مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية

اسم المقال: أثر هيكل المديونية على الأداء المالي بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين
اسم الكاتب: د. سامي نصر أبو شمالة، أ. زكية عبد الكريم الخضري، أ. ألفت هاشم الشاعر
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/1691
تاريخ الاسترداد: 2026/11/01 23:54 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

أثر هيكل المديونية على الأداء المالي بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين*

د. سامي نصر أبو شمالة**

أ. زكية عبد الكريم الخضري***

أ. ألفت هاشم الشاعر****

*تاريخ التسليم: 2017/3/14م، تاريخ القبول: 2017/5/8م.

**أستاذ المساعد/ الكلية الجامعية للعلوم التطبيقية /غزة / فلسطين.
***مدرس مساعد/ الكلية الجامعية للعلوم التطبيقية /غزة / فلسطين.
****طالبة ماجستير/ الجامعة الإسلامية/ غزة/ فلسطين

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل المديونية على الأداء المالي. وقد تكوّنَت عينة الدراسة من (41) شركة فلسطينية المُدرجة في بورصة فلسطين باستثناء قطاع المصارف. واستخدمت الدراسة أساليب الإحصاء الوصفي ونموذج القياس باستخدام الانحدار الخطي المتعدد، لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية. وقد توصلت الدراسة إلى أنّ اللجوء إلى الديون طويلة الأجل في قطاعي الاستثمار والتأمين والقطاع الصناعي يزيد من العائد على الأصول، على عكس قطاع الخدمات، والتي تأثرت عوائد شركاته سلباً لاعتمادها على التمويل بالديون طويلة الأجل، وأظهرت النتائج أنّ رصيد الدائنين أثر إيجابياً على العائد على الأصول فقط لشركات القطاع الصناعي. أما القروض قصيرة الأجل فكان لها أثر إيجابي على العائد على الأصول فقط للشركات المدرجة ضمن قطاعي الاستثمار والتأمين، والذي يعد الإقراض والاقتراض قصير الأجل أحد أهم أدواته المالية والاستثمارية الرئيسية. وقد أوصت الدراسة بالاعتماد على التمويل بالقروض طويلة الأجل وبنسب مناسبة؛ لما لها من أثر إيجابي على ربحيتها.

الكلمات المفتاحية: هيكل المديونية، الهيكل المالي، هيكل رأس المال، الأداء المالي، العائد على الأصول.

The Impact of Debt Structure on Financial Performance: Evidence from listed companies at Palestine Exchange

Abstract:

This study aims at identifying the impact of the debt structure on the financial performance of corporations. The study sample includes all the (41) listed firms at Palestine Exchange (PEX), except the banking sector. The study uses the descriptive statistics method and the model measurement through using multi-linear regression methods for the panel data. The study shows that using long-term debts to finance the firms' assets in the sectors of investment, insurance, and industrial sector increases the return on assets (ROA), unlike the firms listed in the service sector which is has a negatively affected ROA by their dependency on long-term debt. The results also shows that account payable has a significant positive effect on ROA of the industrial sector's firms only. Additionally, short-term debts has a significant positive impact on ROA for the listed firms in the investment and insurance sectors, where short-term lending and borrowing are one of its major financial and investment instruments. The study recommends that listed firms in the investment, insurance, and industrial sectors should rely on long-term debts in appropriate proportions to increase their revenues.

***Key words**: Debt structure, financial structure, capital structure, financial performance, ROA.*

المقدمة

في ظل ندرة الأموال، تعد مهمة توفير الأموال اللازمة للمنشأة من المهام الصعبة فيها، وتزداد هذه المهمة صعوبة أمام إدارة المنشآت في الدول الأقل تقدماً، وأكثر اضطراباً كفلسطين (الأغا، 2005). كما يُعدّ القرار التمويلي في الشركات من القرارات المهمة؛ لما يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وعلى ربحيتها، وسيولتها، ويتعلق هذا القرار بتحديد مصدر التمويل، وتحديد نسبة تمويل كل مصدر، حيث تنقسم مصادر التمويل إلى مصدرين رئيسين وهما: التمويل بحقوق الملكية، والتمويل بالقروض. (الحمدان، القضاة، 2013)

هناك العدد من المزايا للتمويل بالقروض؛ لما تحققه من وفرة ضريبية، حيث إنّ تكلفة الفوائد تخصم من وعاء الأرباح الخاضع للضريبة، وكذلك إذا كانت التكلفة للديون أقل من تكلفة حقوق الملكية يجعلها مصدراً مفضلاً للتمويل عن غيره من المصادر الأخرى؛ إلا أنّ زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامها يعرّض الشركة إلى عواقب غير محمودة، خاصة إذا فاقت تكلفة هذه الأموال العائد المتوقع من الاستثمار.

وفي ضوء الأزمة العالمية باتت الشركات أكثر اعتماداً على الاقتراض طويل الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة؛ لما ساعدها على تسديد التزاماتها بأريحية أكثر، ومحافظتها على مستوى أفضل من العائد وتجنبها لمخاطر العسر المالي. ولكن ذلك قد يكون له آثار من شأنها تأجيل وقوع الأزمة لا منع وقوعها. وهذا ما دفع الباحثين للتحقق من أثر هيكل المديونية على الأداء المالي.

الدراسات العربية:

دراسة (حماشا، 2015) بعنوان: (محددات هيكل رأس المال).

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية للفترة (2008_2012) بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة ل 69 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان، وتم استخدام ثلاثة نماذج انحدار متعدد في اختبار فرضيات الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج عدة أهمها: وجود علاقة إيجابية بين كل من (حجم الشركة، نمو الشركة، تكلفة الدين، النقدية) على هيكل رأس المال وعلاقة سلبية بينه وبين كل من (خطورة الشركة، سيولة الشركة، ربحية الشركة). وبذلك أوصت بالأخذ بعين الاعتبار بالعوامل المستقلة التي أظهرت دلالة إحصائية قوية عند بناء الشركات لهيكل رأس المال.

دراسة (روان، 2015) بعنوان: (هيكل رأس المال للمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم ومحدداته)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة محددات المزيج التمويلي للمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم، ومعرفة فيما إذا وجدت فروقات في هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة عمان، وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 56 شركة، وتم استخدام تحليل الانحدار المتعدد في تحليل البيانات، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين كل من سيولة الشركة وهيكل أصولها ونسبة الدين. ووجود علاقة إيجابية بين كل من النمو والربحية مع هيكل رأس المال للشركة. وأوصت الدراسة بضرورة دعم المنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم لضعف مصادرها التمويلية، ولعدم وجود تشريعات حكومية واضحة تدعمها.

دراسة (ناصح والبدران، 2014) بعنوان: (علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة).

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين هيكل التمويل لشركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والعائد على الاصول، وتم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة ل 14 شركة، وتحليلها باستخدام الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط، وقد وتوصلت الدراسة إلى نتائج عدة أهمها: أنه لا توجد علاقة بين هيكل التمويل وربحية الشركة ومحدودية اعتماد الشركات على القروض طويلة الأجل. كما أوصت بالاعتماد على التمويل بالقروض بنسب مناسبة.

دراسة (عبد الجليل، 2014) بعنوان: (أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية).

