

Received on (31-01-2023) Accepted on (26-04-2023)

<https://doi.org/10.33976/IUGJEB.31.3/2023/2>

The impact of financing decision on market stock returns: An Empirical Study on listed Corporations on PEX using the panel models

Mohammed S.Hamouda; Prof. Nihaya A. El-Telbani; Prof. Yousif H. Ashour

Management Department - Al-Azhar University; Management Department Al-Azhar University; Management Department - The Islamic University

*Corresponding Author: mohammed.hamouda@alazhar.edu.ps

Abstract:

The study aimed to investigate the effect of financial decision-making on the stock market returns of publicly listed companies in the Palestine Stock Exchange, using a descriptive method to present and analyze data, and a quantitative analysis method represented by "Panel Data Method". The study sample consists of publicly traded companies listed on the Palestine Stock Exchange, excluding banks, financial institutions, and insurance companies due to the difference and specificity of their financial decision-making compared to other companies. Therefore, the study sample consists of 32 publicly listed companies in the Palestine Stock Exchange, distributed across three sectors: services, manufacturing, and investment. The results showed a significant negative correlation between the total debt to total assets ratio and stock market returns, a significant negative effect of the short-term debts to total assets ratio on stock market returns, no significant effect of the long-term debts to total assets ratio on stock market returns, a significant positive effect of equality on stock market returns, and finally a significant negative effect between the total debts to equality on stock market returns. The study recommended that the board of directors of publicly traded companies listed on the Palestine Stock Exchange should avoid financing investments through high levels of debt, and that companies should exercise caution when turning to debt financing to reduce financing cost. Additionally, management must conduct a financial study and evaluation of the financial structure to achieve the optimal financial structure to ensure a positive impact of the financial structure on their stock market returns.

Keywords: financing decision, market stock returns, listed Corporations on PEX, panel models.

أثر القرار التمويلي على عوائد الأسهم السوقية: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نماذج البانل

أ. محمد سعدو حمودة؛ أ.د. نهية عبد الهادي التلبناني؛ أ.د. يوسف حسين عاشور

قسم إدارة الأعمال - جامعة الأزهر؛ قسم إدارة الأعمال - جامعة الأزهر؛ قسم إدارة الأعمال - الجامعة الإسلامية

الملخص:

تهدف الدراسة إلى بيان تأثير القرار التمويلي على عوائد الأسهم السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال الاعتماد على المنهج الوصفي في عرض البيانات وتحليلها، ومنهج التحليل القياسي ممثلاً في "نماذج البانل"، وطبقت الدراسة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وتم استبعاد البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين لاختلاف وخصوصية قرارها التمويلي عن باقي الشركات، وعليه شملت الدراسة 32 شركة مدرجة في البورصة وعاملة في قطاعات (الخدمات، الصناعة والاستثمار)، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر عكسي معنوي بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وعوائد الأسهم السوقية، وأثر سلبي معنوي لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم السوقية، وعدم وجود أثر معنوي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم السوقية، وأثر طردي معنوي لحقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم السوقية، وأخيراً أثر عكسي معنوي بين إجمالي الديون على إجمالي حقوق الملكية على عوائد الأسهم السوقية، أوصت الدراسة مجالس إدارة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بضرورة تجنب تمويل الاستثمارات من خلال مستويات مرتفعة من المديونية، كذلك على الشركات توخي الحذر في حالة التوجه للتمويل بالدين لتقليل نسبة تكلفة التمويل، كما يتوجب على إدارة الشركات أن تقوم بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل لضمان التأثير الإيجابي للهيكل التمويلي على عوائد أسهمها السوقية.

كلمات مفتاحية: القرار التمويلي، عوائد الأسهم السوقية، بورصة فلسطين، نماذج البانل.

أولاً: مقدمة:

يعتبر مصطلح العولمة المالية وشدة المنافسة بين الشركات من أكثر التحديات أمام الشركات التي تسعى تطوير نفسها والحفاظ على استقرارها وزيادة فرص نموها ودخولها أسواق جديدة. وهذا بدوره يؤثر على فرص بقاء ونمو الشركات في الأسواق وضمن استمرارية أنشطتها، ويعد قرار التمويل للشركات من أكثر المشاكل تعقيداً. لأنه يؤثر على الشركات استراتيجياً، كما يتطلب من الشركات المقارنة بين مصادر التمويل المختلفة لتشكيل توليفه مالية. وتحديد مصادر التمويل ونسبة التمويل من كل مصدر مما يجعله قرار صعب ودقيق. (بن قبي وآخرون، 2022)، ويلعب الهيكل التمويلي دوراً مهماً في معالجة المشكلات المالية التي تعرقل عمل الشركات، ومن خلال تكوين هيكل تمويلي يخدم أهدافها، ويمكنها من تقوية مركزها التنافسي في السوق. (الداحول وكنجو، 2022)

ويعتبر عائد السهم السوقي من المؤشرات المالية القوية لأداء الشركات التي يهتم بها المستثمرون بشكل كبير، وتؤثر على قراراتهم بصورة ملحوظة، ويلاحظ أن هناك العديد من العوامل المسؤولة عن التغير في أسعار أسهم الشركات وعوائدها، وتمثل طريقة تمويل الاستثمارات، وتكوين الهيكل التمويلي أحد أهم هذه العوامل لما يعطيه من إشارات للمستثمرين سواء إيجابية أو سلبية (Akomeah et al, 2022)

فيجب على الشركات الوصول إلى قرار تمويلي أمثل يحسن من عوائد أسهمها السوقية (Obeidat et al., 2021)، ليس هناك شك في أن القرار التمويلي له تأثير على عوائد أسهم السوق، فقد تزيد أو تنقص قيمة الأسهم، بسبب كيفية توظيف الشركات للأموال التي شكلت من خلالها هيكلها التمويلي. و تعتبر عوائد الأسهم السوقية وقرار التمويل من أساسيات نجاح جميع الشركات، حيث يعتبر تكوين الهيكل التمويلي المناسب مهم للشركات فلو وجد أن معدلات العائد للشركة أعلى من تكلفة الاعتماد في الهيكل على الديون يمكن الاعتماد على الدين والعكس يمكن للشركة في حال الحصول على معدلات عائد أقل من تكلفة الاقتراض يجب على الشركة الاعتماد على التمويل بالملكية والابتعاد عن الاقتراض في تمويل مشاريعها، نظراً لأن عائد السهم سيتجه نحو الانخفاض مع ارتفاع درجة الرفع المالي. (برودي، فلايلي، 2020)

ثانياً : مشكلة الدراسة:

تختلف عوائد الأسهم السوقية في فلسطين باختلاف الشركات والقطاعات الاقتصادية التي تعمل فيها، خصوصاً وأن الشركات الفلسطينية تعيش ظروفاً نادراً ما تجد مثيلاً لها في دول العالم مثل عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والجغرافي، تنعكس هذه الظروف على الأداء المالي العام لهذه الشركات ويقلل من عوائد أسهمها السوقية كما يخفض من كفاءتها الائتمانية ، ويجعل قرارها التمويلي قرار منخفض البدائل، كما يتأثر المستثمر بهذه العوامل مما يجعل قابليته للمخاطرة منخفضة للغاية ، ونجد أن العديد من الشركات في بورصة فلسطين حسب تقاريرها المالية المنشورة تعاني من مشكلة في الأداء المالي وتحاول رفع عوائد أسهمها السوقية من خلال هيكل تمويلي مناسب لأهداف الشركة يضمن لها الاستمرارية ، ونجد ان عوائد الأسهم السوقية تتأثر بالعديد من العوامل أهمها هيكل التمويل. (بعبوات، 2020)، ويضيف الباحثين هنا أن الشركات تعاني من بعض مشاكل في ادائها المالي وعوائد الأسهم السوقية وذلك حسب عدد من الدراسات مثل دراسة بعبوات (2020) وأبو شمالة وآخرون (2017) ودراسة النجار (2013) ونرى أن موضوع الربط بين القرار التمويلي من جهة وعوائد الاسهم وقيمتها السوقية للشركات من جهة أخرى مازال موضوع جدلي لدى الباحثين فنجد انه قد اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين القرار التمويلي وعوائد الأسهم مثل دراسة (Bangun and Natsir, 2023)، السيد وآخرون (2021)، عسيري (2020)، Rehman (2020). وحسب التقرير السنوي في ملخص الأداء المالي للشركات المنشور على منصة بورصة فلسطين فلقد انخفضت عوائد الأسهم في سنة 2020 مقارنة بسنة 2019 بنسبة 53% وكان هبوط في نسبة الأرباح بمعدل 32% ، ونظراً لما تشكله بورصة فلسطين من نشاط اقتصادي هام من خلال التداولات بداخلها وحجم الاستثمار، ومن خلال مراجعة أغلب

