

محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة (2006-2016).

Capital structure Determinants for Listed companies on the Palestine Securities Exchange between (2006~2016)

د/ عبد المجيد عدنان قباچه - جامعة فلسطين الاهلية- بيت لحم - فلسطين

aqubbaja@paluniv.edu.ps

الملخص:

هدفت الدراسة إلى التعرف إلى أهم محددات هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة، المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2006-2016)، وقياس أثر هذه العوامل على هيكل رأس المال. تم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة في موقع بورصة فلسطين، لعينة عشوائية من: (30) شركة مدرجة؛ لتحديد أثر كل من (حجم الشركة، عمر الشركة، النمو المتوقع للشركة الربحية، السيولة، ملموسية الأصول، المخاطرة) على هيكل رأس المال، مقاساً بمجموع الالتزامات إلى مجموع الأصول. و تم الاعتماد على الانحدار المتعدد لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، بين هيكل رأس مال الشركات المدرجة، وكل من: عمر الشركة، وهيكل أصولها، ونموها. في حين أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية، بين سيولة الشركة وهيكل رأس المال. أما بقية المتغيرات، فلم تظهر وجود علاقة ذات دلالة بينها وبين هيكل رأس المال.

الكلمات المفتاحية: محددات هيكل رأس المال، بورصة فلسطين، الانحدار المتعدد.

Abstract :

The study aims to explore key determinants of the capital structure of public companies in Palestine between 2006-2016, and to measure the impact of these determinants on the capital structure. The study analyzed the financial statements published on Palestine Exchange website for a sample of (30) listed companies to determine the effect of company size, age, expected growth, profitability, liquidity, asset tangibility and risk factors on the capital structure measured by total liabilities divided by total assets. The data were analyzed based on the statistical method represented in multiple regression to explain the relationship between independent and dependent variables. The study found a statistically significant positive correlation between the capital structure of the listed companies and their age, growth, and asset tangibility. A statistically significant negative correlation was found between liquidity and the capital structure of the listed companies. As for the remaining variables, the results showed no significant correlation between them and the capital structure.

Keywords: Determinants of Capital Structure; Palestine Exchange; Multiple Regression.

JEL classification: D53

Received: 28/03/2018

Revised: 19/04/2018

Accepted: 08/05/2018

Online publication date: 01/06/2018

مقدمة

يشير هيكل رأس المال إلى التوليفة الخاصة بالديون وأموال الملكية المستخدمة، من قبل الشركة في تمويل أصولها. وتعد قرارات هيكل رأس المال من القرارات المهمة؛ حيث إن هذه القرارات تعد مركز القرارات المالية والمحاسبية الأخرى، وتعد نظرية (Modigliani, F., Miller, M. 1958). حجر الزاوية لتمويل الشركات الحديثة، وقد نص المتفرح الأول لنظرية (Modigliani & Miller) على أنه في ظل غياب الضرائب، كلفة الإفلاس، كلفة الإدارة، تباين المعلومات، كفاءة السوق؛ فإن قيمة الشركة لا تتأثر بكيفية تمويلها سواء أكان بواسطة إصدار الأسهم أم بواسطة الدين.

أما المتفرح الثاني؛ فينص على أن الرافعة المالية للشركة ليس لها تأثير على متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال؛ (أي أن تكلفة رأس المال هي دالة خطية مع نسبة الديون إلى حقوق الملكية).