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر هيكل رأس المال على الأداء في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المسجلة في سوق عمان المالي من 2008 إلى 2012، باستخدام الانحدار المتعدد، وقد توصلت إلى وجود أثر عكسي لهيكل رأس المال على نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على الاستثمار ، والعائد على حقوق الملكية. وأوصت الدراسة بتفسير أسباب وجود أثر إيجابي، أو سلبي لكل متغير من المتغيرات المستقلة على أداء المنشأة).

دراسة (أحمد، 2011) بعنوان: (أثر الهيكل التمويلي على الشركات المساهمة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح).

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن أثر الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي على ربحية الشركات باستخدام أسلوب الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط ، وتوصلت الدراسة إلى نتائج من أهمها: عدم وجود علاقة دالة احصائياً بين المديونية وربحية الشركة. وأوصت الدراسة بمراعاة عامل الكفاءة في استثمار الأموال المقترضة.

دراسة (الأغا، 2005) بعنوان (أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار).

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى أثر الرافعة وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، ومحددات اختيار مصدر التمويل. وقد أجريت الدراسة على 15 شركة مساهمة عامة عاملة في فلسطين خلال الفترة (1999_2003)، واعتمدت المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية للشركات. وتوصلت الدراسة إلى نتائج من أهمها: عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية ، ومعدل العائد على الاستثمار. كما وأوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية، وتخفيض التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة.

الدراسات الأجنبية:

دراسة (Wali Rahman & Other, 2012) بعنوان:

(Impact of Debt Structure on Profitably in Textile industry of Pakistan)

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير الديون قصيرة الأجل، والديون طويلة الأجل على ربحية الشركات في صناعة الغزل والنسيج في باكستان، وتم استخدم ستة نماذج انحدار مختلفة في التحليل، وتوصلت الدراسة إلى نتائج كان من

أهمها: أنّ هناك تأثيراً سلبياً للديون قصيرة الأجل على الربحية، أما الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون فليس لها أثر على الربحية. وأوصت الدراسة بالنظر في حجم المبيعات قبل اتخاذ أي قرار بشأن الاقتراض من الديون قصيرة الأجل.

دراسة (Muhammad A & Wahid, 2011) بعنوان:

(Impact of Financial Leverage to Profitability Study of non-Financial Companies Listed in Stock Exchange Indones European)

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى أثر الرافعة المالية بربحية الشركة (العائد على حق الملكية) في عينة من الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الاندونيسية للفترة من 2003-2009 وتوصلت الدراسة إلى نتائج كان من أهمها: أنّ هناك تأثيراً إيجابياً لكل من ديون الشركة، ومعدل دوران الموجودات الإجمالية، وحجم الشركة على ربحية الشركة. وأوصت المستثمرين بالاهتمام بالمؤشرات السابقة قبل الاستثمار في الشركات.

التعقيب على الدراسات السابقة:

أوجه تميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

1. تناولت هذه الدراسة أثر هيكل المديونية المقاس بالديون قصيرة الأجل، والديون طويلة الأجل، والدائنين على العائد على الأصول، وتعد من الدراسات القليلة التي قاست هيكل المديونية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين
2. الدراسة لم تقتصر على المنهج الوصفي فقط؛ بل استخدمت النموذج القياسي من خلال أساليب الانحدار.
3. اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data).

أوجه إفادة الدراسة الحالية من الدراسات السابقة:

تم إثراء الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في جوانب عدة منها الآتي:

1. إعداد الإطار النظري للدراسة والمنهجية والأدوات الإحصائية.
2. اختيار المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغير التابع وكيفية عرض النتائج ومناقشتها وتفسيرها.

هيكل المديونية:

تقوم الشركة بتحديد تركيبة مستهدفة للمديونية من نسب مزيج التمويل المكون من الديون وحقوق الملكية الذي ترغب فيه الإدارة بهدف تعظيم قيمة سهم الشركة، أو بمعنى آخر تركيبة الخصوم في ميزانية الشركة الذي يعتمد عليه في تمويل الأصول. وتختلف هذه التركيبة باختلاف الوقت وبتغير الظروف؛ إلا أنه يجب الالتزام بتركيبة معينة عند اتخاذ قرار التمويل في الشركة (الناصح والبدران، 2014).

المفاضلة بين العائد والمخاطرة هي من أهم ما تتضمنه تركيبة رأس المال. فزيادة المخاطرة الناتجة من استخدام دين كبير تؤثر سلباً على قيمة سهم الشركة، وفي الوقت ذاته فإن استخدام دين كبير يزيد من العائد المتوقع بسبب ما يعرف بالرفع المالي؛ مما يؤدي إلى رفع قيمة سهم الشركة، فإذا أخذنا بعين الاعتبار أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم ثروة الملاك (قيمة السهم في السوق) فلا بد من الموازنة بين العائد والمخاطرة؛ لتحقيق التركيبة المثلى للتمويل للوصول إلى أعظم قيمة للسهم في السوق (النجار، 2013).

نظريات هيكل رأس المال:

هناك خمس نظريات حاولت تفسير هيكل رأس المال (خصاونة، 2011):

- نظرية موديكلياني وميلر 1958م.

تعد هذه النظرية عام 1958م نقطة تحول في النظرية المالية الحديثة، حيث إنها أثارت اهتمام الباحثين بمفهوم الهيكل المالي الأمثل، وقد طورت من هذه النظرية نظريات أخرى منها نظرية التبادل في ظل غياب الضريبة، وكلفة الإفلاس ،و نظرية والإشارات الصادرة عن المنشاة، بالإضافة إلى نظرية الالتقاط (خصاونة، 2011).

- نظرية المبادلة:

تقوم هذه النظرية على أساس أنّ أي زيادة في مستوى الدين يسبب زيادة في المشاكل المالية ، وتكاليف الوكالة، ومشاكل الإفلاس يخفض من قيمة الشركة. ولذلك من الممكن تحديد هيكل رأس مال أمثل من خلال التوازن بين المنافع الضريبية وتكاليف الإفلاس والأزمات المالية، لذا يجب البحث عن مستوى الدين الذي يكون من الممكن خلاله تعويض التكاليف المالية بالمنافع الضريبية للدين الإضافي من أجل تحقيق هذا التوازن (Karadeniz & Other, 2011).

- نظرية الالتقاط:

جاءت هذه النظرية على الرغم من سيطرة نظرية المبادلة على أساليب تمويل الشركات لفترة طويلة؛ ليتحول الانتباه أيضاً في نظرية الالتقاط (Ross, etal, 2001). إنّ نظرية الالتقاط هي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية، إنّ بدايات هذه النظرية كانت مع دراسة Donaldson 1961، ثم قام Stewart Myers بالتطوير على هذه النظرية، وتفترض هذه النظرية أنّ الشركة التي لديها تفضيلات في استخدام مصادر التمويل المختلفة يكون التفضيل الأول هو استخدام مصدر التمويل الداخلي المتمثل بالأرباح المحتجزة، وفي حالة عدم كفاية هذا المصدر تلجأ الشركة إلى مصدر التمويل الخارجي المتمثل بالديون، وتقوم الشركة بإصدار الأسهم العادية الجديدة ملاذا أخيرا عندما تصبح غير قادرة على الحصول على قروض جديدة (فتاح، 2005).

