

تاريخ الإرسال (2016-9-25). تاريخ قبول النشر (2016-11-8)

د. محمد عبد الحسن العفيف^{*1}
د. أنس علي القضاة²

¹ جامعة جرش - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية/قسم العلوم المالية والمصرفية/جرش - الأردن.
² كلية الإمارات للتكنولوجيا/قسم المالية والمصرفية/ ش. الشيخ حمدان/ ص. ب 41009/ أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة

* البريد الإلكتروني للباحث المرسل:

E-mail address: afeif500@yahoo.com

أثر التمويل طويل الأجل على خطر وربحية الشركات (دراسة تحليلية: قطاع الصناعة، بورصة عمان)

الملخص:

تبحث هذه الدراسة اختبار أثر التمويل طويل الأجل على كل من خطر وربحية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة (2009-2014). وتناول الباحثان عينة عشوائية تتكون من 20 شركة من المجتمع الصالح للدراسة. استخدم الباحثان نموذج الانحدار الذي يربط المتغيرات التابعة بالمتغير المستقل، حيث توصل الباحثان الى أن هناك أثر ذو دلالة إحصائية للتمويل طويل الأجل على كل من خطر وربحية الشركات الصناعية عينة الدراسة خلال الفترة المبحوثة، وبذلك يعمم الباحثان النتائج على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان في قطاع الصناعة. يوصي الباحثان أنه على إدارات الشركات أن تدرك كيفية تحديد المستوى المطلوب من التمويل طويل الأجل في هيكل استحقاق التمويل بما يتماشى مع الأثر والانعكاس على خطر وربحية تلك الشركات، وكما أوصى الباحثان بأن يتم البحث عن عوامل أخرى من قبل باحثين مستقبليين، كون القدرة التفسيرية لنماذج الدراسة المستخدمة بلغت على التوالي ما نسبته 39%، 41%.

كلمات مفتاحية:

التمويل طويل الأجل، الربحية، الخطر، نسبة العائد على حقوق الملكية، قطاع الصناعة.

The impact of long-term financing on the risk & profitability of the companies (Analytical Study: industrial sector, ASE)

Abstract

This study examines the impact of long term finance on both of the risk and profitability of industrial companies listed in Amman stock exchange for the period (2009-2014), the researchers addressed a random sample consisting of 20 companies.

The researchers used the regression model, which connects the dependent variables with the independent variable, where They found that there is statistically significant impact of long term finance on both of the risk and profitability for the study sample during the period under consideration, so the researchers circulated the results to all industrial companies listed in Amman stock exchange – industrial sector.

The researchers recommended that corporate managers have to realize how to know the required level of long-term financing in the structure of debt maturity consideration the degree of risk and profitability, As the researchers recommended that the search for other factors by prospective researchers, because of the ability of the explanatory models used in this study stood at 39%, 41%

Keywords:

financing, long-term financing, profitability, risk, rate of return on equity, the industry sector.

المقدمة:

يعد موضوع تمويل الأنشطة الاستثمارية في شركات الأعمال (Business Firms) من أهم المواضيع التي تشغل بال الإدارة بشكل عام والإدارة المالية (Financial Management) بشكل خاص، لما لهذا الموضوع من أهمية بالغة تنعكس على أداء الشركات وتعزز التنافسية في ما بينها في السوق سعياً لتحقيق الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية وهو تعظيم قيمة السهم في السوق وصولاً إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة لتعظيم ثروة الملاك، (حداد، 2015م). ومن هنا تعد وظيفة التمويل من أهم الوظائف في الهيكل التنظيمي لشركات الأعمال حيث أن قراراتها التمويلية لها انعكاسات على مستوى المخاطر ومقدار العوائد المتحققة من خلال تخفيض تكلفة التمويل والتي تكون نتيجة لاختيار مصادر التمويل وآجال استحقاقها وكذلك تخصيص هذه الأموال بالشكل الأمثل.

ومن المعروف لدى المفكرين الماليين والمستثمرين أن هناك نوعين من التمويل وفقاً لآجال استحقاقه وهما التمويل طويل الأجل والتمويل قصير الأجل، وإن تحديد هيكل استحقاق التمويل يخضع لعمليات المبادلة فيما بين العائد والمخاطرة (Campbell & Luis, 2005) (Risk-Return Tradeoff) وهذا يحكمه تفضيلات المستثمرين لمستوى المخاطر المقبول أو قرارات الإدارة حسب طبيعة الاستثمار سواء كان في الأصول المتداولة والذي يوفر السيولة أو في الأصول الثابتة والتوسعات الاستثمارية.

ركز الباحثان في هذه الدراسة على التمويل طويل الأجل لما لهذا التمويل من أثر على نمو الشركات وتطوراتها، وسيتم من خلال هذه الدراسة اختبار أثر التمويل طويل الأجل على خطر وربحية الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، وإيجاد نموذج قادر على إختبار هذا الأثر، كون التمويل طويل الأجل يعد جزءاً من بنية استحقاق التمويل الذي تختاره الشركات وفقاً لدرجة التفضيل والمبادلة فيما بين العائد والمخاطرة والتي تعتمد عليها تقرير سياسة رأس المال العامل (Working Capital policy) (راضي، 2009م).

مشكلة الدراسة:

يشير المفكرين الماليين والمراجع العلمية المالية إلى أن مصادر التمويل تقسم حسب آجال استحقاقها إلى مصادر طويلة الأجل،

(القروض طويلة الأجل ، حقوق الملكية) ومصادر قصيرة الأجل، (القروض قصيرة الأجل ، التسهيلات الائتمانية التي يقدمها، والمستحقات).

