



## أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين: الدور المعدل لحجم الشركة

### The Impact of Capital structure on Financial Performance of Investment Firms listed in Palestine Exchange: The Moderating Role of Firm's Size

أشرف عادل محمود اسماعيل<sup>\*1</sup>

Ashraf Adel M. Ismail<sup>\*1</sup>

<sup>1</sup>قسم ادارة الأعمال، برنامج الدكتوراه المشترك للعلوم الإدارية والمالية، غزة، فلسطين

<sup>1</sup>Business Administration Department, Joint Doctoral Program in administrative and Financial sciences, Gaza, Palestine

تاريخ النشر: 2024/02/20

تاريخ القبول: 2023/09/18

تاريخ الإستلام: 2023/05/07

**المستخلص:** هدفت الدراسة لاختبار أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، وهدفت الدراسة أيضاً لاستكشاف الدور المعدل لحجم الشركة في تلك العلاقة، وبلغت عينة الدراسة (10) شركات مدرجة في الفترة (2012-2021)، وتضمنت الدراسة إجراء اختبار الارتباط واختبار الانحدار المتعدد باستخدام أسلوب (Panel Data) لعدد (100) مشاهدة. وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأكثر ملاءمة للبيانات وأن الأثر إيجابي ومعنوي للسيولة وهامش الربحية في أثرها على الأداء المالي ولم يكن الأثر معنوياً للمديونية الاجمالية والمديونية قصيرة الأجل والأصول الثابتة. كما توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة يلعب دوراً معدلاً لأثر هيكل التمويل على الأداء المالي. وأوصت الدراسة بزيادة نسبة التمويل بالمديونية إلى حقوق المساهمين في مزيج هيكل التمويل والاحتفاظ بمستويات أعلى من السيولة وخفض المصاريف التشغيلية والتمويلية، كما أوصت بالاعتماد على حجم الشركة للحصول على التمويل بالمديونية لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.

**الكلمات المفتاحية:** هيكل التمويل، المديونية، الأداء المالي، قطاع الاستثمار، بورصة فلسطين.

**Abstract:** The study aimed at investigating the impact of capital structure on financial performance of investment firms listed in Palestine Exchange (PEX) and aimed at exploring the moderating role of firm's size in that relation. The study sample is (10) companies listed in the years (2012-2021). The study included performing correlation test and multiple regression test by using Panel Data of (100) observations. The study found that random effect test was the most appropriate for the data and found the significant positive effect of liquidity and marginal profit on financial performance while the effect was not significant for total debt, short-term debt and tangibility. The study found that the firm's size plays a moderating role in the relation between capital structure and financial performance. The study recommended investment companies listed in (PEX) to increase the portion of debt to equity in capital structure mix, maintaining high levels of liquidity, decreasing operational and financial expenses and to rely on firm's size while financing by loans.

**Keywords:** Capital Structure, Debt, Financial Performance, Investment Sector, Palestine Exchange.

## المقدمة:

تهدف الإدارة المالية في منظمات الأعمال إلى تعظيم القيمة السوقية وهي بذلك تواجه نوعين من القرارات هما: قرار التمويل وقرار الاستثمار (عمار، 2018). يعتبر هيكل التمويل من أهم القرارات في مجال تمويل الشركات، ويشير إلى الطريقة التي تمول بها الشركات أصولها من خلال التمويل بالدين والتمويل بحقوق الملكية، وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على ذلك القرار في الشركات داخلياً وخارجياً (Mursalim, 2017, Nguyen & Nguyen, 2022). ويُعتبر هيكل التمويل عن قرار الإدارة لتوفير التمويل للعمليات اليومية وللنمو المستقبلي ويتضمن هيكل التمويل بالمدىونية وكذلك بحقوق الملكية، والتمويل بالمدىونية أكثر خطورة من تمويل حقوق الملكية، حيث أن المقرضين من الممكن أن يدفعوا الإدارة نحو الإفلاس إذا لم تتمكن الإدارة من الوفاء بأصل الدين وكلفته (Zhang et al., 2022). ويشير (Olusola et al., 2022) إلى أن هيكل التمويل هو المزيج من المدىونية وحقوق الملكية واللازم لتمويل العمليات. وقرار التمويل غير الأمثل يمكن أن يؤدي إلى فشل منظمة الأعمال، حيث أن الإدارة والمساهمين يواجهون التحدي في تحديد هيكل التمويل الأمثل والذي يمثل المزيج الأمثل من الديون والأرباح المحتجزة، وتعظيم ثروة الملاك يمكن تحقيقه من خلال الأداء المالي لمنظمة الأعمال (Akomeah et al., 2018).

يُعتبر الأداء المالي أساسياً في الكيانات الاقتصادية، ومنظمات الأعمال تسعى إلى تحقيق أعلى مستوى ممكن من الربحية، وهناك عدة عوامل داخلية وخارجية في منظمة الأعمال تؤثر على الأداء المالي لتلك المنظمات وهناك العديد من الدراسات التي أثبتت علاقة هيكل التمويل بالأداء المالي واختلفت النتائج حسب قطاع الأعمال والبيئة التي تعمل بها تلك المنظمات و كيفية إدارة هيكل التمويل وتوفيره من المصادر الداخلية والخارجية (Dinh & Pham, 2020). وعبر (Riaz, 2015) عن أهمية قرارات هيكل التمويل بسبب ارتباطها بالأداء المالي للشركات. و أشار زعرب وآخرون (2022) إلى أن البيئة التي تعمل بها الشركات المدرجة ببورصة فلسطين غير مستقرة وذلك يؤثر على السيولة المتولدة في تلك الشركات، وعلاقة ذلك بهيكل التمويل بحاجة إلى مزيدٍ من البحث.

وتتضمن الدراسة بحث أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من السنوات (2012-2021)، ويُعبر عن هيكل التمويل في الدراسة من خلال نسب المدىونية الاجمالية والمدىونية قصيرة الأجل ولم يتضمن المدىونية طويلة الأجل لتلافي الازدواج الخطي والذي يحول دون تطبيق الانحدار المتعدد كأسلوب احصائي للوصول للنتائج. ويتضمن البحث نسب المدىونية كمتغيرات تفسيرية، وذلك بالإضافة إلى متغيرات ضابطة تتمثل في نسبة السيولة ونسبة هامش الربحية والأصول الثابتة، وتضيف الدراسة القيمة البحثية من خلال دراسة الدور المعدل لحجم الشركة في أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لتلك الشركات، وجاءت الدراسة بعد مراجعة الأدبيات .

## أهداف الدراسة:

هدفت الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. اختبار أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.
2. قياس أثر إجمالي المدىونية على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.
3. قياس أثر المدىونية قصيرة الأجل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.
4. قياس أثر حجم الشركة على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.
5. اختبار الدور المعدل لحجم الشركة في أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.
6. قياس أثر نسبة السيولة وهامش الربحية والأصول الثابتة كمتغيرات ضابطة على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.