- نظرية الإشارات الصادرة عن المنشأة:

افترضت نظرية موديكلياني وميلر تماثل المعلومات، ولكن في الحقيقة فإن المديرين يمتلكون معلومات أفضل من المستثمرين الخارجيين، وهذا ما يعرف بالمعلومات غير المتماثلة، وهذا يؤثر على وجهة النظر حول هيكل رأس المال الأمثل، وعليه فإن هيكل رأس المال يرتبط بالإشارات الصادرة عن الشركة؛ التي يمكن أن تحمل توقعات الإدارة للظروف المستقبلية (خصاونة، 2011).

علاقة المديونية بالأداء المالي:

ويعد تعظيم الربحية مؤشراً مهماً على مستوى الأداء المالي للشركات، وهدف تسعى إليه الشركات لتحقيقه، وتنبع أهمية هذا الهدف من استعمالاته المتعلقة بالتوزيع أو التمويل لأنشطة الشركة كمصدر تمويل ذاتي. (الزبيدي، 2004). وأوضحت بعض الدراسات أنّ هناك أثرا للرافعة المالية على ربحية السهم من خلال علاقة العائد على الاستثمار وكلفة الدين، فإن كان العائد على الاستثمار أكبر من كلفة الدين أي درجة الرافعة المالية مرتفعة يكون تأثيرها على ربحية السهم إيجابياً وبالعكس (Chandrakumarmangalam & Govindasamy,2010)

وقد أثبتت الدراسة التي قام بها (Rehman & Other 2012)أنّ هيكل الدين يكون له تأثير على ربحية الشركة، فإذا كانت للشركات مبيعات منخفضة فمن الأفضل استخدام القروض قصيرة الأجل، وذلك لتأثيرها القوي والإيجابي على الربحية، بالإضافة لوجود علاقة عكسية بين الديون طويلة الأجل والربحية.

بورصة فلسطين:

نشأة وتطور بورصة فلسطين (سوق فلسطين للأوراق المالية):

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة فلسطين) في العام 1995 كشركة مساهمة خاصة، وفي العام 2010 تحولت إلى شركة مساهمة عامة، وفي العام 2010 أعلن السوق عن هويته الجديدة، وأصبح اسمها (بورصة فلسطين).

عمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004، وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول، وذلك من خلال مجموعة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن.

إنّ عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 49 شركة بتاريخ 2015/01/31 بقيمة سوقية تجاوزت 3.128 مليون دولارا موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 8 شركات وفقاً لموقع بورصة فلسطين (www.pex.ps).

مشكلة الدراسة:

تعد الربحية إحدى المؤشرات المهمة والمستخدمة في قياس الأداء المالي للشركات على حد سواء، وفعاليتها في استخدام الموارد المتاحة الاستخدام الأمثل من أجل تعظيم الأرباح للمساهمين، ومن أجل زيادة قيمة هذه المؤسسات. (الحمدان والقضاة، 2013). ومن خلال اطلاع الباحثين على مؤشرات الربحية، والتي أظهرت ضعفاً واضحاً عند الشركات المدرجة في بورصة فلسطين كان ضرورياً البحث في العوامل التمويلية التي قد يكون لها أثر على الأداء المالي.

يؤدي الاقتراض إلى حد معين إلى تعظيم ربحية الشركة، لأن المستثمر المقترض يفترض أن يكون مردود استثماراته من الاقتراض أعلى من خدمة هذه القروض. ولذا يتوقع أن يزيد الاقتراض من العائد على الملاك، وفي الوقت نفسه يزيد الاقتراض من المخاطر، واحتمال عدم القدرة على السداد في الاستحقاق؛ مما يسبب مشاكل تمويلية للشركة قد تؤدي بها إلى الإفلاس (عبد الجليل، 2014). ومن هنا تطرح الدراسة السؤالين الرئيسيين التاليين: هل تؤثر تركيبة هيكل المديونية على الأداء المالي للشركة؟ وما هي الآثار المختلفة لهيكل رأس المال على القطاعات الرئيسية الثلاثة (قطاعي الاستثمار والتأمين، القطاع الصناعي، والقطاع الخدماتي).

أهداف الدراسة:

يهدف الباحثون إلى دراسة وتحليل أثر هيكل المديونية على الأداء المالي للشركات المفصح عنها في التقارير السنوية المنشورة والمدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال اختبار العلاقة باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، ويمكن صياغة تلك الأهداف من خلال النقاط التالية:

- التعرف على تركيبة هيكل المديونية في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين من خلال المتغيرات المستقلة التالية: الديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل، والدائنون ،والاختلاف في التركيبة للقطاعات الثلاثة.
- قياس مستوى الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين بشكل عام ولكل قطاع على حدة.
- اختبار أثر هيكل المديونية على الأداء المالي المقاس بالعائد على الأصول (ROA) للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ولكل قطاع على حدة.

فرضيات الدراسة:

واستناداً إلى أهداف الدراسة ومراجعة الأدبيات السابقة، فقد تمت صياغة الفرضيات كإجابة محتملة للسؤالين الرئيسين في مشكلة الدراسة على النحو الآتي:

الفرضية الرئيسية الأولى:-

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل المديونية على العائد على الأصول للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وينبثق منها الفرضيات الفرعية التالية:

1- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على الأصول للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

2- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

3- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للدائنين على العائد على الأصول للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الرئيسية الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل المديونية على العائد على الأصول للشركات المدرجة ضمن قطاعي الاستثمار والتأمين في بورصة فلسطين.

وينبثق منها الفرضيات الفرعية التالية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في الشركات المدرجة ضمن قطاعي الاستثمار والتأمين في بورصة فلسطين.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في الشركات المدرجة ضمن قطاعي الاستثمار والتأمين في بورصة فلسطين.
3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للدائنين على العائد على الأصول في الشركات المدرجة ضمن قطاعي الاستثمار والتأمين في بورصة فلسطين.

الفرضية الرئيسية الثالثة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل المديونية على العائد على الأصول للشركات المدرجة ضمن قطاع الخدمات في بورصة فلسطين.

وينبثق منها الفرضيات الفرعية التالية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في الشركات المدرجة ضمن قطاع الخدمات في بورصة فلسطين.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في الشركات المدرجة ضمن قطاع الخدمات في بورصة فلسطين.
3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للدائنين على العائد على الأصول في الشركات المدرجة ضمن قطاع الخدمات في بورصة فلسطين.

الفرضية الرئيسية الرابعة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل المديونية على العائد على الأصول للشركات المدرجة ضمن القطاع الصناعي في بورصة فلسطين.

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في الشركات المدرجة ضمن القطاع الصناعي في بورصة فلسطين.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في الشركات المدرجة ضمن القطاع الصناعي في بورصة فلسطين.

3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للدائنين على العائد على الأصول في الشركات المدرجة ضمن القطاع الصناعي في بورصة فلسطين.

الفرضية الرئيسية الخامسة:

لا يوجد اختلاف في أثر هيكل المديونية على العائد على الأصول يُعزى لنوع القطاع.

أهمية الدراسة:

تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في أنها أحد الدراسات القليلة التي درست تركيبة هيكل المديونية من خلال مؤشرات على السوق الفلسطيني، وقامت بربطها في الأداء المالي للسوق ، ولكل قطاع على حدة. كما وتفيد الباحثين من خلال فتح المجال أمام الدراسات الأخرى بالاعتماد عليها في تفسير العلاقات التي تربط المديونية بالأداء المالي.