ووفقاً لنظرة تحليلية سريعة من قبل الباحثان على هيكل تمويل الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، وجد الباحثان أنه لا بد من التعرف على مدى إدراك إدارات الشركات لأهمية تحديد المستوى المطلوب من التمويل طويل الأجل في هيكل استحقاق التمويل بما يتماشى مع الأثر والانعكاس على خطر وربحية تلك الشركات، وفي ضوء ما سبق حدد الباحثان مشكلة البحث في الأسئلة التالية:

1. هل هناك أثر للتمويل طويل الأجل على خطر الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.
2. هل هناك أثر للتمويل طويل الأجل على ربحية الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.
3. هل هناك إدراك من إدارات الشركات لأهمية تحديد المستوى المطلوب من التمويل طويل الأجل في هيكل استحقاق التمويل في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.

أهمية الدراسة:

وفق المنهجية التحليلية التي اتبعها الباحثان، تبرز الأهمية العلمية لهذه الدراسة من خلال سد الفجوة البحثية في هذا الموضوع وتناولها بالتحليل مستوى التمويل طويل الأجل في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي وانعكاس ذلك المستوى على خطر وربحية تلك الشركات. وكذلك أهمية التمويل طويل الأجل في هيكل استحقاق التمويل (Maturity Structure Financing). أما من الناحية العملية وأهمية ذلك لقطاع الصناعة تحاول الدراسة إبراز أهمية تدبير الأموال اللازمة من المصادر المناسبة للوصول إلى مرحلة القفل المالي الناجح (Financial Close) للشركات موضوع الدراسة في تمويل استثماراتها الجديدة والمستقبلية، حيث يعتمد القرار في ذلك على العلاقة التبادلية فيما بين حجم العائد المطلوب ومستوى المخاطرة المقبولة لتحقيق الهدف الاستراتيجي وهو رفع القيمة السوقية للشركات.

أهداف الدراسة:

في ضوء أهمية الدراسة ، حدد الباحثان أهداف الدراسة فيما يلي:

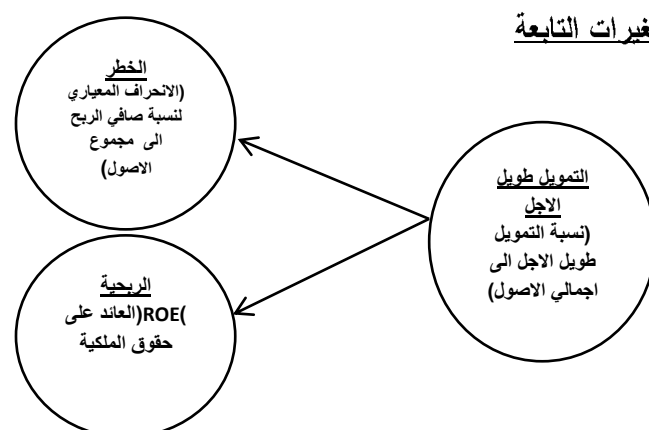
1. تحديد الأثر للتمويل طويل الأجل على خطر الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.
2. تحديد الأثر للتمويل طويل الأجل على ربحية الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.
3. اعطاء تصور كامل لأهمية التمويل طويل الأجل كأحد أهم مصادر التمويل.

النموذج الوصفي (Descriptive model):

الشكل رقم (1): النموذج الوصفي للدراسة

المتغير المستقل

المتغيرات التابعة



المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على متغيرات الدراسة 2016.

ثانياً: النموذج الرياضي للدراسة: (Mathematical Model)

(Model)

في ضوء متغيرات الدراسة المبينة في الشكل (1)، اعتمد الباحثان على النموذج الأكثر اعتماداً في تفسير الإنحدار وأثر العوامل المستقلة على العامل التابع سواء بشكل بسيط أو بشكل متعدد للكشف عن مدى وجود مشكلة امتداد خطي، حيث أن Jong, Jong (Kbir & Nguyen, 2007) اعتمد هذا النموذج عام 2007 لبيان شكل العوامل وتأثيرها على هيكل رأس المال في شركات الأعمال المستهدفة، وفقاً للنماذج الرياضية الآتية:

$$Risk = \alpha + \beta_1 * LTF + \epsilon_i \dots \dots \dots (1)$$

$$Profit = \alpha + \beta_2 * LTF + \epsilon_i \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن:

- (LTF) : مستوى التمويل طويل الأجل (Long Term Financing)
- B_1 : معامل الخطر
- Risk: خطر الشركات.
- B_2 : معامل الربحية.
- Profit: ربحية الشركات ، (Profitability)
- ϵ_i : الخطأ العشوائي (البواقي) (Residuals or Random Error)

فرضيات الدراسة:

وفقاً لأهمية البحث ومشكلة وأسئلة الدراسة والمتغيرات الواردة

في نموذج الدراسة، يعرض الباحثان الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى:

- H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على خطر الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2009-2014).

- H_1 : يوجد أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على خطر الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2009-2014).

الفرضية الثانية:

- H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على ربحية الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2009-2014).

- H_1 : يوجد أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على ربحية الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2009-2014).

متغيرات الدراسة والمقاييس المستخدمة:

أولاً: المتغيرات التابعة:

1. المخاطرة (Risk)

مخاطرة الشركات هي عدم انتظام العوائد أو انحرافها عن وسطها الحسابي، فعدم استقرار الأرباح نسبة اصول شركات المستثمر يشكل خطراً كبيراً على شركات الأعمال ، وهذا كله بسبب

2. الربحية (Profitability).