## مشكلة الدراسة:

يأتي تقييم الأداء لتحليل نتائج النشاط لمنظمات الأعمال في نهاية الفترة، وكذلك لمعرفة الانحرافات وعلاجها وزيادة نقاط القوة للمنظمة، ويتم التعبير عن الأداء مالياً من خلال مؤشرات الربحية والسيولة مثل العائد على الملكية ونمو الإيرادات والعائد على الأصول (جدوع وجياس، 2016). للتعبير عن الأداء المالي فإنه يتم من خلال الربحية التي تحققها الشركة من خلال المبيعات والأصول وحقوق المساهمين، ويتم التعبير عن الربحية من خلال نسبة العائد على الأصول (RoA) والعائد على حقوق الملكية (RoE) (معوض وأبو زيد، 2020).

تعتبر قرارات هيكل التمويل حاسمة لمنظمة الأعمال بسبب ارتباطها بالأداء المالي، وهيكل التمويل هو الاستراتيجية التي تستخدمها المنظمة لتمويل الأصول والنمو وتمويل العمليات كذلك. هيكل التمويل هو المزيج من إجمالي حقوق المساهمين وإجمالي المديونية، والمزيج المثالي منهما يُعبر عن هيكل التمويل الأمثل والذي يحقق أقل تكلفة لهيكل التمويل ويحقق كذلك أعلى قيمة سوقية ممكنة (Riaz, 2015). المزيج من المديونية وحقوق المساهمين يعبر عن الهيكل التمويلي، والمديونية تتضمن الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل الناتجة عن إصدار السندات ورأس المال العامل، بينما حقوق المساهمين تعبر عن الأسهم والأرباح المحتجزة (Olusola et al., 2022).

تشير نظرية موديجلياني وميلر (1963) إلى الوفرة الضريبي الذي يمكن أن تحققه الشركات عند الاعتماد على التمويل بالمديونية في مزيج التمويل والذي يؤثر بدوره على الربحية والأداء المالي، إلا أن نظرية المبادلة تفيد بأن هذا الوفرة المالي يتم اطفائه من خلال مخاطر الافلاس عند الاعتماد على التمويل بالمديونية في مزيج التمويل للهيكل التمويلي، ولذلك رتبت نظرية الالتقاط تفضيلات مصادر التمويل للمدراء الماليين والتي تعتمد على التمويل الداخلي وهو الأقل في درجة المخاطرة ومن ثم الاعتماد على التمويل بالمديونية وهذا يحدده المدراء الماليين والذي يعتمد على التفضيلات لديهم وهو ما يمكن ربطه مع نظرية الوكالة (عمار، 2018) (Zhang et al., 2022, Nguyen & Nguyen, 2022)، لذا فإن الدراسة تبحث في أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين والوقوف على مدى تأثير المزيج التمويلي والذي يحدده المدراء الماليين في تلك الشركات على الأداء المالي. لذا فإن الدراسة تحاول الاجابة على الأسئلة الواردة في الفقرة التالية.

## أسئلة الدراسة:

1. هل يوجد أثر لهيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين؟
2. هل يوجد أثر لإجمالي المديونية على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين؟
1. هل يوجد أثر للمديونية قصيرة الأجل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين؟
2. هل يوجد أثر للسيولة على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين؟
3. هل يوجد أثر لنسبة الأصول الثابتة على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين؟
4. هل يوجد أثر للربحية على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين؟
5. هل يوجد أثر لحجم الشركة على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين؟
6. هل يوجد دور مُعدل لحجم الشركة في أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين؟

## الدراسات السابقة وتطوير الفرضيات:

## 1- هيكل التمويل:

يلعب قرار هيكل التمويل دوراً مهماً في تعظيم القيمة السوقية وفي الأداء المالي كذلك لمنظمة الأعمال وتتمثل مصادر التمويل في المديونية قصيرة الأجل والمديونية طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية وحقوق المساهمين، وتم

الحديث عن العديد من نظريات قرارات التمويل والأداء المالي وأهمها موديجلياني وميلر (1958) ونظرية الوكالة (1976) ونظرية المبادلة (1977) ونظرية الالتقاط (1984) (Javed et al., 2014). وتتضمن النظريات التالي:

#### أ- النظرية التقليدية (Modigliani & Miller 1958) :

تعد النظرية التقليدية من أساسيات نظريات هيكل التمويل وتقوم على فرضية غياب الضريبة، حيث افترض الباحثان في عام (1958) أن هيكل التمويل لا يؤثر على القيمة السوقية للشركة نظراً لفرضية غياب الضريبة، إلا أن الباحثين في عام (1963) توصلوا إلى أنه عند أخذ الضريبة بعين الاعتبار فإن قيمة الشركة السوقية التي تعتمد على المديونية في التمويل تساوي قيمة الشركة بدون المديونية ويُضاف إليها قيمة الوفر الضريبي المتحقق من إدخال المديونية في مزيج هيكل التمويل (Nguyen & Nguyen, 2022). وفي هذا السياق يلخص عمار (2018) ذلك في أن دراسة الباحثين في عام (1963) جاءت مغايرة للنظرية الأولى في أن قيمة الشركة السوقية التي تعتمد على المديونية في هيكل التمويل تفوق قيمة الشركة التي تعتمد على التمويل الذاتي وذلك نتيجة الوفر الضريبي الذي تحققه الشركة.

#### ب- نظرية المبادلة (Trade-Off Theory):

لاستكمال نظريتي موديجلياني وميلر في العامين (1958) و(1963) أخذت العديد من الدراسات العُسر المالي وتكلفة الوكالة بعين الاعتبار لتخلُص إلى نظرية المبادلة والتي تتضمن أن القيمة السوقية للشركة تساوي قيمة الشركة من غير الاعتماد على المديونية في التمويل ويضاف إلى تلك القيمة الوفر المالي الذي تحققه الضريبة مطروحاً منه تكلفة الإفلاس، وهذا يعني أن المنفعة المتحققة من الوفر الضريبي الناتج عن التمويل بالمديونية يتم اطفأؤه من خلال الخسائر الناتجة عن الإفلاس. هذه النظرية تفترض وجود هيكل تمويل أمثل فيه الوفر الضريبي يعوض الخسائر الناتجة عن العسر المالي وتكلفة الوكالة (Dinh & Pham, 2020) (Zhang et al., 2022).

#### ت- نظرية الالتقاط (Pecking Order Theory):

وتسمى نظرية ترتيب مصادر التمويل الهرمي من المصادر المتاحة، حيث تعتمد النظرية على عدم تماثل المعلومات لدى الإدارة المالية والمستثمرين للشركة؛ مما يدفع الإدارة إلى اختيار مصادر التمويل الأقل حساسية والتي تتمثل في الأرباح المحتجزة ثم التوجه نحو المديونية ومن ثم التوجه إلى إصدار أسهم عادية (محمد، 2016) (عمار، 2018).

#### ث- نظرية الوكالة (Agency Theory):

ويلخص محمد (2016) و عمار (2018) النظرية في أن سلوك المدراء الماليين في استثمار أموال المساهمين بطريقة لا تعظم ثروة الملاك، لذلك لا يبد للشركة من الاعتماد على التمويل بالمديونية لتحفيز المدراء الماليين نحو تعظيم العوائد وسداد أصل الدين والتكلفة المترتبة عليه.