أما بالنسبة للأهمية العملية لهذه الدراسة في النتائج والتوصيات التي سوف تسفر عنها، فإنه يتوقع أن تخدم إدارة الشركات من خلال تقديم معلومات تفيدهم في اختيار هيكل مديونية مناسب، تختلف من شركة لأخرى حسب حجم النشاط لهذه الشركات. وكذلك تقدم للمستثمرين معلومات تساعدهم في اختيار الشركة والقطاع الأفضل للاستثمار.

منهج الدراسة:

استخدم الباحثون المنهج الوصفي التحليلي، الذي يقوم بوصف وتحليل ظاهرة معينة وجمع معلومات عنها تتم من خلال دراسة حالة، حيث إن المنهج يتم من خلال الرجوع إلى الوثائق المختلفة كالكتب والمجلات وغيرها من المواد بهدف الوصول إلى أهداف البحث. ولم تقتصر على المنهج الوصفي فقط؛ بل استخدمت النموذج القياسي من خلال اساليب الانحدار. أما طبيعة الدراسة فهي دراسة اختباريه حيث إن مشكلة الدراسة يغلب عليها الطابع التحليلي لمجموعة المتغيرات التي تؤثر على الأداء المالي.

مجتمع وعينة الدراسة:

تكوّنَ مجتمعُ الدراسة من (49) شركة وهي الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المُدرجة في بورصة فلسطين. ولقد تم استثناء الشركات المدرجة ضمن قطاع المصارف لاختلاف تركيبة الهيكل المالي لهذا القطاع عن بقية القطاعات، لتصبح عينة الدراسة مكونة من (41) شركة مقسمة الى ثلاثة قطاعات (قطاعي الاستثمار والتأمين، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي) والتي نشرت تقاريرها المالية حتى عام (2015).

واعتمدت الدراسة على مصادر البيانات الثانوية التي تتمثل فيما يلي:

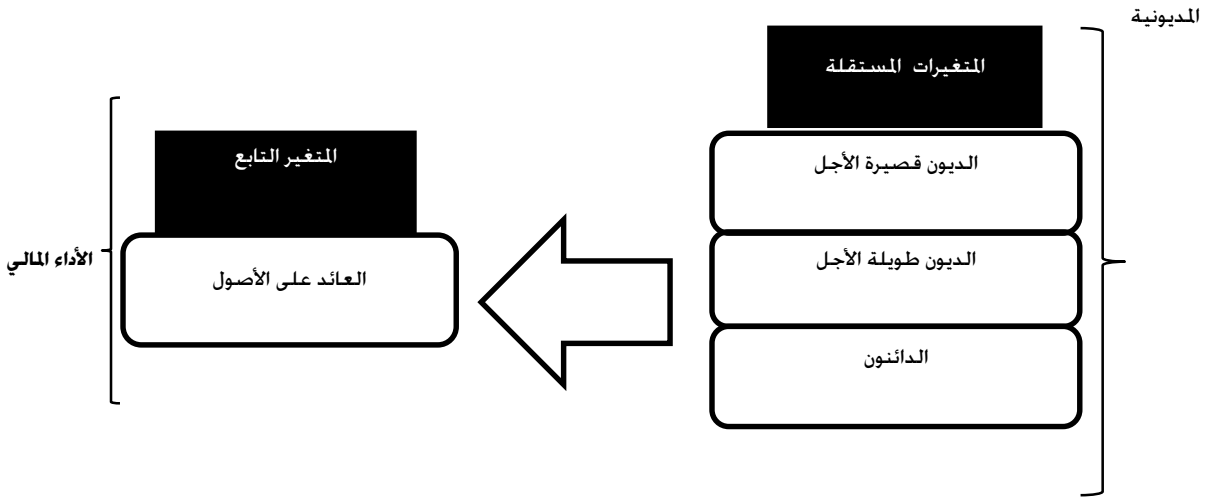
- بيانات هيكل التمويل والربحية:

تم جمعها من خلال القوائم المالية السنوية للشركات المساهمة والمنشورة من عام 2005 حتى عام 2015 على موقع تداول الأوراق المالية ، وكذلك المواقع الالكترونية للشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين عدا المصارف.

- بيانات الجانب النظري:

تم الاعتماد على الكتب والدوريات والرسائل العلمية والمواقع الالكترونية.

نموذج الدارسة



المتغيرات المستقلة وقياسها:

جدول (1):
مقياس المتغيرات المستقلة

المتغير	طريقة القياس في هذه الدراسة	بعض الدراسات السابقة التي قاست بنفس الطريقة	الرمز
الديون قصيرة الأجل	وقد تم قياسه من خلال قسمة الديون قصيرة الأجل (القروض) على حجم الأصول.	(عفاف، 2016) (ناصح والبدران، 2014)	X_1
الديون طويلة الأجل	وقد تم قياسه من خلال قسمة الديون طويلة الأجل(القروض) على حجم الأصول	(عفاف، 2016) (ناصح والبدران، 2014)	X_2
الدائنون	تم قياسه من خلال قسمة الدائنون على حجم الأصول.	(Ohman, 2014)	X_3

المتغير التابع:

جدول (2):
مقياس المتغيرات التابعة

المتغير	طريقة القياس في هذه الدراسة	بعض الدراسات السابقة التي قاست بنفس الطريقة	الرمز
معدل العائد على الأصول (ROA)	تم احتساب هذا المتغير بقسمة صافي الربح على القيمة الإجمالية للأصول في شكل نسبة مئوية.	(التهامي والقرشي،2009) (النجار، 2013)	y

المتغير الضابط:

جدول (3):
المتغير الضابط

المتغير	طريقة القياس في هذه الدراسة	بعض الدراسات السابقة التي قاست بنفس الطريقة	الرمز
حجم الشركة	يقاس باللوغاريتم الطبيعي لقيمة الإيرادات.	(Ohman, 2014)	X_4

الأساليب الإحصائية المستخدمة:

اعتمد الباحثون على استخدام برنامج التحليل الإحصائي EVIEWS من أجل القيام بالاختبارات الإحصائية على النحو الآتي :

تم استخدام الأساليب الإحصائية الوصفية المتمثلة في الوسط الحسابي، ويستخدم هذا الأمر بشكل أساسي لمعرفة متوسط كل متغير من متغيرات الدراسة لجميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، ولكل قطاع على حدة، والانحراف المعياري مقياس وهو عبارة عن مقياس لتشتت البيانات حول متوسطها الحسابي، اختبار التداخل الخطي (VIF)، لمعرفة هل هناك مشكلة تداخل خطي تؤثر في النموذج أم لا ؟

1. معامل ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Coefficient) لقياس درجة الارتباط بين المتغيرات
2. تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
3. معادلة المتغير التابع ROA

$$y = \partial + \beta_1(x_1) + \beta_2(x_2) + \beta_3(x_3) + \beta_4(x_4) + e$$

حيث إنّ:

Y	العائد على الأصول.
X_1	نسبة الديون قصيرة الأجل
X_2	نسبة الديون طويلة الأجل
X_3	نسبة الدائنون
X_4	حجم الشركة
E	الخطأ العشوائي