تعد الربحية من الأهداف الأساسية للمدراء الماليين في شركات الأعمال في الأجل القصير من أجل ضمان واستمراريتها وتحقيق الأهداف المنشودة حيث يصب هذا الهدف في جهود الإدارة لتحقيق هدفها الاستراتيجي وهو رفع القيمة السوقية للسهم الواحد وبالتالي رفع قيمة الشركة السوقية وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين (Maximization of Stockholder's Wealth) (Brigham & Hanston, 2001)، وتعتبر الربحية كذلك أمراً مهماً ينشده المستثمرون بشكل عام، ومؤشر مهم للمقرضين والممولين، وأداة هامة لقياس الكفاءة في استخدام الموارد من قبل الإدارة وتعتبر أيضاً من أهم القرارات المالية (Financial Decisions) من خلال الاهتمام بمفهوم المبادلة بين العوائد والمخاطر بنظر الاعتبار (The Tradeoff between Risk & Return) (العامري، 2013م).

ويمكن قياس ربحية الشركات من خلال قدرة الشركة على توليد الأرباح التشغيلية والتي يعبر عنها من خلال مدخل صافي الربح. ويمكن كذلك قياسها إما من خلال العائد على الأصول، وإما من خلال العائد على حقوق الملكية أو من خلال كلا المؤشرين اللذان في الواقع يستندان على مدخل صافي الربح الشامل (المحاسب الأول، 2010م).

وسيعتمد الباحثان في هذه الدراسة في قياس الربحية بالاعتماد على نسبة العائد على حقوق الملكية (Return On Equity) نسبة العائد على حقوق الملكية وهي نسبة صافي الدخل إلى حقوق الملكية وكما يلي (Graham & Harvey, 2001):

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Equity}} \dots \dots \dots (4)$$

وكان السبب وراء اختيار الباحثان لنسبة العائد على حقوق الملكية لقياس الربحية هو أن حقوق الملكية تعد من أهم عناصر التمويل طويل الأجل في الشركات المساهمة العامة.

ثانياً: المتغير المستقل (التمويل طويل الأجل):

تنشأ الحاجة إلى التمويل طويل الأجل، نتيجة للتوسعات التي تنوي المنشآت القيام بها. وهذا النوع من التمويل يستحق الدفع

حالة عدم التأكد أو اليقين المتعلقة باحتمالات تحقق تلك العوائد، ولكل استثمار درجة معينة من المخاطر حيث يسعى المستثمر العادي في ظلها إلى تحقيق أعلى عائد ممكن، (خريوش، وجودة، وارشيد، 2013م).

وتتعرض الشركة من خلال النشاطات التي تمارسها إلى نوعان من المخاطر: المخاطر المنتظمة (Systematic Risk) أو المخاطر السوقية (Market Risk)، وهي التي تكون ناجمة عن عوامل خارجة عن إرادة الشركات وتؤثر في السوق بشكل عام ولا يمكن للشركات تجنب مثل هذه المخاطر ومنها الكوارث الطبيعية والإضرابات العمالية وحالات الكساد العامة، والمخاطر غير المنتظمة (Unsystematic Risk)، والتي تكون ناجمة عن عوامل داخل الشركة وتؤثر فقط على الشركة وحدها أو على قطاع أو صناعة معينة وهذا النوع من المخاطر يؤثر على العوائد المتوقع تحقيقها من قبل شركات الأعمال أو المستثمرين، ويمكن للشركات تجنب مثل هذه المخاطر من خلال ما يسمى بالتنوع (Diversification) (رمضان، 1998م).

والمقصود بالخطر في هذه الدراسة هي المخاطر غير المنتظمة (Unsystematic Risk)، وهي التي تتجم عن سوء تقدير في اختيار التركيبة المناسبة للهيكل المالي في شركات الأعمال، أي أن المخاطر المالية تتجم عن أخطاء إدارة الشركة وهذه الأخطاء لها آثاراً سلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات تمويلية خاطئة نتيجة عدم الاعتماد على المعلومات الدقيقة والصحيحة قد يؤثر على أداء الشركة المالي. وهناك الكثير من الشركات التي تعرضت للإفلاس بسبب الفشل في الوفاء بالتزاماتها تجاه المقرضين وعدم قدرتها على تحقيق العائد المطلوب من قبل الملاك، ولذلك يجب على الإدارة أن تسعى دائماً إلى تحقيق الفعالية الإدارية في اتخاذ القرارات المناسبة، وسيتم الاعتماد في قياس الخطر في هذه الدراسة من خلال الانحراف المعياري لنسبة صافي الدخل إلى إجمالي الأصول (خريوش وآخرون، 2013م؛ Rajan & Zingales 1995).

$$\text{Risk} = SD \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}} \dots \dots \dots (3)$$

أدنى أو أعلى من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة ، كما أن حملة هذه الأسهم لا يشتركون في التصويت كحملة السندات ، ولهم الأولوية بعد حملة السندات في استرداد حقوقهم عند التصفية للمنشأة . وتجمع هذه الأسهم بعض الشروط التي تصدر على أساسها السندات ، كقابلية إلى التحويل لأسهم عادية ، أو القابلية للاستدعاء في الوقت الذي تحدده المنشأة المصدرة لهذه الأسهم. هذا وتعد الأسهم الممتازة من أقل مصادر التمويل طويلة الأجل شيوعاً، ويمكن الاستغناء عنها بإصدار الأسهم العادية أو السندات (آل شبيب، 2012م).