#### ج- نظرية التأشير (Signaling Theory):

ويلخصها زعرب وآخرون (2022) وكذلك محمد (2016) في أن إصدار أسهم جديدة قد يعطي انطباع للمستثمرين بأن الشركة تواجه مخاطر وتبحث عن شركاء في تلك المخاطر من خلال المستثمرين الجدد والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض سعر السهم السوقية.

هناك العديد من الدراسات التي أثبتت تأثير هيكل التمويل على الأداء المالي؛ إلا أن تلك الدراسات اختلفت في النتائج (Dinh & Pham, 2020). فوجد مسودة وخشان (2016) أن أثر هيكل التمويل سلبي على الربحية بسبب ارتفاع تكلفة رأس المال، ويجد (Aulia & Gondakusuma, 2020) أن اجمالي المديونية ذو تأثير سلبي على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، بينما يجد (Dinh & Phan, 2020) أن الأثر إيجابي للمديونية طويلة الأجل على الأداء المالي، كما

ونجد أن دراسة (Ting et al., 2021) تشير الى أن الأثر سلبى، وتشير دراسة Riaz (2015) أن أثر المديونية قصيرة الأجل ذات أثر سلبى كذلك على الأداء المالى، لذا فانه يمكن صياغة الفرضيات التالية:

#### الفرضية الرئيسية الأولى:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل التمويل على الأداء المالى لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.

#### الفرضية الفرعية الأولى:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية الإجمالية على الأداء المالى لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.  
الفرضية الفرعية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية قصيرة الأجل على الأداء المالى لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.

### 2- السيولة:

يعتبر معدل العائد مؤشر على نجاح العمليات، والصعوبات في تحقيق السيولة يعيق النمو والتوسع في السوق، ومنظمات الأعمال بحاجة للمواءمة بين النمو والتوسع وعدم حدوث العسر المالى وعدم القدرة على الوفاء بالديون وتكلفتها (Garanine & Petrova, 2015). إدارة السيولة بصورة مثالية تعتمد على سرعة التحصيل من الذمم المدينة وتأجيل سداد الذمم الدائنة، في غياب الكفاءة لإدارة السيولة فان منظمة الأعمال تتجه نحو التمويل الخارجى للوفاء بالديون قصيرة الأجل (Ahmad, 2012). الربحية والسيولة والملاءة المالية يمكن تحقيقها من خلال الادارة الكفؤة لرأس المال، والعكس يسبب عدم توفر السيولة والافلاس (عساف، 2022). وللعلاقة بين السيولة والأداء المالى فقد وجدت مسراتي ورميدي (2020) و Akomeah وآخرون (2018) أن السيولة ذات أثر إيجابي على العائد على الأصول، بينما لم يجد محمد (2016) أن هناك أثراً للسيولة على مؤشرات الأداء المالى.

### 3- الأصول الثابتة:

تعتبر قرارات تمويل الأصول حاسمة وتضع الادارة المالية في معضلة تحديد المزيج الأمثل من المديونية وحقوق الملكية (Olusola et al., 2022). الأصول الثابتة تزيد من الضمانة لدى المقرضين حول الوفاء بالديون واعداد سداد أصل الدين والفائدة، والزيادة في الاقتراض بالاعتماد على ضمانات الأصول الثابتة يزيد من احتمالية حدوث العسر المالى، وتتوقع نظرية المبادلة العلاقة الموجبة بين الأصول الثابتة والاقتراض (Paseda, 2020). ويشير Sulastri وآخرون (2020) الى أن العلاقة موجبة بين الأصول الثابتة والتمويل بالدين. ويجد Dinh & Pham (2020) أن أثر الأصول الثابتة موجباً على الأداء المالى، بينما يجد Ting وآخرون (2021) وكذلك بعبوات (2020) أن أثر الأصول الثابتة سلبى على الأداء المالى.

### 4- هامش الربحية:

الربحية تعطي مؤشرات حول أداء الادارة المالية في الاستثمار وقرارات التمويل، ونسب الربحية تقيس مدى كفاءة الادارة في توليد الأرباح من خلال المبيعات والأصول، النسبة المالية المتمثلة في هامش الربحية تعبر عن قدرة الشركة على توليد الأرباح بعد الضرائب وكلما زاد هامش الربحية ارتفع الأداء المالى للشركة وزيادة ثقة المستثمرين بالشركة (Batchimag, 2017). مكونات هيكل التمويل تؤثر على الربحية وذلك من خلال الاستفادة من الوفر الضريبي عند الاعتماد على التمويل بالمديونية قصيرة الأجل و المديونية طويلة الأجل والعلاقة تأخذ شكل مقلوب حرف (U) ويبدأ التحول في العلاقة عند نقطة التعادل (Shahzad et al., 2019).

## 5- حجم الشركة:

الشركات الكبرى تتحمل تكاليف أقل لإصدار الأسهم والسندات وذلك بالمقارنة مع الشركات الأصغر حجماً، كما أن تلك الشركات لديها السيولة التي تقلل من تكاليف الإفلاس، علاوة على أن اقتصاديات الحجم الكبير في الإنتاج يؤثر على الأداء المالي، ويمكن قياس حجم الشركة من خلال لوغاريتم الأصول أو المبيعات (Riaz, 2015). الحجم للشركات الصغرى يؤثر سلباً على الأداء المالي وكلما زاد حجم الشركة يتلاشى ذلك التأثير السلبي، حيث أن حجم الشركة يرتبط بقدرة الشركة للإنفاق على التسويق والذي بدوره يؤثر على الأداء المالي للشركة (Olusola et. al., 2022). ويوجد Javed وآخرون (2014) وكذلك عبد الجواد ودويكات (2021) و Aulia & Gondukusa (2020) أن أثر حجم الشركة إيجابياً على الأداء المالي، بينما وجد Ting وآخرون (2021) أن أثر الحجم سلبياً على الأداء المالي، لذا فإنه يمكن صياغة الفرضيات التالية:

### الفرضية الرئيسية الثانية:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.

### الفرضية الرئيسية الثالثة:

يوجد دور معدل لحجم الشركة لأثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.

## إجراءات الدراسة:

### 1. منهج الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الكمي والذي يتضمن التحليل باستخدام (Panel Data) في إجراء هذه الدراسة نظراً لمناسبة هذا المنهج مع طبيعة وأهداف الدراسة والذي يحاول وصف دور الظاهرة موضوع الدراسة وتحليل بياناتها وبيان العلاقة بين مكوناتها.

### 2. أدوات الدراسة:

تم جمع البيانات الثانوية والمعلومات من خلال الاطلاع على البيانات المالية المتوفرة في القوائم المالية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين والمتمثلة بـ (الميزانية العمومية، وقائمة الدخل، والتقارير المالية المدققة والمصرح بها والتي تشمل الايضاحات للبنود الواردة فيها).

### 3. مجتمع وعينة الدراسة:

مجتمع الدراسة يشمل شركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين في الأعوام (2012 – 2021)، وبلغ عدد الشركات (10) شركات، وتم استخدام المسح الشامل لمجتمع الدراسة ولمدة (10) سنوات لتبلغ عدد المشاهدات (100) مشاهدة، ومجتمع الدراسة كالتالي:

الجدول (1) يوضح مجتمع الدراسة من شركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين

الرقم	اسم الشركة	رمز التداول
1	العربية الفلسطينية للاستثمار - أيبك	APIC
2	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO
3	سند للمواد الانشائية	SANAD
4	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC
5	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO
6	الاتحاد للإعمار والاستثمار	UCI
7	المستثمرون العرب	ARAB
8	الفلسطينية للاستثمار والائتماء	PID

AQARIYA	العقارية التجارية للاستثمار	9
JREI	القدس للاستثمارات العقارية	10

## 4. الأساليب الإحصائية:

اعتمدت الدراسة على اختبار الاحصاء الوصفي لدراسة قيم متغيرات الدراسة ومدى تشتتها حول المتوسط الحسابي وضمان عدم وجود قيم متطرفة للمتغيرات، كما واعتمدت الدراسة على اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة والضابطة مع المتغير التابع وذلك لتحديد العلاقة بينها وضمان عدم وجود الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة والضابطة، واعتمدت الدراسة على تحليل الانحدار الخطي المتعدد باستخدام أسلوب (Panel Data) لقياس أثر المتغيرات المستقلة (المديونية الاجمالية (TD) والمديونية قصيرة الأجل (SD) وحجم الشركة (Size)) على الأداء المالي والذي تم التعبير عنه من خلال النسبة المالية التي تتمثل في العائد على الأصول (RoA)، وتجدر الإشارة أنه تم الاعتماد على العائد على الأصول للتعبير عن الأداء المالي ولم يتم استخدام العائد على حقوق الملكية (RoE) حيث تم اجراء اختبار الانحدار ولم تكن أي من المتغيرات التفسيرية أو الضابطة دالة احصائياً في أثرها على الأداء المالي عند التعبير عنه من خلال العائد على حقوق الملكية (RoE)، وكذلك اختبار الانحدار المتعدد تم استخدامه لقياس أثر المتغيرات الضابطة في هذه الدراسة (السيولة والأصول الثابتة والربحية) على الأداء المالي. كما اختبرت الدراسة الدور المعدل لحجم الشركة في أثر هيكل التمويل على الأداء المالي. ولإيجاد أثر المتغيرات التفسيرية والمتغيرات الضابطة على المتغير التابع فإن النموذج الرياضي الأول والثاني يوضح الانحدار المتعدد، ولإيجاد تفاعل متغير حجم الشركة مع المتغيرات التفسيرية في أثرها على المتغير التابع فإن النموذج الرياضي الثالث يوضح انحدار المتغيرات التفسيرية والضابطة والتفاعلات كذلك، لذا فانه يمكن صياغة نماذج الدراسة الرياضية الثلاثة كما يلي:

نموذج الانحدار الأول: انحدار المتغيرات التفسيرية دون حجم الشركة وانحدار المتغيرات الضابطة على الأداء المالي:

$$RoA = C + \beta_1 TD_{it} + \beta_2 SD_{it} + \beta_3 Liquid_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 Profit_{it} + e$$

نموذج الانحدار الثاني: انحدار المتغيرات التفسيرية والمتغيرات الضابطة على الأداء المالي:

$$RoA = C + \beta_1 TD_{it} + \beta_2 SD_{it} + \beta_3 Liquid_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 Profit_{it} + \beta_6 Size_{it} + e$$

نموذج الانحدار الثالث: انحدار المتغيرات التفسيرية والمتغيرات الضابطة وتفاعل المتغير المعدل مع المتغيرات التفسيرية على الأداء المالي:

$$RoA = C + \beta_1 TD_{it} + \beta_2 SD_{it} + \beta_3 Liquid_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 Profit_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 TD * Size_{it} + \beta_8 SD * Size_{it} + e$$

حيث أن (i: للشركة، وt: للسنة المالية)

لتوضيح المتغيرات التفسيرية والضابطة والمتغير التابع ومتغيرات الانحدار؛ فانه يمكن توضيحها في الجدول التالي:

الجدول رقم (2) يوضح متغيرات ومعاملات نموذج الانحدار المتعدد للدراسة

المتغير	الاختصار	تفسير المتغير	النسبة المالية	المرجع
العائد على الأصول:	RoA	الأداء المالي وتمثله النسبة المالية: العائد قبل الضريبة على إجمالي الأصول.	EBT/TA	(Aulia & Gondakusuma, 2020), (Nguyen & Nguyen, 2020), (Zhang, 2022), (Akomeah et. al., 2018), (Riaz, 2015)
اجمالي المديونية:	TD	اجمالي المديونية ويتم احتسابه من خلال النسبة المالية لإجمالي المديونية الى اجمالي الاصول	TD/TA	(Olusola et. al., 2022), (Riaz, 2015)

(Olusola et. al., 2022), (Riaz, 2015)	SD/TA	المديونية قصيرة الأجل ويتم احتسابها من خلال نسبة الديون التي تستحق خلال السنة المالية إلى إجمالي الأصول	SD	المديونية قصيرة الأجل:
(Ting et. al., 2021), (Javed et. al., 2014)	Ln(TA)	حجم الشركة ويتم احتسابه من خلال لوغاريتمات إجمالي الأصول.	Size	حجم الشركة:
(Akomeah et. al., 2018) (مسراتي ورميدي، 2020)	CA/TA	السيولة ويتم احتسابها من خلال نسبة الاصول المتداولة الى إجمالي الاصول	Liquid	السيولة:
(Ting et. al., 2021) (بعبوات، 2020)	FA/TA	نسبة الاصول الثابتة ويتم احتسابها من خلال نسبة الاصول الثابتة الى إجمالي الاصول	Tang	الأصول الثابتة:
(Batchimag, 2017)	NI/Earning	هامش الربحية ويتم احتسابها من خلال العائد بعد الضريبة إلى إجمالي الإيرادات.	Profit	هامش الربحية:
(Rahman et. al., 2019)	--	ويتم احتسابها من خلال ضرب الحجم مع المديونية الاجمالية	TD*Size	تفاعل حجم الشركة مع إجمالي المديونية:
(Rahman et. al., 2019)	---	ويتم احتسابها من خلال حاصل ضرب الحجم مع المديونية قصيرة الأجل	SD*Size	تفاعل حجم الشركة مع المديونية قصيرة الاجل:
(Guler & Uyanik, 2013)	----	الحد الثابت والذي يقطع به الخط المستقيم المحور الصادي عندما جميع المتغيرات المفسرة (المستقلة) تساوي صفر.	C	الحد الثابت:
(Guler & Uyanik, 2013)	---	تمثل قوة واتجاه التأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع	$\beta$	معامل الانحدار:
(Guler & Uyanik, 2013)	---	الخطأ العشوائي	e	الخطأ العشوائي:

## عرض النتائج ومناقشتها:

### 1. الاحصاء الوصفي:

الجدول رقم (3) يوضح الاحصاء الوصفي للمتغير التابع والمتغيرات التفسيرية والمتغيرات الضابطة، وذلك بما يتضمن المتوسط وأعلى قيمة وأقل قيمة والانحراف المعياري لتبيان مدى تشتت البيانات حول المتوسط الحسابي.

