	استثماري	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	0.0199	-0.2310	-0.2140	0.5000	0.1700	-13557069.0
2018	استثماري	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	0.0205	0.0810	0.0620	0.4300	0.1940	-4268725.0
2019	استثماري	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	0.0202	-0.1550	-0.1060	0.3800	0.1660	-6782490.0
2020	استثماري	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	0.0168	-0.1280	-0.0780	0.3800	0.0630	-4840367.0
2014	خدمي	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	0.0153	-0.1180	-0.0970	0.5900	0.0080	-966894.0
2014	خدمي	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	0.0229	0.1630	0.6460	5.7000	0.7010	74000000.0
2015	خدمي	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	0.0209	0.1530	0.6310	5.5500	0.7950	83000000.0
2016	خدمي	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	0.0140	0.1440	0.6080	7.0230	0.4350	82000000.0
2017	خدمي	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	0.0181	0.1250	0.5360	6.4600	0.3570	67000000.0
2018	خدمي	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	0.0242	0.1390	0.5100	6.0930	0.4360	72000000.0
2019	خدمي	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	0.0279	0.1290	0.4860	5.9240	0.4780	70000000.0
2020	خدمي	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	0.0265	0.0960	0.3270	5.3600	0.3710	52000000.0
2014	خدمي	الفلسطينية للتوزيع والخدمات	WASSEL	0.0116	-0.6830	-0.3850	0.8500	-0.2880	-3400000.0

الفترة الزمنية	نوع قطاع العمل	اسم الشركة	رمز الشركة	تكلفة هيكل رأس المال	معدل العائد على حقوق الملكية	حصة السهم الواحد من الأرباح	القيمة السوقية العادلة	نسبة التدفق النقدي التشغيلي	القيمة الاقتصادية المضافة
		اللوجستية واصل							
2015	خدمي	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	WASSEL	0.0046	-0.0570	-0.0450	1.1000	-0.0100	-377338.0
2016	خدمي	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	WASSEL	0.0023	0.0150	0.0090	1.0000	-0.2960	133761.0
2017	خدمي	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	WASSEL	0.0022	0.0050	0.0030	0.4600	-0.2020	119804.0
2018	خدمي	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	WASSEL	0.0040	0.0070	0.0030	0.4800	0.0760	186918.0
2019	خدمي	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	WASSEL	0.0087	0.0210	0.0110	0.3800	0.1850	317348.0
2020	خدمي	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية واصل	WASSEL	0.0089	0.0250	0.0130	0.3200	0.1000	233085.0
2014	خدمي	مصايف رام الله	RSR	0.0007	-0.0110	-0.0320	3.2500	0.1890	-87605.7
2015	خدمي	مصايف رام الله	RSR	0.0007	-0.0110	-0.0320	3.2500	-0.5830	-83115.7
2016	خدمي	مصايف رام الله	RSR	0.0003	0.0330	0.1040	2.9500	-0.4470	473202.0
2017	خدمي	مصايف رام الله	RSR	0.0076	0.0380	0.1200	2.8500	0.9040	471927.0
2018	خدمي	مصايف رام الله	RSR	0.0055	0.0270	0.0870	2.8000	0.1750	348481.0
2019	خدمي	مصايف رام الله	RSR	0.0051	0.0240	0.0770	2.9000	0.0820	312285.0
2020	خدمي	مصايف رام الله	RSR	0.0001	0.0200	0.0660	2.6500	0.2720	334553.0