التقارير الصادرة عن بورصة فلسطين خلال الفترة الزمنية ما بين 2010-2020 لوحظ أن هناك تذبذب واضح وكبير في الأداء المالي وخصوصاً في نسبة العوائد على الأسهم والربحية . وكان هناك تراجع ملحوظ في سنة 2020 في عدد الأسهم المتداولة بنسبة 40% وانخفاض قيمة الأسهم بنسبة 31%، حيث بلغت القيمة السوقية نهاية عام 2020 حوالي 446.3 مليار دولار أمريكي بانخفاض بلغت نسبته 27.8% عن نهاية العام الذي سبقه 2019 (التقرير السنوي: بورصة فلسطين، 2020) ، فإن العوائد السنوية للأسهم السوقية في فلسطين تتفاوت باختلاف الشركات، وتتأثر بعدة عوامل، منها هيكل تمويلها، الظروف الاقتصادية والسياسية، ومستوى التشريعات والتنظيمات الحكومية المتعلقة بالسوق المالية في فلسطين على ما سبق تتبلور مشكلة الدراسة في السؤال الرئيس التالي:

ما أثر القرار التمويلي بأبعاد قياسه (إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول - الديون القصيرة إلى إجمالي الأصول - الديون طويلة إلى إجمالي الأصول - حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول - إجمالي الدين إلى إجمالي حقوق الملكية) على عوائد الأسهم السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

ثالثاً: فرضية الدراسة:

"هناك أثر معنوي للقرار التمويلي بأبعاد قياسه على العائد السوقي للسهم للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية".

وينتزع منها الفرضيات الفرعية التالية :

- هناك أثر معنوي للقرار التمويلي مقاساً بإجمالي الدين إلى إجمالي الأصول على العائد السوقي للسهم للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية .
- هناك أثر معنوي للقرار التمويلي مقاساً بإجمالي الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على العائد السوقي للسهم للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية .
- هناك أثر معنوي للقرار التمويلي مقاساً بإجمالي الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على العائد السوقي للسهم للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية .
- هناك أثر معنوي للقرار التمويلي مقاساً بإجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على العائد السوقي للسهم للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية .
- هناك أثر معنوي للقرار التمويلي مقاساً بإجمالي الدين إلى إجمالي حقوق الملكية على العائد السوقي للسهم للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية .

رابعاً: أهداف الدراسة:

- تسليط الضوء على القرار التمويلي وأنواعه المختلفة من خلال تحليل النظريات ذات العلاقة .
- التعرف على ماهية عوائد الأسهم السوقية وتوضيح أهميتها .
- تحليل النظريات ذات العلاقة من أجل توضيح العلاقة بين القرار التمويلي وعوائد الأسهم السوقية .
- دراسة وتحليل أثر القرار التمويلي على العائد السوقي للسهم للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية.
- التوصل إلى نتائج وتوصيات تساعد على اتخاذ قرار تمويلي يُعظم عوائد الأسهم للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية.

خامساً: مراجعة الأدبيات السابقة:

يعتبر الهيكل التمويلي من أهم مواضيع الإدارة المالية في الشركات، وانطلاقاً من ذلك تعددت الأبحاث والدراسات المرتبطة بذلك، وعلى إثر ذلك يستعرض الباحثين أهم وأبرز الدراسات ذات العلاقة بموضوع الدراسة.

- دراسة Bangun and Natsir (2023) وضحت تأثير القيمة الاقتصادية المضافة والرافعة المالية والسيولة على أسعار الأسهم السوقية في الصناعة التحويلية المسجلة في بورصة إندونيسيا في الفترة 2018 إلى 2020، وقد تم اجراء الدراسة بأخذ عينة مكونة من 71 شركة ، وتمثلت النتائج في أن الرافعة المالية والسيولة كان لهما تأثير إيجابي وهام على أسعار الأسهم، في حين أن القيمة الاقتصادية المضافة لم يكن لها تأثير كبير على أسعار الأسهم السوقية.
- دراسة عطية وعلي (2023) هدفت الدراسة الي التعرف على تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم وتم تطبيق الدراسة على 98 شركة من الشركات التي تنتمي الي قطاعات غير مالية وتم قياس الرافعة المالية بنسبة إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، وتوصلت الدراسة الي وجود تأثير موجب بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية حيث أن قيمة الشركة تزداد مع زيادة الرافعة المالية لأن فوائد القروض تخفض الضريبة وبالتالي تزداد الأرباح وتزداد قيمة الشركة وسعر سهمها في السوق.
- دراسة Staples (2022) هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير هيكل التمويل على أسعار الأسهم على الشركات الصناعية في غانا للفترة ما بين 2011-2019 وأوجدت الدراسة أن العلاقة بين هيكل التمويل وأسعار الأسهم ضعيفة وأشارت أن هيكل التمويل ليس متغير للتنبؤ بأسعار الأسهم .
- دراسة Nguyen (2022) هدفت الدراسة الي تحديد العلاقة بين هيكل التمويل وسعر السهم لـ 438 شركة مدرجة في بورصة فيتنام وتم قاس الهيكل التمويلي بنسبة إجمالي الديون، وتشير النتائج إلى أن هناك تأثير سلبي للهيكل التمويلي مقاساً بإجمال بالدين على أسعار الأسهم .
- دراسة برودي وفيلالي (2020) توصلت إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون وربحية السهم للمؤسسة قيد البحث في المدى الطويل والقصير أيضاً، وذلك من خلال بحث أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي خلال الفترة 2005-2019 دراسة قياسية باستعمال نموذج ARDL للفترة ماب بين 2005-2019 وتمثل ربحية السهم العادي المتغير التابع، أما المتغيرات المستقلة تمثلت في نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون، وتوصلت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وربحية سهم المراعي في المدى الطويل، بينما تكون نسبة تلك العلاقة موجبة في المدى القصير، وكذلك وجود علاقة موجبة بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون وربحية سهم المراعي في المدى الطويل والقصير
- هدفت دراسة Rehman وآخرون (2020) إلى توضيح تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم السوقية دراسة حالة لقطاع النسيج في بورصة باكستان وتم استخدام عينة عشوائية مكونة من 50 شرة في بورصة الأوراق المالية في باكستان خلال الفترة (2013-2018) ، تم استخدام نسبة اجمالي الديون الي حقوق الملكية ونسبة تغطية الفائدة كوكيل للرافعة المالية، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير سالب بين نسبة الديون وعوائد الأسهم السوقية .
- بحثت دراسة Ravindrana & Kengatharan (2021) تأثير الرافعة المالية على ربحية الشركة: دليل من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة كولومبو- سريلانكا، خللت الدراسة 82 شركة غير مدرجة في بورصة الأوراق المالية خلال الفترة 2013-2017، وعيّرت الدراسة عن المتغير المستقل في الرافعة المالية ممثلاً بنسبة الدين إلى حقوق الملكية، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرافعة المالية على ربحية الشركات، ووجود أثر سلبي بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والربحية، وأخيراً أظهرت أن المتغيرات الضابطة الأخرى لا تظهر تأثيراً كبيراً على العائد على الأصول واعتبرت متغيرات غير مهمة.
- دراسة عسيري (2020) هدفت إلى بحث وتحليل أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي كدراسة تطبيقية في الشركات السعودية، وتكون مجتمع الدراسة من بعض شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية السعودي، وتكونت عينة الدراسة

من 75 شركة في خمس قطاعات انتاجية (الطاقة، انتاج الأغذية، السلع طويلة الأجل، السلع الرأسمالية، المواد الأساسية)، وتوصلت إلى وجود علاقة عكسية ما بين الديون قصيرة الأجل وعائد السهم السوقية، حيث أن زيادة الديون قصيرة الأجل يؤدي إلى انخفاض عائد السهم السوقية، كذلك كانت حقوق الملكية لها تأثير سلبي أيضاً على عائد السهم السوقية، في حين أن الديون طويلة الأجل ليس لها تأثير على عائد السهم السوقية،

- هدفت دراسة العمار و غيا (2018) إلى دراسة أثر القرار التمويلي في الربحية دراسة تطبيقية على شركات صناعة النسيج في سورية وذلك خلال الفترة (2000-2016)، واعتمدت الدراسة على المتغير المستقل القرار التمويلي مقاساً بنسبة الديون الإجمالية إلى إجمالي الأصول ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرافعة المالية كمؤشر لقياس القرار التمويلي على ربحية الشركات، ووجود أثر سلبي بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والربحية.