3. الأرباح المحتجزة (Returned Earnings):

يعتبر التمويل باحتجاز الأرباح للشركات وعدم توزيعها على المساهمين من وسائل التمويل الذاتية لتلك الشركات، ويعتبر مصدر متاحاً ومنخفض المخاطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى سواء إصدار أسهم عادية جديدة أو قروض جديدة ، وتحدد الأرباح المحتجزة بناء على نسبة توزيع الأرباح المقررة، فكلما انخفض معدل التوزيع زادت الأرباح المحتجزة والعكس صحيح. ومن الجدير بالذكر أن تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تساوي كلفة التمويل بالأسهم العادية كونها من أدوات الملكية ولكنها في الواقع هي أقل كلفة بنسبة ضريبة الدخل على الأفراد وتكاليف الإصدار. (الحنوي ، 2000م).

ثانياً: التمويل المقترض ويتكون من السندات والقروض المصرفية طويلة الأجل:

السندات (Bonds).

يمثل السند قرضاً طويل الأجل يستحق الدفع في فترات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت ، وتقوم المنشأة بدفع قيمة السند عند استحقاقه علاوة على دفع الفوائد حسب ما يتفق عليه وتكون في أوقات منتظمة . ويختلف السند عن باقي أنواع القروض الأخرى طويلة الأجل ، من حيث أنه يباع إلى فئات مختلفة (جمهور عادي ، ومؤسسات مالية) ، بينما يتم الحصول على القروض المصرفية من مصادر معينة ومحدودة . كما أن مشتري السند يمكنه بيعه لجهة أخرى حسب رغبته ، في حين أن القروض المصرفية لا يجوز في الغالب تحويلها لجهات أخرى . كذلك يتم إصدار السندات بأسعار موحدة (قحف، 1998م).

والوفاء بعد فترة زمنية تزيد عن العام الواحد، ومن الأفضل إنفاقه على الأصول الثابتة (Fixed Assets) . ومن هنا تبدو الأهمية الكبيرة للتمويل طويل الأجل الذي كثيراً ما يحدد سرعة واتجاه نمو المنشآت، كما أن مهمة تدبيره تعد من المهام الأساسية للمدير المالي، وذلك لتلبية احتياجات المنشأة من الأموال المطلوبة سواء لعملياته الحالية، أو للأغراض التوسعية والتحسينات.

يتم الحصول على التمويل طويل الأجل من أسواق رأس المال، وذلك من خلال الاقتراض طويل الأجل المباشر وإصدار السندات والاسهم العادية والممتازة واحتجاز الأرباح ، وتقسم مصادر التمويل طويل الأجل إلى مصادر تمويل بالدين وتشمل الاقتراض طويل الأجل وإصدار السندات ، ومصادر التمويل بالملكية وتشمل إصدار الأسهم العادية واحتجاز الأرباح ، أما الأسهم الممتازة فإنها تعد أدوات تمويل تحمل صفات الدين (Bonds) والملكية (Stokes) لذلك تسمى أدوات مالية هجينة (Hybrid) . (الشديفات، 2001م).

أنواع مصادر التمويل طويلة الأجل: تتكون مصادر التمويل طويل الأجل من نوعين من التمويل:

أولاً: التمويل الممّلك ويتكون من الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة:

1. الأسهم العادية (Stokes):

يعد هذا النوع من الأسهم من أكثر الأنواع شيوعاً ، وهو عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخول لصاحبها الحصول على الأرباح بعد سداد الالتزامات للآخرين . كما أن لحامل السهم العادي حق المشاركة في إدارة المنشأة . وتعتبر هذه الأسهم مصدراً أساسياً للتمويل وتكوين رأس المال ، خاصة في مرحلة التأسيس حيث يتم تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية في شكل أسهم يتم طرحها للجمهور مرة واحدة . كما قد تتغير قيمة السهم العادي تبعاً لتغير ظروف المنشأة المالية والظروف الاقتصادية عامة (العامري، 2013م) .

2. الأسهم الممتازة (Preferred Stokes):

يعتبر هذا النوع من الأسهم وسطاً بين الأسهم العادية والسندات ، وتعرف بالأدوات المالية الهجينة ، فهي تشبه الأسهم العادية كونها حصة في ملكية المنشأة ، كما يحق لحاملها المطالبة بحصته. وتشبه السندات كونها تحصل على عائداً ثابتاً ، حيث تضمن المنشأة حداً

1. القروض المصرفية طويلة الأجل (Long-term bank loans)

تحصل الشركات على قروض طويلة الأجل من البنوك أو شركات التأمين أو من أي مؤسسات مالية أخرى ، ويستحق سداد هذه القروض بفوائدها على عدد معين من السنوات يتراوح في العادة ما بين 10 إلى 15 سنة . وقد يتفق على تسديد هذه القروض على دفعات متساوية أو غير متساوية حسب علاقة الجهة المقرضة بالجهة المقترضة وتقديرها لظروفها . وغالباً ما تلجأ المنشآت إلى هذا النوع من التمويل ، لتلبية الاحتياجات المالية لمشروعات تحتاج لمدة طويلة للتنفيذ . ولذلك يمكن للجهة المقرضة أيضاً السداد لقيمة هذا القرض على شكل دفعات، وتسمى طريقة السداد هكذا بالسداد التدريجي. ويتم حساب قيمة الدفعة وفقاً لهذه الطريقة باستخدام الأساليب الكمية أو من خلال الكشف في جداول الدفعات لمبلغ واحد بسعر فائدة معين (The Loan Interest Rate) ولمدة معينة (Loan Term)، وذلك على أساس أن القرض ما هو إلا ودیعة بفائدة معينة ومطلوب استردادها خلال مدة معينة، (Jason & Teodora, 2011).

واعتمد الباحثان في قياس نسبة التمويل طويل الأجل (LTF) في هذه الدراسة على نسبة الالتزامات طويلة الأجل وحقوق الملكية الى اجمالي الأصول وكما يلي، (Wetston & Singh, 2014):

$$\text{Long Term Liabilities} + \text{Equity}$$

$$\text{Total Assets}$$

..... (5)

الدراسات السابقة

الدراسات العربية:

1. الحمدا ن و القضاة (2013م) بعنوان: "أثر هيكل رأس

المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية"، اختبرت هذه الدراسة أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وعددها (13) مصرفاً للفترة الزمنية 1991-2010. واستخدمت هذه الدراسة تحليل البيانات الجدولية (Panel data) باستخدام نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية وطريقة المربعات الصغرى العامة (GLS) لاختبار فرضيات الدراسة . وقد أظهرت

النتائج أن هيكل رأس المال مقيساً بنسبة المطلوبات إلى الموجودات لها تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على أداء المصارف الأردنية مقيساً بالعائد على الموجودات، والعائد على حقوق الملكية، ونصيب السهم من الأرباح الصافية. وأما نسبة حقوق الملكية إلى الموجودات فقد أظهرت النتائج بأن لها تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على العائد على الموجودات، وتأثير سلبي وذو دلالة إحصائية على كل من نصيب السهم من الأرباح الصافية والعائد على حقوق الملكية، بينما حجم المصرف كان له تأثير موجب وذو دلالة إحصائية على أداء المصارف الأردنية.

2. النجار (2013م) بعنوان: "مدى تأثير الرفع المالي على

الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة/اختبارية"، هدفت الدراسة الى اختبار أثر الرفع المالي على الاداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وذلك وفقاً لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على المبيعات (ROS)، ونمو المبيعات والقيمة السوقية للشركة التي تم احتسابها وفقاً لنموذج Tobin's q، ومعرفة إيهما أكثر تأثيراً بالرفع المالي . تمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

حيث تم اختبار عينة مكونة من عشرين شركة بعد تحقيقها لشروط معينة خلال فترة الدراسة (2004-2011). تم استخدام نماذج الانحدارات لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني . توصلت الدراسة الى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية : العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على المبيعات (ROS)، وأن هناك أثراً سلبياً للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة ويمتد لعدة سنوات لاحقة. وأوصت الدراسة بأن تقوم ادارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقويم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول الى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه الشركات ، و اقرار قوانين

الأصول، معدل النمو) والعوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات تفحص الدراسة أثر العوامل الخاصة بالشركة والسوق في الهيكل المالي باستخدام معادلة الانحدار المتعدد، وذلك باستخدام مقياس الهيكل المالي، والمتمثل في نسبة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول). وكانت أهم نتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في (الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو) والهيكل المالي، حيث أن حجم الشركة وهيكل الأصول كان له أثر إيجابي في مقياس الهيكل المالي، في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقياس الهيكل المالي، أما معدل النمو فقد كان له أثر إيجابي في الهيكل المالي، وكذلك أثبتت النتائج عدم وجود أثر العوامل الخاصة بسوق رأس المال والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم في سوق رأس المال)، في قرارات المديرين الماليين في الشركات، وأن هذه العوامل لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي.

5. **عدوي (2011) بعنوان: "محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء".** بينت الدراسة بأن الشركات تحاول البحث عن هيكل تمويل مناسب لها، يخدم جميع الأطراف ويحافظ على توازنها المالي واستقرار سياساتها. ويحدد الهيكل المالي بعد تقدير احتياجات الشركة من الدين القصير والطويل الأجل وتقدير موارد التمويل المتاحة لها وتكلفة كل هذه الموارد ومقارنتها بالعائد المتوقع للمؤسسة. كما أشارت الدراسة إلى أن اختيار هيكل تمويلي أمثل يكون بمراعاة عدة عوامل خاصة بالشركات. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد والهيكل المالي، وأن حجم المؤسسة ومعدل العائد هما المحددين الرئيسيين للهيكل المالي للمؤسسة.

اقتصادية تتيح المجال للشركات المساهمة العامة في فلسطين استخدام قرض السندات وأدوات مالية أخرى تتيح المجال لبدائل متعددة أمام هذه الشركات أثناء استخدام الرفع المالي في التمويل.

3. **وليد وشاكر وعك (2012م) بعنوان: "أثر التمويل طويل الأجل في صافي الربح: دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية"**، هدفت الدراسة إلى تحديد طبيعة أثر التمويل طويل الأجل الذي تحصل عليه الشركات من مصادر تمويلية متنوعة على صافي الربح، والتي تتيح للمنظمة أن تختار من بينها لتمويل عملياتها، إذ تعد من الضروريات الأساسية لتعظيم صافي الربح الذي تحصل عليه. وعلى الرغم من هذه العملية إلا أن هناك قصوراً واضحاً لدى العديد من المنظمات العراقية في دراسة أثر العلاقة بين هذين المتغيرين. وقد تم الحصول على بيانات البحث من خلال الدليل السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، إذ تم اختيار بيانات عينة من المصارف العراقية والبالغ عددها 5 مصارف وللفترة من (2004-2007)، وقد أكدت معظم نتائج التحليل بأن هناك علاقة عكسية بين التمويل طويل الأجل وبين صافي الربح، وتوصلت الدراسة إلى أن مصادر التمويل طويلة الأجل هي أقل ربحية من مصادر التمويل الأخرى، ولذلك أوصى البحث بضرورة قيام المنظمات بالموازنة بين مصادر التمويل المختلفة ودراسة إيجابيات وسلبيات كل مصدر قبل اختيار مصادر تمويلها.