الفترة الزمنية	نوع قطاع العمل	اسم الشركة	رمز الشركة	تكلفة هيكل رأس المال	معدل العائد على حقوق الملكية	حصة السهم الواحد من الأرباح	القيمة السوقية العادلة	نسبة التدفق النقدي التشغيلي	القيمة الاقتصادية المضافة
2014	صناعي	الشرق للالكترويد	ELECTROD	0.0150	0.0300	0.1220	2.0100	0.6710	66311.5
2015	صناعي	الشرق للالكترويد	ELECTROD	0.0152	0.0290	0.1210	2.0000	0.5510	59854.0
2016	صناعي	الشرق للالكترويد	ELECTROD	0.0137	0.0310	0.1250	2.0000	0.0810	69511.5
2017	صناعي	الشرق للالكترويد	ELECTROD	0.0162	0.0220	0.0890	2.0000	0.2600	30067.0
2018	صناعي	الشرق للالكترويد	ELECTROD	0.0166	0.0320	0.1260	2.0000	0.5860	61888.5
2019	صناعي	الشرق للالكترويد	ELECTROD	-0.0207	0.0030	0.0100	2.0000	0.2420	67660.5
2020	صناعي	الشرق للالكترويد	ELECTROD	-0.0094	-0.0080	-0.0320	1.9900	0.0890	2152.7
2014	صناعي	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.9836	0.1990	0.3860	3.7000	0.3820	416967.0
2015	صناعي	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.0377	0.3180	0.7090	4.5000	0.6500	929587.0
2016	صناعي	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.0379	0.3190	0.8030	4.9400	0.7520	1200000.0
2017	صناعي	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.0209	0.2650	0.8020	6.0000	0.2310	1200000.0
2018	صناعي	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.0263	0.1220	0.3340	6.5000	0.5030	458922.0
2019	صناعي	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.0151	0.1760	0.5490	6.0000	0.3340	834586.0
2020	صناعي	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.0183	0.1680	0.5760	6.0500	0.4800	833603.0
2014	صناعي	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	0.0203	0.0410	0.0830	1.7000	0.3070	1100000.0
2015	صناعي	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	0.0207	0.0610	0.1300	1.8000	0.2000	1700000.0
2016	صناعي	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	0.0191	0.0760	0.1690	1.9900	0.2890	2600000.0
2017	صناعي	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	0.0127	0.1250	0.3420	3.2600	0.5770	5700000.0
2018	صناعي	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	0.0122	0.1100	0.2990	3.2400	0.5460	4900000.0
2019	صناعي	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	0.0149	0.0920	0.2780	2.8000	0.2120	4400000.0

الفترة الزمنية	نوع قطاع العمل	اسم الشركة	رمز الشركة	تكلفة هيكل رأس المال	معدل العائد على حقوق الملكية	حصة السهم الواحد من الأرباح	القيمة السوقية العادلة	نسبة التدفق النقدي التشغيلي	القيمة الاقتصادية المضافة
2020	صناعي	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	0.0138	0.0600	0.2040	2.7700	0.1760	3100000.0
2014	صناعي	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.0515	0.0560	0.0630	1.0100	0.7340	192911.0
2015	صناعي	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.0672	0.0840	0.0970	1.0100	0.6460	182720.0
2016	صناعي	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.0606	0.0540	0.0610	1.1300	0.6780	30678.7
2017	صناعي	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.0469	0.0260	0.0320	1.0300	0.0470	-80156.1
2018	صناعي	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.0024	-0.0320	-0.0330	0.9300	-0.1090	-147145.0
2019	صناعي	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.0129	0.0500	0.0570	1.0000	0.0730	317632.0
2020	صناعي	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.0078	0.1170	1.6090	1.4800	1.0800	920517.0
2014	صناعي	دواجن القدس	AZIZA	0.0306	0.1040	0.1730	2.9000	-0.1640	2200000.0
2015	صناعي	دواجن القدس	AZIZA	0.0324	0.1290	0.2300	2.4700	0.7450	2900000.0
2016	صناعي	دواجن القدس	AZIZA	0.0312	0.1270	0.2400	2.8200	0.4110	2900000.0
2017	صناعي	دواجن القدس	AZIZA	0.0335	0.1100	0.2370	2.6200	0.3850	2600000.0
2018	صناعي	دواجن القدس	AZIZA	0.0322	0.0340	0.0630	2.6000	0.4090	201792.0
2019	صناعي	دواجن القدس	AZIZA	0.0207	0.1330	0.2930	2.8900	0.6410	3900000.0
2020	صناعي	دواجن القدس	AZIZA	0.1328	0.1300	0.3400	2.6500	0.6550	42809.3
2014	صناعي	سجائر القدس	JCC	0.0362	-0.1470	-0.2490	0.9000	-0.0600	-2500000.0
2015	صناعي	سجائر القدس	JCC	0.0041	0.0010	0.0020	0.7300	0.1440	457008.0
2016	صناعي	سجائر القدس	JCC	0.0174	-0.0170	-0.0380	0.7000	-0.0220	-380657.0
2017	صناعي	سجائر القدس	JCC	0.0200	0.0170	0.0390	0.9000	0.0100	514762.0
2018	صناعي	سجائر القدس	JCC	0.0114	0.0010	0.0010	0.8500	-0.0870	281616.0