سادساً: التعقيب على الدراسات السابقة:

يتضح من خلال استعراض ومراجعة الأدبيات السابقة التي تتعلق بمتغيرات الدراسة، أن هناك تنوعاً في موضوعات الدراسات السابقة وأهدافها وأدواتها وتنوع في الجوانب التي عالجتها وطرق علاجها وهناك اهتمام واضح بمتغيرات الدراسة محل البحث، والسعي لاستثمارها الاستثمار الأمثل، لتحقيق النتائج والأهداف المرجوة، ومن خلال استعراض الدراسات السابقة العربية والأجنبية تبين أن معظمها تطرقت إلى موضوعات متعددة ومتشابهة مع الدراسة الحالية من حيث الجانب النظري فيما يتعلق بمفهوم القرار التمويلي وأبعاده ومكوناته والعوامل المؤثرة به وكيفية قياسه. وتبين أن الجانب التطبيقي لتلك الدراسات تم في بيئات مختلفة.

تعد هذه الدراسة امتداد لمجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت في مضمونها دراسة هيكل التمويل وأثره على الاداء المالي للشركات، فما يميز هذه الدراسة انها تناولت أثر قرار التمويل على عوائد الاسهم السوقية، حيث تسعى الشركات إلي الحفاظ على مزيج تمويلي يحقق لها أعلى عائد للسهم مع الحفاظ على نسبة مخاطر قليلة، وتكمن أهمية الدراسة في دورها في مساعدة الإدارة في اتخاذ قرارات التمويل، سواء من خلال حقوق الملكية، أو التمويل بالدين، بما يحقق أعلى معدل عائد لأسهمها وأقل تكلفة تمويل، كما تساهم الدراسة في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم، فكلما كان عائد الاسهم السوقية مرتفع وتم استغلال الأصول بطريقة كفؤة يكون لذلك تأثير في قرارات المستثمرين، ونؤكد هنا أن في الدراسة الحالية مجتمع الدراسة يمتلك ظروفًا بيئية واقتصادية خاصة تختلف عن مثيلاتها سواء كان في الدول العربية أو حتى الأجنبية، وسيتم الاعتماد على أسلوب Panel Data وهو من الأساليب الجديدة والغير مستخدمة بشكل كبير في الدراسات الفلسطينية، بالإضافة إلى طول فترة الدراسة المستخدمة حيث تستهدف الفترة من العام 2013 إلى العام 2021.

سابعاً: الإطار المفاهيمي:

قرارات التمويل تلعب دور مهم في عمل الشركات، لذلك من المهم لصناع القرار أن يكون لديهم فهم دقيق لقرارات التمويل والمراحل المختلفة التي يمرون بها من أجل اتخاذ القرارات المثلى للتمويل، ودرس باحثو الإدارة المالية على نطاق واسع هذه القضية المتعلقة بتمويل الشركات لأنها تمثل إحدى الركائز الأساسية لتطويرها، حيث تساعد على توفير التمويل اللازم لأنشطتها لضمان استمراريتها، وتُشمل الشركات استثماراتها إما من خلال التمويل الداخلي أو الاعتماد على التمويل من مصادر خارجية أخرى، وبالنظر إلى عملية اختيار الهيكل التمويلي الأمثل، وجدنا أنه من الضروري اتخاذ قرار تمويل عقلاني من خلال إجراء مقارنة جيدة لمصادر التمويل المتاحة واختيار أنسبها.

فيرى بوريه(2020): بأن القرار التمويلي هو القرار المتعلق بالحصول على الأموال بشكل ملائم، واستخدامها بكفاءة بما يكفل تحقيق الأهداف المرسومة.

كما قام كل من **Brigham Et Ehrhardt** بتعريف القرار التمويلي من خلال توضيحهما أن الشركات ولغرض زيادة حجم مبيعاتها فهي بحاجة إلى التمويل سواء بالدين أو عن طريق الأموال المملوكة، وعلى هذا يعرفانه على أنه توليفة من الديون وحقوق الملكية. (Hard,2009)

ويعرف الباحثين قرار التمويل بأنه قرار لتحقيق التوازن بين جلب التمويل (طويل الأجل أو قصير الأجل) من خلال وسائل الدين (الرفع المالي) أو الأموال المملوكة لتحقيق الهيكل المتوازن المرغوب بأقل تكلفة، وذلك التمويل يهدف إلى تحقيق أقصى قدر من تعظيم قيمة الشركة.

مفهوم الهيكل المالي:

يمكن تعريف الهيكل التمويلي بأنه " جانب الخصوم من الميزانية، أي جانب حقوق الملكية والمطلوبات الذي يبين كافة المصادر التمويلية التي تعتمد عليها الشركات. (الداحول، كانجو، 2022)

كما يعرف "بأنه مزيج من رأس المال الممتلك ورأس المال المقترض التي تستخدمه الشركات لتمويل برامجها الاستثمارية: (2017 Pais,

وبناء على ما سبق يعرف الباحثين الهيكل المالي بأنه " الأسلوب الذي يتم به تمويل استثمارات الشركة. ويعبر عنه بالتزامات وحقوق ملكية من الميزانية العمومية، بما في ذلك الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية".

مصادر هيكل التمويل:

تُعرف مصادر التمويل على أنها " مجموعة الطرق والأدوات التي تعتمد عليها إدارة المشروع لجلب الأموال اللازمة لتغطية أنشطتها الاستثمارية". (vernimmen et al, 2022).

يمكن تصنيف مصادر التمويل زمنياً إلى مصدرين (طويل الأجل - قصير الأجل)، وبحسب مبدأ المواءمة تستخدم الأموال طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل، والأموال قصيرة الأجل لتمويل استثمارات قصيرة الأجل (Quiry et al, 2022).

أولاً: مصادر طويلة الأجل للتمويل

أ. مصادر طويلة الأجل - عن طريق حقوق الملكية

1. **الأسهم العادية:** هي وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول تطرح للاكتتاب العام، وغير قابلة للتجزئة وغير مستحقة الدفع في تاريخ محدد، مما يعني أنها دائمة طوال عمر الشركة ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة، سواء لتحديد قيمة هذه الأرباح أو المدة التي سيتم تحقيقها. (Shim,2022)

الأسهم الممتازة : تعتبر أحد مصادر التمويل طويل الأجل وهي جزء لا يتجزأ من حقوق الملكية، تصدرها الشركات إلى فئة المستثمرين الذين لا يرغبون في مخاطر الأسهم العادية، ولا يوجد تاريخ محدد لاستحقاق الأسهم الممتازة، حيث يعتمد ذلك على سياسة الشركة المعنية ومتطلباتها المالية. وعادة ما توفر الشركات الممتازة توزيعات أرباح منتظمة للمساهمين ، والأسهم الممتازة لها قيمة اسمية وقيمة سوقية ودفترية. (آل الشيب، 2010)

الاحتياطات الإيجابية والاختيارية والخاصة : هي المبالغ التي تحتفظ بها الشركات والمؤسسات المالية كاحتياطي لتلبية الالتزامات المستقبلية ولتحسين قدرتها على تحمل المخاطر المالية وهي مصادر تمويل لا تقل أهمية عن المصادر الأخرى المحجوزة ذاتياً، حيث لا يجوز لشركات إعطاء أي أرباح على المساهمين إلا بعد خصم (10%) في الغالب، من صافي أرباحها السنوية لحساب الاحتياطي الإيجابي، ولا يجوز تعليقها إلا بعد أن يصل الرصيد المتراكم لها إلى ربع رأس المال المصرح به للشركة، يجوز بعد الحصول على موافقة الجمعية العمومية الاستمرار في هذا الخصم حتى يصل الرصيد المتراكم إلى مبلغ يعادل رأس مال الشركة المصرح به، وينطبق الشيء نفسه على الاحتياطي الاختياري، حيث يجوز للجمعية العمومية البناء على اقتراح مجلس الإدارة بخصم (20%) من صافي أرباحه السنوية لحساب الاحتياطي الاختياري لاستخدامه في

الأغراض التي يقرها مجلس الإدارة، لحساب الاحتياطي الخاص، هذا لاستخدامه في أغراض الطوارئ أو التوسع، أو لتقوية المركز المالي للشركة ومواجهة المخاطر التي قد تواجهها في المستقبل. (عذاب ومحمود، 2021)

ب. مصادر طويلة الأجل للتمويل – من غير حقوق الملكية

1. القروض طويلة الأجل: وهي عقود ملزمة لكل من المقرض والمقرض، وتكون الشركة ملزمة بسداد أصل القرض وفائدته الدورية خلال مدة القرض بحسب الاتفاق المبرم بين المقرض والمقرض، وهي مضمونة أو غير مضمونة وفق لقوة المقرض ومركزه المالي. (Brigham & Houston, 2021)

2. السندات: هي أوراق مالية لأدوات دين صادرة عن دول أو الشركات، ويتم تداولها على الأفراد والشركات بهدف الحصول على أموال طويل الأجل. (Brigham & Houston, 2021)

ثانياً: مصادر تمويل قصيرة الأجل:

أ. الائتمان التجاري: هو عبارة عن مصدر قصير الأجل للتمويل يعطيه المورد إلى المشتري عند قيامه بشراء البضائع بغرض بيعها مرة أخرى، أو يمكن تعريفه بأنه تمويل قصير الأجل يعطيه الموردون إلى المشتري عندما يقوموا بالشراء بغرض إعادة البيع في المستقبل وله عدة طرق مثل الحساب المدين، الكمبيالات و الشيكات المؤجلة. (Hoang, 2019)

ب. الائتمان المصرفي: نطلق على القروض قصيرة الأجل قروض ذاتية التشغيل، لأنها تساعد في ذروة الإنتاج، وبيع البضائع، والحصول على قيمة الذمم المدينة، ويمكن للمشروع سداد القرض تلقائياً من خلال التدفق النقدي المحقق خلال فترة القرض، و البنك عادة ما يشترط أن يتم سداد قيمة القرض في غضون عام واحد. (حميد ومحمد، 2022)

ويؤكد الباحثين على أن التمويل قصير الأجل هو التمويل الذي يتم توفيره لمدة تصل إلى سنة واحدة ويعد أحد الوسائل المهمة لتمويل النشاط التجاري الحالي للشركات قصير الأجل، ويشمل عادة السيولة النقدية التي تستخدم لتمويل الأنشطة اليومية مثل شراء المواد الخام والأجور والإيجارات.