وقد جذب موضوع اختيار الهيكل التمويلي العديد من الباحثين؛ فهناك عدد لا يحصى من الدراسات النظرية والتطبيقية، التي بحثت في موضوع اختيار هيكل رأس المال. إلا أنه لا توجد إجابة واضحة عن سؤال Meyers منذ عشرين عاماً، وهو: "كيف تختار الشركة رأس مالها" فظهرت عدة نظريات حديثة أجابت على السؤال من وجهة نظر معينة لكل منها و حاولت تفسير سلوك هيكل رأس المال للشركة، وهناك أسباب عدة دعت لظهور هذه النظريات: (Niu,2008)

- ✓ زيادة احتمالية الإفلاس بسبب الالتزام بالقروض
- ✓ التكاليف المتسببة من عدم تماثل المعلومات واحتكار بعضها لدى المديرين
- ✓ تكاليف الوكالة، حيث يقوم المقرض بمراقبة أنشطة الشركة

وقد لاحظ الباحث أن هناك نوعاً من عدم الاهتمام، من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، تجاه تحديد هيكل رأس المال، والتعرف على محدداته، ومن هنا تأتي هذه الدراسة للتعرف إلى أهم محددات هيكل رأس المال، وأثر هذه المحددات عليه، لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة من (2006-2016).

مشكلة البحث:

بما أن الكشف عن هيكل رأس المال ومحدداته، يعد من المحددات الرئيسية لقرار المستثمر، و التنبؤ باستمرار الشركة أو فشلها على المدى الطويل.

و لحدادة بورصة فلسطين، عدم توفر العديد من الدراسات حول محددات هيكل رأس المال. تأتي هذه الدراسة للتعرف على هذه المحددات للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة من (2006-2016).

أهمية الدراسة:

- ✓ توفير معلومات إضافية لمستخدمي البيانات المالية، حول هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- ✓ مساعدة المقرضين على تقدير حجم الطلب المتوقع على أموالهم، من قبل الشركات التي من المحتمل أن تستفيد من خدماتهم، عن طريق المتغيرات التي تساهم في تحديد هيكل رأس المال للشركات.
- ✓ المساعدة في تقدير الخطر المالي للشركة، الناتج عن زيادة نسبة الدين إلى حقوق الملكية، مع الأخذ بعين الاعتبار محددات هيكل رأس المال موضوع البحث.

أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- ✓ التعرف إلى قيم المتغيرات المستقلة المتمثلة ب: (حجم الشركة، عمر الشركة، النمو المتوقع للشركة، الربحية، السيولة، ملموسية الأصول، المخاطرة)، إضافة لقيم المتغير التابع في السلسلة الزمنية من (2006-2016)
- ✓ التعرف إلى العوامل المحددة لهيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- ✓ معرفة أثر العوامل المستقلة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2006-2016).

منهجية الدراسة:

بالاعتماد على تحليل العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال تم فحص إمكانية وجود علاقة بين هيكل رأس المال، والعوامل الآتية: حجم الشركة، عمر الشركة، ربحيتها، سيولتها، ملموسية الأصول، النمو المتوقع لها، ومخاطر الشركة للسلسلة الزمنية من (2006-2016). وقد تم استخدام النموذج الرياضي الآتي للتعبير عن العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال:

$$\text{LEVERAGE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LNFAGE}_{it} + \beta_2 \text{LNFSIZE}_{it} + \beta_3 \text{GROUHT}_{it} + \beta_4 \text{LIQUIDITY}_{it} + \beta_5 \text{PROFITABILITY}_{it} + \beta_6 \text{RISK}_{it} + \beta_7 \text{ASSETS}_{it} + e_{it} \quad (1)$$

حيث:

$i = 1, 2, 3, 4, 5, \dots, 30$ ، وهي عبارة عن الشركة i في ال Cross-Section.
 $t = 1, 2, 3, 4, 5, \dots, 30$ ، وهي عبارة عن الزمن t في ال Time- Series خلال الفترة 2006-2016

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$: معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة.
 LEVERAGE_{it} : المتغير التابع وهي نسبة الرفع المالي.