الفترة الزمنية	نوع قطاع العمل	اسم الشركة	رمز الشركة	تكلفة هيكل رأس المال	معدل العائد على حقوق الملكية	حصة السهم الواحد من الأرباح	القيمة السوقية العادلة	نسبة التدفق النقدي التشغيلي	القيمة الاقتصادية المضافة
2019	صناعي	سجائر القدس	JCC	0.0185	0.0070	0.0140	0.8700	0.1970	206047.0
2020	صناعي	سجائر القدس	JCC	0.0232	0.0980	0.2100	0.8800	-0.0800	2200000.0
2014	صناعي	فلسطين للدائن	LADAEN	0.0151	-0.2830	-0.0710	0.1900	0.0640	-494870.0
2015	صناعي	فلسطين للدائن	LADAEN	0.0388	-1.2090	-0.1370	0.2700	0.0900	-956910.0
2016	صناعي	فلسطين للدائن	LADAEN	0.0249	-0.3780	-0.0310	0.2800	0.0160	-217177.0
2017	صناعي	فلسطين للدائن	LADAEN	0.0057	-0.0930	-0.0700	2.7300	0.0110	-49081.0
2018	صناعي	فلسطين للدائن	LADAEN	0.0295	-0.2290	-0.1250	2.5000	0.1210	-87658.0
2019	صناعي	فلسطين للدائن	LADAEN	0.0173	-0.1990	-0.0910	2.5000	0.2620	-63398.0
2020	صناعي	فلسطين للدائن	LADAEN	0.0145	-0.0440	-0.0190	2.5000	0.0260	-13589.0

قائمة اختصارات الدراسة

#	الاختصار	المعنى
1	BE	Book Value of Equity
2	BSC	Balanced Score Card
3	CA	Company Age
4	CAPM	Capital Asset Pricing Model
5	CE	Capital Invested
6	COCS	Cost of Common Stock
7	COD	Cost of Dept
8	COE	Cost of Equity
9	COPS	Cost of Preferred Stock
10	D	Debt
11	DCM	Dividend Capitalization Model
12	DP	Annual dollar dividend per 163referred share
13	DR	Debt-to assets ratio
14	Dt	Dividends for the following period (t)
15	E	Equity
16	EPS	Earnings Per Share
17	EV	Earnings Volatility
18	EVA	Economic Value Added
19	FMV	Fair Market Value
20	G	Growing rate
21	GO	Growth Opportunities
22	Kd	Cost of debenture
23	KdT	Pre-tax cost of debt after tax
24	Ke	cost of equity share capital
25	KP	Cost of preferred stock
26	LT	Leverage and taxes
27	MVA	Market Value Added
28	NOPAT	Net Operating Profit After Tax
29	OCF	Operating Cash Flow
30	PM	Profit Margin
31	Pnet	Price of preferred shares after subtracting issuance cost
32	Po	Current market price of share
33	Rf	Risk-free rate
34	Rm	Expected Return from the market
35	ROA	Return on Assets
36	ROC	Return on Capital

37	ROE	Return On Equity
38	T	Corporate tax rate
39	WACC	Weighted Average Cost of Capital
40	WCC	Weighted Cost of Capital
41	SP	Share Premium

قائمة الملاحق

رقم الصفحة	الملاحق
106	ملحق رقم 1 ملخص الدراسات السابقة
117	ملحق رقم 2 البيانات المالية لشركة الاتصالات
119	ملحق رقم 3 البيانات المالية لشركة مصنع الشرق للأكرود
121	ملحق رقم 4 البيانات المالية لشركة فلسطين للدائن
123	ملحق رقم 5 البيانات المالية لشركة القدس للمستحضرات الطبية
125	ملحق رقم 6 البيانات المالية لشركة سجائر القدس
127	ملحق رقم 7 البيانات المالية لشركة دواجن القدس
129	ملحق رقم 8 البيانات المالية لشركة الوطنية لصناعة الكرتون
131	ملحق رقم 9 البيانات المالية لشركة العربية لصناعة الدهانات
133	ملحق رقم 10 البيانات المالية لشركة مصاريف فلسطين
135	ملحق رقم 11 البيانات المالية لشركة واصل
137	ملحق رقم 12 البيانات المالية لشركة فلسطين للاستثمار الصناعي
139	ملحق رقم 13 البيانات المالية لشركة فلسطين للاستثمار العقاري
141	ملحق رقم 14 البيانات المالية لشركة القدس للاستثمار
143	ملحق رقم 15 البيانات المالية لشركة باديكو
145	ملحق رقم 16 البيانات المالية وفقاً لمتغيرات الدراسة
150	ملحق رقم 17 القيمة السوقية والدفترية للشركات من عينة الدراسة عن العام 2020
151	ملحق رقم 18 الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية لتكلفة هيكل رأس المال للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2014-2020)
152	ملحق رقم 19 الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية لمعدل العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2014-2020)
153	ملحق رقم 20 الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية لحصة السهم الواحد من الأرباح للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2014-2020)
154	ملحق رقم 21 الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للقيمة السوقية العادلة للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2014-2020)
155	ملحق رقم 22 الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية لنسبة التدفق النقدي التشغيلي للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2014-2020)
156	ملحق رقم 23 الأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركات الصناعية والخدماتية والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2014-2020)
157	ملحق رقم 24 قيم المؤشرات المالية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2014-2020)