عوائد الأسهم السوقية:

مفهوم عوائد الأسهم السوقية: العائد الذي يأمل المستثمر في المستقبل أن يحصل عليه نظير استثماره في أمواله، حيث يسعى المستثمر دائماً إلى استثمار أمواله مقابل عائد وتعميم ثروته، عن طريق استثمار هذه الأموال لفترة زمنية محددة. (الحلبي وكانجو 2021)

أهمية عوائد الأسهم السوقية:

تعد العوائد السوقية للسهم بمثابة مقياس يفيد المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على صورة كاملة لكيفية أداء أوراقهم المالية، وتهتم الإدارة بقيمة عوائد الأسهم السوقية لأهميتها في تقييم المخاطر والاستثمارات، ومدة تأثيرها على الاقتصاد الوطني، وتكمن أهميتها في مدى اهتمام المستثمرين المحتملين والحاليين، وكذلك الإدارة، بهذه العوائد لما لها من دور مهم في تقييم الاستثمارات والمخاطر المرتبطة بها، ومدى تأثيرها على الاقتصاد الوطني ويهتم المستثمر بالعائدات ويريد أن يعرف أين يضع أمواله وما سيحصل عليه، لذلك عندما يرغب أي شخص في استثمار أمواله، فعليه أن ينظر إلى العائد المتوقع على الاستثمار، كما أنه مهم أيضاً لشركات الإدارة ومديريها، لأن السوق يعتبر في غالب الأحيان مقياساً دقيقاً وسريعاً لإنجازاتهم، وهو أحد المقاييس لما إذا كانوا يسيرون على الطريق الصحيح أو يسيرون على الطريق الخطأ، كما أنها مهمة لوضع السياسات المسؤولين عن الاقتصاد الوطني لأن كل قرار سواء كان سياسياً أم اقتصادياً يؤثر على حالة السوق والاقتصاد الوطني. (فاعور وآخرون، 2021)

من خلال السابق مما سبق يؤكد الباحثين على أهمية العائد السوقي للسهم لكل من الإدارة و المستثمر حيث نجد المستثمر يهتم بعوائد الاسهم السوقية لمعرفة أين يستثمر أمواله، وما سوف يعود عليه من هذا الاستثمار، كما أن هذه العوائد تشكل مؤشر مهم

وحيوي للإدارة لمعرفة ما إذا كانت تسير في الطريق الصحيح أم لا على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو مقياس سريع ودقيق لإنجازاتهم.

عوائد الأسهم وعلاقتها بالقرار التمويلي (الهيكل التمويلي):

تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة أسهم الشركة السوقية من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية حيث أنه يدور جدل بين العلماء والممارسين في حقل الادارة المالية ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه ، وما إذا كان الهيكل المالي الأمثل يؤثر على قيمة الشركة ، (قريني و بورديمية، 2022) ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك لتمويلي للشركات لأنه كل نظريات الهيكل المالي تحاول تفسير كيفية تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة السوقية من خلال معرفة ما إذا كان يمكن للشركة أن تزيد من ثروة الملاك من خلال الاعتماد على القروض، وإلى أي مدى يجب الاعتماد على القروض؟ ويوجد وجهتي نظر. الأولى خاصة بالعالمين مودجيلياني وميلر، والتي مفادها أنه ليست هناك علاقة بين الهيكل المالي وقيمة الشركة ، أما الثانية والتي تبلورت فيما بعد في صورة نظرية هيكل التمويل الأمثل فهي ترى أن الهيكل المالي الأمثل يؤثر على قيمة الشركات من خلال تأثير كل من الوفورات والضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة ، إن الارتباط ما بين عوائد الأسهم والهيكل التمويلي (الاقتراض - حقوق الملكية) يزداد داخلياً نتيجة الاستثمار الأمثل والسياسات المالية المتبعة في الشركة . (الحمودني ، 2012) يعد الهيكل التمويلي من العوامل الهامة التي تؤثر على عوائد الأسهم السوقية وأسعارها، وهو يتعلق بكيفية تمويل الشركات لأنشطتها ومشاريعها المختلفة. يتألف الهيكل التمويلي للشركات عادةً من ثلاثة عناصر رئيسية وهي: التمويل بالدين من خلال المبالغ المستدانة من الجهات الخارجية أو رأس المال الممتلك، وتؤثر هذه العناصر على عوائد الأسهم السوقية بطرق مختلفة. فعلى سبيل المثال، يمكن أن تؤدي زيادة نسبة الديون في الهيكل التمويلي إلى زيادة الدخل المتوقع للشركة، وبالتالي زيادة قيمة السهم السوقية. ولكن في المقابل، يزيد الدين عادةً من المخاطر التجارية التي يواجهها الشركة، مما يؤدي في بعض الأحيان وهذا قد يؤدي إلى تقليل ثقة المستثمرين في الشركة وبالتالي تخفيض قيمة السهم السوقية. على الجانب الآخر، يزيد رأس المال الذاتي في الهيكل التمويلي عادةً من مستوى الثقة في الشركة ويخفض من المخاطر التجارية، ويؤدي في بعض الأحيان إلى زيادة قيمة السهم السوقية. (STAPLES,2022) ، وبالتالي، يمكن القول بأن الهيكل التمويلي للشركات يؤثر على عوائد الأسهم السوقية، ويمكن للمستثمرين أن يحققوا عوائد أكبر من خلال التركيز على الشركات التي تستخدم هيكل تمويلي صحيح ومتوازن يمكن الشركات من تحقيق الاستقرار المالي وتعزيز نموها في المستقبل، ويتطلب من المستثمرين دراسة هذه العوامل قبل اتخاذ أي قرارات استثمارية.

ثامناً: منهجية الدراسة:

اعتمد المنهج الوصفي في عرض البيانات وتحليلها، بالإضافة إلى المنهج القياسي للتحليل ممثلاً في نماذج البيانات المقطعية الطولية والمعروفة بنماذج البائل لتحليل الأثر بين القرار التمويلي وعوائد الأسهم السوقية، ولتحقيق ذلك تتجه الدراسة إلى استخدام نماذج البائل بناءً على المنهج المتبع في الدراسات السابقة، وتستخدم نماذج البائل عادةً عندما تحتوي العينة المراد اختبارها على بيانات متجانسة وغير متجانسة والتي تختلف باختلاف طبيعة خصائص الشركات أو الأفراد المكونة لهذه العينة.

مجتمع الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من 31 شركة مساهمة عامة مدرجة موزعة على ثلاث قطاعات رئيسية (الخدمات، الصناعة والاستثمار)

مصادر وأدوات جمع البيانات:

أ- **المصادر البيانات:** تم جمع بيانات المنظمات الاقتصادية المدرجة في البورصة للفترة الزمنية ما بين 2013-2021 من خلال التقارير المنشورة للشركات على الموقع الإلكتروني الرسمي للبورصة الفلسطينية والشركات على الانترنت للحصول على أرقام كمية تمثل متغيرات الدراسة ومن ثم تحليل هذه البيانات باستخدام برنامج التحليل الإحصائي STATA . وتم

الحصول على البيانات من مصادر ثانوية أخرى مثل الكتب، المراجع العربية والأجنبية، والمقالات والأبحاث، والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، والمجلات العلمية المنشورة وبعض مواقع الانترنت.