- β_0 : ثابت وهو يمثل قيمة المتغير التابع، عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المستقلة تساوي صفراً.
- LNFAGE_{it} : متغير مستقل يمثل عمر الشركة، معبر عنها باللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات العمر.
- LNFSIZE_{it} : متغير مستقل يمثل حجم الشركة، معبر عنه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة.
- GROUHT_{it} : متغير مستقل يمثل النمو المتوقع للشركة، معبر عنه بنسبة النمو في أصول الشركة.
- LIQUIDITY_{it} : متغير مستقل يمثل سيولة الشركة، معبر عنها بنسبة التداول.
- $\text{PROFITABILITY}_{it}$: متغير مستقل يمثل ربحية الشركة، معبر عنها بالعائد على أصول الشركة.
- RISK_{it} : متغير مستقل يمثل مخاطر الشركة، معبر عنه بالانحراف المعياري لعائد السهم للشركة المدرجة للفترة بين 2006-2016.
- ASSETS_{it} : متغير مستقل يمثل هيكل أصول الشركة، معبر عنها بنسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول (ملموسية الأصول) 0
- e_{it} : متغير عشوائي يمثل حد الخطأ.

فرضيات الدراسة:

من أجل الوقوف على محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، سيتم تحديد أهم العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال، وحجم هذا التأثير المتضمن: ملموسية الأصول، والمخاطرة، والحجم، والربحية، والسيولة، والنمو، وعمر الشركة، فإن الفرضيات تصاغ على النحو الآتي:

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

- الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية، أقل من 0.05 لسيولة الشركة على هيكل رأس المال، للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 0.05 لربحية الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية السادسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية، أقل من 0.05 لمخاطر الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية السابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 0.05 للموسمية أصول الشركة على هيكل رأس المال، للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

الإطار النظري والدراسات السابقة

نظريات هيكل رأس المال

نظرية التبادل (Trade-off Theory)

يعود الأساس النظري لهذه النظرية إلى سنة 1963، عندما قدم (Modigliani and Miller, 1963) الإعفاء الضريبي للدين، الذي يجعل الدين أقل كلفة من التمويل. بالأسهم، وهو ما يجعل قيمة الشركة تزداد بازدياد حجم الدين المستخدم في التمويل، ويعود السبب في ذلك إلى أن الفوائد على الديون تخصم من أرباح الشركة عند احتساب ضريبة الدخل، لذلك فإن قيمة هذه الشركة المقترضة تعظم عندما تعتمد كلياً على التمويل بالديون. (تيم، 2011).

نظرية الإشارة (Signaling Theory)

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

وتعدُّ الوسيلة الأكثر مصداقية التي تستخدمها الشركات المقيمة، بأقل من قيمتها في نقل إشارة إيجابية للسوق، في رفع مستوى الدين لأن الشركات ذات الأداء الضعيف لا تستطيع تحمل مخاطر الإفلاس؛ أي أن استراتيجية إصدار الديون لا يمكن لهذه الشركات تقليدها لنقل الإشارة الإيجابية للسوق.

فرضية عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry)

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

نظرية أولويات التمويل (Pecking-order Theory)

يعود أصل هذه النظرية إلى (Donaldson, 1961)، الذي قدم دراسة عن ممارسات التمويل لعينة من الشركات الأمريكية الكبيرة، ولاحظ أن الإدارة تفضل استخدام المصادر الداخلية للتمويل على المصادر الخارجية، بسبب تفاوت التكاليف بين مصادر التمويل المتاحة. إضافة إلى أن دراسة (Myers and Majluf, 1984) خلصت إلى أن تباين المعلومات بين الشركة (المديرين) ومصادر التمويل (المستثمرين) يؤدي إلى اختلاف في تكاليف التمويل، مما يؤثر على قرار المديرين في التفضيل بين المصادر المختلفة المتاحة للتمويل، وبحسب النظرية يأتي التمويل الداخلي كخيار أول (الأرباح المحتجزة)، ومن ثم التمويل بالدين، وأخيراً التمويل بالأسهم الجديدة.