الوصف الإحصائي للمتغيرات

جدول (4):
متغير الديون طويلة الأجل

م	القطاع	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	قطاعي الاستثمار والتأمين	240.0	0.53
2	قطاع الخدمات	280.0	0.46
3	قطاع الصناعة	200.0	0.38
	القطاعات الثلاثة	240.0	0.48

يتبين من الجدول ترتيب القطاعات الثلاثة حسب متغير الديون طويلة الأجل جاء على النحو التالي:

- قطاع الخدمات جاء بمتوسط حسابي (0.28) بما يعني ان أصول الشركة تمول بالمتوسط ب 18% من الديون طويلة الأجل وهذه النسبة تعد مقبولة إذا ما علمنا بأن 33% من أصول الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تمول بالدين.
- قطاعا الاستثمار والتأمين، حيث جاءا بمتوسط حسابي (0.24) بما يعني وجود جزء كبير من أصول قطاعي الاستثمار والتأمين ممولة بالدين طويل الأجل.
- قطاع الصناعة، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.20) بما يعكس وجود توازن بين التمويل قصير وطويل الأجل في القطاع الصناعي، وكذلك لقلة اعتماد هذا القطاع على التمويل الديون طويلة الأجل مقارنة بالقطاعات الأخرى.

جدول (5):
متغير الديون قصيرة الأجل

م	القطاع	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	قطاعا الاستثمار والتأمين	0.02	0.15
2	قطاع الخدمات	0.03	0.08
3	قطاع الصناعة	0.02	0.06
	القطاعات الثلاثة	0.02	0.12

يتبين من الجدول ترتيب القطاعات الثلاثة حسب متغير الديون قصيرة الأجل جاء على النحو التالي:

- قطاع الخدمات، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.03).
- قطاعا الاستثمار والتأمين، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.02).
- قطاع الصناعة، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.02).
- تعكس النتائج السابقة وجود اعتماد طفيف من جميع القطاعات على التمويل بالديون قصيرة الأجل والتي بلغت بالمتوسط من (2-3)% لجميع القطاعات.

جدول (6):
متغير الدائنون

م	القطاع	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	قطاعا الاستثمار والتأمين	0.15	0.28
2	قطاع الخدمات	.050	0.20
3	قطاع الصناعة	.070	0.15
	القطاعات الثلاثة	.060	0.23

يتبين من الجدول ترتيب القطاعات الثلاثة حسب متغير الدائنين جاء على النحو التالي:

- قطاعا الاستثمار والتأمين، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.15) بما يعني وجود اعتماد كبير من قبل القطاعات المالية غير المصرفية على تمويل الأصول من خلال الاعتماد على أرصدة الدائنين، والتي مثلت 15% من مصادر التمويل المختلفة لهذا القطاع.
- قطاع الصناعة، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.07).
- قطاع الخدمات، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.05).

أما على صعيد القطاع الصناعي وقطاعي الاستثمار والتأمين فكانت نسبة أرصدة الدائنون لإجمالي أرصدة تمويل الأصول تتراوح بين (5-7)%، وهي نسبة معقولة تعكس سياسة ائتمان متوازنة في ظل الظروف الاقتصادية الصعبة.

جدول (7):
متغير معدل العائد على الأصول

م	القطاع	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	قطاعا الاستثمار والتأمين	0.06	0.31
2	قطاع الخدمات	0.05	0.73
3	قطاع الصناعة	0.12	0.46
	القطاعات الثلاثة	0.08	0.47

يتبين من الجدول ترتيب القطاعات الثلاثة حسب متغير معدل العائد على الأصول جاء على النحو التالي:

- قطاع الصناعة، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.12).
- قطاعا الاستثمار والتأمين، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.06).

- قطاع الخدمات، حيث جاء بمتوسط حسابي (0.05).

ومن هنا يتضح أنّ الشركات الصناعية كانت الأعلى في مستوى العائد على الأصول، وحققت عوائد مضاعفة عن القطاع الخدماتي وقطاعي الاستثمار والتأمين، حيث بلغ متوسط عائد القطاع الصناعي 12% مقارنة ب 5% و6% لقطاع الخدمات، وقطاعي الاستثمار والتأمين على التوالي. ويُعزى ذلك لتضرر هذين القطاعين بشكل أكبر من تداعيات الأزمة المالية التي كان أثرها واضحاً على عوائد قطاعي الاستثمار والتأمين والخدماتي بشكل أكبر بعكس القطاع الصناعي الذي أظهرت عوائده تأثراً أقل بالأزمة المالية العالمية.

جدول (8):
متغير حجم الشركة

م	القطاع	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	قطاعا الاستثمار والتأمين	6.47	1.12
2	قطاع الخدمات	6.46	0.97
3	قطاع الصناعة	6.80	0.73
	القطاعات الثلاثة	6.56	1.00

يتبين من الجدول ترتيب القطاعات الثلاثة حسب متغير حجم الشركة جاء على النحو التالي:

- قطاع الصناعة، حيث جاء بمتوسط حسابي (6.80).
- قطاعا الاستثمار والتأمين، حيث جاء بمتوسط حسابي (6.47).
- قطاع الخدمات، حيث جاء بمتوسط حسابي (6.46).

تظهر النتائج السابقة أنّ الحصة الأكبر من الإيرادات في القطاعات الرئيسية تذهب لصالح القطاع الصناعي، ثم قطاعي الاستثمار والتأمين في حين تُعد الحصة الأقل من نصيب قطاع الخدمات، وهذه نتيجة منطقية وتتسق مع طبيعة عمل هذه القطاعات.

اختبار التداخل الخطي:

جدول (9):
التداخل الخطي

Model	Collinearity Statistics (ROA)	
	Tolerance	VIF
نسبة الديون قصيرة الأجل	0.90	1.1
نسبة الديون طويلة الأجل	0.263	3.8
نسبة الدائنين	0.30	3.3

للتحقق من صحة وقوة النموذج تم استخدام مقياس (Statistics Collinearity)، وذلك بحساب معامل (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة، ومن ثم يتم إيجاد معامل (Variance Inflation Factor VIF)، إذ يعد ذلك الاختبار مقياساً لتأثير الارتباط بين المغيرات المستقلة. يلاحظ في الجدول رقم (9) أنّ قيمة (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة هي دون الـ(5)؛ مما يعني أنّ نماذج الدراسة تخلو من مشكلة التداخل والاشتراك الخطي.

اختبار الارتباط الذاتي:

جدول (10):
معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

M	Variable	X1	X2	X3	X4	Y
.1	X_1	1	*0.271201	-0.005674	-0.000940	*0.117455
.2	X_2		1	0.038720	0.036757	*0.250148
.3	X_3			1	**0.087651	0.046236
.4	X_4				1	*0.263360

تعني * دال عند مستوى دلالة 5%، ** دال عند مستوى دلالة 10%

لا تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج، حيث كانت المشاهدات المتجاورة غير مترابطة، وهذا سيؤثر على صحة النموذج، وللتحقق من عدم وجود هذه المشكلة في النموذج تم استخدام ارتباط(DURBIN WATSON TEST) وكانت قيمة الاختبارات للنماذج تتراوح ما بين (1.5-1.7).