ب- أدوات الدراسة:

بعد مراجعة الدراسات السابقة والأبحاث وجمع البيانات ذات الصلة بموضوع القرار التمويلي وتأثيره على عوائد الاسهم السوقية للفترة ما بين (2013-2021) من البيانات المنشورة على الموقع الإلكتروني الرسمي للبورصة الفلسطينية (www.pex.ps) وبالإضافة إلى البيانات المنشورة في التقارير السنوية للمنظمات الاقتصادية المدرجة، قام الباحثين باحتساب قيم المتغيرات المستقلة والتابعة للحصول على نسب لكل شركة تشمل كل متغير من المتغيرات خلال الفترة المذكورة، تم استخدام تحليل البيانات الزمنية المقطعية الطولية (The panel data analysis) لتحليل الدراسة و اكتسبت هذه النماذج في الآونة الأخيرة اهتماماً خاصة بالنسبة للدراسات الاقتصادية لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلافات بين الوحدات المقطعية

تاسعاً: إجراءات التحليل:

اعتمد التحليل على طريقة المربعات الصغرى المجمعة Pooled OLS و من ثم اختبار تجانس الشركات، و في حال أن اختبار Breusch-Pagan LM test للتجانس، اقتضى أن الشركات المدرجة في العينة موطن الدراسة غير متجانسة فإن التقدير يقتضي أن يتم بواسطة نماذج البانل Panel Data models بشقيها الثابت والعشوائي Fixed and Random effects. ويمكن افتراض أن المنظمات الاقتصادية في مجتمع الدراسة بأنها غير متجانسة بالاعتماد على المفاهيم المالية كون أن هذه المنظمات تندرج تحت قطاعات مختلفة وتتمتع بخصائص غير متجانسة. ولتحديد أيًا من نماذج الأثر العشوائي والثابت الأكثر دقة في تحليل البيانات فإن الدراسة يجب أن تجري اختبار Hausman test، و لاختبار صلاحية و دقة النتائج، فإنه يجب اختبار المشاكل القياسية الخاصة بنماذج البانل و بالتحديد مشكلة عدم ثبات حد الخطأ Heteroscedasticity، و مشكلة التعدد الخطي Multicollinearity، و مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation باستخدام اختبار Wooldridge test for autocorrelation بالإضافة إلى مشكلة استقلالية البيانات المقطعية Cross sectional independence من خلال اختبار Pesaran (2015) test for weak cross-sectional dependence. وتماشياً مع الدراسات العالمية في التحليل التطبيقي لنماذج المالية فيتوجب هنا اختبار مشكلة التداخل Endogeneity والتي يمكن قياسها عن طريق اختبار Durbin-Wu-Hausman (DWH)، و فيما لو اتضح وجود هذه المشكلة فإننا سوف نتجه إلى استخدام طريقة Generalized Method of Moments (GMM)، ومجدداً يمكن تقادي هذه الخطوة على اعتبار أن جميع نماذج الدراسات المالية تعاني من مشكلة التداخل. وبالرجوع إلى الأدبيات السابقة التي تم استخدامها وخاصة دراسة كل من (عسيري، 2020)، (العمار وغيا، 2018)، (Rehman, et al. 2012) وغيرها تم بناء النموذج القياسي المراد تحليله وعليه تستهل هذه الدراسة التحليل ببناء نموذج عام كما يلي:

$$Y_{it} = \alpha + \beta \sum_{i=1}^n X_{it} + \gamma \text{ Financing decision}(FD)_{it} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

حيث أن:

Y : هو المتغير التابع قيد الدراسة ويعكس العوائد على الأسهم السوقية في البورصة الفلسطينية وتم قياسه بـ (سعر الاغلاق - سعر الافتتاح / سعر الافتتاح).

α : هو الحد الثابت

X : هو مجموعة من المتغيرات الضابطة والتي تتفق الدراسات على أنها محدّدات العوائد على الأسهم وتنقسم إلى متغيرات ضابطة المتعلقة بالشركة وأخرى متعلقة بمجلس الإدارة، وتشمل المتغيرات الضابطة المتعلقة في الشركات عمر الشركة (Firm age)، حجم الشركة مقاساً بلوغاريتم الأصول (Log Assets)، فرص النمو مقاساً بنسبة القيمة السوقية للشركة إلى القيمة الدفترية

(Market to Book ratio)، والكفاءة الائتمانية مقاساً بمؤشرات (Z-SCOR)، أما المتغيرات الضابطة المتعلقة بمجلس الإدارة فهي تشمل عدد أعضاء مجلس الإدارة (No. of directors)، والمستوى الأكاديمي للأعضاء مقاساً بمتوسط عدد الحاصلين على درجة الدكتوراه (PhD holder).

β : هو متجه $(n \times 1)$ حيث أن n هي عدد المتغيرات الضابطة.

Financing decision: وهو المتغير المستقل الرئيس في الدراسة ويمثل القرار التمويلي مقاساً بعدة مؤشرات هي: نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (Total liabilities / Total assets)، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول (Short liabilities / Total assets)، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (Long liabilities / Total assets)، نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى الأصول (Equity / Total assets)، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية (Total liabilities / Equity).

γ : وهي معامل القرار التمويلي والمعامل موطن الاهتمام في هذه الدراسة.

μ : ويقاس أي تأثيرات ثابتة غير مدرجة في النموذج وتتعلق بالشركات.

λ : ويقاس أي تأثيرات ثابتة غير مدرجة في النموذج و تتعلق بالسنوات.

ϵ : حد الخطأ.

التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

استخدم الباحثين مجموعة من المعايير الإحصائية لوصف متغيرات الدراسة والتي تتمثل في الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأقل وأكبر قيمة لكل متغير وتتلخص النتائج في الجدول التالي:

جدول رقم (1): المعايير الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	رمز المتغير	الوسط الحسابي	الانحراف معياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
عائد السهم السوقي	Y	1.659	1.687	.135	12.496
إجمالي الديون لإجمالي الأصول	FD ₁	.279	.171	.006	.751
نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي	FD ₂	.19	.123	.004	.563
نسبة الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول	FD ₃	.089	.093	0	.482
نسبة حقوق الملكية لإجمالي الأصول	FD ₄	.55	.192	.215	.964
نسبة إجمالي الديون لحقوق الملكية	FD ₅	.562	.548	.006	3.022

المرجع: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات التحليل في البرنامج الإحصائي STATA

يعبر الجدول عن المعايير الإحصائية المختلفة لمتغيرات الدراسة والتي تتمثل في عدد المشاهدات والوسط الحسابي والانحراف المعياري وأقل قيمة وأكبر قيمة لكل متغير منها. يتضح أن النموذج يحتوي على عدة متغيرات، عدد المشاهدات لكل متغير من المتغيرات (عائد السهم السوقي، نسبة إجمالي الديون لإجمالي الأصول، نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول، نسبة حقوق الملكية لإجمالي الأصول، نسبة إجمالي الديون لحقوق الملكية) بلغت 275

مشاهدة، ويتضح أن الوسط الحسابي للمتغير عائد السهم السوقية قد بلغ (1.659) دولار، بانحراف معياري (1.687) دولار، كما بلغت أقل قيمة (0.135) دولار، في حين أن أكبر قيمة كانت بمقدار (12.496) دولار، أما المتغير نسبة إجمالي الديون لإجمالي الأصول يتضح أن الوسط الحسابي يبلغ (0.279)% وذلك بانحراف معياري (0.171)%، كما بلغت أقل قيمة (0.006)% وأكبر قيمة (0.751)%، والمتغير نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول يتضح أيضاً أن الوسط الحسابي لها قد بلغ قدره (0.19)% بانحراف معياري (0.123)%، كما بلغت أقل قيمة (0.004)% وأكبر قيمة كانت (0.563)%، أما المتغير نسبة الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول فقد كان الوسط الحسابي له (0.089)% بانحراف معياري (0.093)%، كما بلغت أقل قيمة (0)، في حين أن أكبر قيمة كانت بمقدار (0.482)%، وكان الوسط الحسابي للمتغير نسبة حقوق الملكية لإجمالي الأصول يبلغ (0.55)% وذلك بانحراف معياري (0.192)%، كما كانت أقل قيمة (0.215)% وأكبر قيمة (0.964)%، في حين أن الوسط الحسابي للمتغير نسبة إجمالي الديون لحقوق الملكية قد كان قدره (0.562)% وذلك بانحراف معياري (0.548)%، كما بلغت أقل قيمة (0.006)% وأكبر قيمة (3.022)%.