وقد تناولت العديد من الدراسات العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال، ومنها:

1. دراسة (Juniarti and Utami, 2017) هدفت الدراسة إلى اختبار أثر كل من العجز المالي، الربحية، ملموسية الأصول، على درجات الرفع المالي للشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا، للفترة من 2004-2010. و باستخدام الانحدار المتعدد، خلصت الدراسة إلى أن كلا من الربحية و ملموسية الأصول لها أثر إيجابي على درجات الرفع المالي.
3. دراسة (Sunarto, H. and Rely, G., 2017). هدفت الدراسة اختبار أثر النمو، الحجم، الربحية، ملموسية الأصول على هيكل رأس المال ل (52) شركة صناعية مدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة من 2010-2014. و باستخدام الانحدار المتعدد، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة، وذات دلالة بين كل من: فرص النمو، حجم الأصول، و ملموسيتها، ودرجات الرفع المالي في هذه الشركات. في حين أظهرت الدراسة علاقة سالبة بين كل من: الربحية وهيكل رأس المال.
4. دراسة (Naeem, M. and Baloach, B 2017) حاولت الدراسة تحديد محددات هيكل رأس المال لشركات الإسمنت المدرجة في بورصة كراتشي للفترة 2003-2004، وقد توصلت إلى أن هناك علاقة سلبية وذات دلالة بين الربحية، حجم المشروع والنمو، ودرجات الرفع المالي في حين أظهرت الدراسة علاقة إيجابية بين ملموسية الأصول ومستويات الرفع المالي.
5. دراسة (Arsov, S. and Naumoski, A, 2016) التي هدفت لاختبار فيما إذا كان هناك أي محددات لهيكل رأس المال في الشركات المدرجة في دول البلقان، وباستخدام الانحدار المتعدد، خلصت الدراسة إلى أن زيادة حجم الشركة ماله الرفع المالي فيها، في حين أشارت الدراسة إلى ميل الشركات ذات الربحية المرتفعة، إلى خفض نسب الرفع المالي في هيكلها، ولم تظهر الدراسة أي علاقة ذات دلالة بين درجة المخاطرة ودرجات الرفع المالي.
6. دراسة (Githira et al, 2015)، والتي هدفت إلى إيجاد محددات هيكل رأس المال، للشركات المدرجة في بورصة شرق أفريقيا، على وجه التحديد، وقد أظهر التحليل علاقة إيجابية ضعيفة بين (الربحية، النمو، حجم الشركة وهيكل رأس المال) وعلاقة إيجابية قوية مع هيكل الأصول.
7. دراسة (Adesina et al, 2015)، التي هدفت إلى اختبار محددات هيكل رأس المال، ل (35) شركة نيجيرية مدرجة في بورصة نيجيريا للفترة (2006 - 2012)، لمجتمع دراسة من (40) شركة مدرجة. وكشفت الدراسة عن علاقة سلبية بين المديونية (قصيرة الأجل وطويلة الأجل) والربح وهيكل الأصول. وعلاقة إيجابية بين المديونية وحجم الشركة.

8. دراسة (الزيدي وسلامة، 2014) هدفت إلى اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة لهيكل رأس المال، في الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية، وهي: (نوع الأصول، الحجم، المخاطرة، الربحية، السيولة، الزكاة)، وهيكل رأس المال، مقاساً بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة لكل من: (الأصول الملموسة والربحية والحجم على هيكل رأس المال). أما المتغيرات الأخرى فلا يوجد لها أثر ذو دلالة على هيكل رأس المال، في الشركات السعودية المساهمة.

9. دراسة (رحمة، 2014) هدفت الدراسة إلى التعرف إلى: أثر حجم الشركة، ربحيتها، فرص النمو، الوفر الضريبي، التدفق النقدي الحر، توزيع الأرباح على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2001-2012. تم استخدام السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية ل (53) شركة صناعية لتقدير معادلة، وتوصلت الدراسة إلى أن متوسط الرفع المالي بلغ 31.7% في الشركات الصناعية الأردنية. وأظهرت الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، بين كل من: (مستوى الرفع المالي، حجم الشركة، فرص النمو)، وعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من: (ربحية الشركة، توزيع الأرباح من ناحية ومستوى الرفع المالي من ناحية أخرى).