4. **المومني و حسن، (2011) بعنوان: "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان" خلال الفترة (1996-2007).** بحثت هذه الدراسة في العوامل المؤثرة في اختيارات مدراء الشركات لنسبة الدين بالهيكل المالي، وطبقت هذه الدراسة على شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي والبالغ عددها (54) شركة خلال الفترة ما بين 1996 و 2007، وهدفت الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في (الحجم، هيكل الأصول، العائد على

الرفع المالي الإجمالية والقروض قصيرة وطويلة الأجل لـ 145 شركة مدرجة في البورصة على سبعة عوامل للفترة 2003-2007 و 2008 على حدة، وتوصلت الدراسة إلى أن الربحية التي تم قياسها مع العائد على حقوق المساهمين كانت عاملاً محدداً مهماً مع إشارة سلبية سواء بالنسبة لسنوات النمو الاقتصادي والاضطرابات، مبينة أن الشركات تفضل الأموال الداخلية لتمويل أنشطتها كخيار أول، ووجدت الدراسة أيضاً أن الشركات في سنة الأزمة التي تم تقييم الأسهم العامة فيها بأقل من قيمتها وفي غياب الأموال الداخلية اعتمدت اعتماداً كبيراً على الإلتزامات المصرفية بغض النظر عن حجمها وهيكل المخاطر، وأظهر التحليل أيضاً أنه في أوقات التوسع الاقتصادي تفضل الشركات الاقتراض القصير الأجل عندما يكون لديها مخاطر تشغيل منخفضة وقيمة ضمان كبيرة نسبياً والتي كانت علامة على أهمية تكاليف الإفلاس والصفقات

5. دراسة (Fattoh,2005)، هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تركيبة الهيكل المالي ونسبة الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل - في الهيكل التمويلي للشركات الكورية الجنوبية، وقد أثبتت الدراسة أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال وبين معدل نمو المبيعات، هيكل المنافسة، هيكل الأصول، اتجاهات الإدارة، اتجاهات المقرضين.

الدراسة التطبيقية. أولاً: منهجية الدراسة:

اعتمد الباحثان في إعداد هذه الدراسة على المنهج الاستنباطي الاستقرائي بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة للشركات المستهدفة خلال الفترة (2009-2014) لاختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع في الدراسة خلال تلك الفترة. واعتمدت الدراسة أساساً على البيانات المنشورة في التقارير السنوية للشركات من خلال بورصة عمان (ASE) إضافة إلى الأدبيات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، واستخدم الباحثان التحليل المالي من خلال استخدام بعض النسب المالية وكذلك التحليل الإحصائي لتحليل البيانات التي تم جمعها باستخدام الحزم الإحصائية الجاهزة (SPSS).

ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة:

تألف مجتمع الدراسة من جميع شركات قطاع الصناعة الأردنية المساهمة العامة والمدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2009-

الدراسة (Correlations) جدول رقم (1) مصفوفة الارتباط بين متغيرات

		ROE	Risk	LTF
ROE	Pearson Correlation	1	0.004	0.003
	Sig. (2-tailed)		0.003	0.028
Risk	Pearson Correlation	0.004	1	0.0035
	Sig. (2-tailed)	0.003		0.165
LTF	Pearson Correlation	0.003	0.0035	1
	Sig. (2-tailed)	0.028	0.165	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل 2016.

ويتبين أيضاً من الجدول الثاني رقم (3) أن مستوى المعنوية لنموذج الدراسة بلغ 0.0029 وهو أقل من قيمة مستوى المعنوية المقبول 0.05 ، وهذا يعني أن النموذج مقبول عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01.

رابعاً: اختبار الفرضيات.

الفرضية الأولى H0: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على خطر الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2009-2014).

الجدول التالي يبين نتيجة اختبار الفرضية الأولى:

جدول رقم (4) نتائج تقديرات الخطر التمويل طويل الأجل

Coefficients a

Model (1)	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
LTF	-.068	.047	-.324	2.698	.015

a. Dependent Variable: Risk

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل 2016.

من الجدول (4) أعلاه يبين نتيجة اختبار المتغير المستقل (LTF) مع المتغير التابع وهو (Risk)، ويتضح أنه من خلال المقارنة بين قيمة (t) الجدولية وقيمة (t) المحسوبة نجد أن قيمة (t) المحسوبة أكبر من الجدولية والقيمة المعنوية أقل من (0.05)، وعليه يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة.

بمعنى أنه يوجد أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على خطر الشركات عينة الدراسة للفترة (2009-2014).

الفرضية الثانية H0: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على خطر الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2009-2014).