مصفوفة الارتباط:

تم حساب معامل ارتباط بيرسون الخطي البسيط، بين المتغير التابع وكل متغير من المتغيرات المستقلة على حدة، وذلك بغرض قياس العلاقة المباشرة والمتزامنة بين المتغيرات المفسرة (المتغيرات المستقلة موطن الدراسة) والمتغير التابع كما هو موضح في الجدول التالي

جدول رقم (2): مصفوفة الارتباط الخطية البسيطة بين المتغيرات

المتغير التابع عائد السهم السوقية	المتغيرات المفسرة
	معامل الارتباط
	-0.149
إجمالي الديون لإجمالي الأصول	-0.256
نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول	0.112
نسبة الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول	0.074
نسبة حقوق الملكية لإجمالي الأصول	-0.136
نسبة إجمالي الديون لحقوق الملكية	

المرجع : إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات التحليل في البرنامج الإحصائي STATA
ويتضح من الجدول السابق وجود علاقة عكسية ضعيفة بين المتغير المستقل نسبة إجمالي الديون لإجمالي الأصول والمتغير التابع عائد السهم السوقية، حيث أن قيمة معامل الارتباط قد بلغت (-0.149)، وكذلك وجود علاقة عكسية ضعيفة ما بين المتغير المستقل نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول والمتغير التابع عائد السهم السوقية، حيث أن قيمة معامل الارتباط قد بلغت (-0.256)، في حين أن هناك علاقة طردية ضعيفة بين المتغير المستقل نسبة الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول والمتغير التابع عائد السهم السوقية، حيث أن قيمة معامل الارتباط قد بلغت (0.112)، وكذلك وجود علاقة طردية ضعيفة جداً ما بين المتغير المستقل نسبة حقوق الملكية لإجمالي الأصول والمتغير التابع عائد السهم السوقية، حيث أن قيمة معامل الارتباط قد بلغت (0.074)، وبالنسبة للمتغير المستقل نسبة إجمالي الديون لحقوق الملكية فقد تبين وجود علاقة عكسية ضعيفة بينه وبين المتغير التابع عائد السهم السوقية، فقد بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.136).

التحليل والتقدير القياسي لنموذج الدراسة:

أولاً: طريقة المربعات الصغرى المجمعة Pooled OLS

و يُستهل التحليل باستخدام طريقة المربعات الصغرى المجمعة Pooled OLS وفقا للمعادلة التالية:

$$Y_{it} = \alpha + \beta \sum_{i=1}^n X_{it} + \gamma \text{ Financing decision}(\text{FD})_{it} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

جدول رقم (3): أثر القرار التمويلي على عوائد الأسهم السوقية باستخدام طريقة المربعات الصغرى المجمعة

VARIABLES	(FD1)	(FD 2)	(FD 3)	(FD 4)	(FD 5)
Firm age	-0.0571 (0.0389)	-0.0268 (0.0341)	0.0597** (0.0253)	-0.0571 (0.0389)	-0.0709 (0.0434)
Log (Assets)	4.471** (1.667)	4.036** (1.718)	3.544** (1.374)	4.471** (1.667)	4.875** (1.854)
Market to Book ratio	1.035*** (0.150)	1.021*** (0.174)	0.840*** (0.126)	1.035*** (0.150)	1.190*** (0.197)
Z-SCOR	0.00325 (0.00762)	-0.00213 (0.00595)	0.0142* (0.00712)	0.00325 (0.00762)	0.00881 (0.00754)
No. of directors	-0.0115 (0.0309)	-0.00791 (0.0379)	0.0376 (0.0319)	-0.0115 (0.0309)	-0.0244 (0.0413)
PhD holder	0.000472 (0.00876)	0.00306 (0.00840)	0.00202 (0.0112)	0.000472 (0.00876)	0.00286 (0.00804)
Total liabilities / Total assets	-2.238** (0.824)				
Short liabilities / Total assets		-2.897*** (0.850)			
Long liabilities / Total assets			0.415 (1.658)		
Equity / Total assets				2.238** (0.824)	
Total liabilities / Equity					-0.956*** (0.257)
Constant	-30.91** (11.95)	-28.30** (11.82)	-26.82** (10.28)	-33.15*** (11.88)	-33.73** (12.67)
Observations	262	262	262	262	262
R-squared	0.944	0.946	0.939	0.944	0.948
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Robust	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country clustering	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

المصدر : مخرجات التحليل في البرنامج الإحصائي STATA

يتضح من الجدول أعلاه أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (Total liabilities / Total assets) تؤثر بالسلب على عوائد الأسهم السوقية، فكلما زادت هذه النسبة بمقدار وحدة واحدة تنخفض العوائد بمقدار (2.238) نسبة مئوية، و السبب في اتجاه هذا الأثر هو الأثر السالب لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على العوائد (Short liabilities / Total assets) حيث أن زيادة نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول بمقدار نسبة مئوية واحدة تنخفض عوائد الأسهم بمقدار (2.897) نسبة مئوية، بينما هذا الأثر غير معنوي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (Long liabilities / Total assets) على العوائد، وعلى النقيض، فإن أثر حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول (Equity / Total assets)

(assets موجب و معنوي على عوائد الأسهم السوقية، حيث أن زيادة هذه النسبة تزيد من العوائد السوقية بمقدار (2.238)، في حين أن لإجمالي الديون على إجمالي حقوق الملكية (Total liabilities / Equity) أثر سالب على العوائد السوقية للأسهم، وعلى الرغم من حصولنا على نتائج معنوية باستخدام طريقة المربعات الصغرى التجميعية إلا أنه لا يمكن الاعتماد على نتائج هذا النموذج، حيث أن الشركات المدرجة في التحليل لا يمكن التعامل معها على أنها كتلة واحدة فكلما منها يتمتع بخصائص مختلفة ما يجعل الاعتماد على هذه الطريقة أمراً مثيراً للانتقاد العلمي.

ثانياً: نماذج الأثر الثابت و الأثر العشوائي

بعد التحقق من عدم ملائمة نموذج طريقة المربعات الصغرى التجميعية فإننا نتجه إلى استخدام نماذج المتغيرات الثابتة و العشوائية

جدول رقم (4): أثر القرار التمويلي على عوائد الأسهم السوقية نماذج البائل ذات الأثر الثابت

VARIABLES	(FD1)	(FD 2)	(FD 3)	(FD 4)	(FD 5)
Firm age	0.0177	0.0106	0.0204	0.0177	0.0111
	(0.0155)	(0.0153)	(0.0162)	(0.0155)	(0.0152)
Log (Assets)	4.471***	4.036**	3.544**	4.471***	4.875***
	(1.566)	(1.614)	(1.291)	(1.566)	(1.742)
Market to Book ratio	1.035***	1.021***	0.840***	1.035***	1.190***
	(0.141)	(0.164)	(0.118)	(0.141)	(0.185)
Z-SCOR	0.00325	-0.00213	0.0142**	0.00325	0.00881
	(0.00716)	(0.00559)	(0.00669)	(0.00716)	(0.00708)
No. of directors	-0.0115	-0.00791	0.0376	-0.0115	-0.0244
	(0.0290)	(0.0356)	(0.0300)	(0.0290)	(0.0388)
PhD holder	0.000472	0.00306	0.00202	0.000472	0.00286
	(0.00823)	(0.00789)	(0.0105)	(0.00823)	(0.00755)
Total liabilities / Total assets	-2.238***				
	(0.774)				
Short liabilities / Total assets		-2.897***			
		(0.799)			
Long liabilities / Total assets			0.415		
			(1.558)		
Equity / Total assets				2.238***	
				(0.774)	
Total liabilities / Equity					-0.956***
					(0.241)
Constant	-32.40***	-29.02**	-26.64**	-34.64***	-35.48***
	(11.66)	(11.76)	(9.699)	(11.62)	(12.73)
Observations	262	262	262	262	262
R-squared	0.511	0.528	0.473	0.511	0.551
Number of id	30	30	30	30	30
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Robust	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country clustering	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

المصدر : مخرجات التحليل في البرنامج الإحصائي STATA

جدول رقم (5): أثر القرار التمويلي على عوائد الأسهم السوقية نماذج البائل ذات الأثر العشوائي

VARIABLES	(FD1)	(FD 2)	(FD 3)	(FD 4)	(FD 5)
Firm age	-0.0571 (0.0389)	-0.0268 (0.0341)	0.0597** (0.0253)	-0.0571 (0.0389)	-0.0709 (0.0434)
Log (Assets)	4.471*** (1.667)	4.036** (1.718)	3.544*** (1.374)	4.471*** (1.667)	4.875*** (1.854)
Market to Book ratio	1.035*** (0.150)	1.021*** (0.174)	0.840*** (0.126)	1.035*** (0.150)	1.190*** (0.197)
Z-SCOR	0.00325 (0.00762)	-0.00213 (0.00595)	0.0142** (0.00712)	0.00325 (0.00762)	0.00881 (0.00754)
No. of directors	-0.0115 (0.0309)	-0.00791 (0.0379)	0.0376 (0.0319)	-0.0115 (0.0309)	-0.0244 (0.0413)
PhD holder	0.000472 (0.00876)	0.00306 (0.00840)	0.00202 (0.0112)	0.000472 (0.00876)	0.00286 (0.00804)
Total liabilities / Total assets	-2.238*** (0.824)				
Short liabilities / Total assets		-2.897*** (0.850)			
Long liabilities / Total assets			0.415 (1.658)		
Equity / Total assets				2.238*** (0.824)	
Total liabilities / Equity					-0.956*** (0.257)
Constant	-30.91*** (11.95)	-28.30** (11.82)	-26.82*** (10.28)	-33.15*** (11.88)	-33.73*** (12.67)
Observations	262	262	262	262	262
Number of id	30	30	30	30	30
Hausman Test	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Robust	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country clustering	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

المصدر : مخرجات التحليل في البرنامج الإحصائي STATA

وتتوافق نتائج نماذج الأثر الثابت والأثر العشوائي مع نتائج نموذج طريقة المربعات الصغرى، و لاختبار أيضاً من النموذجين (الثابت أو العشوائي) الأكثر دقة لتحليل البيانات فإن الدراسة يجب أن تجري اختبار Hausman test. وتشير نتائج الاختبار إلى أن نماذج الأثر الثابت هي الأكثر دقة حيث أن نتيجة الاختبار جاءت معنوية.