قائمة الأشكال

الصفحة	الشكل
63	شكل رقم 1 متوسط نسبة العائد على حقوق الملكية خلال الفترة (2020-2014)
67	شكل رقم 2 متوسط القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة (2020-2014)
68	شكل رقم 3 متوسط القيمة السوقية العادلة لعينة الدراسة خلال الفترة (2020-2014)
69	شكل رقم 4 متوسط حصة السهم الواحد من الأرباح لعينة الدراسة خلال الفترة (2020-2014)
70	شكل رقم 5 متوسط نسبة التدفق النقدي التشغيلي خلال الفترة (2020-2014)
72	شكل رقم 6 متوسط تكلفة هيكل رأس المال خلال الفترة (2020-2014)
74	شكل رقم 7 متغيرات الدراسة

قائمة الجداول

رقم الصفحة	الجدول
45	جدول رقم 1 قطاعات السوق المالي الفلسطيني
61	جدول رقم 2 التوزيع النسبي لعينة الدراسة حسب القطاعات
62	جدول رقم 3 يوضح الخصائص الفنية للشركات عينة الدراسة على القطاعات المستهدفة (الصناعي والخدمات والاستثماري).
73	جدول رقم 4 احتساب المتغيرات
78	جدول رقم 5 نتائج اختبار التوزيع الطبيعي
80	جدول رقم 6 نتائج اختبار استقرارية بيانات متغيرات الدراسة
79	جدول رقم 7 نتائج اختبار الارتباط الذاتي في نماذج الدراسة
81	جدول رقم 8 اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي في نماذج الدراسة
82	جدول رقم 9 نتائج نموذج (FEM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال معدل العائد على حقوق الملكية
83	جدول رقم 10 نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال نسبة التدفق النقدي التشغيلي
84	جدول رقم 11 نتائج نموذج (FEM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال حصة السهم الواحد من الأرباح
85	جدول رقم 12 نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة السوقية العادلة
86	جدول رقم 13 نتائج نموذج (REM) لدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال القيمة الاقتصادية المضافة
87	جدول رقم 14 نتائج نماذج الدراسة المتعلقة بدراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمات والاستثمارية المدرجة في بورصة فلسطين

فهرس المحتويات

المحتويات

إهداء	
الإقرار..... أ	
الشكر والعرفان	ب
الملخص	ج
Abstract	د
التعريفات الإجرائية:	هـ
الفصل الأول	1
1.....	
الإطار العام للدراسة.....	1
1.1 المقدمة	1
2.1 مشكلة الدراسة.....	2
3.1 أهمية الدراسة.....	3
1.3.1 الأهمية النظرية:	3
2.3.1 الأهمية التطبيقية:	3
4.1 أهداف الدراسة.....	4
5.1 حدود الدراسة.....	4
1.5.1 الحدود المكانية:	4
2.5.1 الحدود الزمانية:	4
6.1 محددات الدراسة.....	5
الفصل الثاني	6
6.....	
الإطار النظري والدراسات السابقة	6
1.2 الإطار النظري.....	6
1.1.2 المحور الأول: هيكل رأس المال.....	6
1.1.1.2 مقدمة	6