الجدول التالي يبين نتيجة اختبار الفرضية الثانية:

يتضح من الجدول أعلاه ومن خلال معامل ارتباط بيرسون (Pearson)، أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة بين المتغيرات قبل تحليلها وهذا يدل على عدم تأثر النتائج بمخرجات النماذج التي وضعها الباحثان ، سواء كان عند مستوى دلالة (0.01) ** أو عند مستوى دلالة (0.05) * ، وعليه فقد أكمل الباحثان عملية التحليل واختبار الفرضيات دون الحاجة الى عمل اختبار (VIF) (the variance inflation factor) ، وهو ما يثبت شدة العلاقة الخطية بين المتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة. ولمعرفة مدى ملائمة النماذج وإمكانية قبولها عاد الباحثان لنتيجة اختبار (F) الذي اجري على النموذجين ، والذي يوضحه الجداول التالية :

جدول رقم (2) اختبار ANOVA (b) F الخاص بالنموذج

الأول

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.147	2	.074	0.003	0.05(a)
	Residual	.462	17	.027		
	Total	.609	19			

(A) Predictors: (Constant), LTF.

(B) Dependent Variable: Risk.

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل 2016.

جدول رقم (3) اختبار ANOVA (b) F الخاص بالنموذج

الثاني

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.137	2	.065	0.0029	0.05(a)
	Residual	.382	17	.031		
	Total	.519	19			

(A) Predictors: (Constant), LTF.

(B) Dependent Variable: ROE.

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل 2016.

يتبين من الجدول الأول رقم (2) أن مستوى المعنوية لنموذج الدراسة بلغ 0.003 وهو أقل من قيمة مستوى المعنوية المقبول 0.05 ، وهذا يعني أن النموذج مقبول عند مستوى معنوية 0.05 أو عند مستوى معنوية 0.01.

جدول رقم (5) نتائج تقديرات الربحية والتمويل طويل الأجل

Coefficients a

Model (1)	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
LTF	.102	.063	.358	1.627	.009

a. Dependent Variable: ROE

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل 2016.

من الجدول أعلاه يبين نتيجة اختبار المتغير المستقل (LTF) مع المتغير التابع وهو (ROE)، ويتضح أنه من خلال المقارنة بين قيمة (t) الجدولية وقيمة (t) المحسوبة نجد أن قيمة (t) المحسوبة أكبر من الجدولية والقيمة المعنوية أقل من (0.05)، وعليه يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة.

بمعنى أنه يوجد أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على ربحية الشركات عينة الدراسة للفترة (2009-2014).

ولمعرفة القدرة التفسيرية للنموذج الأول تناول الباحثان نتيجة التحليل كما في الجدول أدناه:

الأول جدول رقم (6) القدرة التفسيرية للنموذج

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.457(a)	0.423	0.39	.05413

a Predictors: (Constant: Risk), B, LTF

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل 2016.

ومما يظهره الجدول أعلاه نجد أن القدرة التفسيرية للنموذج الأول بلغت (39%) بمعنى أن المتغير المستقل (LTF) يستطيع تفسير ما نسبته 39% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (Risk).

ولمعرفة القدرة التفسيرية للنموذج الثاني تناول الباحثان نتيجة التحليل كما في الجدول أدناه:

جدول رقم (6) القدرة التفسيرية للنموذج الثاني

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.492(a)	0.465	0.41	.06483

a Predictors: (Constant: ROE), B, LTF

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل 2016.
ومما يظهره الجدول أعلاه نجد أن القدرة التفسيرية للنموذج بلغت (41%) بمعنى أن المتغير المستقل (LTF) يستطيع تفسير ما نسبته 41% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (ROE).
نتائج الدراسة.

بعد الاطلاع على نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الفقرات السابقة يلخص الباحثان نتائج الدراسة كالآتي:

النتيجة الاولى: بعد الاطلاع على الجدول رقم (4) الوارد فيه قيمة (t) الجدولية (0.0023) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وبذلك توصل الباحثان الى أن هناك أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على خطر الشركات عينة الدراسة للفترة (2009-2014) وهذا يتفق مع الفكر المالي وأدبيات الدراسات السابقة والتي أفادت بأن هناك مخاطر ترافق القرار المالي وتسمى مخاطر تمويلية، والتي تتحدد وفقاً لفترة الاستحقاق، وبذلك يعمم الباحثان هذه النتيجة على جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

النتيجة الثانية: بعد الاطلاع على الجدول رقم (5) الوارد فيه قيمة (t) الجدولية (0.0033) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وبذلك توصل الباحثان الى أن هناك أثر ذو دلالة احصائية للتمويل طويل الأجل على ربحية الشركات عينة الدراسة للفترة (2009-2014) وهذا يتفق أيضاً مع الفكر المالي وأدبيات الدراسات السابقة، حيث أفادت بأن ادوات التمويل طويلة الأجل كالأسهم والسندات والقروض المباشرة طويلة الأجل والارباح المحتجزة لها تأثيرها القوي على ربحية الشركات وذلك حسب كلفة كل عنصر من عناصر التمويل التي تنعكس على الربحية، وبذلك يعمم الباحثان هذه النتيجة على جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

النتيجة الثالثة: استطاع النموذج الاول تفسير ما نسبته 39% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع من خلال العوامل التي تناولتها الدراسة ، لذلك هذا يعني أن ما نسبته 61% من التغيرات يعزى لعوامل أخرى.

النتيجة الرابعة: استطاع النموذج الثاني تفسير ما نسبته 41% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع من خلال العوامل التي تناولتها الدراسة ، لذلك هذا يعني أن ما نسبته 59% من التغيرات يعزى لعوامل أخرى.