مجتمع الدراسة وعينها

تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة العامة، المدرجة في بورصة فلسطين، البالغ عددها (49) شركة، و تم اختيار عينة عشوائية من (30) شركة مدرجة في البورصة شكلت ما نسبته 61% من مجتمع الدراسة .

تحليل البيانات والنتائج

تم تحليل البيانات الجدولية (The Panel Data Analysis) للشركات المدرجة في العينة للفترة من (2006-2016)، وقد بين Hsiao, (1986) أن البيانات الجدولية تأخذ بعين الاعتبار الاختلافات الفردية، كما أن لها القدرة على تعريف التأثيرات غير الملاحظة وقياسها في التحليل الوصفي، وتحليل السلاسل الزمنية (Baltagi, 2005). ويهدف التأكد من عدم وجود Multi-Collinearity بين المتغيرات المستقلة في معادلة الانحدار، تم احتساب مصفوفة بيرسون، للارتباط إلى جانب اختبار (Auto-Correlation) باستخدام معامل (D-W) Durbin-Watson. وقد أظهرت نتائج الاختبار عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، مما يعني ملاءمة نموذج الانحدار المستخدم في تفسير العلاقة بين نسبة المديونية والمتغيرات المستقلة التي دخلت النموذج.

جدول رقم (1): مصفوفة معاملات الارتباط

Risk	Profitability	Ln of size	Ln of Age	Liquidity	Leverage	Assets		
							Pearson Correlation	Assets
							Sig. (2-tailed)	
						-.434**	Pearson Correlation	Leverage
						.000	Sig. (2-tailed)	
					-.299**	-.094	Pearson Correlation	Liquidity
					.000	.208	Sig. (2-tailed)	
				-.046-	.296**	-.384**	Pearson Correlation	Ln of Age
				.537	.000	.000	Sig. (2-tailed)	
			.103	-.141-	.297**	-.024-	Pearson Correlation	Ln of size
			.167	.060	.000	.751	Sig. (2-tailed)	
		.039	.047	.130	-.211**	.034	Pearson Correlation	Profitability
		.605	.535	.081	.004	.654	Sig. (2-tailed)	

	-0.120-	-0.020-	-0.044-	-0.049-	-0.033-	.162*	Pearson Correlation	Risk
	.111	.793	.557	.517	.659	.031	Sig. (2-tailed)	
-0.087-	.141	.063	-.178*	.080	-0.030-	-.184*	Pearson Correlation	Growth
.249	.060	.404	.017	.284	.689	.014	Sig. (2-tailed)	
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).								
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).								

جدول رقم (2): الاختبارات التشخيصية

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

ومن جدول رقم (1) نستنتج رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه "لا يوجد عوامل تؤثر بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 0.05 على هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة الفلسطينية" حيث تبين بأن $(\text{Prob}(F\text{-statistic}) < 0.05)$.
 1. أظهرت النتائج أن ارتفاعاً مقداره 1% في عمر الشركة أدى إلى ارتفاع مقداره 0.2% تقريباً، في متوسط نسبة الرفع المالي مما يعني قبول الفرضية القائلة بوجود أثر ذي دلالة إحصائية لعمر الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
 وقد اتفقت هذه النتيجة مع (Gharaibeh, 2015) التي أكدت وجود علاقة إيجابية بين عمر الشركة والمديونية، واختلقت مع دراسة (الكيلاني وآخرون، 2011) التي خلصت إلى عدم وجود علاقة بين عمر الشركة ونسبة المديونية.
 ويمكن تفسير ذلك في أن الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، تميل مع الزمن إلى تقليص حجم التباين في المعلومات، بين الشركة والممولين الخارجيين، الأمر الذي يسمح لها ببناء قدرة ائتمانية تمكنها من خفض كلفة التمويل.
 2. في العلاقة بين الرفع المالي وحجم الشركة، أظهرت النتائج -وعلى غير المتوقع- علاقة عكسية بين المديونية وحجم الشركة، إلا أنها غير ذات دلالة إحصائية؛ فالأصل في العلاقة أن حجم الشركة يعدّ مؤشراً لاحتمالية الفشل، فينظر للشركات الكبيرة على أنها أقل احتمالاً للفشل من الشركات الصغيرة.