اختبار الفرضيات

الفرضية الرئيسية الأولى:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل المديونية على العائد على الأصول للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم (11):
تحليل الانحدار الخطي المتعدد للقطاعات الثلاثة

	المتغير	معامل الانحدار	قيمة (T)	قيمة (Sig.)	الدلالة
C	المتغير الثابت	-0.15	-1.10	0.27	غير دالة
X1	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول	0.24	5.21	0.00	دالة

	المتغير	معامل الانحدار	قيمة (T)	قيمة (Sig.)	الدلالة
X2	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأصول	0.23	1.23	0.22	غير دالة
X3	نسبة الدائنين إلى الأصول	0.04	0.47	0.64	غير دالة
X4	حجم الشركة	0.03	1.37	0.17	غير دالة
	F- Statistic			9.13	
	P-Value			0.00	
	R-squared			270.	
	Durbin-Watson stat			61.0	

يتبين من الجدول السابق :

- أنّ ما نسبته (27.00%) من التغير في المتغير التابع يعود للتغير في المتغيرات المستقلة سابقة الذكر في الجدول، والنسبة المتبقية (73.00%) تعود للتغير في عوامل أخرى.
- معادلة الانحدار الخاصة بالقطاعات الثلاثة هي:

$$y = -0.15 + 0.24(x_1^*) + 0.23(x_2) + 0.04(x_3) + 0.03(x_4) + e$$

ويمكن اختبار الفرضيات الفرعية على القطاعات الثلاثة على النحو التالي:

1. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في القطاعات الثلاثة.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.00)، وهي أقل من (0.05)، وعليه، فإننا نرفض الفرضية العدمية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في القطاعات الثلاثة.

2. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في القطاعات الثلاثة.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.22)، وهي أقل من (0.05)، وعليه، فإننا نقبل الفرضية العدمية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في القطاعات الثلاثة.

3. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الدائنون على العائد على الأصول في القطاعات الثلاثة.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.64)، وهي أقل من (0.05)، وعليه، فإننا نقبل الفرضية العدمية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الدائنون على العائد على الأصول في القطاعات الثلاثة.

ومما سبق يتضح أنّ المتغير الوحيد المؤثر على العائد على الأصول ضمن تركيبة هيكل رأس المال للقطاعات الثلاثة مجتمعة هو القروض طويلة الاجل ، وكان تأثيره إيجابياً بما يعني أنّ زيادة التمويل بالقروض طويلة الأجل يزيد من معدلات العائد على الأصول للشركات، وهو ما يتسق مع نظريات الرفع المالي التي تبين أن كلفة التمويل بالديون طويلة الأجل تقلل من الدخل الخاضع للضريبة ، وبالتالي تحقيق الوفورات الضريبية التي تزيد من العوائد والمثبتة في العديد من الدراسات السابقة مثل (السبيعي، 2012) و (Mehdi, 2010). خاصة في ضوء الأزمة العالمية إذ إنّ اعتماد الشركات على الاقتراض طويل الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة ساعدها على تسديد التزاماتها بأريحية أكثر، ومحافظتها على مستوى أفضل من العائد وتجنبها لمخاطر العسر المالي.

الفرضية الرئيسية الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل المديونية على العائد على الأصول للشركات المدرجة ضمن قطاعي الاستثمار والتأمين في بورصة فلسطين.

جدول رقم (12):
تحليل الانحدار الخطي المتعدد لقطاعي الاستثمار والتأمين

	المتغير	معامل الانحدار	قيمة (T)	قيمة (Sig.)	الدلالة
C	المتغير الثابت	0.09	0.95	0.34	غير دالة
X1	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول	0.31	9.53	0.00	دالة
X2	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأصول	0.39	3.53	0.00	دالة
X3	نسبة الدائنين إلى الأصول	0.01	0.15	0.88	غير دالة
X4	حجم الشركة	-0.01	-0.83	0.41	غير دالة
	F- Statistic			37.02	
	P-Value			0.00	

المتغير	معامل الانحدار	قيمة (T)	قيمة (Sig.)	الدلالة
R-squared			480.	
Durbin-Watson stat			61.0	

يتبين من الجدول السابق أنّ:

- ما نسبته (48.00%) من التغير في المتغير التابع يعود للتغير في المتغيرات المستقلة سابقة الذكر في الجدول، والنسبة المتبقية (52.00%) تعود للتغير في عوامل أخرى.
- معادلة الانحدار لقطاعي الاستثمار والتأمين هي:

$$y = 0.09 + 0.31(x_1^*) + 0.39(x_2^*) + 0.01(x_3) - 0.01(x_4) + e$$

ويمكن اختبار الفرضيات على قطاعي الاستثمار والتأمين على النحو التالي:

1. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في قطاعي الاستثمار والتأمين.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية تساوي (0.00)، وهي أقل من (0.05)، وعليه، فإننا نرفض الفرضية العدمية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في قطاعي الاستثمار والتأمين.

2. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في قطاعي الاستثمار والتأمين.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.00)، وهي أقل من (0.05)، وعليه، فإننا نرفض الفرضية العدمية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في قطاعي الاستثمار والتأمين.

3. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الدائنين على العائد على الأصول في قطاعي الاستثمار والتأمين.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.88)، وهي أكبر من (0.05)، وعليه، فإننا نقبل الفرضية العدمية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الدائنون على العائد على الأصول في قطاعي الاستثمار والتأمين.

وممّا سبق يتضح أنّ المتغيرين (القروض طويلة الأجل، والقروض قصيرة الأجل) يؤثران تأثيراً ايجابيا على العائد على الأصول ضمن تركيبة هيكل رأس المال لقطاعي الاستثمار والتأمين، وهو ما يتسق مع نظريات الرفع المالي التي تبين أن كلفة التمويل بالديون طويلة الأجل تقلل من الدخل الخاضع للضريبة، وبالتالي تحقيق التوفيرات الضريبية التي تزيد من العوائد، والمثبتة في العديد من الدراسات السابقة مثل (السبيعي، 2012) و(Mehdi, 2010)، ويؤكد على أهمية التنويع في مصادر تمويل الأصول بين القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل.

الفرضية الرئيسية الثالثة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل المديونية على العائد على الأصول للشركات المدرجة ضمن قطاع الخدمات في بورصة فلسطين.

جدول رقم (13):
تحليل الانحدار الخطي المتعدد لقطاع الخدمات

	المتغير	معامل الانحدار	قيمة (T)	قيمة (Sig.)	الدلالة
C	المتغير الثابت	-1.78	-3.72	0.00	دالة
X1	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول	-0.48	-2.77	0.01	دالة
X2	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأصول	-1.22	-1.25	0.22	غير دالة
X3	نسبة الدائنين إلى الأصول	-0.11	-0.34	0.73	غير دالة
X4	حجم الشركة	0.30	4.05	0.00	دالة
	F- Statistic		5.71		
	P-Value		0.00		
	R-squared		330.		
	Durbin-Watson stat		71.0		

يتبين من الجدول السابق أنّ:

- ما نسبته (33.00%) من التغير في المتغير التابع يعود للتغير في المتغيرات المستقلة سابقة الذكر في الجدول، والنسبة المتبقية (67.00%) تعود للتغير في عوامل أخرى.
- معادلة الانحدار للقطاع الخدماتي هي:

$$y = -1.78 - 0.48(x_1^*) - 1.22(x_2^*) - 0.11(x_3) + 0.30(x_4^*) + e$$

ويمكن اختبار الفرضيات على قطاع الخدمات على النحو التالي:

1. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في قطاع الخدمات.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.01)، وهي أقل من (0.05)، وعليه، فإننا نرفض الفرضية العدمية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في قطاع الخدمات.

2. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في قطاع الخدمات.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.22)، وهي أكبر من (0.05)، وعليه، فإننا نرفض الفرضية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في قطاع الخدمات.

3. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الدائنون على العائد على الأصول في قطاع الخدمات.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.73)، وهي أكبر من (0.05)، وعليه، فإننا نرفض الفرضية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الدائنون على العائد على الأصول في قطاع الخدمات.

وما سبق يتضح أنّ المتغير الوحيد المؤثر على العائد على الأصول ضمن تركيبة هيكل رأس المال لقطاع الخدمات هو القروض طويلة الأجل، وكان تأثيره سلبياً بما يعني أنّ زيادة التمويل بالقروض طويلة الأجل سيقلل من معدلات العائد على الأصول لهذه الشركات وبالعكس، وهو ما يتعارض مع نظريات الرفع المالي، ويشير إلى أنّ انخفاض مستوى القروض طويلة الأجل يقلل من المخاطر التي عدت مؤشرا مهما على حسن إدارة الشركة وأسهم بالتالي في زيادة عوائد الشركات، قطاع وهو ما وجد في بعض الدراسات السابقة مثل: (النجار، 2013) و (Mehdi et. al, 2010).

الفرضية الرئيسية الرابعة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل المديونية على العائد على الأصول للشركات المدرجة ضمن القطاع الصناعي في بورصة فلسطين.

جدول رقم (14):
تحليل الانحدار الخطي المتعدد لقطاع الصناعة

	المتغير	معامل الانحدار	قيمة (T)	قيمة (Sig.)	الدلالة
C	المتغير الثابت	-0.12	-0.36	0.72	غير دالة
X1	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول	0.59	6.57	0.00	دالة
X2	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأصول	0.93	1.60	0.11	غير دالة
X3	نسبة الدائنين إلى الأصول	0.71	2.93	0.00	دالة
X4	حجم الشركة	0.02	0.32	0.75	غير دالة
	F- Statistic			16.80	
	P-Value			0.00	
	R-squared			440.	
	Durbin-Watson stat			51.0	

يتبين من الجدول السابق أنّ:

- ما نسبته (44.00%) من التغير في المتغير التابع يعود للتغير في المتغيرات المستقلة سابقة الذكر في الجدول، والنسبة المتبقية (56.00%) تعود للتغير في عوامل أخرى.
- معادلة الانحدار للقطاع الصناعي هي:

$$y = -0.12 + 0.59(x_1^*) + 0.93(x_2) + 0.71(x_3^*) + 0.02(x_4) + e$$

ويمكن اختبار الفرضيات على قطاع الصناعة على النحو التالي:

1. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في قطاع الصناعة.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.00)، وهي أقل من (0.05)، وعليه، فإننا نرفض الفرضية العدمية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة

إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في قطاع الصناعة.

2. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في قطاع الصناعة.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.11)، وهي أكبر من (0.05)، وعليه، فإننا نرفض الفرضية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في قطاع الصناعة.

3. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الدائنون على العائد على الأصول في قطاع الصناعة.

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإنّ القيمة الاحتمالية تساوي (0.00)، وهي أقل من (0.05)، وعليه، فإننا نرفض الفرضية العدمية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للمتغير المستقل الدائنون على العائد على الأصول في قطاع الصناعة.

وما سبق يتضح أنّ المتغيرين (القروض طويلة الاجل والدائنون) يؤثران تأثيراً إيجابياً على العائد على الأصول ضمن تركيبة هيكل رأس المال للقطاع الصناعي، وهو ما يتسق مع نظريات الرفع المالي التي تبين أنّ كلفة التمويل بالديون طويلة الأجل تقلل من الدخل الخاضع للضريبة، وبالتالي تحقيق التوفيرات الضريبية التي تزيد من العوائد المثبتة في العديد من الدراسات السابقة (Mehdi, 2010) و (السبيعي، 2012) ويؤكد بالإضافة إلى أهمية التمويل بالديون طويلة الأجل فإنّ الشركات الصناعية التي تميل لسياسات ائتمانية متساهلة من خلال البيع الآجل لها مقدرة أعلى على تحقيق المزيد من الأرباح مقارنة بمثيلاتها.

الفرضية الرئيسية الخامسة

يتضح من التحليل الإحصائي، واختبار الفرضيات الأربعة الرئيسية السابقة ، وجود اختلاف في تأثير هيكل المديونية على الأداء المالي باختلاف القطاع ، وهذه النتيجة تتشابه مع ما توصل اليه (Singapurwoko,2010)، ويتبين ذلك من خلال وجود تأثير متغير الديون طويلة الأجل على العائد على الأصول (للقطاعات الثلاثة مجتمعة ومنفردة) فيتضح أنّ الديون طويلة الأجل التي أثرت إيجابياً ذا دلالة إحصائية على معدل العائد الأصول لجميع الشركات مجتمعة، وكذلك لقطاعي الاستثمار والتأمين ، والقطاع الصناعي منفردين ولكنها أثرت تأثيراً سلبياً ذا دلالة إحصائية على العائد على الأصول في القطاع الخدماتي، بما يعني أنّ وجود قروض طويلة الأجل لدى هذه الشركات يؤثر سلباً على الأداء المالي في القطاع الخدماتي بخلاف بقية القطاعات. كذلك أيضاً كان هناك اختلاف في تأثير متغيري الديون قصيرة الأجل، والدائنين على العائد على الأصول (للقطاعات الثلاثة مجتمعة ومنفردة). ففي حين أنّ متغير الدائنين كان له تأثير ذو دلالة إحصائية على العائد على الأصول فقط للشركات المدرجة ضمن القطاع الصناعي، بما يعكس أنّ السياسة الائتمانية المتساهلة من خلال المزيد من البيع الآجل تؤثر إيجابيا على ربحية الشركات المدرجة بالقطاع الصناعي نتيجة طبيعة عمل هذه الشركات التي تستوجب المزيد من البيع الآجل على عكس القطاعات الأخرى التي يؤثر فيها البيع الآجل على الأداء المالي بدرجات أقل أهمية. أما القروض قصيرة الأجل فكان لها تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على العائد على الأصول فقط للشركات المدرجة ضمن قطاعي الاستثمار والتأمين الذي يعتبر الإقراض والاقتراض قصير الأجل أحد أهم أدواته المالية والاستثمارية الرئيسية.

النتائج:

1. التمويل بالديون طويلة الأجل له أثر إيجابي على العائد على الأصول للقطاعات مجتمعة ، وقطاعي الاستثمار والتأمين ، والقطاع الصناعي بشكل مستقل؛ مما يعني أنّ الشركات الفلسطينية تزيد من معدلات الربحية نتيجة اعتمادها على التمويل بالديون طويلة الأجل.
2. التمويل بالديون طويلة الأجل له أثر سلبي على العائد على الأصول للشركات المدرجة ضمن القطاع الخدماتي؛ مما يعني تضرر الشركات الخدماتية الفلسطينية من زيادة اعتمادها على التمويل بالديون طويلة الأجل.
3. هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين نسبة الديون قصيرة الأجل، والعائد على الأصول فقط للشركات المدرجة ضمن قطاعي الاستثمار والتأمين.
4. هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين نسبة الدائنين العائد على الأصول فقط للشركات المدرجة ضمن القطاع الصناعي.
5. بلغت نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول خلال فترة الدراسة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين في قطاعي الاستثمار والتأمين والقطاع الصناعي 2%، بينما بلغت 3% في قطاع الخدمات.