الجدول (3) يوضح الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Size	Profit	Tang	Liquid	SD	TD	RoA	المتغيرات
16.5	0.136	0.652	0.247	0.059	0.112	0.019	المتوسط
20.20	0.530	0.909	0.579	0.220	0.423	0.110	أعلى قيمة
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.172	أقل قيمة
4.12	0.155	0.228	0.140	0.145	0.126	0.052	الانحراف المعياري

يتضح من الجدول رقم (3) أن متوسط العائد على الأصول الذي حققته شركات الاستثمار بلغ (0.019)، وبلغ متوسط المديونية التي اعتمدت عليها (0.112) من إجمالي الأصول، واعتمدت الشركات كذلك خلال فترة الدراسة على متوسط

مديونية قصيرة الأجل (0.059)، وبلغ متوسط السيولة الذي حققته شركات الاستثمار (0.247)، بينما متوسط الأصول الثابتة التي استخدمتها شركات الاستثمار لتوليد الإيرادات بلغ (0.652) من إجمالي الأصول، ومتوسط هامش الربحية الذي حققته (0.136)، بينما متوسط حجم الشركة (16.5) وهو لوغاريتم إجمالي الأصول وليس نسبة مالية. ونلاحظ من الجدول أن الانحراف المعياري للنسب المالية: العائد على الأصول، وإجمالي المديونية والمديونية قصيرة الأجل والسيولة والأصول الثابتة والربحية هو (0.052) و (0.126) و (0.145) و (0.140) و (0.228) و (0.155) بالترتيب وهذا يدل على أنها تقع ضمن معدلها الطبيعي وخلو النموذج من مشاكل تشتت القيم حول المتوسط الحسابي وعدم وجود بيانات متطرفة.

## 2. تحليل الارتباط:

يوضح الجدول رقم (4) مصفوفة الارتباط بين متغيرات هيكل التمويل والمتمثلة في المديونية طويلة الأجل والمديونية قصيرة الأجل وحجم الشركة مع الأداء المالي والمتمثل في العائد على الأصول، وكذلك ارتباط المتغيرات الضابطة مع الأداء المالي، ويتضح من خلال الجدول خلو النموذج من مشكلة الازدواج الخطي ويمكن تحليل الانحدار المتعدد.

الجدول رقم(4) يوضح مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

RoA	Size	Profit	Tang	Liquid	SD	TD	متغيرات الارتباط	المتغيرات
						1	معامل الارتباط	
						----	مستوى المعنوية	TD
					1	-0.0019	معامل الارتباط	
					----	0.9855	مستوى المعنوية	SD
				1	0.1526	-0.0585	معامل الارتباط	
				----	0.1316	0.5649	مستوى المعنوية	Liquid
			1	-0.2180	-0.2084	0.0909	معامل الارتباط	
			----	0.0301	0.0384	0.3709	مستوى المعنوية	Tang
		1	-0.0650	0.0358	-0.0266	0.0088	معامل الارتباط	
		----	0.5225	0.7252	0.7938	0.9315	مستوى المعنوية	Profit
	1	0.010	0.317	0.159	0.050	0.089	معامل الارتباط	
	-----	0.923	0.001	0.113	0.622	0.379	مستوى المعنوية	Size
1	0.05	0.2989	-0.0211	0.2387	0.0482	-0.0176	معامل الارتباط	
----	0.923	0.0027	0.8361	0.0174	0.6359	0.8624	مستوى المعنوية	RoA

ويتضح من الجدول رقم (4) وجود الارتباط المعنوي بين الأداء المالي والسيولة وبلغت قيمة المعنوية (0.017)، بينما بلغت قوة الارتباط (0.238) وهذا يعني أن العلاقة موجبة بين المتغيرين وأن ارتفاع السيولة يصاحبه ارتفاع العائد على الأصول. كما ويوضح الجدول العلاقة المعنوية الموجبة بين الأداء المالي وهامش الربحية وبلغت قيمة المعنوية (0.002) ومعامل الارتباط (0.298)، وهذا يعني الزيادة في هامش الربحية يصاحبه ارتفاع العائد على الأصول لشركات الاستثمار الفلسطينية. ويُلاحظ العلاقة الموجبة بين حجم الشركة ونسبة الأصول الثابتة حيث بلغ معامل الارتباط (0.317) ومعنوية الاختبار (0.001) وهذا يعني زيادة الأصول الثابتة يصاحبه الزيادة في حجم الشركة. كما ويُلاحظ من خلال الجدول العلاقة العكسية بين الأصول الثابتة و المديونية قصيرة الأجل حيث بلغت معنوية الاختبار (0.0348) وبلغت قوة العلاقة (-0.2084) وهذا يعني زيادة الأصول الثابتة يصاحبه الانخفاض في المديونية قصيرة الأجل، كما ويتضح كذلك العلاقة العكسية بين الأصول الثابتة والسيولة حيث بلغت معنوية الاختبار (0.0301) وبلغت قوة العلاقة (-0.2180) وهذا يعني زيادة الأصول الثابتة يصاحبه انخفاض السيولة، ويتضح من الجدول رقم (4) كذلك أن العلاقات لم تكن معنوية لباقي المتغيرات.

## 2- تحليل الانحدار المتعدد:

للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونماذج التأثيرات الثابتة و العشوائية؛ فإنه لابد من إجراء اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين نموذج التجميعي ونموذج التأثيرات، وكذلك إجراء (Hausman Test) للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات العشوائية والتأثيرات الثابتة، وقد تم إجراء الاختبارين لنموذجي الدراسة والنتائج كما هو موضح في الجدول رقم (5) كالتالي:

الجدول رقم (5) يوضح الاختبارات للمفاضلة بين نماذج الانحدار المتعدد

نموذج الدراسة الثالث		نموذج الدراسة الثاني		نموذج الدراسة الأول		الاختبار
مستوى المعنوية	قيمة الاختبار	مستوى المعنوية	قيمة الاختبار	مستوى المعنوية	قيمة الاختبار	
0.000	3.8	0.000	4.6	0.000	4.8	اختبار (F) المقيد
0.962	2.4	0.423	6	0.764	2.5	اختبار (Hausman)

يتضح من الجدول رقم (5) أن نتيجة اختبار (F) المقيد معنوية لنموذج الدراسة الأول ونموذج الدراسة الثاني ونموذج الدراسة الثالث حيث بلغت معنوية الاختبار للنماذج الثلاثة (0.000)، لذا فإن نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية أكثر ملاءمة لبيانات الدراسة من النموذج التجميعي، كما ويتضح من نتائج اختبار (Hausman) أن الاختبار غير معنوي لنموذج الدراسة الأول والثاني والثالث، حيث بلغ مستوى المعنوية للنموذج الأول (0.764)، وللنموذج الثاني (0.432) وللنموذج الثالث (0.962) للنموذج، لذا فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأكثر مناسبة لبيانات في النماذج الثلاثة.

يوضح الجدول رقم (6) نتائج الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة الأول ونموذج الدراسة الثاني ونموذج الدراسة الثالث، ويتضح من خلال معنوية اختبار (F) ، والتي بلغت (0.011) للنموذج الأول و(0.015) للنموذج الثاني، بينما بلغت معنوية النموذج الثالث (0.001) ومن هنا نستنتج التالي:

أ- يوجد أثر معنوي لهيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك رغم عدم معنوية تأثير المديونية الإجمالية والمديونية قصيرة الأجل؛ إلا أن النموذج الأول ككل معنوي وبلغ مستوى المعنوية (0.011)

ب- يوجد أثر معنوي لتفاعلات حجم الشركة مع هيكل التمويل في أثره على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، حيث أن النموذج الثالث بلغت معنويته (0.001) وأن تفاعل حجم الشركة مع اجمالي المديونية معنوي عند مستوى الدلالة (0.1) حيث بلغ مستوى المعنوية (0.066).

الجدول رقم(6) يوضح نتائج الانحدار المتعدد للدراسة (التأثيرات العشوائية)

نموذج الانحدار الثالث		نموذج الانحدار الثاني		نموذج الانحدار الأول		متغيرات النموذج:
RoA	معامل الانحدار	RoA	معامل الانحدار	RoA	معامل الانحدار	
مستوى الدلالة		مستوى الدلالة		مستوى الدلالة		
0.896	-0.003	0.471	-0.017	0.863	-0.003	C
0.066	-0.689	0.853	-5.650	0.907	-3.570	TD
0.149	-0.647	0.999	-2.120	0.753	0.011	SD
0.042	0.030	0.085	0.026	0.023	0.032	Liquid
0.202	-0.044	0.825	-0.007	0.581	0.013	Tang
0.005	0.001	0.004	0.0006	0.003	0.001	Profit

0.13	0.003	0.345	0.001	Size
0.066	0.034			TD/TA*Size
0.146	0.033			SD/TA*Size
0.244		0.153	0.144	R <sup>2</sup>
3.65		2.78	3.15	F-Statistic
0.001		0.015	0.011	Prob.

ويتضح من نتائج نموذج الانحدار الأول في الجدول رقم (6) معنوية الأثر الموجب للسيولة على الأداء المالي في نموذج الدراسة الأول وبلغت قيمة المعنوية (0.023) بينما بلغ معامل الانحدار (0.032) وهذا يعني زيادة السيولة بمقدار (1%) يصاحبه زيادة العائد على الأصول بمقدار (0.032%). وقد يعود ذلك إلى أن الاستثمار في الأصول المتداولة يزيد من الانتاجية وتحقيق الربحية والدراسة اتفقت مع دراسة (مسراتي ورميدي، 2020) في دولة الجزائر ومع دراسة (AKOMEAH et al., 2018) في دولة غانا ومع دراسة (Nguyen & Nguyen, 2022) على الشركات غير المالية المدرجة في البورصة في دولة فيتنام، اختلفت الدراسة مع (Zhang et al., 2022) حيث لم يكن الأثر دال احصائياً للسيولة على الربحية، واختلفت الدراسة كذلك مع (Dinh & pham, 2020) حيث لم يكن الأثر دال احصائياً حيث أجريت الدراسة على شركات الأدوية في دولة فيتنام. حيث كان الأثر موجباً ومعنوياً في الدراستين السابقتين.

كما ويتضح من الجدول رقم (6) معنوية أثر هامش الربحية على الأداء المالي في نموذج الدراسة الأول وبلغت قيمة المعنوية (0.003) وبلغ معامل الانحدار (0.001) وهذا يعني أن زيادة هامش الربحية بمقدار (1%) يتسبب بارتفاع العائد على الأصول بنسبة (0.001) ويعود ذلك إلى أن صافي العائدات المتولدة عن الإيرادات ينتج عنه تحقيق الربحية، واتفقت الدراسة مع دراسة (Batchimag, 2017) حيث كان الأثر ايجابياً ومعنوياً للشركات المنغولية. ومن نموذج الدراسة الأول في الجدول رقم (6) أن أثر إجمالي المديونية والمديونية قصيرة الأجل غير معنوي في حيث بلغ مستوى المعنوية (0.907) و (0.753) بالترتيب، والدراسة اتفقت مع (محمد، 2016) حيث لم يكن الأثر للمديونية الاجمالية معنوي على الأداء المالي، واتفقت الدراسة مع (Olusola et al., 2022) من حيث معنوية أثر المديونية قصيرة الاجل على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة هونغ كونج، والدراسة تختلف مع (قصي، 2018) حيث كان الأثر معنوياً لاجمالي المديونية على الأداء المالي للشركات السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية فانه يمكن قبول الفرضية العدمية وعدم قبول الفرضية الفرعية الأولى والفرضية الفرعية الثانية.

وتضح من الجدول رقم (6) عمد معنوية أثر هيكل الأصول على الأداء المالي حيث بلغ مستوى المعنوية في نموذج الدراسة الأول (0.581) والدراسة تختلف مع (Dinh & Pham, 2020) حيث كان الأثر معنوي لهيكل الأصول على الأداء المالي لشركات الأدوية الفيتنامية.

من نتائج نموذج الانحدار الثاني في الجدول رقم (6) يتضح عدم معنوية أثر حجم الشركة في الأداء المالي، حيث بلغت قيمة المعنوية (0.345)، لذا فانه يمكن قبول الفرضية العدمية للفرضية الرئيسية الثانية بعدم وجود أثر معنوي لحجم الشركة على الأداء المالي لشركات الاستثمار الفلسطينية والدراسة تتفق مع (مسراتي ورميدي، 2020) و تتفق مع دراسة (Nguyen & Nguyen, 2020) من حيث عدم معنوية أثر حجم الشركة على الأداء المالي، هذا وبالإضافة الى أن التغير في قيمة (R<sup>2</sup>) من (0.144) في نموذج الانحدار الأول الى (0.153) في نموذج الانحدار الثاني، وبهذا زادت قدرة النموذج في تفسير التغير في الأداء المالي من (14.4%) الى (15.3%) عند إدخال متغير حجم الشركة إلى النموذج.

ومن الجدول رقم (6) يتضح ارتفاع قيمة (R<sup>2</sup>) من نموذج الانحدار الأول من (0.144) الى (0.244) في نموذج الانحدار الثالث، وهذا يعني أن هيكل التمويل في النموذج الأول يفسر (14.4%) من التغير في الأداء المالي بينما هيكل التمويل يفسر (24.4%) من التغير في الأداء المالي، وذلك بعد تفاعل متغير حجم الشركة مع متغيرات هيكل التمويل والمتمثلة

بإجمالي المديونية والمديونية قصيرة الأجل، كما ويلاحظ معنوية انحدار تفاعل حجم الشركة مع إجمالي المديونية ( $TD/TA*Size$ ) وذلك عند مستوى الدلالة (10%)، حيث بلغت المعنوية (0.066) وبلغ معامل الانحدار (0.043)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحدد (3.65) ومستوى معنويته (0.001) لنموذج الانحدار الثالث ككل. كما ويتضح من الجدول ذاته انخفاض معنوية أثر إجمالي المديونية من (0.907) في نموذج الانحدار الأول إلى (0.066) في نموذج الانحدار الثالث وانخفاض معنوية أثر المديونية قصيرة الأجل من (0.753) في نموذج الانحدار الأول إلى (0.149) في نموذج الانحدار الثالث، وذلك بعد تفاعل متغير الحجم مع هيكل التمويل وبهذا يتضح دور متغير حجم الشركة في التغيير على معنوية أثر إجمالي المديونية والمديونية قصيرة الأجل في الأداء المالي كمتغير تابع، لكل لذلك يمكن قبول الفرضية الرئيسية الثالثة بأنه يوجد دور مُعدل لحجم الشركة في أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة ببورصة فلسطين.