ولم تتفق هذه النتيجة مع أي دراسة من الدراسات السابقة، حيث خلص بعضها إلى أن للسيولة أثراً إيجابياً على المديونية (Sunarto and Rely, 2015) (Arsov and Naumoski, 2016) (Adesina and Nwidobie, 2015) (Gharaibeh, 2015) (Naeemi, 20017).
 أظهرت أخرى أن للحجم أثراً سلبياً على المديونية، (Naeemi, 20017).
 ويمكن تفسير النتيجة غير متوقعة إلى أن الشركات الكبيرة المدرجة في بورصة فلسطين، لديها من مصادر الأموال الداخلية التي تكفيها لتمويل توسعها، إلى جانب أن عوائدها في ارتفاع ولا تخشى المنافسة مما جعلها تميل إلى صورة المحتكر في السوق. بحيث لا ترغب في إضافة مخاطر جديدة إليها إلى جانب المخاطر السياسية المحيطة بها.
 3. إن ارتفاعاً مقداره نقطة واحدة في نمو الشركة أدى إلى ارتفاع مقداره 18% تقريباً في متوسط نسبة الرفع المالي. من هنا يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود أثر ذي دلالة إحصائية لنمو الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

واتفقت هذه النتيجة مع دراسة (Sunarto and rely, 2017)، (الكيلاني وآخرون 2011) حيث أكدنا وجود علاقة إيجابية بين النمو والمديونية، واختلفت مع دراسة (شلاش وآخرون، 2006)، التي أظهرت علاقة سلبية بين النمو والمديونية، وهذه النتيجة تشير الى أن الشركات المدرجة في بورصة فلسطين التي لديها نسبة نمو مرتفعة في الأصول، تميل للاقتراض أكثر من الشركات التي لديها نسب أقل. إن ارتفاعاً مقداره نقطة واحدة في السيولة أدى إلى انخفاض مقداره 0.3% في متوسط نسبة الرفع المالي المتوقعة. من هنا يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود أثر ذي دلالة إحصائية لسيولة الشركة، على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وقد اتفقت النتيجة مع دراسة (شلاش وآخرون 2008) التي أظهرت علاقة سلبية بين السيولة والمديونية، واختلفت مع دراسة (Gharaibeh, 2015)، (الزبيدي وسلامة، 2014)، التي أظهرت علاقة إيجابية بين السيولة والمديونية. وهذا يدعم نظرية POT التي ترى أن زيادة السيولة تمكن الشركة من استخدامها بدلا من الاقتراض الخارجي.

5. وفي العلاقة بين الرفع المالي والربحية فقد دعمت النتيجة نظرية POT حيث أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية، إلا أنها غير ذات دلالة إحصائية بين الربحية و الرفع المالي فالشركات ذات الربحية المرتفعة تميل إلى تمويل نشاطاتها من مصادر التمويل الداخلية و تلجأ إلى الاقتراض الخارجي عند الحاجة.