ولاختبار ملائمة نموذج الأثر الثابت فقد قام الباحثين بإجراء اختبار Pesaran test for weak cross-sectional dependence. والذي يهدف إلى التأكد من استقلالية البيانات المقطعية أي عدم وجود ارتباط بين بواقي البيانات المقطعية المدرجة في التحليل. وتكون المفرضية الصفرية في هذا الاختبار كما يلي:

H_0 : errors are weakly cross-sectional dependent.

جدول رقم (6) نتائج اختبار استقلالية البيانات المقطعية

CD	p-value
5.053	0.000

ويترتب على النتائج السابقة قبول الفرضية البديلة والتي تؤكد وجود ارتباط بين بواقي البيانات المقطعية ما يشكك في نتائج النموذج المقترح، وتشير نتائج الاختبار إلى أن قيمة P -value معنوية ما يعني رفض الفرضية العدم وقبول البديل. وبذلك يكون الاعتماد على نموذج طريقة المربعات الصغرى المجمع منتقد ومشكوك في نتائجه، الأمر الذي يدفعنا إلى استخدام نماذج البانل داتا.

وبالإضافة إلى ذلك، فإن الدراسات السابقة تشير إلى أن عوائد الأسهم السوقية (المتغير التابع) تؤثر على المتغيرات المستقلة بما فيها المتغيرات المفسرة (القرار التمويلي). ولذلك فإننا وبغض النظر عن نتيجة اختبار $Durbin-Wu-Hausman$ (DWH) فإن نتائج الدراسات السابقة وبالاعتماد على منطق الدراسات المالية إن مشكلة التداخل متأصلة في هذه النماذج ومصدرها هو السببية العكسية (Reverse Causality). وعادةً عند وجود مشكلة التداخل فإن النتائج المقدرة تكون متحيزة ولا يمكن الوثوق في دقتها، وهذا يعني أن مصداقية نتائج نموذج الأثر الثابت لنماذج البانل داتا ضعيفة ولذلك يتوجب حل مشكلة التداخل للحصول على نتائج أكثر دقة.

طريقة اللحظة المعممة (GMM): Generalized Method of Moment

طريقة اللحظة المعممة (GMM) هي طريقة إحصائية تجمع بين البيانات المقاسة والمعلومات الموجودة في ظروف اللحظة لمجتمع معين لإنتاج تقديرات للمعلمات غير المعروفة لهذا النموذج الاقتصادي. و أحد مميزات هذه الطريقة هي أنها تحل مشكلة التداخل بمصادر الثلاثة.

جدول رقم (8): أثر القرار التمويلي على عوائد الأسهم السوقية نماذج GMM

VARIABLES	(FD1)	(FD 2)	(FD 3)	(FD 4)	(FD 5)
Firm age	0.0297 (0.0231)	0.0372* (0.0212)	0.0464* (0.0243)	0.0376* (0.0221)	0.0320 (0.0225)
Log (Assets)	4.709** (2.165)	3.071** (1.456)	4.998* (2.681)	4.146** (1.967)	5.051** (2.387)
Market to Book ratio	1.588** (0.650)	1.543*** (0.547)	0.869 (0.749)	1.405** (0.601)	1.941** (0.865)
Z-SCOR	-0.0213 (0.0139)	-0.0311 (0.0199)	0.00938 (0.0151)	-0.0233 (0.0161)	-0.0143 (0.0146)
No. of directors	-0.571* (0.316)	-0.391* (0.228)	-0.667 (0.394)	-0.528* (0.300)	-0.627* (0.354)
PhD holder	-0.0275 (0.0318)	-0.0151 (0.0267)	-0.0435 (0.0353)	-0.0275 (0.0307)	-0.0265 (0.0374)
Total liabilities / Total assets	-9.058** (4.229)				
Short liabilities / Total assets		-8.489** (3.988)			
Long liabilities / Total assets			-12.28 (8.182)		
Equity / Total assets				6.508* (3.331)	
Total liabilities / Equity					-2.890** (1.253)
Constant	-27.80** (12.64)	-17.89** (8.678)	-30.24* (16.06)	-30.85** (13.89)	-30.90** (14.47)
Observations	262	262	262	262	262

Number of groups	30	30	30	30	30
Number of instruments	25	25	25	25	24
Robust	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
AR2	0.114	0.134	0.095	0.128	0.075
Hansen Test	0.511	0.433	0.788	0.539	0.547

المصدر : مخرجات التحليل في البرنامج الإحصائي STATA

و يتضح من الجدول أعلاه أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول تؤثر بالسلب على عوائد الأسهم السوقية، فكلما زادت هذه النسبة بمقدار وحدة واحدة تنخفض العوائد بمقدار (9.058) نسبة مئوية، ونجد إن السبب في اتجاه هذا الأثر هو الأثر السالب لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على العوائد. حيث أن زيادة نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول بمقدار نسبة مئوية واحدة تنخفض عوائد الأسهم بمقدار (8.489) نسبة مئوية، بينما هذا الأثر غير معنوي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على العوائد، وعلى النقيض، فإن أثر حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول موجب و معنوي على عوائد الأسهم السوقية، حيث أن زيادة هذه النسبة تزيد من العوائد السوقية بمقدار (6.508)، في حين أن لإجمالي الديون على إجمالي حقوق الملكية أثر سالب على العوائد السوقية للأسهم و يبلغ مقداره (2.890).

عاشراً: مناقشة النتائج والتوصيات:

أ. النتائج:

تناولت هذه الدراسة أثر القرار التمويلي على عوائد الأسهم السوقية للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، وبعد مراجعة الأدبيات وإجراء التحليل الإحصائي، ظهرت بعض من النتائج التي كانت على النحو التالي:

1. وجود تأثير عكسي معنوي بين البعد الأول المتمثل بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول و عوائد الأسهم السوقية. وهو ما يتفق مع دراسة (Ravindrana, Kengatharan, 2021) ودراسة (العمار وغيا، 2018) حيث وجود علاقة عكسية بين المتغيرين ويختلف مع دراسة (Bangun and Natsir, 2023) ودراسة (عطية وعلي، 2023)، وفي رأي الباحثين قد يرجع ذلك إلى أن استخدام التمويل بالدين يؤدي إلى زيادة التكلفة المالية للشركة واحتمالية تعرض الشركة للمخاطر المالية، وهذا يؤثر على عوائدها وبالتالي يؤثر على القيمة السوقية لأسهمها.
2. هناك تأثير سلبي معنوي بين البعد الثاني المتمثل بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم السوقية. وهو يتوافق مع دراسة (عسيري، 2020) التي وصلت إلى النتيجة نفسها، وكذلك يتعارض مع دراسة (برودي وفيلالي، 2020) في أن العلاقة طردية بين المتغيرين. وفي رأي الباحثين قد يرجع ذلك إلى أن الديون القصيرة الأجل يتطلب سدادها في فترة قصيرة، وهذا يعني زيادة التعرض لعدم القدرة على السداد والذي قد يجبر الشركة العمل على تسيل أصولها الثابتة لتمكين من مواجهة هذه الديون مما يعرضها إلى خسائر إضافية وكل ذلك ينعكس سلباً على عوائد الأسهم السوقية.

3. عدم وجود تأثير معنوي بين البعد الثالث المتمثل بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم السوقية. وتلك النتيجة أيضاً تعارضت مع دراسة (برودي وفيلالي، 2020) التي وصلت إلى أن العلاقة عكسية بين المتغيرين، لكنها اتفقت مع دراسة (عسيري، 2020) التي أكدت عدم وجود علاقة بين المتغيرين، وكذلك مع دراسة (Rehman, et al, 2012) ودراسة (Staples, 2022) والتي توصلت إلى نفس النتيجة.

4. وجود تأثير طردي ومعنوي بين البعد الرابع المتمثل بنسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على عوائد الأسهم السوقية. هو ما يتعارض مع نتيجة دراسة (عسيري، 2020) التي وصلت إلى وجود أثر سلبي بين المتغيرين، وقد يرجع ذلك إلى أن التمويل من خلال حقوق الملكية يعطي ثقة أعلى للمستثمرين الراغبين في الاستثمار في الشركة ويعطي انطباع لهم أنها أكثر استقراراً وأن إدارتها لديها كفاءة في إدارة أصولها وتحقيق الأرباح وأقل عرضة للمخاطر المالية

والاقتصادية ، كما أن كلما زادت حقوق الملكية زادت القيمة الدفترية للأسهم مما يشمل نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والاحتياطات وبالتالي يندفع المساهمون لشراء هذا السهم كونه سهم نمو مما يزيد من قيمته السوقية ويجعله يحقق عوائد سوقية أعلى.

5. وجود تأثير عكسي بين البعد الخامس المتمثل بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية على عوائد الأسهم السوقية . وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Nguyen,2022) التي أكدت على أن هناك تأثير سلبي للهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الدين على أسعار الأسهم ويفسر ذلك بأن المستثمرين يتوخون الحذر عند الاستثمار في الشركات التي تعتمد في تمويلها على الديون وذلك بسبب زيادة المخاطر المالية المرتبطة بزيادة الديون وارتفاع تكلفة فوائد الديون مما يؤثر على توزيع الأرباح على المساهمين، وكذلك مدى قدرة حقوق الملكية على مواجهة الديون (كفاية رأس المال) فكلما زادت هذه النسبة قلت قدرة حقوق الملكية على مواجهة الديون مما يزيد من مخاطر عدم كفاية رأس المال على مواجهة هذه الديون وهذا بدوره يؤثر على عوائد أسهمها السوقية.

ونلاحظ أن هناك ضرورة أن يخلق توازن جيد بين حقوق الملكية والديون لتجنب التأثير السلبي على عوائد الأسهم.

ب. التوصيات:

1. توصي الدراسة مجالس إدارة المنظمات الاقتصادية المدرجة في البورصة الفلسطينية بضرورة تجنب تمويل الاستثمارات من خلال مستويات مرتفعة من المديونية.
2. يعتبر التمويل بحقوق الملكية أفضل بديل للمنظمات الاقتصادية في التمويل، ولكن يكون في معظم الأحيان غير كافٍ لتغطية احتياجات الشركة، لذلك على الشركات في حالة التوجه للتمويل بالدين توخي الحذر لتقليل نسبة تكلفة التمويل الذي بدوره يؤثر إيجاباً على عوائد الأسهم، ولذلك توصي الدراسة أن تقوم إدارة الشركات بدراسة من منظور شمولي وتقييم دقيق للهيكل التمويلي لتكوين أفضل هيكل تمويلي (هيكل أمثل) وذلك لضمان أن يكون للهيكل التمويلي تأثير إيجابي على عوائد الأسهم السوقية لهذه المنظمات الاقتصادية.

حادي عشر: الدراسات المستقبلية:

1. إدراج متغيرات أخرى لم يتضمنها هذه الدراسة مثل الكفاءة الانتمائية لما لها من أثر على عوائد الأسهم السوقية.
2. تحديد القرار التمويلي الأمثل الذي يضمن تحقيق أعلى عائد سوقي ممكن للأسهم.
3. دراسة أثر بعض المتغيرات الضابطة كخصائص الشركة وإدارتها بهدف التعرف على المتغيرات التي تعظم من العوائد السوقية للأسهم بتفاعلها مع الهيكل التمويلي.

المصادر والمراجع

أولاً: المراجع العربية:

- أبو شمالة، سامي، الخصري، زكية، الشاعر، ألفت. (2017). أثر هيكل المديونية على الأداء المالي بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. فلسطين، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، 2(8).
- آل شيب، كمال. (2010). مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة. ط1، عمان: دار الميسرة للطباعة والنشر.
- برودي، نعيمة، وفيلاي، يوسف. (2020). أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي خلال الفترة 2005-2019: دراسة قياسية باستعمال نموذج ARDL". الجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، 8(13).
- بعيوات، محمد. (2020). هيكل رأس المال وتأثيره على الأداء المالي في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية) . رسالة ماجستير منشورة، جامعة الخليل ، فلسطين .

- بن قبي، كلثوم، وبن صالح، وريدة. (2022). أثر القرار التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية (دراسة دكتوراه غير منشورة). جامعة المسيلة.
- بورصة فلسطين. (2020). التقرير السنوي 2021، تاريخ الاطلاع: 2022/12/15، الموقع: <https://web.pex.ps>
- بورصة، إلهام. (2020). أهمية نظم المعلومات المحوسب في اتخاذ القرارات المالية في منظمات الأعمال، الجزائر، مجلة نور للدراسات الاقتصادية. جامعة محمد خضير بسكرة، 6(10).
- الحمودني، إلياس خضير. (2012). العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم: دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة. مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، 4(8)
- حميد، عباس، محمد، جمال. (2022). "تأثير كفاية رأس المال على هيكل التمويل بالمديونية: دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2014-2020)، الجزائر. مجلة الباحث للعلوم الرياضية والاجتماعية، 5(2).
- الداحول، ألاء، كنجو، كنجو. (2022). أثر الهيكل التمويلي في الحصة السوقية لشركات التأمين الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في سورية"، سوريا. مجلة جامعة حماة، 5(15).
- السيد، شحاته، صقر، احمد، خميس رباب، الحبوني، ابو بكر. (2021). العلاقة بين الهيكل التمويلي للشركات مع ربحيتها وعوائد أسهمها دراسة مقارنة بين ما قبل وما بعد قرار تعويم سعر الصرف (بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية . مصر، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية لجامعة قناة السويس، 12(3).
- عذاب، عبد، محمود، ثائر. (2021). أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية العراقية، العراق. مجلة دراسات محاسبية ومالية، 16(57).
- عسيري، فاطمة. (2020). أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية: دراسة تطبيقية"، فلسطين، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، 4(11).
- عطية، أحمد، علي، سعدية. (2023). تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم. مصر، مجلة البحوث التجارية ، 45(1).
- العمار، رضوان، غيا، دانيا. (2018). أثر القرار التمويلي في الربحية "دراسة تطبيقية على شركات صناعة النسيج في سورية". مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية. سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 4(5).
- فاعور مؤمنه، خلف أسهمان، ونقار عثمان. (2021). "أثر الربحية في القيمة السوقية لأسهم المصارف دراسة حالة مصرف سورية الدولي الإسلامي"، سوريا. مجلة جامعة حماة، 4(9).
- قريني، وردة، بورديمية، سعيدة. (2022). أثر تكلفة التمويل في القيمة السوقية لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة: 2012-2019. الجزائر، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال ، 6(1).
- النجار، جميل. (2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين-دراسة اختبارية. فلسطين، مجلة جامعة الازهر-غزة، 15(1).

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Akomeah, M., Asare, J., Kumah, E., & Afriyie, S. (2022). Holistic Analysis of the Relationship Between Capital Structure and Stock Price of Consumer Staples. *International Journal of Finance, Insurance and Risk Management*, 5(02), 38-60
- Bangun, N., & Natsir, K. (2023). The Effect Of EVA, Leverage, And Liquidity On The Stock Price. *Journal Akuntansi*, 27(1), 62-79.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of financial management*. Cengage Learning

- Hard, B. E. (2009). *Finacial management New age international (P) limited: new dethi*.
- Hoang, H. C., Xiao, Q., & Akbar, S. (2019). Trade credit, firm profitability, & financial constraints: Evidence from listed SMEs in East Asia & the Pacific. *International journal of managerial finance*, 15(5), 744–770.
- Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97-105
- Obeidat, S., AL-tamimi, K., & Hajjat, E. (2021). The Effects of Intellectual Capital and Financial Leverage on Evaluating Market Performance (in Arabic). *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 201-208.
- Pais, M.F. (2017). *Do Managers Herd when Choosing the Firm's Capital Structure? Evidence from a Small European Economy*. Putri, I.G.A.P.T., Rah
- Quiry, P., Le Fur, Y., & Vernimmen, P. (2022). *Corporate finance: theory and practice*. John Wiley & Sons.
- Ravindran, M., & Kengatharan, L. (2021). Impact of Financial Leverage on Firm Profitability: Evidence from Non-Financial Firms Listed in Colombo Stock Exchange-Sri Lanka. *Journal Homepage*, 1(1), 80-91.
- Rehman, H., Amir, M., Anwar, M. M., & Malik, B. (2020). Impact of Leverage on Stock Return (A case study of textile sector of Pakistan Stock Exchange). *International Journal of Business and Management Sciences*, 1(4)
- Rehman, W., Fatima, G., & Ahmad, M. (2012). Impact of debt structure on profitability in textile industry of Pakistan (in Arabic). *Wali ur Rehman, Goher Fatima, Dr. Mehboob Ahmad, Impact Of Debt Structure On Profitability In Textile Industry Of Pakistan. Int. J. Eco. Res*, v3i2.
- Shim, J. K. (2022). *Financial management*. Professor of Finance and Accounting Queens College City University of New York.