6	2.1.1.2 تعريف هيكل رأس المال:
7	3.1.1.2 مكونات هيكل رأس مال الشركة:
13	4.1.1.2 نظريات هيكل رأس المال:
18	5.1.1.2 محددات هيكل رأس المال:
21	6.1.1.2 تكلفة هيكل رأس المال:
23	7.1.1.2 حساب تكلفة رأس المال:
23	1.7.1.1.2 المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC):
24	2.7.1.1.2 تكلفة الدين ((Cost of Debt (COD)):
25	3.7.1.1.2 تكلفة الأسهم الممتازة ((Cost of Preferred Stock (COPS)):
26	4.7.1.1.2 تكلفة الأسهم العادية ((Cost of Common Stock (COCS)):
27	2.1.2 المحور الثاني: الأداء المالي:
27	1.2.1.2 مفهوم وتعريف الأداء المالي:
28	2.2.1.2 أهمية الأداء المالي وتقييمه:
29	3.2.1.2 معايير تقويم الأداء المالي:
30	4.2.1.2 العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات:
32	5.2.1.2 مؤشرات تقييم الأداء المالي:
32	1.5.2.1.2 المؤشرات المالية التقليدية:
36	2.5.2.1.2 المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي:
36	1.2.5.2.1.2 القيمة الاقتصادية المضافة ((Economic Value Added (EVA)):
37	1.1.2.5.2.1.2 طرق احتساب القيمة الاقتصادية المضافة:
38	2.1.2.5.2.1.2 مبررات تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):
39	2.2.5.2.1.2 القيمة السوقية المضافة ((Market Value Added (MVA)):
40	3.2.5.2.1.2 بطاقة الأداء المتوازن ((Balanced Score Card (BSC)):
41	6.2.1.2 تكلفة هيكل رأس المال والأداء المالي:
42	3.1.2 المحور الثالث: الواقع الفلسطيني:
42	1.3.1.2 تطور الاقتصاد الفلسطيني:
43	2.3.1.2 السوق المالي الفلسطيني (بورصة فلسطين):
44	3.3.1.2 القطاعات في السوق المالي الفلسطيني:
46	2.2 الدراسات السابقة:
46	1.2.2 الدراسات باللغة العربية:
51	2.2.2 الدراسات باللغة الأجنبية:
58	3.2.2 محاور الدراسات السابقة:

59	4.2.2 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:
60	الفصل الثالث
60	
60	الإجراءات والمنهجية
60	1.3 منهجية الدراسة
60	2.3 مجتمع الدراسة
60	3.3 عينة الدراسة
61	1.3.3 الخصائص الفنية لعينة الدراسة
63	4.3 متغيرات الدراسة وطرق قياسها
63	1.4.3 المتغيرات التابعة:
73	5.3 فرضيات الدراسة
73	1.5.3 الفرضية الفرعية الأولى:
73	2.5.3 الفرضية الفرعية الثانية:
74	3.5.3 الفرضية الفرعية الثالثة:
74	4.5.3 الفرضية الفرعية الرابعة:
74	5.5.3 الفرضية الفرعية الخامسة:
74	6.3 نموذج الدراسة
75	7.3 الأساليب الإحصائية وطرق جمع المعلومات
77	8.3 اختبار التوزيع الطبيعي
79	الفصل الرابع
79	
79	تحليل البيانات وعرض نتائج الدراسة
79	1.4 صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي
79	1.1.4 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (Stationarity test)
80	2.1.4 اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)
81	3.1.4 اختبار عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي (Heteroskedasticity Test)
81	2.4 تحليل الفرضيات
82	1.2.4 الفرضية الفرعية الأولى:
83	2.2.4 الفرضية الفرعية الثانية:
84	3.2.4 الفرضية الفرعية الثالثة:
85	4.2.4 الفرضية الفرعية الرابعة:

86	5.2.4 الفرضية الفرعية الخامسة:
87	مقارنة وتلخيص نتائج
88	4.4 ملخص النتائج ومقارنتها مع محاور الدراسات السابقة:
90	الفصل الخامس
90	
90	الاستنتاجات والتوصيات
90	مقدمة:
90	1.5 الاستنتاجات
92	2.5 التوصيات
93	قائمة المراجع:
102	ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:
104	ثالثاً: المواقع الإلكترونية:
105	قائمة الملاحق
163	قائمة اختصارات الدراسة
165	قائمة الملاحق
167	قائمة الجداول
168	فهرس المحتويات