لذا تم رفض الفرضية القائلة بوجود أثر ذي دلالة إحصائية لربحية الشركة، على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. وقد اتفقت النتيجة مع (Arsov and Naumoski, 2016)، (Sunarto and rely, 2017) واختلفت مع (Gharaibeh, 2015)، ويمكن تفسير ذلك بأرباح الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، ليست كافية لتفي بأغراض التمويل؛ بحيث تلجأ بعض الشركات بين فترة وأخرى إلى عملية التمويل الخارجي، لخفض كلفة التمويل، رغم ارتفاع مستويات المخاطرة وحالة عدم الاستقرار السياسي.

6. في العلاقة بين الرفع المالي والمخاطرة، أظهرت الدراسة علاقة سلبية، إلا أنها غير ذات دلالة، فكلما زادت مخاطر الشركة انخفضت نسبة المديونية. فارتفاع مستويات المخاطرة لا بد أن يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل بالدين (الاقتراض)، والميل نحو التمويل بحق الملكية عن طريق إصدار أسهم جديدة أو الأرباح المحتجزة في عملية التمويل. من هنا تم رفض الفرضية القائلة بوجود أثر ذي دلالة إحصائية لمخاطر الشركة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين

وقد اتفقت النتيجة مع دراسة (Arsov and Naumoski, 2016)، التي أظهرت عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة والمديونية. ويمكن تفسير ذلك بأن بورصة فلسطين تعيش في محيط من عدم الاستقرار السياسي، مما أثر سلبا على تباين أسعار الأسهم وعوائدها بين الفينة والأخرى، وليس لأسباب ذات علاقة بالأداء

7. إن ارتفاعاً مقداره نقطة واحدة في هيكل أصول الشركة، أدى إلى ارتفاع مقداره 11% تقريباً في متوسط نسبة الرفع المالي. من هنا يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود أثر ذي دلالة إحصائية لهيكل أصول الشركة، على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين

وقد اتفقت النتيجة مع دراسة (المومني وحسن، 2011)، واختلفت مع دراسة (Chandra, 2015). التي أظهرت أن ارتفاعاً في قيمة أصول الشركة عزز القدرة الائتمانية لها وخفض كلفة التمويل لديها.

8. بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) في جدول رقم (7) لنموذج الدراسة حوالي 85%، ما يدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 85% من التغير في نسبة الرفع المالي للشركات.

جدول رقم (3) معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة

Tolerance	VIF	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
----	----	0.000	14.604	0.049	0.719	LEVERAGE(-1)
----	----	0.570	0.569	0.285	0.162	C
0.16	6.250	0.008	2.683	0.061	0.163	LNFAE
0.166	6.024	0.000	4.044	0.044	0.179	Growth

		0.047	-2.006	0.002	-0.003	LIQUIDITY
0.157	6.369	0.023	2.294	0.046	0.106	ASSETS
0.157	6.369	0.074	-1.798	0.124	-0.223	PROFITABILITY
0.151	6.623	0.370	-0.900	0.024	-0.022	RISK
0.154	6.494	0.569	-0.571	0.103	-0.059	LNFSIZE
----	----	0.001	-3.493	0.037	-0.130	D1
----	----	0.001	-3.513	0.036	-0.126	D2
----	----	0.000	-4.217	0.040	-0.170	D3
a. Dependent Variable: LEVERAGE						
b. Dummy Variables: D1, D2, D3.						

التوصيات

- ✓ إعادة إجراء الدراسة بإضافة متغيرات مستقلة أخرى، يمكن أن تؤثر على مديونية الشركة، مثل: الوفر الضريبي والضرائب.
- ✓ إعادة إجراء الدراسة على مجتمع آخر، مثل الشركات الخاصة؛ لمساعدتها على اختيار هيكل رأس مال أفضل.
- ✓ أن تأخذ الشركات بعين الاعتبار جميع العوامل التي أثبتت الدراسات، أن لها تأثيراً على قرار استخدام الدين لتحديد هيكل رأس المال الأمثل.
- ✓ توسيع الدراسة من حيث الفترة الزمنية، ومن حيث المتغيرات، لتشمل الدراسة متغيرات أخرى لم تقع ضمن الدراسة، وإعادة النظر في المؤشرات التي تم استخدامها للتعبير عن المتغيرات، وبخاصة المتغيرات التي لم تكن لها دلالة إحصائية
- ✓ كما توصي الدراسة بقيام الشركات بإعادة النظر في سياساتها الإدارية والمالية، والاستفادة من نتائج هذه الدراسة للوصول إلى أفضل أداء.