التوصيات

بناءً على مات قدم يوصي الباحثان بما يلي:

1. على إدارات الشركات أن تدرك كيفية تحديد المستوى المطلوب من التمويل طويل الأجل في هيكل استحقاق التمويل بما يتماشى مع الأثر والانعكاس على خطر وربحية تلك الشركات.
2. على الباحثين المستقبليين في هذا المجال قياس أثر التمويل قصير الأجل إضافة إلى التمويل طويل الأجل على كل من خطر وربحية الشركات.
3. على الباحثين المستقبليين البحث عن عوامل أخرى لم تدرج في هذه الدراسة مثل العائد على الأصول ، التمويل بالدين ، سيولة الشركات ، الرفع المالي ، حجم الشركات ... الخ.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- رمضان، زياد. (1998م). *مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي*، ط1، دار وائل للنشر، الأردن.
- الشديفات ، حمدون. (2001م). *الإدارة المالية والتحليل المالي* ، ط1 ، دار وائل للنشر، الاردن .
- العامري ، محمد . (2013م). *الإدارة المالية الحديثة*، ط1، ال ، الاردن، دار وائل للنشر .
- عبد الجليل ، توفيق. (2008م). *أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية*. المجلة الاردنية في ادارة الاعمال 10 (3)، ص ص 390-403.
- عبد الرحمن، طلعت. (1987م). *أثر التغير في الهيكل التمويلي على ربحية المنشأة*، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة.
- عدوي ، هاجر. (2011). *محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية : دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء*، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، الجزائر.
- قحف ، منذر. (1998م، 4 تشرين الثاني) ، *سندات الإستثمار المتوسطة وطويلة الأجل* ، ورقة مقدمة للندوة الفقهية الخامسة ، بيت التمويل الكويتي.
- المحاسب الأول (2010)، *مدونة العلوم المالية والادارية، السيولة (د.ن.)*.
- المومني ،غازي فلاح ؛ وحسن، علي محمود.(2011). *محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان* ، دراسات العلوم الادارية ، (38) 2، ص ص. 367-379.
- النجار، جميل. (2013م). *مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة/اختبارية*، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، (15) 1، ص ص 281-318.
- وليد، حسين؛ و شاكر، علي؛ علك، وعبد الناصر. (2012م). *أثر التمويل طويل الأجل في صافي الربح: دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية*، مجلة دراسات محاسبية و مالية، جامعة بغداد، (7) 20 ، 215-233.

- حداد ، فايز . (2015). *الإدارة المالية*، مجلد1، ط4. عمان، دار حامد للنشر والتوزيع.
- الحمدان، ناصر؛ القضاة، وعلي. (2013م). *أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية*، مجلة المنارة، (19) 4، ص ص 159-186.
- الحناوي، محمد. (2000م). *الادارة المالية والتمويل*، ط1، دار الجامعة للنشر والطباعة والتوزيع، القاهرة.
- خريوش، حسني؛ وجودة، محفوظ؛ وارشيد، عبد المعطي. (2013م). *الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق*. ط2، دار زهران للنشر، الأردن.
- دليل الشركات (2016م)، بورصة عمان.
- راضي، حمد. (2009م). *العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات: دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية*، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية ، (1) 4 ص ص، 8-37.

المراجع الأجنبية:

- international data*. Journal of finance. Vol. 50, PP. 1421-1460.
- Sun Park, K., (2015), *Capital Structure Redux: Maturity, Leverage, and Flexibility*. Journal of Financial Economics, vol. 115 (1), pp. 136-154.
- Wetston, H. & Singh, R., (2014). *Market – Based Long-Term Financing Solutions for SMEs and infrastructure*, The International Organization of Securities Commissions website www.iosco.org
- Abbadi, S., & Abu-Rub, N., (2012). *The Effect of Capital Structure on the Performance of Palestinian Financial Institutions*, British Journal of Economics, Finance & Management Sciences, 3 (2), pp 92 – 101.
- Al-Shamaileh M. & Khanfar S. (2014). *The effect of financial leverage on the Profitability in the Tourism companies (Annalistic study – Tourism sector-Jordan)*. Journal of Business and economic Research. Vol 4, No. 2, PP 251-264.
- Brigham, Eugene F. & Honston, Joel F. (2001). *Fundamentals of financial management*. Harcourt. Inc.U.S.A.
- Campbell, John, & Luis Viceira. (2005). *the Term Structure of the Risk-Return Tradeoff*. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 11119
- DeAngelo, H., & R.W. Masulis, 1980). *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*. Journal of Financial Economics 8. PP. 3-29.
- Fattoh, Bassam. (2005). *Capital structure in South Korea: a quintile regression approach*. Journal of Development Economics, No. 76. P:231-250
- Graham, John R. & Harvey, Campbell R. (2001). *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*. Journal of Financial Economics. Elsevier. vol. 60 (2-3. pp 187-243.
- Jason A. & Teodora P. (2011). *Bank Loans for Private and Public Firms in a Credit Crunch*. Working Paper. Bank of Canada. PP 1701-9397.
- Jong, A., & Kabir, R. & Nguyen, T., (2007). *Capital Structure Around the world: The Roles of Firm and country Specific Determinants*. Erasmus Research Institute of Management – EFA 2006 Zurich Meeting paper, PP. 311-351.
- Parlak, Deniz, (2010). *Determinants of Capital Structure Policies of Turkish Manufacturing Firms*, the Business Review, Cambridge Vol. 14, No. 2, PP.147- 153.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). *What do we know about capital structure? Some evidence from*

✓ هذا البحث بدعم من جامعة جرش الاهلية - عمادة البحث العلمي