## النتائج:

- بناء على النتائج السابقة والموضحة في الجدول رقم (6) لاختبار الفرضيات الرئيسة والفرعية ، فان النتائج كالتالي:
1. الفرضية الرئيسية الأولى: قبول الفرضية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، حيث بلغت معنوية نموذج الدراسة الأول في الجدول رقم (6) لاختبار (F) المستوى (0.011) ، لذلك يمكن قبول الفرضية الرئيسة ورفض الفرضية العدمية.
  2. الفرضية الفرعية الأولى: عدم قبول الفرضية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية الإجمالية على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين. حيث بلغت معنوية الأثر (0.907) وهي غير دالة إحصائياً، وقبول الفرضية العدمية.
  3. الفرضية الفرعية الثانية: عدم قبول الفرضية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية قصيرة الأجل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، حيث بلغت معنوية الأثر (0.753) وهي غير دالة إحصائياً، وقبول الفرضية العدمية.
  4. الفرضية الرئيسية الثانية: عدم قبول الفرضية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، حيث بلغت معنوية الأثر (0.345) وهي غير دالة إحصائياً، وقبول الفرضية العدمية.
  5. الفرضية الرئيسية الثالثة: قبول الفرضية بوجود دور مُعدل لحجم الشركة في أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، حيث بلغت معنوية نموذج الدراسة الثالث في الجدول رقم (6) لاختبار (F) المستوى (0.001) ، لذلك يمكن قبول الفرضية الرئيسة الثانية ورفض الفرضية العدمية.
- ويمكن تلخيص نتائج الدراسة بالمواءمة مع فرضيات الدراسة ونماذجها الرياضية كما هو موضح في الجدول رقم (7) التالي:

الجدول رقم(7) يوضح تلخيص النتائج بالمقارنة مع الفرضيات ونماذج الدراسة الرياضية

الفرضية	نص الفرضية	النموذج الرياضي	النتيجة
الفرضية الرئيسية الأولى	يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين	نموذج الدراسة الأول	قبول الفرضية
الفرضية الفرعية الأولى	يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية الإجمالية على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين	نموذج الدراسة الأول	عدم قبول الفرضية
الفرضية الفرعية الثانية	يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية قصيرة الأجل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين	نموذج الدراسة الأول	عدم قبول الفرضية
الفرضية الرئيسية الثانية	يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على الأداء	نموذج الدراسة الثاني	عدم قبول الفرضية

المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين	دور مُعدل لحجم الشركة في أثر هيكل التمويل على	نموذج الدراسة الثالث
الفرضية الرئيسية الثالثة	الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة	قبول الفرضية
فلسطين		

## التوصيات:

1. توصي الدراسة شركات الاستثمار بزيادة التمويل بالمديونية الى حقوق الملكية لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين.
2. كما وتوصي الدراسة بالاحتفاظ بمستويات أعلى من السيولة لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك لتحقيق مستويات أعلى من الأداء المالي.
3. وتوصي الدراسة شركات الاستثمار بالاهتمام بالمصاريف التشغيلية والتمويلية لتحقيق مستويات أعلى من هامش الربحية.
4. وتوصي الدراسة شركات الاستثمار الاعتماد على الأصول الثابتة كضمان لمؤسسات الاقراض للحصول على التمويل بالمديونية.

## الخلاصة:

يأتي تقييم الأداء للوقوف على نتائج النشاط في نهاية الفترة المالية للشركات ويتم الاعتماد على الأداء المالي لتقييم الشركات من الناحية المالية، ويتم التعبير عن الأداء المالي من خلال النسب المالية كالعائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية وعائد السهم. وتلك المؤشرات المالية تهم الإدارة وكذلك المساهمين لأنها تعبر عن ربحية الشركة. وهناك مجموعة من المتغيرات التي تؤثر في الأداء المالي للشركات، لذا اختبرت الدراسة أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، ومثلت نسب المديونية الإجمالية والمديونية قصيرة الأجل كمتغيرات تفسيرية بينما مثلت السيولة والأصول الثابتة وهامش الربحية المتغيرات الضابطة. واختبرت الدراسة الدور المعدل لحجم الشركة في أثر هيكل التمويل على الاداء المالي. ووجدت الدراسة أن هناك أثر موجب للسيولة على الأداء المالي وهي تتماشى مع دراسة (Nguyen & Nguyen, 2020) ودراسة (Akomeah et. al., 2018)، وكذلك تتماشى مع نتائج مسراتي ورميدي (2020). ووجدت الدراسة الأثر الموجب كذلك لهامش الربحية على الأداء المالي وهي تتماشى مع دراسة (Mahruzali & Khaddafi, 2020) ودراسة (Mulyadi et. al., 2020) بينما الأثر لم يكن معنوياً للمديونية الاجمالية مثل دراسة بعيوات (2020) ودراسة (Javed et. al., 2014) ولم يكن معنوياً للمديونية قصيرة الأجل وهي بذلك تتشابه مع دراسة (Olusola et. al., 2022) وأثر نسبة الأصول الثابتة لم تكن دالة احصائياً كذلك. وأوجدت الدراسة أن حجم الشركة يلعب دوراً معدلاً لأثر هيكل التمويل في الأداء المالي وأنه كلما زاد حجم الشركة كلما كان أثر هيكل التمويل معنوياً. لذا توصي الدراسة شركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين بزيادة نسبة المديونية إلى تمويل حقوق المساهمين في هيكل التمويل وكذلك الاحتفاظ بمستويات أعلى من السيولة والاهتمام بخفض المصاريف التشغيلية والتمويلية لتحقيق هامش ربحية أعلى، وكذلك الاعتماد على متغير حجم الشركة/ الأصول الثابتة للحصول على التمويل المقترض.

## قائمة المصادر والمراجع

### أولاً: المراجع العربية

- بعيوات، محمد (2020). هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات العامة المدرجة في بورصة فلسطين. رسالة ماجستير غير منشورة في جامعة الخليل، دولة فلسطين.
- جدوع، مخلد و جياس، محمد (2016). تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات الربحية والسيولة: دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، 39(2016)، 303-328.
- زعر، حمدي، شاهين، علي وأبو سيف، أحمد. (2022). أثر هيكل التمويل على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تحليلية. المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، 3(30)، 113-118.
- عساف، نافع (2021). أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين. مجلة جامعة فلسطين التقنية للأبحاث، 10(1).
- عمار، قصي (2018). أثر هيكل التمويل على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة (2007-2016). مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 39(8)، 25-35.
- محمد، يزيد (2016). أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي – دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية.
- مسراتي، يمينية و عبد الوهاب، رميدي (2020). أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2011-2017). مجلة الاقتصاد الجديد، 11(1)، 315-335.
- مسودة، سناء و خشان، نزار (2016). أثر إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. مجلة جامعة الخليل للبحوث، 11(2)، 185-209.
- معوض، أحمد و أبو زيد، عيد (2020). قياس مؤشرات تقييم الأداء المالي والتشغيلي في ظل تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي: أدلة من بيئة الاعمال السعودية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، 3(4)، 1-38.

### ثانياً: المراجع العربية المترجمة

- Ammar, Q. (2018). The Impact of Capital Structure on financial Performance of Listed companies in Damascus Exchange in (2007-2016) (in Arabic). Tishreen university Journal for Research and Scientific Studies, Economic and Legal studies Series, 39(8), 25-35.
- Assaf, N. (2021). The Impact of Working Capital on the Profitability of Non-Financial Firms listed in Palestine Exchange (in Arabic). Palestine Technical University Research Journal (PTURJ), 10(1), 1-10.
- Biawat, M. (2020). The Impact of Capital structure on Financial Performance of Listed Companies in Palestine Exchange (in Arabic). Master Thesis, Hebron University, State of Palestine.
- Jado'w, M., & Jayas, M. (2016). Financial Performance Assessment by Using Indicators of Profitability and Liquidity: Case Study of a Sample of Companies Listed in Iraq Exchange (in Arabic). Journal of Al-Rafidain University College Sciences, 39(2016), 303-328.
- Mo'awad, A., & Abuyazid, E. (2020). The measurement of Operational and Financial Performance Indicators under the Criteria of International Financial Report: Evidence from Saudi Business firms (in Arabic). Alexandria Journal for Accounting Research, 3(4), 1-38.

- Mohammed, Y. (2016). The Impact of Capital structure on Financial Performance –Field study on Listed Companies in Damascus Exchange (in Arabic). Master Thesis, Damascus University, Syria.
- Mosarati, y., Remedi, A. (2020). The Impact of Capital Structure Determinants on Financial Performance of Economic Foundations listed in Algeria Exchange: Ideal Measurement Study (2011-2017) (in Arabic). *Journal of New Economy*, 11(1), 315-335.
- Musawda, S., & Khashan, N. (2016). The Impact of Working Capital on the Performance of Industrial Jordanian Companies LTD (in Arabic). *Hebron University Research Journal-B (Humanities)*, 11(2), 185-209.
- Zorob, H., Shahin, A., & AbuSaif, A. (2022). The Impact of Capital structure on Liquidity of Industrial firms listed in Palestine Exchange: Analytical Study. *Egyptian Journal of Development and Planning*, 3(30), 113-118.

### ثالثاً: المراجع الأجنبية

- Ahmad, M. (2012). The Optimal Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(4), 189-203.
- Akomeah, E., Bentil, P., & Musah, Al. (2018). The Impact of Capital Structure on Firm Performance: The Case of Listed Non-Financial Institutions in Ghana. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 8(4), 1-15.
- Aulia, H., & Gondakusuma, I. (2020). The Effect of Capital Structure on Firm Performance of Manufacturing Companies in ASEAN 5 Country. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 23(144), 473-477.
- Batchimag, B. (2017). Financial Determinants of Organization: The Case of Mongolian Companies. *Journal of Competitiveness*, 9(3), 12-33.
- Dinh, H., & Pham, C. (2020). The Effect of Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Listing Pharmaceutical Enterprises. *Journal of Finance, Economics and Business*, 7(9), 329-340.
- Garanina, T. & Petrova, O. (2015). Liquidity, Cash Conversion Cycle and financial Performance: Case of Russia Companies. *Investment Management and Financial Innovation*, 12(1), 90-100.
- Guler, N., & Uyanik, G. (2013). A Study on Multiple Linear Regression Analysis. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 106(2013), 234-240.
- Jado'w, M., & Jayas, M. (2016). Financial Performance Assessment by Using Indicators of Profitability and Liquidity: Case Study of a Sample of Companies Listed in Iraq Exchange (in Arabic). *Journal of Al-Rafidain University College Sciences*, 39(2016), 303-328.
- Mahruzal, Khaddafi, M. (2020). The Influence of Gross Profit Margin, Operating Profit Margin and Net Profit Margin on the Stock Price of Consumer Good Industry in the Indonesian Stock Exchange on 2012-2014. *International Journal of Business, Economics and Social Development*, 1(3), 153-163.
- Mosarati, y., Remedi, A. (2020). The Impact of Capital Structure Determinants on Financial

- Performance of Economic Foundations listed in Algeria Exchange: Ideal Measurement Study (2011-2017) (in Arabic). *Journal of New Economy*, 11(1), 315-335.
- Mulyadi, D., Sihabudin & Sinaga, O. (2020). Analysis of Current Ratio, Net Profit Margin, and Good Corporate Governance against Company Value. *A multifaceted review journal in the field of pharmacy*, 11(1), 588-600.
- Mursalim, Mallisa, M., & Kusuma, H. (2017). Capital Structure Determinants and Firms' Performance: Empirical Evidence from Thailand, Indonesia and Malaysia. *Polish Journal of Management Studies*, 16(1), 154-164.
- Nguyen, H., & Nguyen, A. (2020). The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97-105.
- Olusola, B., Mengze, H., & Chimezle, M. (2022). The Impact of Capital Structure on Firm Performance-Evidence from Large Companies in Hong Kong Stock Exchange. *Open Journal of Business and Management*, 10(2022), 2329-3292.
- Paseda, O. (2020). Firm Size, Asset Tangibility, Growth, Volatility, Dividends and Capital Structure of Nigerian Quoted Firms. *Journal of Finance and Accounting*, 9(2), 36-52.
- Rahman, Sh., & Iqbal, Kh., & Nadeem, AA. (2019). Effect of Working Capital Management on Firm Performance: The role of Ownership Structure. *Global Social Sciences Review (GSSR)*, 5(1), 75-83.
- Riaz, Saad. (2015). Impact of Capital Structure on Firm's Financial Performance: An Analysis of Chemical Sector of Pakistan. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 12(2015), 85-93.
- Shahzad, U., Mubeen, R., Ali, N., Han, D., & Mahmood, F. (2019). Moderating Effect of Firm Size and Leverage on the Working Capital Finance-Profitability Relationship, *Sustainability*, 11(7), 2029.
- Sulastri, S., Patri & Tanuatmodjo, H. (2020). The Effect of Profitability and Tangibility on Capital Structure. *Advances in Economics, Business and Management*, 5(187), 159-164.
- Ting, I., Tebourbi, I., Lu, W., & Kweh, Q. (2021). The Effects of Managerial Ability on Firm Performance and the Mediating Role of Capital Structure: Evidence from Taiwan. *Financial Innovation*, 7:89(2021), 1-23.
- Zhang, M., Lin, L., Chen, H. & Zhao, X. (2022). The Impact of Capital Structure on the Performance of Chinese E-Commerce Industry Companies (2013-2019 Panel Data). *Journal of Mathematics*, 2022, 7612349, 9 pages.