المراجع والهوامش

المراجع العربية

- 1- تيم، فايز، 2011، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 340.
- 2- رحمة، رضوان، 2011، أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل الهيكل المالي الأمثل في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة، 2001 - 2012
- 3- الزبيدي، وسلامة، 2014، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال، دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2003-2007)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد 1، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.
- 4- شلاش، وآخرون، 2006، العوامل المحددة لهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.
- 5- الكيلاني وآخرون، 2011، العوامل المؤثرة على استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة (2000-2009).
- 6- المومني، وحسن، 2011، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2.

المراجع الأجنبية:

- 1- Adesina, J., Nwidobie, B. (2015) "Capital Structure and Financial Performance in Nigeria". International Journal of Business and Social Research, 5 (2), 21-31.
- 2- Arsov, S. and Naumoski, A. (2016) "Determinants of Capital Structure: An empirical study of companies from selected post-transition economies" , Zb. rad. Ekon. Fak. 2016, col. 34. No. 1. 119-146.
- 3- Donaldson G. (1961), "Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity", Boston, division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.

- 4- Gharaibeh, AM ((2015) The Effect of Capital Structure on the Financial performance in Bahrain Bourse " Journal of Finance and Accounting,3 (3) , 50-12
- 5- Githira, Wanyoike Charles dan Tabitha Nasieku. (2015). "Capital Structure Determinants among Companies Quoted in Securities Exchange in East Africa" . International Journal of Education and Research. Vol.3,No.5, May 2015. Hlm. 483-496. ISSN: 2411-5681.
- 6- Modigliani, F. and Miller, M. (1963), " Corporate income taxes and the cost of capital: a correction" , American Economic Review, Vol. 53,pp.443-53.
- 7- Modigliani,F, Miller, M. (1958). "the Cost of Capital , Corporation Finance and the Theory of Investment" . American Economic Review 48, 655-669.
- 8- Myers, S.C. and Majluf, N. (1984) " Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do no have" . Journal of Financial Economics,13, 187-221
- 9- Myers,,S.C. (1984) . The Capital Structure Puzzle. Journal of Finance, 39,575-592.
- 10- Naeem, M and Baloch, Q (2017), Determinants of Capital Structure of Cement industry in Pakistan, International Journal of Business Studies Review,vol.2,No. 2,Dec.2017.
- 11- Niu,Xiaoyan,2008.Theoretical and Practical Review of Capital Structure and Its Determinants. Accounting Department, Shandong Economic University, Jinan ,250014, China, International Journal of Business and Management.
- 12- R. Juniarti and Sr Utami, (2017), " The Determinants of Capital Structure of Manufacturing Companies Listed in LQ45 Index in Indonesia Stock Exchange Period 2010-2014. International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences ,vol.6,No.pp29-46.
- 13- Ross,S. (1977). "The Determination of Financial Structure: The incentive signaling approach. Bell Journal of Economics, 8,23-40.
- 14- Sunarto,H. and Rely,G.,(2017), "The Determinants of Capital Structure (Evidence from Indonesia Manufacturing Companies listed in Indonesia Stock Exchange for Period 2010-2014.
- 15- Yartey,C.A. (2006), " Financial Development the Structure of Capital Markets and the Global Digital Dicide", IMF working paper , wp/06/258.16 International Journal of Business and Economics Perspectives Vol4. No1. 2009

المواقع الإلكترونية

1- موقع بورصة فلسطين www.pex.ps

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

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