6. بلغت نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول خلال فترة الدراسة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين في قطاعي الاستثمار والتأمين 24%، وفي القطاع الصناعي 20%، بينما بلغت 28% لقطاع الخدمات. بما يعكس اعتماد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بشكل كبير على الديون طويلة الأجل ضمن تركيبة هيكل رأس المال الخاصة بها.
7. بلغت نسبة الدائنين إلى إجمالي الأصول خلال فترة الدراسة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين في قطاعي الاستثمار والتأمين 15%، وفي القطاع الصناعي 7%، بينما بلغت 5% لقطاع الخدمات. بما ينسجم مع طبيعة الأنشطة الاقتصادية التي تقدمها القطاعات الثلاث.
8. بلغ معدل العائد على الأصول خلال فترة الدراسة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين في قطاعي الاستثمار والتأمين 6%، وفي القطاع الصناعي 12%، بينما بلغت 5% لقطاع الخدمات. بما يظهر انخفاض معدلات الربحية في قطاعي الاستثمار، والتأمين والقطاع الخدماتي نتيجة تأثرهما بتداعيات الازمة المالية العالمية في حين كان القطاع الصناعي الأقل تأثرا.
9. اتضح أنّ هناك تبايناً وتذبذباً في نسبة الدين، وكذلك في نسب العائد على الاصول على مستوى الشركات والقطاعات إذ تباينت النسب من شركة إلى أخرى ومن قطاع لآخر.

التوصيات:

توصي الدراسة الجهات ذات العلاقة بـ:

1. ضرورة الاعتماد على التمويل بالقروض طويلة الأجل وبنسب مناسبة؛ لما لها من أثر إيجابي على ربحية الشركات المدرجة ضمن قطاعي الاستثمار، والتأمين والقطاع الصناعي.
2. اتباع الشركات المدرجة بالقطاع الصناعي سياسة بيعية مرنة تزيد من الاعتماد على البيع الآجل بما لا يضر بحقوق هذه الشركات؛ لما سيكون لها من أثر إيجابي على الأداء المالي لها.
3. ضرورة اهتمام الشركات الفلسطينية بتحسين أدائها المالي المنخفض نسبياً بالاعتماد على الاقتراض طويل الأجل، والبحث عن المحددات الأخرى التي سيكون من شأنها تحسين مستوى الأداء المالي.
4. تخصيص الأبحاث المستقبلية للبحث عن العوامل الأخرى الأكثر تأثيراً على الأداء المالي.
5. اعتماد نتائج هذه الدراسة من قبل المستثمرين عند التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية، لأن هذه النتائج تقدم مؤشرات للأداء المتوقع، ويتوقع أن تخدم المستثمر الفلسطيني.
6. قيام الشركات محل الدراسة بإعادة النظر بسياساتها الإدارية والمالية، والإفادة من نتائج هذه الدراسة للارتقاء بمستوى الأداء.

المصادر والمراجع:

أولاً- المراجع العربية:

1. حماشا، سوزان (2015). محددات هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير في تخصص المحاسبة، جامعة اليرموك، الأردن.
2. الرواشدة، روان (2015). هيكل رأس المال للمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم ومحدداته: دليل الأردن. دراسة ماجستير في تخصص المحاسبة، جامعة اليرموك، الأردن.
3. أحمد، إسلام (2011). أثر الهيكل التمويلي على الشركات المساهمة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح.رسالة ماجستير في قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.
4. الأغا، بسام (2005). أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على استثمار. الجامعة الإسلامية، غزة.
5. التهامي، عبد المنعم، القرشي، عبد الله، (2009)، (تأثير آليات حوكمة الشركات على الأداء المالي للبنوك اليمنية، دارسة تطبيقية).
6. الحمدان، ناصر والقضاة، علي (2013). أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية. مجلة المنارة، 19(4)، 159_186.
7. خصاونة، محمد (2011). أسياسيات الإدارة المالية، ط1، دار الفكر، عمان- الأردن.
8. رمضان، عماد والعقدة، صالح (2009). محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة الأردنية العامة. جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن.

9. الزبيدي، حمزة محمود (2004). الإدارة المالية المتقدمة. مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

10. عبد الجليل، توفيق (2014). أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 10(3)، 390_403.

11. عفاف، بلقاسم (2016). أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي لشركات التأمين- دراسة حالة. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.

12. السبيعي، بداح محسن (2012). العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط.

13. فتاح، أمال (2005). استخدام نظريتي الالتقاط والتبادل في تحديد هيكل رأس المال (رسالة دكتوراه). كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة بغداد.

14. ناصح، عادلة والبدران، عبد الخالق (2014). علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة -دراسة تطبيقية. مجلة العلوم الاقتصادية، 37(10)، 81_110.

15. النجار، جميل (2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين دراسة اختبارية. مجلة جامعة الأزهر، 15(1)، 281_318.

ثانياً- المراجع الأجنبية:

1. *Brealy & Allen & Myers(2006)(principles of corporate financial) McGrawHill, New York/ Irwin .*

2. *Chandrakumarmangalam, S., & Govindasamy, P. (2010). (Leverage–An Analysis and itsImpact on Profitability with Reference to Selected Cement Companies in India). European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 27, 53-66.*

3. *Karadeniz E & Serkan Y. K & Omer I &Yıldırım B. O (2011)(Firm Size and Capital Structure Decisions:) Evidence From Turkish Lodging Companies" Journal: International Journal of Economics and Financial Issues Vol: 1 Issue: 1 Pages: 1-11 Provider: DOAJ Publisher: EconJournal.*

4. *Mehdi Moradi , and Others .(2010).A study of The Effect of Financial Leverage on Earnings Response Coefficient throughout Income Approach: Iranian Evidence, International Review of Accounting,Banking and finance , Vol. 2, N0.2, PP.104-116.*

5. *Muhammad A & Wahid (2011) (Impact of Financial Leverage to Profitability Study of non-Financial Companies Listed in Stock Exchang Indones European) Journal of Economics، Finance and Administrative Sciences Issue 32 PP 136-148.*

6. *Ohman, Darush (2014). (Debt financing and firm performance: empirical study based on Swedish data). The Journal of Risk Financing, 16(1), 102_118.*

7. *Rehman W & Goher F & Mehboob A (2012) (Impact of debt structure on profitibily in textibl industry of pakistan (Journal: International Journal of Economics and Research Vol: 03 Issue: 02 Pages: 61-70 Provider:DOAJ Publisher: Sanben Agenc.*

8. *Ross, S. et al, (2001) Corporate Finance 6th ed McGraw.*

9. *Singapurwoko, Arif .(2011). The Impact of Financial Leverage to Profitability Study of Non-Financial Companies Listed in Indonesia Stock Exchange, European Journal of Economics, Financial and Administrative science, ISSN 1450-2275 Issue (32).*

ثالثاً- المواقع الإلكترونية:

1. موقع بورصة فلسطين للأوراق المالية،
http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx