



الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم إدارة الأعمال

اختصاص إدارة الأعمال

أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات

– دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية –

The Effect of Capital Structure on Companies

Financial Performance

– A Field Study on Listed Companies in Damascus Securities

Exchange (DSE) –

بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال

إعداد الطالب: يزيد سليم محمد

إشراف الدكتور: مهند نبيل أرناؤط

2016 – 2015

قرار لجنة الحكم على الرسالة



الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم إدارة الأعمال

اختصاص إدارة الأعمال

نوقشت رسالة الماجستير بعنوان: "أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات" -

دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية -

إعداد الباحث: يزيد سليم محمد

"قدمت هذه الرسالة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال من جامعة دمشق"

وأجيزت بتاريخ 2017/1/22 من قبل أعضاء اللجنة التالية أسماؤهم:

1- الدكتور: جمال اليوسف

أستاذ مساعد في كلية الاقتصاد /جامعة دمشق/ إدارة الأعمال رئيساً.

2- الدكتور: غذوان علي

المدرس في كلية الاقتصاد /جامعة دمشق/ إدارة الأعمال عضواً.

3- الدكتور: مهند أرناؤط

المدرس في كلية الاقتصاد /جامعة دمشق/ إدارة الأعمال مشرفاً.

تم إجراء التعديلات المطلوبة وأصبحت الرسالة صالحة لمنح درجة الماجستير

في إدارة الأعمال

التصريح

أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات

– دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية –

"أصرح أن هذه الدراسة غير مقتبسة، أو منقولة، أو محرّفة من أي عمل آخر، ولم يسبق أن قُبِلَت للحصول على أية شهادة، أو درجة علمية"

التاريخ

2016/10/30

اسم الطالب

يزيد سليم محمد

التوقيع

الإهداء

إلى مهد الحنان والعطف.. إلى من سهر الليالي وضى لأجلي ووهبني
عمره لأكبر..

والدتي الغالية.

إلى من جعلني أعرف طريق حياتي.. وجعلني أطمح لتحقيق ذاتي..

والدي الغالي.

إلى من جعلني أتعلم منهم معنى النجاح.. وأستلهم منهم معنى التفوق
والتميز..

أشقائي الأحبة.

إلى من وثقت بقدراتي.. وأمنت بإمكانياتي.. وشاركتني بإنجازاتي
ونجاحاتي..

شريكة عمري.

إلى من وقفوا بجانبني.. وشاركوني شبابي.. وكانوا عوناً لي في السراء
والضراء..

أصدقائي وزملائي.

إلى بلدي الغالي...

أهدي إليكم هذا العمل المتواضع..

الباحث

يزيد سليم محمد

2016/10/30

شكر وتقدير

الشكر لله أولاً وأخيراً فهو الذي أعانني على إكمال هذا البحث المتواضع، ويسعدني بعد ذلك أن أتقدم بجزيل الشكر إلى:

الدكتور مهند أرناؤط دكتور إدارة الأعمال في كلية الاقتصاد - جامعة دمشق، لتفضله بالإشراف على هذه الرسالة ولما بذله من وقت وجهد في توجيهي ومتابعتي وحرصه الدائم على تقديم الدعم والعون طوال فترة إشرافه، فله كل الشكر والامتنان على جميع ما قدمه لي.

كما أتقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة هذا البحث، كما أتقدم بالشكر إلى كلية الاقتصاد وجميع أساتذتي وزملائي لتوجيهاتهم الكريمة وتشجيعهم المستمر.

كما أشكر كل من ساعدني ومد يد العون لي في إتمام هذا البحث.. وكل من ساهم معي بأي نصيحة أو توجيه أو مساعدة.

وأخيراً أتقدم بعظيم الوفاء والحب والامتنان لبلدي الحبيب سورية، حفظها الله من كل مكروه.

الشكر لكم جميعاً...

الباحث
يزيد سليم محمد
2016

ملخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل رأس المال ممثلاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول في الأداء المالي لتلك الشركات ممثلاً بمعدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، حصة السهم العادي الواحد (EPS) ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q).

ولتحقيق هذا الهدف فقد تم جمع البيانات المالية الخاصة بمتغيرات الدراسة عن طريق القوائم المالية التي تصدرها عينة مؤلفة من 21 شركة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من الربع الأول لعام 2010 وحتى نهاية الربع الثاني لعام 2015. وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها: (1) وجود تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال ممثلاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول في الأداء المالي ممثلاً بالعائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE). (2) وجود تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال ممثلاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q). (3) عدم وجود أي تأثير دال إحصائياً لهيكل رأس المال ممثلاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد (EPS).

ومن جهة أخرى فقد توصلت الدراسة أيضاً إلى أن: (4) المتغيرات الضابطة المتمثلة بكل من حجم الشركة، فرص النمو والقطاع تفسر جزءاً من تغيرات الأداء المالي، أي كلما زاد حجم الشركة، وازدادت تغيرات تلك الأصول من فترة إلى أخرى كلما انعكس ذلك بشكل إيجابي على أدائها المالي. (5) كما تبين أن القطاع الصناعي كان الأعلى من ناحية الأداء المالية مقارنةً بباقي القطاعات الأخرى. في حين لم يكن لنسبة السيولة أو نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول أي تأثير في الأداء المالي.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، الأداء المالي، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، حصة السهم العادي الواحد، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
I	العنوان.
II	قرار لجنة الحكم على الرسالة.
III	التصريح.
IV	الإهداء.
V	شكر وتقدير.
VI	ملخص الدراسة باللغة العربية.
VII – X	قائمة المحتويات.
XV – XIII	قائمة الجداول.
XIV	قائمة الأشكال.
الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة	
2	1. خلفية الدراسة.
9	2. مشكلة الدراسة.
9	3. أهداف الدراسة.
10	4. أهمية الدراسة.
15 – 12	5. منهجية وفلسفة الدراسة.
12	1-5 فلسفة الدراسة.
13	2-5 أسلوب الدراسة.
14	3-5 استراتيجية الدراسة.
14	4-5 مجتمع وعينة الدراسة.
15	5-5 أدوات جمع وتحليل البيانات.
19 – 15	6. نموذج الدراسة.
20 – 19	7. فرضيات الدراسة.
21	8. محددات الدراسة.
الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة	
المبحث الأول: هيكل رأس المال	
24	- مقدمة.
24	1. مفهوم هيكل رأس المال وماهيته.
25	2. عناصر هيكل رأس المال.
30 – 26	1-2 الأسهم.
26	1-1-2 الأسهم العادية.

29	2-1-2 الأسهم الممتازة.
33 – 30	2-2 الديون طويلة الأجل.
30	1-2-2 القروض طويلة الأجل.
31	2-2-2 السندات.
36 – 34	3-2 التمويل الذاتي.
34	1-3-2 الأرباح المحتجزة.
35	2-3-2 الاهتلاكات والاحتياطات والمؤن:
56 – 36	3. نظريات هيكل رأس المال.
40	1-3 النظرية المستندة إلى الأرباح المحققة.
40	- وجهة النظر المستندة إلى صافي الأرباح.
41	- وجهة النظر المستندة إلى صافي ربح العمليات.
42	2-3 النظرية التقليدية لهيكل رأس المال.
44	3-3 نظرية Modigliani and Miller لعام 1958.
44	- الاقتراح الأول لنظرية (M&M).
46	- الاقتراح الثاني لنظرية (M&M).
47	4-3 نظرية Modigliani and Miller لعام 1963.
48	5-3 نظرية التوازن.
48	- وجهة النظر الخاصة بتكلفة الإفلاس.
49	- وجهة النظر الخاصة بتكلفة الوكالة.
51	6-3 نظرية الإشارة.
53	7-3 نظرية ترتيب أفضليات مصادر التمويل.
المبحث الثاني: الأداء المالي	
58	- مقدمة.
58	1. مفهوم وماهية الأداء المالي.
59	2. أهمية دراسة الأداء المالي.
63 – 60	3. محددات الأداء المالي والعوامل المؤثرة فيه.
63	4. مفهوم تقييم الأداء المالي.
64	5. مستلزمات عملية تقييم الأداء المالي.
67 – 65	6. معايير التحليل المالي لتقييم الأداء المالي.
65	1-6 المعايير المطلقة.
66	2-6 معايير الصناعة.
66	3-6 المعايير التاريخية.
67	4-6 المعايير المستهدفة.

81 – 67	7. مؤشرات تقييم الأداء المالي.
68	1-7 نسب السيولة.
70	2-7 نسب الربحية.
74	3-7 نسب النشاط.
76	4-7 نسب الرفع المالي أو المديونية.
78	5-7 نسب السوق.
الفصل الثالث: القسم العملي للدراسة جمع وتحليل البيانات واختبار الفرضيات	
83	- مقدمة.
87 – 83	1. لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية والشركات المدرجة فيه.
87	2. كيفية تحديد متغيرات الدراسة.
88	3. اختبار الفرضيات.
88	- اختبار الالتواء والتقلطح.
89	- اختبار (Kolmogorov-Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk).
91	1-2 اختبار الفرضية الرئيسية الأولى.
96	2-2 اختبار الفرضية الرئيسية الثانية.
100	3-3 اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة.
105	4-3 اختبار الفرضية الرئيسية الرابعة.
110	5-3 اختبار الفرضية الرئيسية الخامسة.
114	6-3 اختبار الفرضية الرئيسية السادسة.
118	7-3 اختبار الفرضية الرئيسية السابعة.
122	8-3 اختبار الفرضية الرئيسية الثامنة.

النتائج والمناقشة، التوصيات والمقترحات وآفاق البحث المستقبلية	
130 – 128	1. النتائج.
133 – 131	2. مناقشة النتائج.
134	3. التوصيات.
135	4. المقترحات وآفاق البحث المستقبلية

مراجع الدراسة	
138 – 136	المراجع العربية.

147 – 139	المراجع الأجنبية.
-----------	-------------------

ملاحق الدراسة	
154 – 159	الملحق (1) – الجداول والمخططات الخاصة بشروط الانحدار .
155	الملحق (2) – نبذة عن الشركات عينة الدراسة.

156	ملخص الدراسة باللغة الإنكليزية.
157	غلاف الدراسة باللغة الإنكليزية.

قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
8 – 6	الدراسات السابقة.	1-1
14	توزع مفردات مجتمع الدراسة وفق القطاعات الاقتصادية.	2-1
56 – 55	ملخص لنظريات هيكل رأس المال.	1-2
84	خطوات الدراسة الميدانية.	1-3
88	الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.	2-3
90	نتيجة اختباري الالتواء والتقلطح لتحري طبيعة توزع البيانات بالنسبة لمتغيرات البحث المختلفة.	3-3
90	نتيجة اختباري كولمغروف – سيمرنوف وشابيرو – ويلك لتحري طبيعة توزع البيانات بالنسبة لمتغيرات البحث المختلفة.	4-3
92	معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول مع اعتبار المتغيرات الضابطة.	5-3
94	قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول.	6-3
95	قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول.	7-3
95	ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول.	8-3
96	قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول.	9-3
97	معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على حقوق الملكية بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.	10-3
99	قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية.	11-3
99	قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية.	12-3
100	ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول.	13-3
101	قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية.	14-3
101	معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية وحصة السهم العادي الواحد بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.	15-3

103	قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.	16-3
104	قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.	17-3
105	ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.	18-3
105	قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.	19-3
106	معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.	20-3
108	قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	21-3
109	قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	22-3
110	ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	23-3
110	قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	24-3
111	معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على الأصول بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.	25-3
112	قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول.	26-3
113	قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول.	27-3
113	ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول.	28-3
114	قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول.	29-3
115	معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.	30-3
116	قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية.	31-3
117	قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية.	32-3

118	ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية.	33-3
118	قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية.	34-3
119	معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول وحصة السهم العادي الواحد بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.	35-3
120	قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد.	36-3
121	قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.	37-3
122	ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.	38-3
122	قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد.	39-3
123	معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.	40-3
124	قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	41-3
125	قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	42-3
126	ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	43-3
126	قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	44-3
127	تلخيص لنتائج فرضيات الدراسة.	45-3

قائمة الأشكال

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
13	الخطوات العامة للدراسة.	1-1
16	نموذج الدراسة.	2-1
25	نموذج الفطيرة لهيكل رأس المال.	1-2

الفصل الأول
الإطار المنهجي للدراسة

1. خلفية الدراسة:

يعد القرار المالي من أكثر القرارات التي يواجهها المدير المالي صعوبةً بشكل عام، فهذا القرار له تأثير مباشر على هيكل رأس مال الشركة وما يرتبط به من تكلفة. ف قضية التمويل تعتبر من أهم القضايا التي يتوجب على إدارة الشركة معالجتها نظراً للحاجة المستمرة للأموال من جهة، ولتوفير مصادر تمويل متعددة من جهة أخرى، حيث أن كل مصدر من هذه المصادر يحمل الشركة تكاليف وينطوي بذات الأمر على مجموعة من المخاطر. وبالتالي فإن الغرض الأساسي لأي شركة يتمثل في قدرتها على تعظيم قيمة الشركة وهذا يمكن أن يتم عن طريق اختيار مصدر التمويل الذي يحقق للمساهم أكبر عائد في ظل مستوى محدد للخطر وهو ما يطلق عليه بهيكل التمويل الأمثل.

تعود الدراسات المتعلقة بكيفية تمويل الشركات إلى منتصف القرن العشرين عندما افترض أصحاب النظرية التقليدية وجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن نسبة معينة من الديون لا يمكن تجاوزها، وعند هذه النسبة تكون تكلفة التمويل أقل ما يمكن، وقيمة الشركة أعلى ما يمكن. وفي حال تجاوزت الشركة تلك النسبة فسوف يؤدي ذلك إلى ارتفاع في تكاليف التمويل لدى الشركة مما يؤدي إلى انخفاض في قيمتها السوقية.

بقيت هذه النظرية هي السائدة ليأتي فيما بعد كلاً من (Modigliani and Miller) عام (1958) ليقوموا بنقضها بالكامل، حيث توصل كلا الباحثين إلى أنه وفقاً لمجموعة من الافتراضات التي تتمثل في وجود سوق مالي تتمتع بحرية كاملة، ووجود مستثمرين وحملات أسهم رشيدين، ووجود درجة واحدة من الخطر التي تتعرض لها الشركات العاملة بذات القطاع إضافة إلى إهمال تأثير ضريبة الدخل على الأرباح، فإن هيكل رأس المال (Capital Structure) للشركة لن يؤثر بتاتا على تكلفة الحصول عليه، أي أن تكلفة التمويل غير مرتبطة بهيكل رأس مال في ظل الافتراضات السابقة. وهذا يعني أن هيكل رأس المال لا يرتبط بقيمة الشركة، وبالتالي فإن أي تغير فيه لن يؤثر على قيمتها. وبالنتيجة فإن النظرية السابقة قد اقترحت بأن الشركات التي تتعرض لدرجة خطر واحدة لديها معدل الخصم المطبق (Discount Rate) نفسه.

وفي المقابل يرى (Roshan, 2009) أن هيكل التمويل الأمثل (Optimal Financial Structure) يتحقق في حال قيام الشركة بالحصول على وفرٍ ضريبي - ناتج عن كونها

حصلت على مستويات ديون إضافية - مساوٍ لتكلفة الإفلاس (أي عند تساوي العوائد التي تحصل عليها الشركة نتيجة الوفرة الضريبي مع تكلفة الإفلاس الناجمة عن ازدياد مستويات الديون). وفي هذا الصدد فقد أكد (Roshan, 2009) على ضرورة أن يكون مدراء أي شركة قادرين على تحقيق هيكل رأس المال الأمثل المتمثل في الحصول على أقل تكلفة متوسطة مرجحة ممكنة (WACC) للهيكل التمويلي، لأن هذا من شأنه أن يساعد في رفع قيمة الشركة وينعكس إيجاباً على أدائها، فكلما كان أداء الشركة أفضل، كانت أكثر قوة مقارنةً بغيرها من الشركات المنافسة.

وفي سياقٍ مختلفٍ فإن نظرية الوكالة - والتي افترضت في بدايتها أن المديرين غير فعالين كونهم ينفذون أوامر الملاك، مفترضةً فيما بعد أن المدير قد لا يدير الشركة وفقاً لمصالح الملاك بل وفقاً لمصالحه الخاصة، ومن ثم تطورت هذه النظرية لتعتبر أن وجود مصالح للمديرين يجعله يدير الشركة بشكل أفضل - قد افترضت أن المديرين مسؤولون عن إدارة أموال المساهمين وتوظيفها في جوانب آمنة واستثمارات مربحة (Elliot and Elliot, 2002)، لكن ما يجري في واقع الأمر هو توظيف هذه الأموال ليس كما يحقق مصالح المساهمين في غالب الأمر، فالمدراء لا يديرون الشركة عموماً بالاتجاه الذي يعظم عوائد المساهمين، بل أنهم قد يتبنوا في بعض الأحيان استثمار تلك الأموال في جوانب وقطاعات غير مربحة حتى لو كانت النتيجة خسارة بالنسبة للمساهمين (Jensen and Meckling, 1976, Jensen and Ruback, 1983). وبالتالي - لكي نخفف تدريجياً من تأثير نظرية الوكالة (Agency Theory) - لابد لأي شركة من استخدام مستوى معين من الديون في هيكلها التمويلي كي تجعل مدراء تلك الشركة مهتمين بتوظيف أموال المساهمين في جوانب وقطاعات مربحة وبما يساهم في تعظيم عوائدهم (Pinegar and Wilbricht, 1989) وتغطية أعباء تلك الديون.

ومن جهة أخرى فقد افترضت نظرية الإشارة أن المعلومات التي يحصل عليها أصحاب المصالح في الشركة ليست متماثلة، وبالتالي فإن المعلومات الهامة الخاصة بهيكل رأس المال قد تعطي إشارات مختلفة لهم، حيث توصلت هذه النظرية إلى أن أصحاب المصالح يعتبرون نسبة المديونية مؤشر على الأداء الجيد للشركة، مما جعلهم يقرون بأن الاعتماد على الديون في رأس مال الشركات أفضل بكثير من إصدار الأسهم العادية، لاسيما أن عملية إصدار تلك الأسهم يعطي إشارات سلبية لأصحاب المصالح كالمساهمين مثلاً حول وضع الشركة وحول مستقبلها

في السوق. ومنه لابد للشركة من استخدام الديون في هيكل رأس مالها بشكل أكبر من استخدام حقوق الملكية، وهذا ما ينعكس إيجاباً على أدائها في السوق (Dieguez et al, 2014). وفيما بعد أنتت نظرية ترتيب مصادر التمويل لتبلور الأفكار السابقة حول هيكل رأس المال، حيث توصل (Donaldson) في العام (1961) إلى ضرورة اختيار الشركات - بدلاً من السعي نحو هيكل تمويلي معين - لنوع معين من التمويل بحسب ترتيب أولوياتها، وهذه المصادر قد تكون أرباح محتجزة، ديون أو حقوق ملكية. بحيث أنها لم تفترض وجود هيكل رأس مال أمثل، بل ابتعدت عن ذلك مقدمة ترتيباً معيناً لمصادر التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها الشركات في تمويل هيكل رأس مالها. متوصلة إلى ضرورة اعتماد الشركات في تمويل هيكل رأس مالها على مصادرها الداخلية فقط، أي على أرباحها المحتجزة واحتياطياتها المختلفة. وأن تلجأ إلى الاقتراض عند عدم كفاية تلك الأموال، وألا تلجأ إلى إصدار أسهم إلا عند وجود فرصة استثمارية لا يمكن التخلي عنها ولا تكفي الأموال الذاتية أو القروض لتمويلها (Hesami et al, 2012). أضف إلى ذلك أن هذه النظرية استنتجت بأن الشركات الأكثر ربحاً هي التي تعتمد على أموالها الداخلية بشكل أكبر (Acaravci, 2015).

ويضيف (Myers, 1984) و (Myers and Majluf, 1984) أن وجود معلومات غير متناظرة وغير متماثلة بين المدراء (Insiders) وبين المستثمرين (Outsiders)، وامتلاك المدراء لمعلومات أكثر عن قيمة الشركة مقارنة بالمستثمرين، يجعلهم يتجنبون إصدار أسهم جديدة (عادية أو ممتازة) عندما تكون تلك الأسهم مقدرة بأقل من قيمتها الحقيقية (Undervalued). وبإدراك هذه الحقيقة فإن المستثمرين (Outsiders) سوف يميلون إلى تفسير أية إصدارات جديدة في هذه الحالة بأنها نقل معلومات غير محببة عن قيمة الشركة، وكنتيجة يقوم المدراء بالحصول على التمويل اللازم من خلال الأرباح المحتجزة أولاً ومن خلال الحصول على ديون منخفضة المخاطر ثانياً، ويكون إصدار أسهم جديدة الخيار الأخير للحصول على التمويل اللازم (Mazur, 2007).

وبشكل عام يمكن القول أن نتائج الدراسات التي بحثت بأفضلية أي نظرية من النظريات السابقة على الأخرى، وأي نظرية هي الأصح قد جاءت متباينة، فمثلاً توصلت كل من دراسات (Capon et al, 1990)، (Roden and Lewellen, 1995)، (Dessi and Robertson,)، (2003)، (Abor, 2005)، (Zeitun and Tian, 2007)، (Arbiyan and Safari, 2009)،

(Ari, 2011)، (Salteh et al, 2012)، (Umar et al, 2012) إلى أن نظرية التوازن الخاصة بتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة كانت هي النظرية الأقرب إلى التطبيق في الشركات التي قاموا بدراستها مقارنةً بباقي النظريات الأخرى. في حين توصلت دراسات أخرى مثل دراسة (Fama and Shyam-Sunder and Myers, 1999)، (Frank and Goyal, 2003)، (French, 2005)، (Abor, 2007)، (Onaolapo and Kajola, 2010)، (Soumadi and Hayajneh, 2012) إلى أن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل كانت هي النظرية الأقرب إلى التطبيق في الشركات التي قاموا بدراستها مقارنةً بباقي النظريات الأخرى، في حين توصل البعض الآخر مثل دراسة (Acaravci, 2015) و (الفخاري وحمد، 2015) أن كلاً من النظريتين السابقتين يفسران سلوك الشركات التي قاموا بدراستها في تشكيل هيكل رأس مالها. بينما وجدت دراسة (Ebaid, 2009) أن نظرية موديكلاني وميلير الأولى عام 1958 كانت هي المطبقة في الشركات التي قامت بدراستها.

لقد كرّس عدد كبير من الباحثين دراساتهم في التعرّف على العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات عموماً، وأدائها المالي خصوصاً، والتي اعتبرت أن الأداء المالي يعتبر مقياساً هاماً ومؤشراً جوهرياً على قوة أي شركة. حيث نجد أن كلاً من (Taub, 1975)، (Rodén and Lewellen, 1995)، (Champion, 1999)، (Ghosh et al, 2000)، (Hadlock and James, 2002)، (Berger and di Patti, 2006)، (Akintoye, 2008) قد وجدوا أن هنالك علاقة إيجابية بين الأداء المالي للشركة وبين زيادة مستويات الرافعة المالية (Leverage Level) التي تستخدمها الشركة. في حين وجد كلاً من (Kester, 1986)، (Friend and Lang, 1988)، (Fama and French, 1998)، (Gleason et al, 2000)، (Simerly and Li, 2000)، (Booth et al, 2001)، (Vitor and Badu, 2012) النقيض تماماً عندما أكدوا وجود علاقة سلبية بين أداء تلك الشركات وبين مستويات الرافعة المالية (Leverage Level) التي تستخدمها الشركة. أي يمكن الاستنتاج بوجود تناقض كبير بين نتائج الدراسات التي بحثت في تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي في الشركات المختلفة، وبالتالي فقد تم العمل في هذه الدراسة على دراسة تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (DSE). وفيما يلي جدول يلخص عدد من الدراسات السابقة التي بحثت تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي.

عنوان الدراسة	الباحث	الهدف	الاستراتيجية	المتغيرات المستقلة	المتغيرات التابعة	النتائج	المكان والتاريخ
Capital Structure and Performance	Abor	تحري تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي.	المسحي	الهيكل التمويلي	العائد على حقوق الملكية (ROE)	هنالك تأثير إيجابي لمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) الذي تحققه الشركات في تلك السوق في كل من الديون القصيرة الأجل (Short-term Debt) والديون الإجمالية (Total Debt)، في حين أنه وجد تأثير سلبي للديون طويلة الأجل في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) الذي تحققه تلك الشركات في تلك السوق.	المصارف المدرجة في السوق المالي الغاني 2005
Islamic Bank Performance and Capital Structure	Pratomo and Ismail	تحري تأثير الديون ضمن هيكل رأس المال في الأداء المالي.	المسحي	كفاءة المصرف الربحية (EFC)	العائد على حقوق الملكية (ROE). نسبة رأس المال إلى إجمالي الأصول (CAP). الخطر الذي يتعرض له المصرف (SDROE). حجم المصرف (SIZE).	هنالك تأثير معنوي إيجابي للديون في كفاءة الأرباح. هنالك تأثير معنوي وسلبي بين أداء المصارف وبين حجمها، وهذا يعني أن أداء المصارف ينخفض ويميل إلى التراجع مع زيادة حجمها وهذا ما يقود إلى أن المصارف الكبيرة يجب أن تكون رافعتها المالية قليلة.	المصارف الإسلامية في ماليزيا 2007
Capital structure and corporate performance	Zeitun and Tian	تحري تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي.	المسحي	نسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية	العائد على حقوق الملكية (ROE). العائد على الأصول (ROA). نسبة إجمالي العوائد قبل الضرائب والفوائد (EBIT) / إجمالي الأصول. نسبة سعر السهم / عوائد السهم (P/E)	هنالك تأثير سلبي ومعنوي لهيكل رأس المال في الأداء المالي عموماً. هنالك تأثير إيجابي وذات دلالة معنوية لنسبة الديون القصيرة الأجل (SDTA) في قيمة الـ (Tobin's Q).	الشركات المدرجة في سوق عمان المالي (ASE) 2007
Capital Structure and Financial Performance	Gupta et al	تحري تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي.	المسحي	هيكل رأس المال (الرافعة المالية)	العائد على الاستثمار (ROI) العائد على حقوق الملكية (ROE)	وجود تأثير إيجابي ومعنوي لهيكل رأس المال في جميع متغيرات الأداء باستثناء متغير ROS حيث تبين أن التأثير ليس دالاً.	السوق المالي الهندي (ISE) 2010

		العائد على السهم (ROS) الأرباح قبل الضريبة (EBT) الدخل التشغيلي بالنسبة إلى المبيعات (OPR)					
السوق المالي النيجيري (NSE) 2010	وجود تأثير سلبي ودال معنوياً لنسبة المديونية في المتغيرات التابعة (ROE, ROA). وجود تأثير إيجابي لـ ROA في عمر الشركة وحجمها وفرص النمو لكن التأثير ليس دال معنوياً. وجود تأثير إيجابي ومعنوي لـ ROA في معدل دوران الأصول فيها. هنالك تأثير إيجابي لـ ROE في فرص النمو لكنه ليس دال معنوياً. هنالك تأثير إيجابي ودال لحجم الشركة وعمرها الزمني في معدل دوران الأصول فيها.	العائد على حقوق الملكية (ROE) العائد على الأصول (ROA)	هيكل رأس المال (نسبة المديونية)، معدل دوران الأصول، حجم الشركة، عمر الشركة، نسبة الأصول الملموسة فرص النمو	المسحي	تجري تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي	Onaolapo and Kajola	Capital Structure and Firm Performance
المصارف المدرجة في السوق المالية الباكستانية (PSE) 2011	هنالك تأثير إيجابي ومعنوي لحجم المصرف في العائد على حقوق الملكية وقيمة المصرف السوقية. هنالك تأثير إيجابي ومعنوي لرافعة المالية في معدل العائد على حقوق الملكية. هنالك تأثير إيجابي ومعنوي لكل من درجة الخطر والقروض في معدل العائد على الملكية	العائد على حقوق الملكية (ROE) نسبة القيمة السوقية للمصرف / القيمة الدفترية للمصرف (Tobin's Q)	درجة الرافعة المالية، درجة الخطر في تحقيق الأرباح، حجم المصرف، نسبة استثمارات المصرف، ونسبة قروض المصرف	المسحي	قياس الأداء المالي من خلال تأثيره بهيكل التمويل	Siddiqui and Shoaib	Measuring Performance through Capital Structure
السوق المالي الفلسطيني (PSE) 2012	هنالك تأثير إيجابي ومعنوي لنسبة TDTA في جميع المتغيرات التابعة باستثناء نسبة MBVR. هنالك تأثير إيجابي وغير معنوي لكل من (SDTA,) SDTA, TDTQ في المتغيرات التابعة.	العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الأصول (ROA)، العائد على السهم الواحد (EPS)، القيمة السوقية لحقوق الملكية /	نسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول (SDTA)، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (LDTA)،	المسحي	تجري تأثير هيكل رأس المال في أداء الشركات	Abu-Rub	Capital Structure and Firm Performance

		القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MBVR)	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (TDTA)، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية (TDTE)				
المصارف المدرجة في السوق المالي الغانبي (GSE) 2012	هناك تأثير سلبي وذات دلالة معنوية لنسبة المديونية في المتغيرات التابعة عموماً. المصارف في السوق المالي الغانبي تعتمد بشكل كبير جداً على الديون وبخاصة على الديون قصيرة الأجل.	العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الأصول (ROA)، نسبة الـ Tobin's Q (القيمة السوقية للمصرف / القيمة الدفترية للمصرف)	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية (Debt to Equity)، حجم الشركة، عمر الشركة، نسبة الخصوم المتداولة/ إجمالي الخصوم)	المسحي	تجري العلاقة بين هيكل رأس المال (الرافعة المالية) وبين الأداء	Vitor and Badu	Capital Structure and Performance

الجدول (1 - 1) الدراسات السابقة

2. مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيس الآتي:

"ما تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق

المالية؟ ويتفرع عن هذا التساؤل الأسئلة الفرعية التالية:

1- ما تأثير نسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد في الأصول (ROA) في الشركات

المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

2- ما تأثير نسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد في حقوق الملكية (ROE) في

الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

3- ما تأثير نسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد (EPS) في الشركات

المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

4- ما تأثير نسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق

الملكية (Tobin's Q) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

5- ما تأثير نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد في الأصول (ROA) في

الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

6- ما تأثير نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد في حقوق الملكية (ROE) في

الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

7- ما تأثير نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد (EPS) في

الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

8- ما تأثير نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق

الملكية (Tobin's Q) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

3. أهداف الدراسة:

تندرج هذه الدراسة ضمن الدراسات ذات الهدف الاستنتاجي الوصفي والسببي والتي تسعى

إلى التعرف على تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق

للأوراق المالية (DSE)، ومن خلال هذا الهدف الرئيس أعلاه يمكن وضع مجموعة من الأهداف

الفرعية التي سيتم العمل على تحقيقها، وهي:

- إعادة اختبار تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وزيادة المعرفة حول هذا التأثير.
- التعرف على تأثير نسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول (ROA) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- التعرف على تأثير نسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- التعرف على تأثير نسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد (EPS) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- التعرف على تأثير نسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- التعرف على تأثير نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول (ROA) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- التعرف على تأثير نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- التعرف على تأثير نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد (EPS) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- التعرف على تأثير نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

4. أهمية الدراسة:

تقسم أهمية الدراسة إلى:

1-3 الأهمية النظرية:

تتجلى أهمية الدراسة النظرية في الإضافات التي قدمتها إلى النظريات والدراسات السابقة، فهذه الدراسة تسعى إلى زيادة المعرفة المتعلقة بكل من نظريات هيكل رأس المال والأداء المالي من جهة أولى، إضافةً إلى زيادة المعرفة حول تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات من جهة ثانية. إضافةً إلى كون هذه الدراسة قد شكلت إضافةً إلى النظرية التقليدية بتحديد نسبة الديون المثلى التي يمكن الاعتماد عليها في الشركات السورية بشكل عام.

2-3 الأهمية العملية:

تتجلى الأهمية العملية لهذه الدراسة في مجمل الفوائد التي ستقدمها للعديد من الجهات المختلفة ذات العلاقة بموضوع الدراسة كالشركات والمستثمرين والسوق والإدارة. فنتائج هذه الدراسة سوف تفيد الشركات في التعرف على أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي، وفيما إذا كان استخدام الديون في هيكل رأس مالها ينعكس بأداء مالي أفضل. كما تفيد هذه الدراسة الشركات بالتعرف على تأثير بعض المتغيرات كحجم الشركة، نمو الشركة، نسبة السيولة، وهيكل أصول الشركة في الأداء المالي، وهذا يجعل تلك الشركات أكثر قدرة على اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية. وبالنسبة للمستثمرين فإن هذه الدراسة سوف تكون مساعدة لهم في قرارهم المتعلق باستثمار أموالهم في الشركات الموجودة في سوق دمشق للأوراق المالية. حيث أن نتائج هذه الدراسة ستقود إلى التعرف على الشركات الأفضل من ناحية الأداء المالي، إضافة إلى دورها في زيادة وعي المستثمرين المتعلق بالقرارات التمويلية المختلفة التي تتخذها الشركات وانعكاسها على أسعار أسهمهم في السوق. أما مدراء الشركات فمن المتوقع أن تفيدهم الدراسة في التعرف على هيكل رأس المال الأمثل التي يجب أن يعتمدوا عليه في الهيكل التمويلي. وبالنسبة للسوق فإن نتائج هذه الدراسة سوف تجعلهم أكثر قدرة على وضع قوانين وقرارات متعلقة بآليات التمويل المختلفة وبما يساعد في تحسين الأداء المالي لتلك الشركات، أضف إلى ذلك أن نتائج هذه الدراسة سوف تفيد في التعرف على مدى كفاءة السوق وفيما إذا كان هيكل رأس المال ينعكس على الأداء المالي لتلك الشركات. وفيما إذا كانت المعلومات المتعلقة بهيكل رأس المال تنعكس على الأداء المالي أو لا. وهذا يمكن أن يتم من خلال تسهيل الحصول على الديون أو توفير السبل الممكنة للشركات في الحصول على التمويلات اللازمة وبما يتلاءم مع نتائج هذه الدراسة.

تجدر الإشارة إلى أن هذه الدراسة قد تناولت تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي، وتأثير بعض المتغيرات الضابطة في التأثير في الأداء المالي في آن واحد، وبالتالي تعتبر هذه الدراسة أكثر شمولية من باقي الدراسات التي تم الوصول إليها والاطلاع على محتواها. كما أنها أول دراسة تُجرى للتعرف على أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي على حد علم الباحث. علاوة على كونها اشتملت تقريباً لجميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية معتمدة على البيانات الربعية وليس السنوية بغية الوصول إلى نتائج أكثر دقة.

5. منهجية وفلسفة الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة على تساؤلاتها سوف يتم الاعتماد على الإطار المنهجي

التالي:

1-4 فلسفة الدراسة:

تم في هذه الدراسة الاعتماد على الفلسفة الوضعية (Positivism)، والسبب في ذلك

يُعزى إلى:

- كون مشكلة الدراسة من النوع الجدلي، حيث أن العدد الكبير من الدراسات السابقة لم تتفق فيما بينها حول تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي، ومشكلة الدراسة الجدلية تتوافق مع الفلسفة الوضعية.
- كون مشكلة الدراسة تتمثل في إعادة اختبار تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي، وهذا ما يتوافق مع الفلسفة الوضعية.
- كون مشكلة الدراسة تتمثل في التعرف على تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي، وهي مبنية على عدد كبير من الدراسات السابقة والنظريات التي يمكن الاعتماد عليها، أضف إلى ذلك أن أهداف هذه الدراسة تندرج ضمن الدراسات ذات الهدف الاستنتاجي الوصفي السببي فيمكن الاعتماد على هذه الفلسفة بغية وصف متغيرات الدراسة، واختبار تلك المتغيرات وصولاً إلى التعرف على الأسباب التي تفسر العلاقة بينها.
- كون سؤال الدراسة يتمثل في التعرف على تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي، والسؤال عن الأثر يتناسب مع الفلسفة الوضعية.
- كون هدف الدراسة المتمثل في تحديد أي نظرية من نظريات هيكل رأس المال هي الأقرب في التطبيق في الشركات السورية يعني القيام بجمع البيانات اللازمة للوصول إلى هذا الهدف دون تدخل أو تحيز، فيمكن الاعتماد على هذه الفلسفة باعتبار أن الباحث سوف يكون حيادياً في أفكاره بحيث لا يتبنى وجهة نظر معينة، إنما سوف تقوم هذه الدراسة على عرض النظريات السابقة الباحثة في هيكل رأس المال والأداء المالي دون تدخل من قبل الباحث. علاوة على كون البيانات التي تم جمعها هي بيانات منشورة في قوائم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. أي أن الباحث كان حيادياً أيضاً في الحصول على البيانات وجمعها، وهذا ما يتوافق أيضاً مع الفلسفة الوضعية.

- كون هدف الدراسة المتمثل في إمكانية التعميم على الشركات السورية، باعتبار أن عملية جمع البيانات الخاصة بالدراسة سوف تتم بشكل علمي دون أي تدخل من قبل الباحث، بل يمكن استخدام نفس الطريقة لجمع البيانات مستقبلاً لعينات أكبر، فيمكن الاعتماد على هذه الفلسفة نظراً لأنها تسمح بإعادة الاختبارات والوصول إلى نتائج قابلة للتعميم على شركات أخرى. إضافةً إلى كون البيانات الخاصة بالدراسة كمية الأمر الذي يناسب الفلسفة الوضعية أيضاً.

4-2 أسلوب الدراسة:

- تم الاعتماد في هذه الدراسة على **الأسلوب الاستنتاجي (Deductive Approach)**، والسبب في ذلك يُعزى إلى:
 - كون فلسفة الدراسة هي الفلسفة الوضعية، والأسلوب الاستنتاجي يتناسب مع تلك الفلسفة، لاسيما وجود دراسات سابقة تم الاستفادة من نتائجها في إعادة اختبار تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي.
 - كون هدف الدراسة العام هو هدف وصفي سببي، بحيث تم الاعتماد على الدراسات السابقة التي بحثت في العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات في وضع المتغيرات وكيفية قياسها، مما يقود إلى فرضيات محددة قابلة للاختبار. وهذا ما يساعد في وصف متغيرات الدراسة، والتعرف على تأثير بعضها على البعض الآخر، والوصول إلى أسباب علمية لهذا التأثير وتفسيره، وهذا ينسجم مع الأسلوب الاستنتاجي.
 - كون هدف الدراسة العام يتمثل في تحديد أي نظرية من نظريات هيكل رأس المال هي الأقرب في التطبيق في الشركات السورية، أي سوف يتم استعراض النظريات السابقة ومن ثم الوصول إلى أي نظرية هي الأقرب بناءً على الاختبارات الإحصائية وهذا ينسجم مع الأسلوب الاستنتاجي.

عموماً يمكن تلخيص الخطوات المتبعة في هذه الدراسة على الشكل التالي:



الشكل (1/1) الخطوات العامة للدراسة

المصدر: من إعداد الباحث

3-5 استراتيجية الدراسة:

تم في هذه الدراسة الاعتماد على الاستراتيجية المسحية (Survey Strategy)، والسبب في ذلك يُعزى إلى أن الاستراتيجية المسحية تتلاءم مع الفلسفة الوضعية والأسلوب الاستنتاجي. إضافةً إلى أن هدف الدراسة العام ينصب على إعادة اختبار تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي واختبار الفرضيات المتعلقة بذلك وتعميم نتائجها، ومنه فإن الاستراتيجية المثلى لتحقيق ذلك هي الاستراتيجية المسحية والتي تساعد على الحصول على عينات كبيرة بغية تعميم النتائج قدر الإمكان.

كذلك الأمر فقد تم في هذه الدراسة الاعتماد على الاستراتيجية الوثائقية (Documentary Strategy)، والسبب في ذلك الحاجة إلى الوثائق والبيانات المالية التي تصدرها تلك الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من أجل جمع متغيرات الدراسة.

4-5 مجتمع وعينة الدراسة:

إن مجتمع الدراسة (Population) هو جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (DSE)، والبالغ عددها (24) شركة تتوزع ما بين مصرف وشركة تأمين وشركة خدمية وشركة صناعية وشركة زراعية يتم تداول أسهمها في تلك السوق وذلك كما في الجدول التالي:

النسبة (Percentage)	عدد الشركات (Number)	القطاع (Sector)
8.33%	2	خدمات
4.17%	1	صناعي
58.33%	14	بنوك
25.00%	6	تأمين
4.17%	1	زراعي
100.00%	24	المجموع

الجدول (1 - 2) توزع مفردات مجتمع الدراسة وفق القطاعات الاقتصادية

يكمُن السبب في اختيار الباحث الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كمجتمع للدراسة للأسباب التالية:

- إمكانية الحصول على البيانات المالية والوثائق الخاصة بتلك الشركات.
 - إمكانية زيارة هذه الشركات والتعرف عليها عن قرب.
- أما عينة الدراسة (Sample) فقد تضمنت الشركات التي حققت الشرطين التاليين: الأول وجود قوائم مالية ربع سنوية لها على مدار فترة الدراسة. والثاني وجود تداول على هذه الشركات

خلال فترة الدراسة. وكنتيجةً لذلك فقد تم الاقتصار على عينة غير عشوائية غرضية (Purposive Sample) مؤلفة من (21) شركة من أصل (24) شركة. والسبب في ذلك الاختيار أن بنك البركة لم يقدم قوائم مالية ربع سنوية، وبنك الشام قد أُدرج في سوق دمشق للأوراق المالية عام 2015، وشركة نماء الزراعية لم يتم التداول على أسهمها منذ بداية العام 2013.

5-5 أدوات جمع وتحليل البيانات:

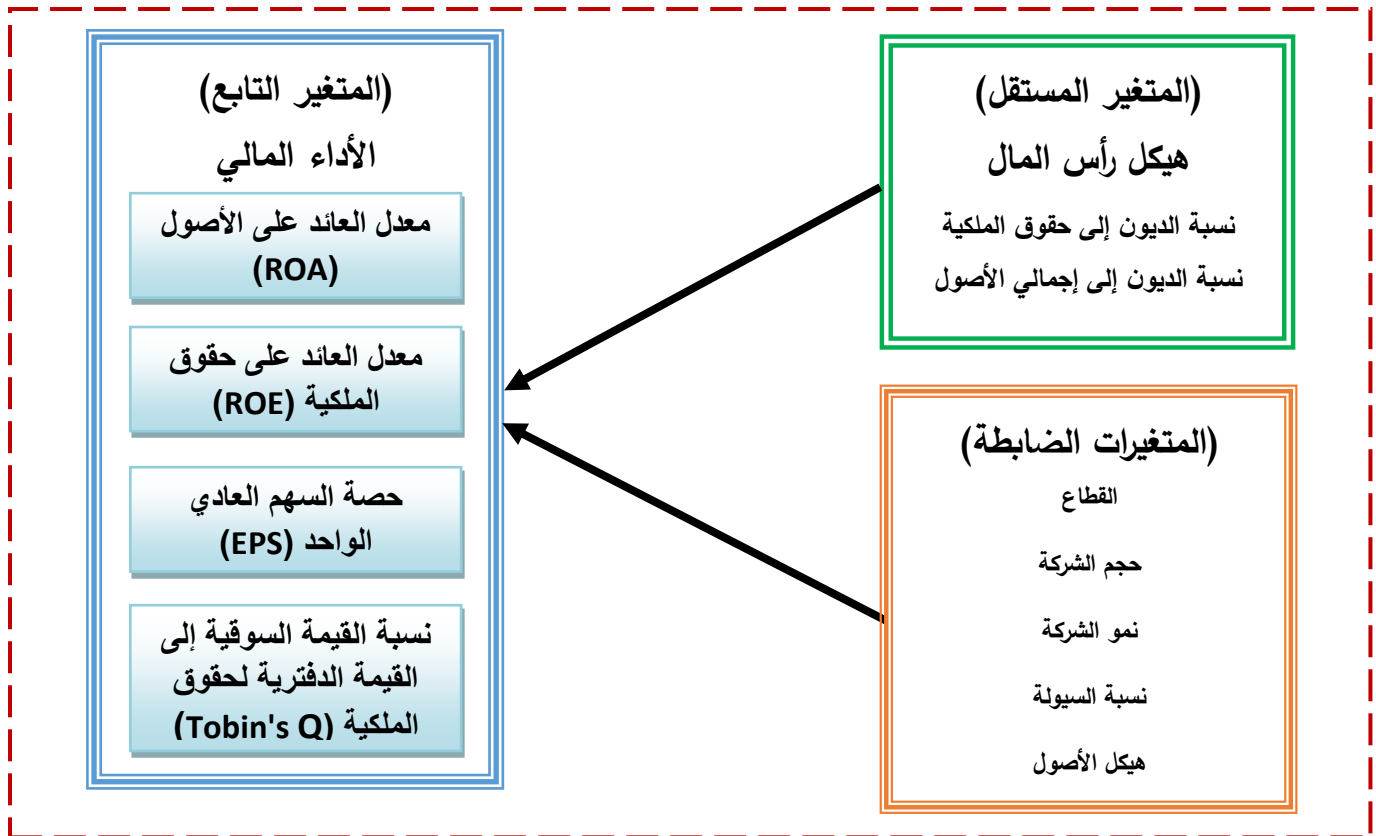
بالنسبة لجمع البيانات تم الاعتماد على الوثائق والقوائم المالية التي تنشرها سوق دمشق للأوراق المالية (DSE).

أما بالنسبة لتحليل تلك البيانات، فقد تم الاعتماد في تحليل تلك البيانات على المنهجية الكمية (Quantitative Methodology) والتي تعتبر المنهجية الأكثر ملاءمة للفلسفة الوضعية وللأسلوب الاستنتاجي وللإستراتيجية المسحية التي تم اختيارها.

وهنا لابد من الإشارة إلى أن جمع البيانات لقياس متغيرات الأداء المالي قد تم على أساس حساب قيمة كل متغير (من متغيرات الأداء) لفترات ربع سنوية تمتد لحوالي خمس سنوات ونصف ابتداءً من بداية العام 2010، وحتى منتصف العام 2015. والسبب في اختيار هذا الأسلوب هو الرغبة في تفادي التحيز الذي قد يحدث في الأداء المالي في سنة من السنوات والذي قد يكون بسبب متغيرات أخرى لا تشملها الدراسة.

6. نموذج الدراسة:

يوضح الشكل (2/1) نموذج الدراسة والذي يتضمن كلاً من المتغير المستقل المتمثل بهيكل رأس المال. والمتغير التابع المتمثل بالأداء المالي والمتغيرات الضابطة المتمثلة بالقطاع، حجم الشركة، نمو الشركة، نسبة السيولة، هيكل أصول الشركة.



الشكل (2/1) نموذج الدراسة

يتكون نموذج الدراسة من المتغيرات التالية:

- **المتغير المستقل (Independent Variable):** المتمثل بهيكل رأس المال (Capital Structure) للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (DSE). والذي تم قياسه من خلال نسبتي هما نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول. وسوف يتم الحصول على هذه النسب من خلال البيانات الموضحة في القوائم المالية الربعية لتلك الشركات، وذلك بقسمة الديون بمختلف أنواعها على حقوق الملكية وعلى إجمالي الأصول لكل ربع سنة مالية¹.

تم اختيار النسبيتين السابقتين لقياس هيكل رأس المال نظراً لكونهما أشهر نسبتي لقياس نسبة الديون في الشركات، إضافةً إلى أن أغلب الدراسات السابقة مثل دراسة (Onaolapo

¹ نظراً للاعتماد على بيانات ربعية، فسوف يتم حساب هيكل رأس المال من خلال نسبة الديون إلى حقوق الملكية أو إلى إجمالي الأصول، بحيث سوف يتم أخذ كافة الديون بعين الاعتبار وذلك بسبب كون الإفصاحات الربعية الخاصة بالشركات لا تعطي أي معلومة عن الفترة الزمنية للديون. وبالتالي سوف تدخل الديون بكافة أنواعها في حساب نسب هيكل رأس المال.

،(Acaravci, 2015) ،(Sagara, 2015) ،(Martis, 2013) ،(and Kajola, 2010) ،(Nassar, 2016) ،(Mauwa et al, 2016) وغيرها الكثير قد اعتمد عليها في قياس هيكل رأس المال.

• المتغيرات الضابطة (Control Variables): وتتضمن كلاً من:

– القطاع (Nature of Industry): وتتمثل بنوع العمل الذي تقوم به الشركة، ولأي قطاع ينتمي، وفي هذه الدراسة نلاحظ وجود 4 قطاعات وهي المصارف، التأمين، التجارة، الخدمات. وتم قياس هذا المتغير من خلال تقسيم الشركات عينة الدراسة حسب نوع عملها، واعتبار كل فئة كمتغير بحد ذاته.

– هيكل الأصول (Assets Structure): ويقصد به نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول. وتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة الأصول الثابتة على مجموع الأصول (Fixed Assets / Total Assets).

– حجم الشركة (Size): وتتمثل بحجم إجمالي الأصول الثابتة والمتداولة التي تملكها الشركة. وتم قياس هذا المتغير من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Nature Log of Total Assets). والسبب في أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول هو تمهيد السلسلة الزمنية (تخفيف درجة تقلباتها) وخاصةً أن قيم الأصول كبيرة نسبياً.

– فرص النمو (Growth Opportunities): ويقصد بها التغيرات التي تطرأ على وضع الشركة في كل فترة زمنية. وقد تم قياس هذا المتغير من خلال احتساب نسبة التغيرات في إجمالي حجم الأصول. أي من خلال أخذ التغير النسبي في قيمة الأصول في كل ربع لكل شركة نسبةً إلى الربع السابق.

– درجة السيولة (Liquidity): ويقصد بها قدرة الشركة على تحويل أصولها المتداولة إلى نقد بغية تلبية التزاماتها الطارئة. وقد تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة الأصول المتداولة / الالتزامات قصيرة الأجل (Current Assets / Short Term Liabilities). وتم اختيار هذا المقياس لوجود اتفاق بين مختلف الباحثين على قياس نسبة السيولة من خلاله.

تم اختيار المتغيرات الضابطة السابقة الذكر أولاً بناءً على دراسات (Titman and Wessels, 1988) ،(Rajan and Zingales, 1995) ،(Campbell and Jerzemowska, 2001) ،(Gajdka, 2002) ،(Hussain and Nivorozhkin, 2004).

(Mazur, 2007)، (Fattouh et al, 2008). كذلك الأمر فقد تم اختيار هذه العوامل بناءً على نتائج الاستبانة التي تم توزيعها على المدراء الماليين في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بخصوص العوامل المؤثرة في قرارهم اختيار مصدر تمويلي معين دون آخر.

• **المتغير التابع (Dependent Variables)** وهو الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وتم قياسه من خلال المتغيرات التالية:

- معدل العائد على حقوق الملكية (ROE): تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة صافي الدخل للشركة على حقوق ملكيتها.

- معدل العائد على الأصول (ROA): تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة صافي الدخل للشركة على إجمالي أصولها.

- حصة السهم العادي الواحد (EPS): تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة صافي الدخل الخاص بمساهمي الشركة على عدد الأسهم العادية.

- نسبة القيمة السوقية إلى قيمته الدفترية (Tobin's Q): تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة القيمة السوقية لأسهم الشركة على القيمة الدفترية لها، حيث تم احتساب القيمة السوقية من خلال أخذ المتوسط الحسابي لأسعار الإغلاق في كل ربع سنة². في حين تم حساب القيمة الدفترية اعتماداً على الميزانيات بتقسيم حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة³.

تم اختيار المتغيرات التابعة (ROE, ROA, EPS, Tobin's Q) اعتماداً على عدد من الدراسات السابقة، فكل من (Margaritis and Psillaki, 2010)، (Rao et al, 2010)، (Onaolapo and Kajola, 2010)، (Nasser, 2016) وغيرهم قد اعتبروا أن الأداء المالي يقاس بالدرجة الأولى من خلال العائد على حقوق الملكية (ROE) ومن خلال العائد على الأصول (ROA). وأضاف آخرون مثل (Zeitun and Tian, 2007)، (Siddiqui and Shoaib, 2011)، (Ali et al, 2012)، (Altally, 2014) وغيرهم أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) والتي تعبر عن قيمة الشركة السوقية نسبةً إلى

² هنالك عدد كبير من الأيام بين 2010/1/1 وحتى 2015/6/30 لم يكن فيها تداول، وكانت أسعار الإغلاق فيها صفر، لذلك تم إهمالها. وتم أخذ متوسط أسعار الإغلاق في كل ربع سنة شريطة أن تكون قيمتها أكبر من الصفر.

³ بسبب تأخر بعض الشركات في إدراج أسهمها والتداول عليها، تم اعتبار نسبة Tobin's Q مساويةً للواحد الصحيح، أي تم اعتبار القيمة السوقية مساويةً للقيمة الدفترية وذلك في بعض الأرباع خلال فترة الدراسة.

قيمته الدفترية تعتبر هامةً في قياس أداء الشركات بشكل عام، وفي إبراز قوة أداء الشركة في السوق بشكل خاص. في حين أضاف كل من (Saedi and Mahmoodi, 2011)، (San and Hang, 2011)، (Nasser, 2016) أن حصة السهم العادي الواحد (EPS) تعتبر مؤشراً ذي دلالة وأهمية في قياس أداء الشركة المالي وخصوصاً بالنسبة للمستثمرين. على أية حال تم الحديث - بشكلٍ تفصيلي أكثر - عن المتغيرات التابعة في القسم النظري لهذه الدراسة ضمن مبحث الأداء المالي.

7. فرضيات الدراسة:

بناءً على الفلسفة الوضعية التي تم تبنيها في هذه الدراسة والتي تشير إلى حيادية الباحث في عملية إعادة اختبار تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي، ووفقاً لمراجعة الدراسات السابقة والتي لم تشير إلى وجود إجابة دقيقة ومحددة حول تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي، وتتنوع أغلب آراء الباحثين السابقين بين مؤيد لوجود تأثير إيجابي ومعنوي لهيكل التمويل ممثلاً لنسبة المديونية في الأداء المالي مثل دراسات (Roden and Lewellen, 1995)، (Dessi and Robertson, 2003)، (Siddiqui and Shoaib, 2011)، (Abbadi and Abu-Rub, 2012)، (Ebrati et al, 2013). وبين مؤيد لوجود تأثير سلبي ومعنوي لهيكل التمويل ممثلاً بنسبة المديونية في الأداء المالي مثل دراسات (Martis, 2013)، (Dumont and Svensson, 2014)، (Lakshmi, 2015)، (Kenyatta and Kenyatta, 2015)، (Nasser, 2016).

7-1 الفرضية الرئيسية الأولى:

يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول (ROA) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (Acaravci, 2015)، (Zeitun and Tian, 2007).

7-2 الفرضية الرئيسية الثانية:

يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (Acaravci, 2015)، (Zeitun and Tian, 2007).

3-7 الفرضية الرئيسية الثالثة:

يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد (EPS) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (Nasser, 2016)، (Onaolapo and Kajola, 2010).

4-7 الفرضية الرئيسية الرابعة:

يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (Acaravci, 2015)، (Zeitun and Tian, 2007).

5-7 الفرضية الرئيسية الخامسة:

يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول (ROA) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (Nasser, 2016)، (Onaolapo and Kajola, 2010).

6-7 الفرضية الرئيسية السادسة:

يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (Nasser, 2016)، (Onaolapo and Kajola, 2010).

7-7 الفرضية الرئيسية السابعة:

يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد (EPS) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (Nasser, 2016)، (Onaolapo and Kajola, 2010).

8-7 الفرضية الرئيسية الثامنة:

يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (Zeitun and Tian, 2007)، (Altally, 2014).

8. محددات الدراسة:

1-8 المحددات المكانية:

تم الاختصار في الدراسة على الشركات السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وبشكل أدق فقد تم الاختصار على 21 شركة من أصل 24 شركة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والسبب في ذلك ضرورة أن تكون تلك الشركات محققة لشروط الدراسة من ناحية جمع المتغيرات والتداول.

2-8 المحددات الزمانية:

تم الاختصار في الدراسة على الفترة الزمنية الممتدة من الربع الأول لعام (2010) وصولاً إلى منتصف العام (2015). والسبب في ذلك حداثة سوق دمشق للأوراق المالية من جهة، وتأخر عدد كبير من الشركات بإدراج أسهمها في السوق إلى نهاية عام 2009، علاوة على ضرورة أن تكون البيانات مستمرة خلال فترة الدراسة وغير متقطعة.

3-8 المحددات الموضوعية:

تم الاختصار في الدراسة على المتغيرات التي تم تحديدها مسبقاً، ولن يتم الأخذ بأي متغيرات أخرى خارجها. والسبب في ذلك ضرورة الوصول إلى نتائج دقيقة وبما يخدم موضوع الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

المبحث الأول هيكل رأس المال

مقدمة:

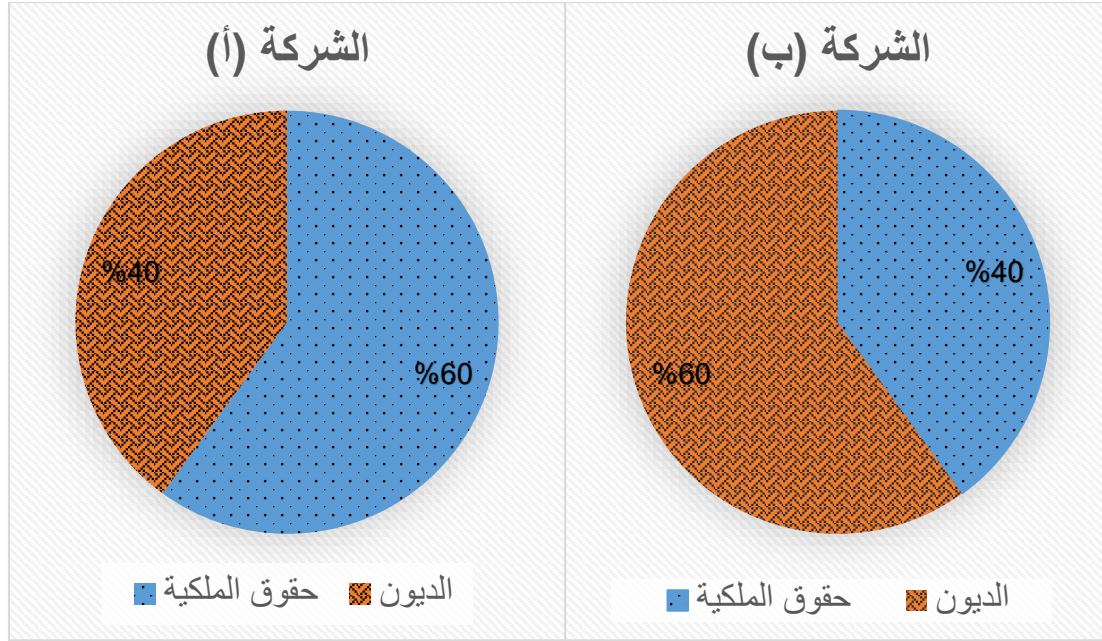
يعد هيكل رأس المال جزءاً من الهيكل التمويلي للشركة الذي ينتج عن السياسة المالية المتبعة من طرفها، حيث تؤثر هذه السياسة المتبعة على قرار التمويل كونها متعلقة باختيار هيكل التمويل المناسب، أي مزيج مصادر التمويل والذي يساهم في تعظيم الربحية وتحقيق هدفها المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم.

فقرار التمويل يعتبر واحداً من أهم القرارات التي تهتم بها الشركة وتوليها أهمية بالغة لما له من تأثير كبير على مختلف أنشطتها. ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام الشركة الاقتصادية واختلاف أشكالها، فلا يزال الاهتمام منصباً على التوليفة التي يتم بها تشكيل هيكل رأس المال بين أموال الملكية وأموال الديون.

وعلى الرغم من ظهور عدة نظريات عملت على تفسير مشكلة اختيار الهيكل التمويلي، وإمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للشركات الاقتصادية، فلا يزال هنالك جدل كبير بين الباحثين والمختصين في حقل الإدارة المالية حول هذا الموضوع، واختلاف وجهات نظرهم ما بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل رأس مال أمثل، وعدم حيازة أي من نظرياتهم على الإجماع.

1. مفهوم هيكل رأس المال وماهيته:

يعبر مفهوم هيكل التمويل (Financial Structure) عن الكيفية التي قامت بموجبها الشركة بتمويل أصولها المختلفة، في حين يشير مفهوم هيكل رأس المال (Capital Structure) إلى التمويل الدائم للشركة والذي يتكون في العادة من القروض طويلة الأجل، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية والأرباح المحتجزة. في حين يستبعد منه جميع مصادر التمويل قصيرة الأجل. وعلى هذا الأساس يعد هيكل رأس المال جزءاً من هيكل التمويل (الحناوي، 2004، ص 324). وفي هذا الصدد برز نموذج الفطيرة (Pie Model) المتعلق بتقسيم مصادر تمويل الشركة ما بين الديون وحقوق الملكية، والذي يوضح مصادر تكوين المزيج التمويلي الخاص برأس المال كما في الشكل الآتي (Ross et al, 2005, P. 402).



الشكل (1/2) نموذج الفطيرة لهيكل رأس المال

المصدر: Ross et al, 2005

إن تقسيم هيكل رأس المال إلى شقيه الديون وحقوق الملكية لا يتم بشكل اعتباطي أو بشكل عشوائي، بل يتطلب من الإدارة المالية في أي شركة اهتماماً بالغاً لما له من تأثير محتمل على قيمتها باعتبار أن قيمة الشركة تتمثل في قيمة ديونها وقيمة حقوق ملكيتها (Brealey et al, 2011, P. 437).

لذلك يتوجب على الشركة اختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس مالها والذي يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة من هذا التمويل المستهدف، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الحصول على التمويل، أي المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة.

2. عناصر هيكل رأس المال:

يتضمن هيكل رأس المال مصادر التمويل طويلة الأجل، أي يشتمل على الديون طويلة الأجل، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية إضافة إلى التمويل الذاتي المتمثل بالأرباح المحتجزة والمخصصات والاحتياطيات. حيث يوجد لكل مصدر من المصادر السابقة خصائص ومميزات معينة. فالأوراق المالية المشكلة لهيكل رأس المال تكون تواريخ استحقاقها تتجاوز السنة مثل السندات (Bonds)، وبعضها ليس له تاريخ استحقاق مثل الأسهم (Stocks) بنوعها الممتاز والعادي (هندي، 2003، ص 10). وفيما يلي استعراض لبعض تلك العناصر.

1-2 الأسهم (Stocks):

تمثل الأسهم الشكل الأكثر شيوعاً لأدوات الملكية في الشركات، وهي عبارة عن أوراق مالية تصدرها الشركات عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي (Fabozzi and Peterson, 2003, P. 29).

يوجد بشكل عام عدة تصنيفات لأنواع الأسهم كتصنيف الأسهم وفقاً لشكل الملكية والتي تتضمن الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها، أو تصنيفها وفقاً لمقابل الوفاء بقيمتها وتتضمن الأسهم النقدية والأسهم العينية، أو تصنيفها وفقاً للحقوق التي تمنح للمساهمين وتتضمن الأسهم العادية والممتازة (بوراس، 2002، ص 11). وسوف يتم التركيز على تصنيف الأسهم إلى عادية وممتازة باعتباره الأكثر شيوعاً.

أولاً - الأسهم العادية (Common Stocks):

تمثل الأسهم العادية تلك الأوراق المالية التي تمنح حاملها حقوقاً متساوية دون تمييز، وتمثل الشكل الرئيسي للملكية في الشركات المساهمة، فالسهم عبارة عن صك ملكية يعطي الحق في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها. وانطلاقاً من كون الأسهم العادية تمثل حق في ملكية الشركة، وحيث أن للشركة حياة غير محدودة وفقاً لمبدأ الاستمرارية (Going Concern)، فتعتبر الأسهم العادية بدون تاريخ استحقاق محدد (No Maturity). وتعتبر هذه الأسهم الشكل الرئيسي الذي تعتمد عليه الشركات المساهمة في الحصول على الأموال التي تحتاجها لتمويل أنشطتها المختلفة (Fabozzi and Peterson, 2003, P. 30).

يحصل حملة الأسهم العادية على عائد يتمثل إما في توزيعات الأرباح التي تقرر الشركة إجراؤها أو في الأرباح الرأسمالية في حال تم بيع أسهمهم في السوق المالية بسعر أعلى من سعر شرائها. علاوة على أن لحملة الأسهم العادية الحق في أصول الشركة عند تصفيتها وذلك بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى بما فيها الفوائد والضرائب وحصة حملة الأسهم الممتازة. ويمكن تحديد أهم الحقوق التي تمنح للمساهمين العاديين في النقاط الآتية (النجار، 2007، ص 486 - 487):

- الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل أو بأي طريق آخر.
- الحق في الحصول على توزيعات أرباح فيما إذا تقرر توزيعها.
- الحق في التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين.

- الحق في المشاركة بالانتخابات الخاصة بمجلس الإدارة واجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين.
- حق الأفضلية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة للأسهم التي تصدرها الشركة، وذلك بنفس نسبة ما يملكه قبل الإصدارات الجديدة.
- ومن جهة أخرى تصنف الأسهم العادية غالباً على أساس توزيعاتها أو على أساس النمو في تلك التوزيعات، وهنا نميز للأسهم العادية عدة أنواع منها (Gitman et al, 2011, P. 408):
- الأسهم مرتفعة الجودة: وهي أسهم تصدرها الشركات الكبيرة والمعروفة، والتي يكون أداؤها المالي جيداً من ناحية التوزيعات والأرباح الرأسمالية.
- أسهم النمو: وهي أسهم الشركات التي تزيد أرباحها ومبيعاتها بنسبة أكبر من معدل النمو الاقتصادي، أو معدل النمو للشركات المماثلة. إذ تتطور هذه الشركات بسرعة وتحتجز معظم الأرباح التي تحققها لتمويل استثمارات التوسعية، ولذلك تقوم بإجراء توزيعات أرباح منخفضة نسبياً، وتعتبر أكثر ملاءمة للمضاربين ولأصحاب الدخل المرتفع.
- أسهم الدخل: وهي أسهم الشركات التي تولد عائد جاري كبير نسبياً، فتقوم الشركات المصدرة لها بدفع جزء كبير من دخلها كتوزيعات أرباح، وتعتبر أكثر ملاءمة للمساهمين الذين يهتمون بتوزيعات الأرباح بشكل أكبر من الانتظار لتحقيق أرباح عادية غير مرتفعة نتيجة بيع الأسهم بسعر أعلى من سعر شرائها.
- أسهم دفاعية: وهي أسهم الشركات التي تعتبر أقل تأثراً بالدورات الاقتصادية، فهي تتمتع بدرجة مرتفعة من الأمان، أي أن مخاطرتها منخفضة وبالتالي تكون توزيعاتها منخفضة، وفي المقابل فإن هذه التوزيعات لا تنخفض نتيجة الدورات الاقتصادية كشركات الخدمات العامة.
- الأسهم المرتبطة بدورة الأعمال: وهي أسهم الشركات التي ترتبط أرباحها بتغير دورات الأعمال، ففي فترات الرواج تزداد أرباح الشركة وترتفع بالتالي أسعار أسهمها. أما في فترات الكساد تنخفض أرباح الشركة وتنخفض بالتالي أسعار أسهمها في السوق.
- تتميز الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة بأنها مصدر دائم للأموال لا يحق لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها، كما أنها تؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية مما يترتب عليه زيادة قدرة الشركة على الاقتراض مستقبلاً. وتتميز أيضاً بأنها لا تحمل

الشركة أية أعباء في حال عدم كفاية الأرباح المحققة لتغطية التزاماتها تجاه الغير وتجاه حملة الأسهم الممتازة، لأن الشركة غير ملزمة بدفع عوائد ثابتة لحملة الأسهم العادية، حيث يرتبط عائد السهم العادي بنتيجة أعمال الشركة ورغبتها في توزيع الأرباح. (هندي، 2003، ص 538 – 539) إضافةً لذلك فإن قيمة الأسهم العادية تعد الضمان الأساسي للدائنين الذين يتوقعون أن تكون كافية لتغطية مستحقاتهم على الشركة في حال تعثر أعمالها وتعرضها للإفلاس. علاوةً على الدور الذي تلعبه الأسهم العادية في تحقيق الاستقرار بالشركة وتجعلها أقل تأثراً بتقلبات المبيعات وحجم الأرباح المحققة (اليوسف والحموي، 2009، ص 316).

كذلك الأمر فإن للأسهم العادية عيوب تختلف باختلاف وجهة نظر المستثمر أو وجهة نظر الشركة، فمن وجهة نظر المستثمر يُعاب على الأسهم العادية كونها لا تعطيه حق المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما لم تقرر الشركة توزيعها، كما أن حامل السهم العادي لا يمكنه الرجوع إلى الشركة المصدرة للسهم لاسترداد قيمته، وفي حال رغب بالتخلص منه فليس لديه وسيلة سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال. إضافةً إلى أنه عند إفلاس الشركة، لا شيء يضمن لحامل السهم العادي استرداد القيمة التي دفعها لشرائه (Van Horne and Wachowicz, 2009, P. 538).

أما من وجهة نظر الشركة، فإنه يُعاب على الأسهم العادية ارتفاع تكلفتها مقارنةً بالمصادر التمويلية الأخرى والسبب هو ارتفاع مخاطر الاستثمار فيها، فالمخاطر المرتبطة بالاستثمار بالأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى، وهذا يؤدي إلى أن العائد الذي يطلبه المستثمر غالباً ما يكون مرتفعاً. علاوةً على أن أرباح الأسهم العادية – على عكس فوائد الديون – تقتطع بعد الضريبة وبالتالي لا يتولد عنها وفورات ضريبية (Van Horne and Wachowicz, 2009, P. 538 – 539).

وفي السياق ذاته قد يتبادر إلى أذهان المستثمرين بأن إصدار أسهم عادية جديدة هو ردة فعل لاعتقاد إدارة الشركة بأن القيمة السوقية لأسهمها مغالٍ فيها، مما يجعلهم يحجمون عن شراء أسهم هذه الشركة، وخصوصاً عندما تكون المعلومات المتاحة للمستثمرين قليلة مقارنةً بإدارة الشركة (هندي، 2003، ص 13).

ثانياً – الأسهم الممتازة (Preferred Stocks):

تتسم الأسهم الممتازة بأنها تمنح حائزها أو مالكيها امتيازات معينة لا يتمتع بها أصحاب الأسهم الأخرى في الشركة نفسها، ويمكن أن يكون الامتياز عبارة عن حق في الأرباح أو الموجودات أو الأرباح والموجودات معاً.

فالسهم الممتازة عبارة عن أوراق مالية بدون تاريخ استحقاق مثلها مثل الأسهم العادية، إلا أنها تختلف عنها بأوجه عدة، منها (Van Horne and Wachowicz, 2009, P. 534):

- الأولوية في الحصول على توزيعات الأرباح المعلنة، فعلى الرغم من أن الشركة ليست ملزمة قانونياً بدفع توزيعات أرباح لحملة الأسهم الممتازة، إلا أنهم يجب أن يحصلوا على توزيعات الأرباح قبل حصول الأسهم العادية على هذه التوزيعات.

- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على حقوقهم عند التصفية مقارنةً بحملة الأسهم العادية.

- لا يملك حملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت على قرارات الشركة المتعلقة باختيار مجلس الإدارة والقضايا الرئيسية فيها.

- لها عوائد محددة، وغالباً ما تكون عبارة عن مبلغ محدد عن كل سهم، أو على شكل نسبة مئوية من قيمة السهم الاسمية.

تقسم الأسهم الممتازة إلى أنواع مختلفة وفقاً لحقوقها والامتيازات الممنوحة لها، ومن أبرز تلك الأنواع نذكر (كنعان، 2009، ص 51):

- أسهم ممتازة بالأرباح: وهي الأسهم التي تمنح حملتها الحق في الحصول على توزيعات أرباح محددة عن كل سهم، وتمثل الشكل العام للأسهم الممتازة التي لا تمنح أية امتيازات إضافية.

- أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: وهي الأسهم التي لها الحق في الحصول على توزيعات الأرباح الأساسية بشكل تراكمي، فهذا الحق لا يسقط في السنوات التي تقرر فيها الشركة عدم توزيع أرباح، وفيما إذا قررت الشركة إجراء توزيعات للأرباح في أحد السنوات فإن هذا النوع من الامتياز يعطيها أسبقية الحصول على التوزيعات المتراكمة عن السنوات السابقة التي لم يتم بها إجراء توزيعات للأرباح، إضافةً إلى توزيعات الأرباح الخاصة بالسنة الحالية.

- أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء: وهي الأسهم التي يكون للشركة المصدرة حق استردادها من خلال قيامها برد قيمة السهم إلى المساهمين على أساس سعر محدد مسبقاً أو بعلاوة معينة على القيمة السوقية لها.
 - أسهم ممتازة قابلة للتحويل: وهي الأسهم التي يحق لحملتها مبادلتها بأسهم عادية وفقاً لمعدل تحويل معين وسعر تحويل معين ولفترة زمنية محددة.
 - أسهم ممتازة مشاركة بالأرباح: وهي الأسهم التي تعطي لحملتها الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح الموزعة علاوةً على حقهم في الأفضلية في توزيعات الأرباح على حملة الأسهم العادية، وقد تكون هذه المشاركة جزئية وقد تكون كاملة.
- تتميز الأسهم الممتازة بأنها تساعد الشركة في الحصول على الأموال اللازمة دون تدخل الغير في أعمالها، وأنها غير ملزمة بدفع نصيب الأسهم الممتازة عندما لا تسمح الأرباح بذلك، كما أنها تخفض من نسبة المديونية وبالتالي تزيد من قدرتها على الاقتراض، كما أن إمكانية استدعاء الشركة لتلك الأسهم - في حال كانت الأسهم الممتازة قابلة للاستدعاء - يعتبر أمراً جيداً بالنسبة لها وذلك عند وجود مصدر تمويلي أفضل من ناحية الكلفة. في حين أن أبرز عيوبها تكمن في ارتفاع تكلفتها مقارنةً بالديون، وعدم قدرتها على تحقيق وفر ضريبي باعتبار أن حصة الأسهم الممتازة تدفع بعد الضريبة، علاوةً على إلزامية دفع حصة الأسهم الممتازة فيما لو كانت مجمعةً للأرباح ولو كان ذلك في حال قررت الشركة توزيع أرباح في فترات لاحقة (اليوسف والحموي، 2009، ص 319 - 320).

2-2 الديون طويلة الأجل (Long Term Debts):

تعد الديون طويلة الأجل بشقيها القروض والسندات مصدراً هاماً من مصادر تمويل الشركات، وتنقسم إلى:

1-2-2 القروض طويلة الأجل (Loans):

تمثل القروض تلك الأموال التي يمكن للشركة الحصول عليها بشكل مباشر من مختلف المؤسسات المالية المحلية أو الأجنبية من بنوك وشركات تأمين وغيرها، وهي تمثل التزاماً على الشركة يتعين الوفاء به خلال فترة زمنية تزيد عن عشر سنوات أو خمسة عشرة سنة، وتصل أحياناً إلى ثلاثين سنة وذلك وفقاً للقواعد والشروط التي يتم الاتفاق عليها بين المقرض والمقترض (Fabozzi and Peterson, 2003, P. 489).

تلجأ الشركات إلى التمويل بالقروض طويلة الأجل وذلك لعدة أسباب، منها (أندراوس، 2008، ص 193):

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم بنوعيتها العادية والممتازة أو حتى السندات.
 - الرغبة بالحصول على التمويل بشكل سريع نظراً للحاجة الماسة للأموال.
- تتميز القروض طويل الأجل بعدد من المزايا، من أهمها: عدم تدخل المقرضين بإدارة الشركة أو المشاركة بالجمعية العمومية، يعتبر ذو كلفة منخفضة مقارنةً بالتمويل عن طريق الأسهم العادية والممتازة، وذلك بسبب كون المخاطر التي يتعرض لها المقرض أقل بكثير من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم من جهة، ولكون فوائد تلك القروض تقتطع قبل الضريبة وبالتالي القدرة على تحقيق وفورات ضريبية من جهة ثانية. كما أن الحصول عليها يعتبر أسرع مقارنةً بالتمويل عن طريق الأسهم الذي يحتاج إلى وقت أطول (النعيمة والخرشة، 2007، ص 172).

وعلى النقيض من ذلك يُعاب على القروض طويلة الأجل كونها غير متاحة للعديد من الشركات، مثل الشركات الصغيرة بل وبعض الشركات الكبيرة التي قد تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض بسبب عدم وجود ضمانات كافية، إضافةً إلى أن القروض طويلة الأجل ذات فوائد مرتفعة بالمقارنة مع القروض قصيرة ومتوسطة الأجل بسبب طول أجلها، وهذا يعني ضرورة توفير الشركة لقدر كبير من النقدية يكفي لسداد فوائد القروض المتفق عليها. كما أن الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين قد يعرض الشركة إلى الإفلاس، علاوةً على أن عقد الاقتراض قد يعطي المقرض الحق في فرض قيود على الشركة مثل منعها في الحصول على قروض جديدة، منعها من بيع وشراء الأصول الثابتة أو منعها من إجراء توزيعات للأرباح على المساهمين. مما يؤدي إلى زيادة درجة الخطر المالي المتمثل بقدرة الشركة على سداد تلك الديون في تواريخ استحقاقها (هندي، 2003، ص 556 - 557).

2-2-2 السندات (Bonds):

يمثل السند عقداً أو اتفاقاً بين الشركة المصدرة (المقترض) وبين المستثمر (المقرض) يتم بموجبه قيام المقرض بتقديم مبلغ من المال للمقترض الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ مع فوائده المستحقة في تواريخ متفق عليها (Van Horne and Wachowicz, 2009, P. 528).

تُصدر السندات من قبل الشركات، الحكومة، الشركات المالية المختصة. وبما أن السندات هي مصدر من المصادر التمويلية طويلة الأجل التي تحصل عليها منظمات الأعمال فهي تتميز بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي (Bringham and Houston, 2007, P. 209 – 213):

- يعتبر حامل السند دائناً من دائني الشركة.
 - يحصل حامل السند على فائدة ثابتة مقابل استخدام الشركة لأمواله وذلك بغض النظر عن حالتها المالية.
 - تلتزم الشركة بسداد القيمة الاسمية للسند في نهاية المدة المتفق عليها، أي للسند تاريخ استحقاق محدد.
 - لا يتمتع حاملو السندات بالحق في التصويت أو المساهمة في إدارة الشركة.
 - بعض أنواع السندات تكون مضمونة بأصول من الشركة.
- وفي سياقٍ مختلفٍ تقسم السندات إلى أنواع عدة، منها (اليوسف والحموي، 2009، ص 320 – 322):

- السندات العادية أو ذات الاستحقاق الثابت: وهي السندات التي يدفع المكتتب فيها قيمتها الاسمية بالكامل على أن يحصل خلال مدة القرض على فوائد ثابتة، بالإضافة إلى استرداد قيمة السند الاسمية عند نهاية مدة القرض.
- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: هذا النوع من السندات يتم إصداره بقرار من الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، كما أنه يعطي الحق لحامله بتحويله إلى عدد معين من الأسهم خلال فترات زمنية معينة وفق معدل وسعر تحويل محدد.
- سندات قابلة للاستدعاء: وهي تلك السندات التي تعطي الشركة المصدرة لها الحق في رد القيمة الاسمية للسند قبل حلول تاريخ استحقاقها، وعادةً ما يتم الاستدعاء بقيمة أعلى من القيمة الاسمية للسند وهذا ما يعرف بتعويض الاستدعاء. وهذا ما يحدث غالباً عند إمكانية الشركة الحصول على أموال بتكاليف أقل.
- السندات المضمونة: وهي عبارة عن تلك السندات التي تصدرها الشركات بضمان بعض أصولها. بحيث تمنح لحاملها بالإضافة للحقوق التي تمنحها السندات العادية حق التصرف

بالضمان إذا تأخرت الشركة عن دفع الفوائد أو القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، ولا يحق للشركة التصرف بالأصول المقدمة كضمان للسندات.

- سندات عادية ذات عائد متغير: وهي تلك السندات التي تصدر بقيمة اسمية محددة يدفعها المكتتب بالكامل ويحصل على فوائد متغيرة طوال فترة القرض، وهذا يكون على أساس ما تحققه الشركة من أرباح، كما أن صاحب السند يسترد قيمته الاسمية عند نهاية مدة القرض. وتحدد أسعار تلك الفوائد بناءً على أرباح الشركة، وأسعار الفائدة السائدة في السوق، إضافة إلى الوضع الاقتصادي المحيط بالشركة كالتضخم أو الانكماش.

- السندات ذات الخصم عند الإصدار: ويتم إصدار هذا النوع بقيمة اسمية معينة، وهنا يدفع المکتتب فيها أقل من قيمتها الاسمية، ويكون الفرق بين القيمة الاسمية، وما تم دفعه من قيمة السند يتمثل في خصم الإصدار مع التزام الشركة بإرجاع القيمة الاسمية كاملة عند تاريخ الاستحقاق. وتصدر هذه السندات لتحفيز المقرضين عندما تكون أسعار الفائدة السائدة في السوق أكبر مما تقوم الشركة بدفعه.

- السندات ذات علاوات التسديد: تعتبر هذه السندات عادية تصدر بقيمة اسمية معينة مع التزام الشركة بالوفاء بقيمة أكبر من القيمة الاسمية التي اكتتب فيها صاحبها وتمثل هذه الزيادة نسبة من الأرباح المجمدة تدفعها الشركة عند الوفاء بقيمة السند.

تتشابه السندات مع القروض طويلة الأجل في خصائصها باعتبار أن السندات نوع من أنواع القروض طويلة الأجل، ولذلك فهما متشابهان من ناحية المزايا والعيوب. لكن تتميز السندات بكونها ذات معدلات فائدة أكثر ثباتاً مقارنةً بالقروض طويلة الأجل مما يعني كلفة أقل مقارنةً بها، كما أن التمويل عن طريق السندات يعطي للشركة مرونة أكبر في الاستفادة من الأموال المقرضة مقارنةً بالقروض طويلة الأجل والتي غالباً ما تترافق مع قيود على بعض من أنشطة الشركة المقرضة (Contessi, 2013).

من جهة أخرى يُعاب على السندات أنها تحتاج إلى إجراءات إدارية ووقت أطول للحصول عليها مقارنةً بالقروض طويلة الأجل، كما أنها تحتاج إلى تكاليف إصدار لا تحتاجها القروض طويلة الأجل، ولذلك من الممكن أن تكون تكاليفها في هذه الحالة أكبر من تكلفة القروض طويلة الأجل (Contessi, 2013).

3-2 التمويل الذاتي (Self-Financing):

يقصد بالتمويل الذاتي اعتماد الشركة على مجموعة الموارد التي يمكن الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي يكون مصدر تلك الأموال من داخل الشركة وليس من خارجها، ويتضمن الأرباح المحتجزة، الاهتلاكات، الاحتياطات والمؤون.

1-3-2 الأرباح المحتجزة:

تعد الأرباح المحتجزة مصدراً تمويلياً داخلياً أو ذاتياً للشركة، فهي تمثل ذلك الجزء من الربح الذي قررت إدارة الشركة الاحتفاظ به وإعادة استثماره في الشركة (النجار، 2007، ص 493). فهي جزء من حقوق الملكية والمتبقي من الأرباح التي حققتها الشركة، ولم تقم بتوزيعه على المساهمين (Fabozzi and Peterson, 2003, P. 135).

ترتبط الأرباح المحتجزة بشكل مباشر بسياسة توزيع الأرباح التي تقوم بها الشركة، والتي تتوقف بدورها على مجموعة كبيرة من العوامل، من أهمها (الحناوي، 2004، ص 46).

- القواعد القانونية: وتختلف من بلد إلى آخر لكن تتفق فيما بينها على ألا تتجاوز توزيعات الأرباح الفعلية التي حققتها الشركة دون المساس برأس مالها.
- الوضع الاقتصادي العام: فعندما تكون الأوضاع الاقتصادية التي تعيش ضمنها الشركة غير مستقرة فهذا يدفعها إلى احتجاز جزء أكبر من أرباحها بغية مواجهة أي طارئ في المستقبل.
- حاجة الشركة للوفاء بالديون: وذلك عندما يحين موعد استحقاق تلك الديون، وكلما كانت ديون الشركة أكبر، كلما كان من الصعوبة احتجاز أرباح.
- عمر الشركة: فالشركات الحديثة تعتمد عادةً إلى احتجاز قدر أكبر من الأرباح لإعادة استثمارها من أجل توسيع نشاطها وتنميته.
- القيود المفروضة على الشركة من قبل المقرضين والموقف الضريبي لأصحاب الأسهم: فالمقرضين ربما يفرضون شروطاً على الشركة، بحيث أنهم يحددوا نسبة معينة لتوزيع أو احتجاز الأرباح.

وأضاف (هندي، 1998، ص 338 - 348) اعتبارات أخرى لسياسة توزيع الأرباح، منها فرص الاستثمار المتاحة أمام الشركة، استقرار أرباح الشركة، درجة سيولة الشركة، قدرة الشركة على الاقتراض، درجة نمو الشركة، الاعتبارات الضريبية، تكاليف الإصدار والسياسات التي تتبعها الشركات المنافسة.

تبرز أهمية الأرباح المحتجزة بشكل أساسي عند عدم حصول الشركات على حاجاتها من الأموال من مصادر خارجية كالأسهم والديون، وتحقق الأرباح المحتجزة العديد من المزايا، منها تأمين احتياجات الشركة المالية وتجنبها البحث عن مصادر خارجية دون أن ترتب عليها أي التزامات مالية تجاه الغير وهذا ما يوفر عليها تكاليف الديون والأسهم، تساعد الشركة على زيادة ربحية رأس المال الخاص دون زيادة عدد الأسهم وبالتالي زيادة حصة السهم العادي الواحد من الأرباح، تعتبر تكلفتها أقل من تكلفة الأسهم العادية باعتبار أنها لا تحتاج إلى أية تكاليف إصدار (إسماعيل، 2005، ص 291). ورغم هذه المزايا التي تتمتع بها الأرباح المحتجزة إلا أنه يُعاب عليها عدم كفايتها لتغطية كافية احتياجات الشركة، وقد تؤدي أحياناً إلى انخفاض في أسعار أسهم الشركة في السوق بسبب عدم إقبال المستثمرين على الشركات التي تحتجز الجزء الأكبر من أرباحها وخصوصاً عند عدم استغلال تلك الأرباح المحتجزة في استثمارات ذات عوائد كافية (إسماعيل، 2005، ص 291).

2-3-2 الاهتلاكات والاحتياطيات والمؤن:

تعتبر الاهتلاكات والاحتياطيات والمؤن جزءاً من مصادر التمويل الذاتي للشركات، فالاهتلاكات هي التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها بالميزانية بقيمتها الصافية، فهي مخصصات موجودة لتعويض تلك الأصول مستقبلاً. في حين تعرّف الاحتياطيات بأنها الأموال التي تجمعها الشركة والمخصصة من أجل توسع الشركة أو لمواجهة أي ظروف طارئة في المستقبل. في حين تعرّف المؤنات بأنها الأموال التي وضعت لمواجهة الخسارة المتوقعة في بعض أصول الشركة كإعفاء قيم المخزون وتدهور قدرة المدينين على السداد وغيرها (بن ساسي وقرشي، 2006، ص 241).

إن كلاً من العناصر السابقة تعتبر مصدراً من مصادر التمويل الذاتي التي يمكن للشركة أن تعتمد عليها، وتتشابه مع الأرباح المحتجزة من ناحية المزايا والعيوب، إلا أنه يضاف عليها قدرتها على تحقيق وفورات ضريبية لاسيما أن الاهتلاكات تخفض من الأرباح الخاضعة للضريبة. في حين يعاب عليها - وتحديداً الاهتلاكات - بأن اقتطاع أقساط اهتلاك مرتفعة خاصة في السنوات الأولى قد يزيد من تكلفة السلع والمنتجات وبالتالي ارتفاع أسعارها وهذا ما يؤثر على سوق هذه السلع (إسماعيل، 2005، ص 292).

3. نظريات هيكل رأس المال:

بدأت الدراسات حول الهيكل التمويلي - وضمنه هيكل رأس المال - بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات من القرن الماضي وذلك عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال والتي باتت تُعرف الآن بالنظرية التقليدية لهيكل رأس المال. ثم تلتها باقي النظريات التي تنصب أغلبها حول وجود هيكل رأس مال أمثل. أي وجود نسبة تمويل معينة بين كل من حقوق الملكية والديون تؤدي إلى جعل تكلفة رأس المال أقل ما يمكن، الأمر الذي يساهم في تعظيم قيمة الشركة. مما ينعكس على أدائها المالي إيجاباً.

وفي هذا الصدد برز عدد كبير من الدراسات التي ركزت على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي، والتي أظهرت نتائجها في واقع الأمر تناقضاً واضحاً بين فئتين: الأولى توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والأداء المالي، والثانية توصلت إلى وجود علاقة سلبية بينهما، في حين توصل عدد قليل من الباحثين آخرون إلى عدم وجود أي علاقة بينهما. فعلى سبيل المثال فقد توصل (Roden and Lewellen, 1995) في دراستهما التي تم إجراؤها على عينة مؤلفة من 48 شركة أمريكية من مختلف القطاعات خلال الفترة 1981 - 1990 أن هنالك علاقة إيجابية بين هيكل رأس مال تلك الشركات وبين أدائها المالي، وأكد تلك النتيجة (Dessi and Robertson, 2003) في دراستهم التي أجروها على عينة من الشركات البريطانية، مفسرين ذلك بأن الشركات ذات النمو الضعيف تحاول الاعتماد على الديون في هيكل رأس مالها بغية الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتوقعة، وهذا ما يؤدي إلى تحسين الأداء المالي لتلك الشركات.

وفي دراسة (Ebrati et al, 2013) والتي اختبرت أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لـ (85) شركة مدرجة في سوق طهران باستخدام الانحدار المتعدد للفترة الزمنية 2006-2011، تم التوصل إلى أن هيكل رأس المال له تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على الأداء المالي مقاساً بالعائد على حقوق الملكية بينما له تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية على العائد على الأصول ونصيب السهم من الأرباح الصافية. في حين بحثت دراسة (Saeed et al, 2013) في أثر هيكل رأس المال على أداء البنوك الباكستانية للفترة الزمنية 2007-2011 مستخدمة بيانات البنوك المدرجة في بورصة كراتشي. وتم تطبيق نماذج الانحدار المتعدد لتقدير العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المصرفي. وتم قياس الأداء من خلال العائد على الأصول، والعائد

على حقوق المساهمين والعائد على السهم. أما هيكل رأس المال فقد تم قياسه من خلال نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال والديون قصيرة الأجل إلى رأس المال ونسبة إجمالي الدين إلى رأس المال. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال وأداء الصناعة المصرفية.

أما دراسة (Abbad and Abu-Rub, 2012) التي تناولت اختبار أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي للمؤسسات المالية الفلسطينية باستخدام الانحدار الخطي المتعدد، فقد توصلت إلى أن إجمالي الودائع إلى الأصول والعائد على الأصول لها تأثير موجب وذو دلالة إحصائية على العائد على حقوق الملكية وعلى القيمة السوقية للبنك بينما القروض إلى الأصول والقروض إلى الودائع لم يكن لها تأثير على الأداء المالي للبنوك الفلسطينية. وهذا ما توصل إليه (Kyereboah, 2007) في دراسته التي أجراها على مؤسسات التمويل الصغيرة والمتوسطة (SMEs) في شبه الصحراء الأفريقية. حيث تبين وجود علاقة إيجابية بين الأداء مثل (ROE, ROA) وبين درجات مرتفعة من الرافعة المالية (أي كلما كانت الرافعة المالية أكبر كلما كان الأداء أفضل). مؤكداً بدوره (Sagara, 2015) النتيجة السابقة من خلال دراسته التي أجراها على البنوك الإسلامية المدرجة في سوق اندونيسيا المالي.

وعلى النقيض من ذلك، فقد توصل (Martis, 2013) في دراسته التي أجراها على عينة من الشركات المكونة لمؤشر S&P 500 في الفترة ما بين 2003 ولغاية 2011 إلى وجود علاقة سلبية بين هيكل التمويل ممثلاً بالديون إلى حقوق الملكية وبين العائد على الأصول، ووجود علاقة سلبية بين الديون قصيرة الأجل، وإجمالي الديون مع القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية Tobin's Q. في حين لم يتم التوصل لوجود علاقة بين هيكل التمويل وبين العائد على حقوق الملكية.

وهذا ما توصل إليه (Dumont and Svensson, 2014) في الدراسة التي أجروها على عينة مؤلفة من 300 شركة من الشركات المدرجة في سوق السويد للأوراق المالية خلال الفترة 2005 - 2012، حيث تبين وجود علاقة عكسية وتأثير سلبي لهيكل الديون ممثلاً بالديون إلى حقوق الملكية على أداء الشركات المالي ممثلاً بالعائد على حقوق الملكية. متوصلين إلى ضرورة التقليل من الاعتماد على الديون من أجل رفع العائد على حقوق الملكية. وهذا ما توصل إليه (Lakshmi, 2015) في دراسته التي بحثت تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي في عشر

شركات مدرجة في السوق المالي الهندي، وذلك من العام 2010 وحتى العام 2014، حيث تبين وجود علاقة سلبية بين هيكل رأس المال وبين الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. وذات الأمر توصل إليه (Kenya and Kenya, 2015) في الدراسة التي أجروها على 230 فرع من البنوك التجارية في كينيا بين الأعوام 2009 – 2013. ودراسة (Ahmad, 2016) التي بحثت بأثر هيكل رأس المال في الأداء المالي وذلك لعينة مؤلفة من 14 شركة من الشركات المدرجة في سوق كراتشي المالي في باكستان. حيث توصلت الدراسة إلى أن إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول تؤثر سلباً وبشكل دال في العائد على الأصول وذلك عند مستوى ثقة 99.9%.

وفي ذات الصدد توصل (Mauwa et al, 2016) في دراستهم التي أجريت على عينة مؤلفة من 6 شركات مدرجة في سوق كينا للأوراق المالية بين الأعوام 2010 – 2015 إلى وجود علاقة عكسية ودالة إحصائياً بين هيكل التمويل من جهة وبين كل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول من جهة أخرى.

كذلك الأمر فقد توصلت دراسة (Vitor and Badu, 2012) والتي اختبرت العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء البنوك المدرجة في غانا للفترة (2000-2010) إلى أن هيكل التمويل أو الرافعة المالية مقاسةً بمجموع الديون إلى حقوق الملكية تملك تأثيراً سلبياً وذو دلالة إحصائية على الأداء المالي للبنوك مقاساً بالعائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية. وهذا ما توصل إليه أيضاً (Umar et al, 2012) في دراستهم حول أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي وذلك لحوالي 100 شركة مدرجة في بورصة كراتشي للفترة الزمنية (2006-2009). حيث أظهرت النتائج أن جميع المتغيرات الثلاثة الممثلة لهيكل رأس المال، وهي المطلوبات المتداولة إلى إجمالي الأصول، المطلوبات طويلة الأجل لإجمالي الأصول، ومجموع المطلوبات إلى إجمالي الأصول، تؤثر سلباً على كل من الدخل قبل الفوائد والضرائب، العائد على الأصول، والعائد على السهم الواحد وهامش صافي الربح.

وفي دراسة (Luper and Isaac, 2012) التي تناولت أثر هيكل رأس المال في أداء الشركات الصناعية في نيجيريا مستخدمةً البيانات المالية السنوية لـ 15 شركة مدرجة في البورصة النيجيرية للفترة الزمنية 2005-2009. مطبقةً تحليل الانحدار المتعدد على مؤشرات الأداء مثل العائد على الأصول (ROA) وهامش الربح (PM). آخذةً بعين الاعتبار الديون

قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول (STDTA)، والديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (LTDTA) وإجمالي الدين إلى حقوق المساهمين كمتغيرات هيكل رأس المال. وأظهرت النتائج إلى أن هناك علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول (STDTA) والعائد على الأصول وهامش الربح وكذلك إجمالي الديون.

وفي ذات الإطار توصل كلٌّ من (Zeitun and Tian, 2007) في دراستهما للعلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في الشركات الأردنية إلى وجود علاقة سلبية بين مستويات الدين المختلفة وبين أداء تلك الشركات.

بينما وجد (Ebaid, 2009) في دراسته التي أجراها على الشركات غير المالية المدرجة في السوق المصرية بين عامي (1997 – 2005) أن هنالك علاقة ضعيفة جداً بين أداء تلك الشركات المالي وهيكلها التمويلي، مستنتجاً أن هيكل رأس المال ليس عنصراً مؤثراً في الأداء المالي. في حين توصلت دراسة (Abor, 2005) التي أجريت في سوق غانا للأوراق المالية (GSE) للتعرف على العلاقة بين الأداء المالي وهيكل رأس المال، إلى وجود علاقة إيجابية بين معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) الذي تحققه الشركات في تلك السوق وبين كلٍّ من الديون القصيرة الأجل (Short-term Debt) والديون الإجمالية (Total Debt)، في حين أنه وجد علاقة سلبية بين معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) الذي تحققه تلك الشركات في تلك السوق وبين الديون طويلة الأجل (Long-term Debt).

من الجدير بالذكر أن هنالك بعضاً من الدراسات (Myers, 2001; Eldomiaty, 2007) قد أظهرت نتائجها أن هيكل رأس المال ليس هو العنصر الوحيد المؤثر في القرارات التمويلية ونتائجها، وهذا ربما يشرح التناقضات الكبيرة التي تمت ملاحظتها بين النتائج السابقة. فكما أشار (Jermias, 2008) إلى وجود عوامل أخرى تؤثر في العلاقة بين الأداء المالي وهيكل رأس المال للشركات مثل الكثافة التنافسية واستراتيجيات العمل المتخذة من قبل إدارات تلك الشركات أضف إلى ذلك طبيعة نشاط الشركة ذاتها.

إن اختلاف الدراسات السابقة حول تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي، جعل الباحثين مختلفين في تفسير تلك النتائج، مستنديين بأرائهم على نظريات هيكل رأس المال المختلفة. والتي كانت جميعها تتمحور حول وجود هيكل رأس مال أمثل يمكن تحقيقه. وهذه النظريات هي:

1-3 النظرية المستندة إلى الأرباح المحققة:

تعتمد النظرية المستندة إلى الأرباح المحققة في تفسير نظريتها على وجهتي نظر، الأولى تعتمد على صافي الربح، والثانية على صافي الربح التشغيلي، وكل من وجهتي النظر السابقتين تستندان إلى فروض أساسية تتمثل فيما يلي (Van Horne, 2001. P. 253 – 254):

(1) لا توجد ضرائب شخصية أو ضرائب على الشركات، إضافةً إلى عدم وجود تكاليف إفلاس.
(2) نسبة الديون إلى حقوق الملكية في الشركة تتغير وذلك من خلال قيام الشركة بإصدار سندات جديدة واستخدام حصيلتها في إعادة شراء جزء من الأسهم العادية التي سبق أن أصدرتها، أو من خلال إصدار أسهم عادية جديدة واستخدام حصيلتها في إعادة شراء السندات من السوق، أي أن التغير في هيكل رأس المال يقتصر فقط على التغير في نسبة الاقتراض زيادةً أو نقصاناً.

(3) سياسة توزيع الأرباح ثابتة لا تتغير، ولا توجد أي أرباح محتجزة، أي أن الشركة تقوم بتوزيع أرباحها بنسبة 100%. وهذا الفرض يهدف إلى إبعاد أثر التمويل الذاتي من التحليل.

(4) لا توجد تكاليف إصدار أو تكاليف لبيع وشراء الأوراق المالية.

(5) توقعات المستثمرين للقيم المتوقعة للتوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات متجانسة وواحدة في كل شركة ولجميع المستثمرين في السوق.

(6) القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات ثابتة ولا تنمو من سنة إلى أخرى.

انطلاقاً من تلك الافتراضات السابقة يمكن شرح وجهتي النظر السابقتين كما يلي.

أولاً - وجهة النظر المستندة إلى صافي الأرباح (Net Income):

يفترض أصحاب وجهة النظر المستندة إلى صافي الأرباح أن تكلفة الاقتراض وتكلفة حقوق الملكية ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض، فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأس مال الشركة لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد الذي يطلبه الملاك، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فسوف يؤدي ذلك إلى انخفاض تكاليف الأموال التي تتحملها الشركة إضافةً إلى الارتفاع في قيمتها السوقية (هندي، 2003، ص 642).

هذا يعني أن الاختلاف في كلفة مصادر التمويل المختلفة يتيح الفرصة أمام الشركات لتخفيض كلفة التمويل الكلية إلى أقل حد ممكن، وذلك بالاستفادة من كلف الدين المنخفضة

مقابل كلف التمويل بالملكية (Shapiro, 1991, P. 429 – 430). إي بإمكان الشركة أن تعظم من قيمتها السوقية أو تخفض من تكلفة الأموال المستثمرة (التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال) مع زيادة نسبة التمويل بالمدىونية، وهذا يعني الانخفاض المستمر في تكلفة رأس المال يعود سببه إلى زيادة نسبة الديون – ذات الكلفة المنخفضة أساساً – في هيكل رأس مال الشركة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية لها بشكل مضطرب. بل تصل الشركة إلى هيكل رأس المال الأمثل عند وصولها إلى نسبة اقتراض 100% أي عند اعتمادها على التمويل بالمدىونية بشكل كامل دون وجود أي حقوق ملكية (Khan and Jain, 2005, P. 165).

تتميز وجهة النظر السابقة ببساطتها من حيث التحليل، لكنها تعاني من نقطة ضعفٍ أساسية تتمثل بافتراض ثبات كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة حقوق الملكية ممثلةً بالأسهم العادية (أي ثبات معدل العائد المطلوب على الاستثمار من قبل الدائنين والملاك) مهما تغيرت نسبة الاقتراض داخل هيكل رأس المال (هندي، 1998، ص 181). علاوةً على إهمالها للمخاطر المالية التي تزداد كلما زادت نسبة الاقتراض (زغيب، 2009، ص 183).

ثانياً – وجهة النظر المستندة إلى صافي الربح التشغيلي (Net Operating Income):

يؤكد أصحاب وجهة النظر المستندة إلى صافي الربح التشغيلي على عدم وجود أثر لزيادة نسبة المدىونية في تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، وبالتالي عدم التأثير في القيمة السوقية للشركة. حيث تفترض وجهة النظر هذه أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض (كما كانت وجهة النظر السابقة). أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض. ورغم ذلك تبقى التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ثابتة، والسبب هو أن التكلفة المتوسطة المرجحة سوف تخضع لأثرين متعاكسين بالاتجاه ومتساويين بالشدة تماماً، حيث أنها سوف ترتفع بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية التي تنجم عن زيادة نسبة الاقتراض، في حين أنها سوف تنخفض – بذات الدرجة – بسبب زيادة الاعتماد على القروض أو السندات ذات التكلفة المنخفضة نسبياً في تمويلها، لذا من المتوقع أن تبقى تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض. وهذا يعني أنه لا يوجد هيكل رأس مال أمثل يمكن أن تصل إليه الشركة من تغيير نسبة التمويل بالمدىونية. وطالما أن التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأس مال الشركة ثابتة، فإن القيمة السوقية لها لن تتغير.

استطاعت وجهة النظر هذه التغلب على نقطة الضعف التي عانت منها وجهة النظر السابقة وافترضت أن تكلفة حقوق الملكية سوف تزداد مع زيادة نسبة الاقتراض في الشركة، إلا أنها أهملت المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضين بسبب زيادة نسبة الاقتراض، مفترضةً ثبات تكلفة الديون (الفوائد التي يطلبها المقرضون) مهما بلغ حجمها (Van Horne and Wachowicz, 2009, P. 455).

3-2 النظرية التقليدية لهيكل رأس المال:

لقد نظر المدخل التقليدي إلى هيكل رأس المال من خلال الاعتقاد بأن لكل شركة نسبة من نسب التمويل بالديونية وذلك اعتماداً على خصائصها وإمكانياتها، بحيث تكون كمية الديون التي يتوجب على الشركة اقتراضها كافية لجعل كلفة رأس المال أقل ما يمكن.

تفترض هذه النظرية بأن هنالك هيكلًا أمثلًا لرأس المال - على عكس وجهة النظر السابقة - إذ يمكن للشركة تحديد درجة المديونية التي تخفض تكلفة رأس المال المستثمر إلى الحد الأدنى وتزيد قيمة الشركة إلى الحد الأعلى. فمع زيادة المديونية ذات التكلفة المنخفضة يرتفع العائد المطلوب تحقيقه على رأس المال المملوك، إلا أن هذا الارتفاع لا يتم بالشكل الذي يتعادل تماماً مع التخفيض في تكلفة القروض، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر (قاسم وجميل، 2009، ص 61).

تقوم النظرية التقليدية لهيكل رأس المال على مجموعة من الافتراضات يمكن إيجازها فيما يلي (عبد العزيز، 1997، ص 215):

- ثبات حجم الاستثمارات.
- يمكن تغيير نسب مكونات هيكل رأس المال (نسبة المديونية أو نسبة حقوق الملكية) دون تغيير القيمة الكلية لهذا الهيكل.
- عدم وجود تكلفة ضرائب أو تكلفة إفلاس.
- عدم وجود تكلفة للمعاملات.
- تمثل التوقعات الخاصة بالمستثمرين الحاليين أو المرتقبين وذلك سواءً بالنسبة لإيرادات الشركة أو المخاطر الخاصة بها.

لقد قسمت النظرية التقليدية آلية تأثير التمويل بالديونية على تكلفة رأس المال إلى ثلاث مراحل (اليوسف والحموي، 2009، ص 225 - 227):

- المرحلة الأولى: في هذه المرحلة تبقى تكلفة رأس المال الخاص ثابتة أو ترتفع بمعدل طفيف مع زيادة القروض، ولكن هذا الارتفاع في تكلفة رأس المال الخاص لا يمتص كامل الوفرة الناتجة من انخفاض تكلفة القروض المنخفضة مما يؤدي إلى انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر، وارتفاع قيمة الشركة في السوق المالي.
 - المرحلة الثانية: في هذه المرحلة - وعندما تصل مديونية الشركة إلى حد معين - لن يكون هنالك أي تأثير لزيادة الاقتراض، حيث أن الوفرة الناتجة من انخفاض تكاليف القروض سوف يتم امتصاصه تماماً بالزيادة في تكلفة رأس المال الخاص، وعند هذه النقطة تكون قيمة الشركة السوقية أكبر مما يمكن والتكلفة المتوسطة المرجحة أقل مما يمكن، وهذا ما يحدد هيكل رأس المال الأمثل.
 - المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة - وعندما تتجاوز نسبة مديونية الشركة حد المعقول - تتجه كل من قيمة الشركة إلى التناقص والتكلفة المتوسطة المرجحة إلى الارتفاع، هذا يعني أن الانخفاض في تكلفة الاقتراض لن يغطي الزيادة في تكلفة رأس المال الخاص، مما يؤدي بالنهاية إلى ارتفاع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر.
- تعد النظرية التقليدية من أقدم نظريات هيكل رأس المال وتتميز ببساطتها وبأنها تشكل مفهوماً وسطياً بين نظرية الأرباح المحققة المستندة على الأرباح الصافية، وبين نظرية الأرباح المحققة المستندة على الأرباح التشغيلية. لكن يعاب عليها الصعوبة في تحديد الحد المعقول للديون والذي تكون فيه القيمة السوقية أكبر مما يمكن والتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال أقل مما يمكن. كما أنها لم تشير إلى كيفية تحديد هذا المقدار المثالي من الديون. علاوة على الانتقادات الكثيرة التي وجهت لها من قبل موديكلياني وميلير وتحديداً لنتائجها المتمثلة في وجود هيكل رأس مال أمثل، وجود تأثير لهيكل رأس المال في القيمة السوقية للشركة، وتغير تكلفة الأموال مع تغير نسبة الاقتراض. حيث افترضت نظرية موديكلياني وميلير أن هذه النتائج غير صحيحة على الإطلاق (زغيب وقلادي، 2014).

3-3 نظرية (Modigliani and Miller) لعام 1958:

استندت نظرية M&M في تحليلها على نفس الافتراضات التي تم ذكرها في النظرية السابقة (Brigham and Houston, 2007, P. 456) مع وجود افتراضات أخرى منها (هندي، 2003، ص 645):

- كفاءة ومجانية الأسواق المالية، بحيث أن المعلومات المتعلقة بالشركات العاملة فيه متاحة للجميع وبشكل مجاني.
- إمكانية قيام المستثمر بشراء أو بيع أي كمية يرغبها من الأوراق المالية مهما صغر حجمها.
- إمكانية تصنيف الشركات في مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط الذي تقوم به، وكل شركة داخل كل مجموعة تتعرض لذات الدرجة من المخاطر.
- رشد المستثمرين عند تعاملهم بالأوراق المالية، أي أن المستثمرين يحاولون دوماً البحث عن أعلى العوائد بأقل تكاليف ممكنة⁴.

انطلاقاً من الافتراضات السابقة قام Modigliani and Miller في العام 1958 بتوضيح فكرتهما اعتماداً على مدخلين أساسيين، وهما:

أولاً – الاقتراح الأول لنظرية M&M:

وفقاً لهذا الاقتراح فإن القيمة السوقية للشركة مستقلة تماماً عن هيكل رأس مالها (الحنوي والعبد، 2006، ص 337)، وبعبارة أخرى يمكن القول بأن القيمة السوقية لأي شركة مقترضة أو غير مقترضة لا علاقة لها بهيكل رأس المال، فقيمة الشركة تتحدد برسمة العائد المتوقع على أساس معدل الرسملة الذي يتمثل في معدل العائد على الاستثمار في الأسهم العادية لشركة ذات مستوى مماثل لدرجة المخاطر وتعتمد فقط على أموال الملاك (رأس المال الخاص) في هيكل رأس مالها (هندي، 1998، ص 191). أي أن القيمة السوقية للشركة ما هي إلا انعكاس لقرار الاستثمار فيها وبفاعلية تلك القرارات وقوة أصولها الإيرادية، أي بفاعلية توزيع هذه الاستثمارات ما بين الاستثمارات الثابتة والمتداولة منها ولا يوجد أي علاقة لآلية تمويل هذه الاستثمارات، وهذا يؤكد استقلالية القيمة السوقية عن هيكل رأس المال الخاص بالشركة (Brealey et al, 2011,)

⁴ هذا الافتراض استعمله موديكلياني وميلير بشكل واضح لتفسير عملية المراجعة وذلك عند وجود اختلاف في القيمة السوقية لشركتين، فالمستثمر الرشيد سوف يبيع أسهمه في الشركة ذات القيمة السوقية الأكبر وينتقل إلى الشركة ذات القيمة السوقية الأصغر ويحافظ على ذات العائد لكن باستثمار مبلغ أقل من الأموال.

437 P). وطالما أن القيمة السوقية لا علاقة لها بهيكل رأس المال الخاص بالشركة، فمن المنطقي أن تكون تكلفة الأموال مستقلة عن هيكل رأس المال أيضاً وفقاً لهذا الاقتراح (Khan and Jain, 2005, P. 161 – 163).

ولكي يثبت موديكلياني وميلر صحة هذا الاقتراح – الذي ينص على تساوي القيمة السوقية لشركتين تنتميان إلى ذات الفئة من المخاطر، وهيكل رأس مال الأولى مؤلف من ديون وحقوق ملكية وهيكل رأس مال الثانية مؤلف من حقوق ملكية فقط – قاما بالتأكيد على دور السوق في هذا الأمر، ففي حال اختلفت القيمة السوقية للشركتين، فإن السوق سيقوم بتصحيح هذا الاختلاف ويجعل القيم السوقية لهما متساوية. ويظهر المراجعون لإتمام هذا التوازن من خلال ما يسمى بعملية المراجعة (Arbitrage Process) (حنفي وقرياقص، 2002، ص 205).

فالمراجعة تعني أن المستثمرين الموجودين في شركة ذات قيمة سوقية أكبر سوف ينتقلون إلى شركة ذات قيمة سوقية أصغر مع الحفاظ على نفس العائد أو الدخل لكن بمقدار أقل من الأموال المستثمرة – بغض النظر عن هيكل تمويل الشركتين السابقتين – وهذا ما سوف يدفع المستثمرين الآخرين للقيام بذات الأمر مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للشركة الأقل، وانخفاض في القيمة السوقية للشركة الأكبر، مما يؤدي في النهاية إلى تساوي القيمة السوقية للشركتين. وبالتالي تكون تكلفة الأموال لكلا الشركتين متساوية طالما أن القيمة السوقية لكل منهما متساوية، وطالما أن الأرباح في كلا الشركتين واحدة (الحموي واليوسف، 2009، ص 229 – 235). أي يمكن الاستنتاج بأن الشركتان السابقتان تحققان ذات العائد وذات القيمة بغض النظر عن هيكل رأس مال كل منهما، وهذه النتيجة التي توصل إليها موديكلياني وميلر عندما أكدا أن القيمة السوقية للشركة وتكلفة أموالها إنما هي محصلة لسياسات الاستثمار وليس لسياسات التمويل.

يعاب على التحليل السابق افتراضه عدم وجود تكاليف للمعاملات، وفي حال وجود تلك التكاليف فسوف يبطل تأثير عملية المراجعة، كما أن حصول المستثمر أو الشركة على قروض بنفس معدل الفائدة أمر يصعب تحقيقه إلى حد بعيد. أضف على ذلك أن غياب الضريبة يعتبر العيب الأبرز في وجهة النظر السابقة (هندي، 1998، ص 206 – 208).

ثانياً - الاقتراح الثاني لنظرية M&M:

وفقاً لهذا الاقتراح فإن معدل العائد المتوقع لأسهم شركة تنتمي لفئة خطر معينة ويتكون هيكل رأس مالها من حقوق ملكية وقروض، مساوٍ تماماً لمعدل العائد المتوقع لأسهم شركة تنتمي لذات الفئة من المخاطر ويتكون هيكل رأس مالها من حقوق ملكية فقط بالإضافة إلى علاوة للتعويض عن المخاطر المالية الناشئة عن وجود القروض في هيكل رأس المال تساوي الفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية للشركة التي تعتمد على حقوق ملكية بالكامل ومعدل الفائدة على القروض (الحناوي والعبد، 2006، ص 343).

أي أن موديكلياني وميلر قد أضافوا لاقتراحهم الأول والذي ينص على أن القيمة السوقية للشركة لن تتغير بتغير هيكل رأس مالها، أن العائد على الأسهم العادية يزداد بنسبة زيادة القروض إلى حقوق الملكية. لكن هذه الزيادة تكون دائماً بالقدر الذي يضمن أن يكون متوسط تكلفة الأموال، وهو ذاته معدل العائد على أصول الشركة ثابتاً دون تغيير (هندي، 1998، ص 214).

ويمكن تفسير الاقتراح السابق بأن المخاطر التي يتعرض لها الملاك في الشركة التي تقترض مقارنةً بالشركة التي لا تقترض تكون أكبر، وبالتالي سيطلب الملاك معدل عائد أعلى، وهذا يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس مال الشركة. وبذات الوقت فإن اعتماد الشركة على القروض في تمويل رأس مالها - والتي تعتبر ذات تكلفة منخفضة - سوف يؤدي إلى تخفيض في تكلفة رأس مال الشركة وبمقدار مكافئ تماماً للزيادة السابقة في معدل العائد المطلوب، مما يجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للشركة ثابتة دون تغيير (Ross et al, 2005, P. 409 - 412).

وفقاً للاقتراح السابق فقد وضع موديكلياني وميلر كيفية التغيرات التي تحدث في الشركة المقترضة ولماذا تبقى تكلفة رأس مالها دون تغيير وبشكل مشابه لما تم عرضه وفقاً لوجهة النظر المستندة إلى صافي ربح العمليات. ورغم ذلك بقيت الانتقادات واضحة في الافتراضات الأساسية التي بُنيت عليها نظرية M&M والتي اعتبرها الكثيرون غير واقعية ونادرة الحدوث في الواقع العملي (العامري، 2010، ص 167).

3-4 نظرية (Modigliani and Miller) لعام 1963:

أعاد موديكلياني وميلير دراسة هيكل رأس المال وعلاقته بالقيمة السوقية للشركة، وذلك رداً على الانتقادات الكبيرة التي لحقت بها بسبب الافتراضات اللاواقعية التي بُنيت عليها نظريتهم والتي كان في مقدمتها إهمال الضريبة وعدم وجود لها. لذلك قاما بإعادة نظريتهم السابقة لكن مع الأخذ بالحسبان وجود الضرائب.

وجد موديكلياني وميلير أن وجود الضريبة سوف يؤدي إلى تخفيض المصاريف المالية، وهذا الأمر تحديداً عند الاعتماد على الديون في هيكل رأس مال الشركة، حيث أن الديون وانطلاقاً من أن تكاليفها والمتمثلة بالفوائد تُقتطع قبل دفع الضريبة فهي بذلك تخفض من المبلغ الخاضع للضريبة أو كما يطلق عليه اسم محل الضريبة، وهذا يعني وفراً ضريبياً تحققه الشركة من هذه الفوائد. ومن هذا المنطلق فقد توصلوا إلى أن القيمة السوقية للشركة التي يتكون هيكل رأس مالها من قروض وحقوق ملكية، تزيد عن القيمة السوقية لشركة مماثلة يتكون هيكل رأس مالها من حقوق ملكية فقط وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية لفوائد القروض (غنيم، 2005، ص 529). ومنه فإن هيكل رأس المال المثالي هو الذي تكون فيه نسبة الاقتراض أكبر ما يمكن وتكون فيها بالتالي التكلفة المتوسطة المرجحة للشركة أقل ما يمكن (هندي، 1998، ص 227). وفي حال كان الفرق في القيمة السوقية لكلا الشركتين لا يساوي مقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية لفوائد القروض، فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين الشركتين وفق القاعدة السابقة (زغيب وقلادي، 2014).

استطاعت نظرية M&M الجديدة في عام 1963 التخلص من العيب المتمثل بعدم وجود ضريبة على أرباح الشركات، بل أنها ناقضت بحد ذاتها نظرية M&M التي وُضعت عام 1958. والتي اعتبرت أن القيمة السوقية للشركة مستقلة تماماً عن رأس مالها ومكوناته. ورغم ذلك فإن الافتراضات التي بُنيت عليها نظرية M&M عام 1963 كانت غير واقعية بمجملها، أضف إلى أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك آثار عكسية على القيمة السوقية للشركة المقترضة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية التي تتحقق من الفوائد. فزيادة حجم القروض وما يترتب عليها من فوائد سوف يزيد من خطر الإفلاس، وهذا ما يجعل الشركة المقترضة أقل جاذبية للمستثمرين من وجهة نظر السوق. أضف إلى ذلك أن تكاليف الوكالة تزداد مع زيادة

نسبة الأموال المقترضة ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للشركة (زغيب، 2009، ص 185).

3-5 نظرية التوازن:

انطلقت هذه النظرية من أعمال Mayers عام 1984، وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها، الأولى تضمنت ما يسمى بتكلفة الإفلاس، والثانية تضمنت ما يسمى بتكلفة الوكالة. حيث تقضي نظرية التوازن أو كما يطلق عليها اسم نظرية العلاقة التعويضية أو التوازنية بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض إنما هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للشركة والذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية من جهة، والتأثير السلبي الذي تحدثه تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة من جهة أخرى (الزبيدي، 2004، ص 816). وسوف يتم استعراض هذه النظرية من خلال وجهة نظر تكلفة الإفلاس أولاً، ثم من وجهة نظر تكلفة الوكالة ثانياً.

أولاً - وجهة النظر الخاصة بتكلفة الإفلاس:

تتعرض الشركة التي يتكون هيكل رأس مالها من أموال خاصة وقروض لمخاطر إفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها شركة مماثلة يتكون هيكل رأس مالها من أموال خاصة فقط، وسببها فشل الشركة في سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ الاستحقاق. والإفلاس يعني قيام الشركة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها نتيجة حصولها على قروض لتمويل هيكل رأس مالها (بن ساسي وقرشي، 2006، ص 379).

فتكاليف الإفلاس هي التكاليف المتعلقة باحتمالية عجز الشركة عن تمويل نشاطها، وإحدى أهم صورها هي التكاليف المرتبطة بالسيولة، وهي تكاليف تظهر عندما تنخفض قيمة أصل ما نتيجة تحويله إلى نقد. فتكاليف السيولة تخفض المدفوعات للمقرضين في حال عجزت الشركة عن السداد وأصبحت معسرة، وهذا ما يؤدي بالمقرضين إلى رفع تكاليف الإقراض لتعويضهم عن مخاطر إقراض شركات تعاني من ارتفاع تكاليف السيولة (Cassar and Holmes, 2003).

وفي ذات الصدد تعتبر تكاليف العجز المالي صورة أخرى من صور الإفلاس، وهي تكاليف تحدث عندما يعتقد أحد أصحاب المصالح بالشركة من غير المقرضين أنها لن تستمر في نشاطها، ويدرك المستهلكون أنها سوف تتوقف عن النشاط وستذهب للإفلاس وبالتالي سيكونون أقل ميلاً لشراء بضائعها وخدماتها، كما أن موظفي الشركة سيكونون أقل التزاماً بها، وهذا سوف

ينعكس على قيمة الشركة بشكل سلبي مؤدياً إلى انخفاض في قيمة الشركة، وهذا ما يجعل الشركة تحاول أن تقل قدر الإمكان من حجم قروضها لاحقاً (Nguyen and Kayani, 2013).

يمكن تفسير الآلية التي تلعبها تكاليف الإفلاس في التأثير على قيمة الشركة من أن اعتماد الشركة على قروض في تمويل هيكل رأس مالها سوف يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه الملاك، ولكن باعتبار أن القروض تعتبر أموالاً رخيصة نسبياً من جهة، ونظراً لأنها تحقق وفراً ضريبياً من جهة ثانية، فإن تكاليف الإفلاس تكون أقل من القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة مما يؤدي إلى انخفاض تكاليف الأموال على الشركة إجمالاً. ويستمر الأمر كذلك مع استمرار الشركة في الاقتراض إلى أن تصل معها تكاليف الإفلاس لأن تتساوى مع القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة، وهنا تكون التكلفة المتوسطة المرجحة أقل ما يمكن، وقيمة الشركة السوقية أعلى ما يمكن. وبعد تلك النقطة تبدأ تكاليف الإفلاس بالزيادة بحيث تتغلب على القيمة الحالية للوفورات الضريبية مما يؤدي إلى ارتفاع التكلفة المتوسطة المرجحة وانخفاض القيمة السوقية للشركة.

تختلف نظرية التوازن عن نظرية موديكلياني وميلير لعام 1963 في نقطتين رئيسيتين: الأولى أن نظرية MM لعام 1963 افترضت وجود هيكل رأس مال أمثل تكون فيه نسبة القروض أكبر ما يمكن، في حين توصلت نظرية التوازن إلى أن هيكل رأس المال الأمثل يكون بوجود حجم معين من الاقتراض لا يمكن تجاوزه، وإذا تم تجاوزه سوف تنخفض القيمة السوقية للشركة نتيجة لذلك (Brigham and Gapenski, 2014, P. 176 – 177). أما النقطة الثانية فهي أن نظرية MM لعام 1963 لم تأخذ بعين الاعتبار تكاليف الإفلاس والتي تزداد مع ازدياد حجم قروض الشركة، على عكس نظرية التوازن التي اعتمدت عليها بشكل رئيسي في تفسير آلية الوصول إلى هيكل رأس مال أمثل للشركة (Mostafa and Boregowda, 2014).

ثانياً – وجهة النظر الخاصة بتكلفة الوكالة:

بدأت الآراء حول هذه النظرية تتبلور انطلاقاً من فكرة أن الملاك هم في واقع الأمر الطرف الرئيسي في الشركات، والذين هم أصحاب المصلحة الرئيسية في استمرارها وبقائها، وباعتبار أن إدارة الشركة هي الجهاز الذي يتخذ ويبني القرارات المالية المهمة نيابةً عن ملاك الشركة، كان من الضروري المواءمة بين أهداف الإدارة الخاصة بالشركة وبين الأهداف التي يسعى إليها

الملاك. فالقرارات التي تتخذ من قبل إدارة الشركة تؤثر بشكل أو بآخر في مصالح الملاك، وعليه يرى الملاك ضرورة أن تكون تلك القرارات صائبة بحيث تقود بأملهم إلى بر الأمان. فالعلاقة التي تجمع بين إدارة الشركة وبين الملاك هي علاقة وكالة، والوكالة عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابةً عنه وباسمه (بن ساسي وقرشي، 2006، ص 379 - 380).

لقد اقترحت هذه النظرية - اعتماداً على علاقة الوكالة السابقة - تفسيراً لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل الشركة مثل المدراء، الملاك، المقرضون والدائنون بشكل عام ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل رأس المال الخاص بالشركة. بحيث انطلقت هذه النظرية من فرضيتين أساسيتين: الأولى أن أهداف المدراء والملاك ليست بالضرورة على الإطلاق أن تكون متطابقة. والثانية هي أن المتعاملين ليسوا على درجة واحدة في قدرتهم بالحصول على المعلومة المتعلقة بالشركة ومحيطها (بن ساسي وقرشي، 2006، ص 387).

توصلت النظرية إلى أن تكاليف الوكالة الخاصة بأموال المساهمين تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض، وبالمقابل تزداد تكاليف الوكالة الخاصة بأموال المقرضين مع كل زيادة في نسبة الاقتراض في هيكل رأس مال الشركة (Roshan, 2009). وهذا يعني أن التكاليف الإجمالية للوكالة تخضع إلى أثرين متعاكسين هما تكاليف الوكالة لحقوق الملكية وتكاليف الوكالة للديون. وبالتالي من أجل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل يجب جعل التكاليف الإجمالية للوكالة في حدها الأدنى (العايب، 2011، ص 52). أي أن تكاليف الوكالة باتت تعتبر عاملاً مؤثراً في هيكل رأس مال الشركة وأنها تقيد الشركة في الاعتماد اللامحدود على القروض، وأن هنالك مستوى معين من القروض تكون عندها تكاليف الوكالة أقل وقيمة الشركة أكبر ما يمكن. وعلى أية حال فإن تفسير آلية تأثير تكاليف الوكالة في هيكل رأس المال تشبه تماماً الآلية المشروحة في الفقرة السابقة والمتعلقة بتأثير تكلفة الإفلاس في هيكل رأس المال (الكيلاني، 2011).

تتميز نظرية المقابلة أو الموازنة بأنها توفر عدة مؤشرات هامة تضمن سلامة اتخاذ القرار فيما يتعلق بهيكل رأس المال المثالي، وتتمثل هذه المؤشرات في (Brigham and Gapenski, 2014, P. 170 - 171):

- الشركة التي تتعرض لمستوى عالٍ من المخاطر - والتي تقاس بدرجة تقلب العائد المتولد عن أصولها - يجب أن تنخفض فيها نسبة الأموال المقترضة.

- الشركات التي تستخدم أصولاً ملموسة يمكنها التوسع في الاقتراض أكثر من تلك التي تستخدم أصولاً معنوية أو غير ملموسة، والسبب يتعلق بوجود تكاليف إفلاس ووكالة أعلى في الثانية نظراً لأن أصولها أقل قدرة على تحقيق أموال كافية عند التصفية.
 - الشركات التي تتمتع بربحية عالية وتخضع لمعدلات ضريبة عالية يجب أن تتوسع في الاقتراض نظراً لمقدار الوفورات الضريبية التي تغطي تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة.
- ورغم تلك المزايا فإن نظرية التوازن قد وجهت لها العديد من الانتقادات يأتي في مقدمتها أنها أعتبرت شبيهةً بالنظرية التقليدية التي أكدت وجود هيكل رأس مال أمثل تكون فيه للقروض حجم معين لا يمكن تجاوزه والتي أعتبرت من أوائل النظريات التي لم تلق قبول كبيراً بين مؤلفي الإدارة المالية، علاوةً على أنه من الصعوبة بمكان على متخذ القرار التحديد الدقيق لمقدار العوائد والتكاليف المصاحبة للاقتراض والتي تكون عندها قيمة الشركة السوقية أعلى ما يمكن (هندي، 1998، ص 299).

3-6 نظرية الإشارة:

قُدمت هذه النظرية في منتصف السبعينيات من القرن الماضي، وتعتبر من النظريات الحديثة في مجال هيكل رأس المال. وبُنيت بشكلٍ أساسي اعتماداً على كل من نموذج Ross ونموذج Pyle & Leland المقدمين عام 1977 (Dieguez et al, 2014). حيث توصل كلٌّ منهما إلى أن أصحاب المصلحة من مستثمرين ومقرضين يستخدمون نسبة المديونية كمؤشر على ارتفاع أداء الشركة، أي أنه كلما كانت نسبة المديونية أعلى، دل ذلك على قدرة الشركة على الإيفاء بديونها من جهة، وأن تدفقاتها النقدية المستقبلية أكبر وقادرة على توفير تكاليف الفوائد المترتبة على الشركة نتيجة هذا الديون، علاوةً على أن الحصول على ديون جديدة وفقاً لهذه النظرية يعطي إشارة على أن مدراء الشركات يقومون بالعمل بشكل أفضل. أي أن الشركة التي تعتمد على الديون في هيكل رأس مالها بشكل أكبر من حقوق الملكية تعتبر الأفضل (Dragota and Semenescu, 2008).

فوفقاً للافتراضات الخاصة بنظرية MM فإن المعلومات متوافرة للجميع سواءً المستثمرين أو المدراء، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي، ولكن هذا الافتراض تعرض للكثير من الانتقادات لاسيما أنه غالباً ما يتاح للمدراء كم أكبر من المعلومات لا تتوافر لدى

المستثمرين خارج الشركة، وهذه الحالة تسمى بحالة عدم التماثل في المعلومات، وهذا يؤدي إلى تأثير قوي على هيكل رأس المال (حنفي، 2007، ص 399).

تعتمد نظرية الإشارة على عدم التماثل في المعلومات المصرح بها من قبل المؤثرين في السوق المالي، فبعض المعلومات الهامة مثل مستوى الديون، إصدار أو إعادة شراء الأسهم وغيرها تعطي إشارات على أن الشركة ربما تتمتع بمستوى عالي من الكفاءة أو العكس، وخصوصاً فيما يتعلق بمستوى المديونية (Dragota and Semenescu, 2008). حيث تبين أن التمويل بالأموال المقترضة يعد أفضل بكثير من التمويل بالأسهم العادية، وليس السبب هو الوفورات الضريبية على فوائد القروض، ولكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على الملاك القدامى، فإصدار الأسهم العادية لا ينبغي أن يكون إلا في حال وجود فرصة استثمارية لا يمكن تفويتها، أو لأن الإدارة تدرك أن المستقبل غير مبشر أو أن يكون إصدار الأسهم العادية الجديدة في صالح الملاك الحاليين (هندي، 1998، ص 314).

علاوة على ذلك، فقد توصلت نظرية الإشارة إلى أن أي تغيير في السياسة التمويلية للشركة سيؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين لها، أي أنها تشكل بذلك إشارات للسوق، وفي ظل عدم تماثل المعلومات ينبغي على الشركات أن تترك هامشاً من الاقتراض في المستقبل من خلال الحفاظ على نسبة منخفضة من الديون، بحيث تستطيع الاستدانة مجدداً في حال وجود فرصة استثمارية قادمة بدلاً من إصدار أسهم جديدة (العايب، 2011، ص 55). كذلك الأمر فقد تم التوصل إلى أن الشركات ذات القيمة العالية والتي يُتوقع أن يكون لها مستقبل جيد تسعى إلى تمويل نفسها بواسطة الديون، في حين تمول الشركات ذات القيمة الضعيفة والتي يُتوقع لها مستقبل سيء نفسها بواسطة الأسهم. فليس من مصلحة الشركة ذات القيمة العالية التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة خوفاً من أن يعطي ذلك إشارة خاطئة عن قيمتها في السوق فتتخفف، كما أنه ليس من مصلحة الشركات ذات القيمة المنخفضة التمويل بالديون وذلك خوفاً من أن يعطي ذلك إشارة على ضرورة فرض معدلات فوائد مرتفعة عليها مما يزيد من احتمال إفلاسها (Ross, 1977).

3-7 نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل:

بدأت هذه النظرية بالظهور بالتزامن مع الدراسة الميدانية التي قام بها Donaldson عام 1961، والتي خرج من خلالها بنظرية أطلق عليها اسم ترتيب أفضلية مصادر التمويل في هيكل رأس المال (Pecking Order Theory). حيث جادلت هذه النظرية بأن للشركات تفضيلات معينة لمصادر التمويل نظراً لوجود فجوة معلومات بين الشركة والمقرضين المحتملين، إضافة إلى اختلاف التكاليف المتعلقة بعملية الإقراض من مقرض لآخر. وبالتالي أكدت النظرية بأن مصدر التمويل الذي يتعرض أكثر لمخاطر اختلاف المعلومات سيطلب عائداً أكبر على أمواله لتعويضه عن تحمله لهذه المخاطر (الفخاخي وحمد، 2015).

تقوم نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل على أساس عدم تناظر المعلومات وتفاعل قرارات التمويل بقرارات الاستثمار، حيث وضح Donaldson عام 1961 بأن المدراء والمساهمين ليس لهم ذات الاهتمام فيما يتعلق باختيار مصادر التمويل، فإدارة الشركة تلجأ - حرصاً منها على عدم تعرضها لإجراءات الضبط المالي والمراقبة المزدوجة من طرف كل من المساهمين والدائنين، ومن جهة أخرى من أجل التخفيض من تكلفة رأس المال - إلى تمويل هيكل رأس مالها من خلال التمويل الذاتي أولاً، ومن ثم الاقتراض، وأخيراً إصدار الأسهم العادية. في حين لو كان بمقدور المساهمين الاستفادة من استثمار بمعدل يفوق تكلفة الاقتراض لأمكنهم اعتماد تسلسل هرمي يعطي الأولوية للاقتراض ومن ثم التمويل الذاتي، وأخيراً إصدار أسهم عادية جديدة (Dragota and Semenescu, 2008). وفيما بعد تم إعادة صياغة ما توصل إليه Donaldson من قبل (Stewart Myers and Nicolas Majluf) عام 1984، بحيث تبلورت أفكار هذه النظرية بشكل أوضح.

وفقاً لهذه النظرية، فإن مصادر التمويل للشركات ثلاثة، التمويل الداخلي المعتمد على الأموال المتولدة من أرباح الشركة والاحتياطيّات ومخصصات الاهتلاكات، التمويل بالدين، والتمويل بالأسهم الجديدة. وأما أولويات مصادر التمويل بالنسبة للشركات وفقاً لهذه النظرية فيأتي التمويل الداخلي أولاً، ومن ثم التمويل بالدين، وأخيراً التمويل بالأسهم الجديدة. وعلى الشركات أن تلتزم بهذا التسلسل الهرمي في اختيار مصادر التمويل حيث يكون التمويل بالأسهم ملاذاً أخيراً وذلك لأنه يأتي بملاك جدد للشركة مما يؤثر على اتخاذ القرارات (الحمدان والقضاة، 2013).

تتضمن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل عدة نقاط أساسية يمكن تلخيصها كما يلي
(Van Horne, 2001. P. 260 – 265):

- تفضيل الشركات للتمويل الذاتي.
- قيام الشركات بوضع نسب توزيع مستهدفة بناءً على التوقعات المستقبلية لأدائها.
- الاعتماد على سياسة توزيع أرباح ثابتة بحيث تتجنب وجود أي تغيرات فيها، وفي حال وجود تقلبات في الأرباح فإن سياسة توزيع الأرباح الثابتة تعني أن الأرباح المحتجزة قد تزيد أو تقل عن الاحتياجات الاستثمارية، وفي حال كان هنالك فائض فيمكن استثماره في سداد جزء من ديون الشركة، أو في أوراق مالية جديدة. وفي حال وجود عجز يمكن استعمال الأصول النقدية وشبه النقدية لتغطية الاحتياجات المطلوبة.
- إمكانية الاقتراض أو إصدار سندات في حال لم تكف الأرباح المحتجزة إضافةً إلى حصيلة الأوراق المالية التي تم بيعها مسبقاً. وإن لم تتمكن الشركة من الاقتراض، يمكن إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم. وإن لم تتمكن الشركة من إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، يمكنها في النهاية إصدار أسهم عادية.

توصلت هذه النظرية بأن الشركات الأكثر ربحاً هي التي تعتمد على التمويل الذاتي بشكل أكبر، أي الشركات التي تعتمد على المديونية بشكل أقل، والسبب في ذلك هو ليس أنها تستهدف نسبة ديون منخفضة في هيكل رأس مالها، بل السبب أن الشركات التي لديها أرباحاً كبيرة لا تحتاج أصلاً إلى الديون (Brealey et al, 2011, P. 462).

لاقت نظرية ترتيب أفضليات التمويل قبولاً كبيراً وبشكل خاص من قبل أصحاب نظرية الإشارة – السابقة الذكر – نظراً لكونها تشرح الأسباب الكامنة وراء قرارات التمويل، فهي أعطت مبررات كافية للسبب الذي جعلها ترتب مصادر التمويل وفق ما سبق، فهي ترى أن التمويل الذاتي يعتبر مصدراً أكثر أماناً ولا يحتاج إلى تواصل بين الشركة والمقرضين والمساهمين، علاوة على أنه لا يحتاج إلى أي تكاليف إصدار. أما السبب في وضع القروض في الدرجة الثانية بعد التمويل الذاتي فهو بسبب كونها تتطوي على تكاليف منخفضة من جهة، ولا تؤدي إلى تدخل في قرارات الشركة من جهة أخرى، كما أن تكاليف إصدارها منخفضة أيضاً. في حين أعطت النظرية العديد من المبررات لجعل الأسهم العادية آخر مصدر تمويلي يمكن اللجوء إليه في هيكل رأس المال وذلك بسبب الإشارات المالية التي يبعثها إصدار الأسهم الجديدة والتي غالباً ما تكون

سلبية. إضافةً إلى التغيرات التي يمكن أن يحدثها إصدار تلك الأسهم في مراكز الملاك، علاوةً على تكاليف إصدارها المرتفعة أيضاً (هندي، 1998، ص 300 – 303).

ورغم المزايا السابقة، فإن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل لم تقدم أساساً للنسب المستهدفة من الديون وحقوق الملكية التي يجب أن يتكون منها هيكل رأس المال المستهدفة كما فعلت أغلب النظريات السابقة، وبالتالي اكتفت بترتيب مصادر التمويل من خلال إعطاء مبررات علمية لذلك.

يمكن تلخيص أهم النقاط الواردة في كل نظرية من خلال الجدول التالي.

النظرية	التكلفة المتوسطة المرجحة	تكلفة حقوق الملكية	القيمة السوقية	الإقرار بوجود هيكل رأس مال أمثل
مدخل صافي الربح	تتخفض مع كل زيادة في نسبة المديونية.	ثابتة ولا علاقة لها بنسبة المديونية.	ترتفع مع زيادة نسبة المديونية.	يوجد هيكل رأس مال أمثل وذلك عند الاعتماد على الديون بنسبة 100%.
مدخل صافي ربح العمليات	لا تتأثر مع زيادة نسبة المديونية.	ترتفع مع كل زيادة في نسبة المديونية.	لا تتأثر مع زيادة نسبة المديونية.	لا يوجد هيكل رأس مال أمثل.
المدخل التقليدي	تتخفض إلى أدنى حد عند الوصول إلى نسبة المديونية المثالية.	ترتفع مع كل زيادة في نسبة المديونية.	ترتفع عندما تصل نسبة المديونية إلى حد أمثل معين.	يوجد هيكل رأس مال أمثل عند نسبة مديونية لا يمكن تجاوزها.
نظرية موديكلياني وميلر 1958	لا تتأثر مع زيادة نسبة المديونية.	ترتفع مع كل زيادة في نسبة المديونية.	لا تتأثر مع زيادة نسبة المديونية.	لا يوجد هيكل رأس مال أمثل.
نظرية موديكلياني وميلر 1963	تتخفض مع كل زيادة في نسبة المديونية بسبب الوفر الضريبي.	ترتفع مع كل زيادة في نسبة المديونية.	ترتفع مع زيادة نسبة المديونية بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية.	يوجد هيكل رأس مال أمثل عند نسبة مديونية 100%.

الجدول (2 - 1 - أ) - ملخص لنظريات هيكل رأس المال

المصدر: من إعداد الباحث

النظرية	التكلفة المتوسطة المرجحة	تكلفة حقوق الملكية	القيمة السوقية	الإقرار بوجود هيكل رأس مال أمثل
نظرية التوازن (تكلفة الإفلاس)	تتخفض مع زيادة نسبة المديونية إلى حد معين بحيث تصل إلى أقل قيمة عند تساوي القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع تكاليف الإفلاس.	ترتفع مع كل زيادة في نسبة المديونية.	ترتفع مع زيادة نسبة المديونية إلى حد معين تكون عنده التكلفة المتوسطة المرجحة أقل ما يمكن.	يوجد هيكل رأس مال أمثل عند نسبة مديونية معينة لا يمكن تجاوزها.
نظرية التوازن (تكلفة الوكالة)	تتخفض مع زيادة نسبة المديونية إلى حد معين بحيث تصل إلى أقل قيمة عندما تكون التكاليف الإجمالية للوكالة أقل ما يمكن.	ترتفع مع كل زيادة في نسبة المديونية.	ترتفع مع زيادة نسبة المديونية إلى حد معين تكون عنده التكلفة المتوسطة المرجحة أقل ما يمكن.	يوجد هيكل رأس مال أمثل عند نسبة مديونية معينة لا يمكن تجاوزها تكون عندها التكاليف الإجمالية للوكالة أقل ما يمكن.
نظرية الإشارة	تتخفض مع استخدام الديون.	لم تذكر مبررات لارتفاعها رغم أن إصدار أسهم جديدة يعد أمراً سلبياً للمستثمرين.	ترتفع عند اعتماد الشركة على الديون.	لا يوجد هيكل رأس مال أمثل.
نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل	تتخفض بالتزامن مع الاعتماد على التمويل الذاتي.	لا يجب اللجوء إلى إصدار أسهم إلا بالحالات الضرورية.	ترتفع بالتزامن مع الاعتماد على التمويل الذاتي.	لا يوجد هيكل رأس مال أمثل إنما ترتيب أمثل لمصادر التمويل.

الجدول (2 - 1 - ب) - ملخص لنظريات هيكل رأس المال

المصدر: من إعداد الباحث

المبحث الثاني الأداء المالي

مقدمة:

يعتبر الأداء المالي واحداً من أهم المفاهيم المالية في الاقتصاد المعاصر، حيث عمل الكثير من المؤلفين والباحثين في علم الإدارة المالية على دراسة هذا المفهوم وتحليله والتعرف على محدداته وكيفية تقييمه، وصولاً إلى البحث عن الآليات المناسبة لتحسينه وبما يعود على الشركة بالنفع والتطور. فالأداء المالي يعد مؤشراً للشركة ومقياساً لنجاحها، يعكس مدى قدرتها على تحقيق أهدافها المخططة، وإمكانيتها على النمو والتقدم من سنة إلى أخرى، إضافةً إلى كونه يتضمن المعايير الأساسية التي يتم من خلالها مقارنة الشركة نفسها عبر الزمن أو مع الشركات المنافسة أيضاً.

سوف يتم في هذا المبحث التعرف على مفهوم الأداء المالي وماهيته، أهمية دراسته، محدداته أو العوامل المؤثرة فيه، مفهوم تقييمه ومستلزمات هذه العملية، ومن ثم سوف يتم التعرف على التحليل المالي كوسيلة لتقييم الأداء المالي، إضافةً إلى التعرف على مؤشرات الأداء المالي المختلفة.

1. مفهوم وماهية الأداء المالي:

ليس من السهل تحديد مفهوم دقيق للأداء المالي، وذلك نظراً لاختلاف وجهات النظر بين الكتاب والباحثين حوله، فرغم اتفاق الجميع حول أهميته لجميع الأطراف من مساهمين ومقرضين وموظفين وملاك، واتفاقهم حول ضرورة تقييمه بشكل مستمر ودائم (Altally, 2014). إلا أنهم اختلفوا حول وضع تعريفٍ موحدٍ ودقيقٍ له. فالأداء المالي هو أداةٌ للتعرف على الوضع المالي القائم في الشركة في لحظة معينة، ككل أو لجانب معين منها، أو لأداء أسهمها في السوق في يوم محدد وفترة محددة (الخطيب، 2010، ص 45 - 46).

وأضاف (بن ساسي وقرشي، 2006، ص 40) بأن الأداء المالي يتضمن تعظيم النتائج من خلال تحسين المردودية، وذلك بتدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة على المدى المتوسط والطويل، وبما يحقق الثروة والاستقرار في مستوى الشركة. متفقين بذلك مع (دادن وحفصي، 2014) اللذان عرّفا الأداء المالي على أنه كفاءة وفعالية النشاط المالي المتعلق بالشركة، أي القدرة على تحقيق النتائج التي تتطابق مع الخطط والأهداف المرسومة بالاستغلال الأمثل للموارد الموضوعة تحت تصرف الشركة.

وفي سياقٍ مختلف يرى (Lakshmi, 2015) أن الأداء المالي يمثل مقياساً موضوعياً لقدرة الشركة على استخدام أصولها في أولى مراحل حياتها، وقدرتها على تحقيق إيرادات مستقبلية. وأضاف عليه (Erasmus, 2008) بأنه المقياس الذي يمكن المساهمين على تقييم وضع الشركة السابق بالمقارنة مع الوضع الحالي لها من خلال تطبيق مجموعة من مؤشرات الربحية وحتى درجة السيولة أيضاً.

وفي ذات السياق عرّف (Bhunia et al, 2011) الأداء المالي بأنه عملية تحديد الخصائص المالية والتشغيلية للشركة اعتماداً على القوائم المالية والمعلومات المحاسبية الخاصة بها، وذلك لتحديد مدى كفاءة إدارة الشركة المالية، ومدى انعكاس ذلك في تقاريرها وقوائمها المالية، وبما يمكن في النهاية من تعظيم قيمتها في السوق وتحقيق الربح لكافة الأطراف. انطلاقاً من التعاريف السابقة يمكن تعريف الأداء المالي بأنه تعبير عن قدرة الشركة على استغلال مواردها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل، وقدرتها في الحصول على المصادر التمويلية بأقل التكاليف، فهو يعنى بالتركيز على العوامل المؤثرة على ربحية الشركة وسيولتها وقدرتها على سداد التزاماتها. وبما يهدف إلى زيادة نمو الشركة وربحياتها وسيولتها. وبالتالي فإن الأداء المالي الأمثل هو قدرة الشركة على تحقيق أفضل نتائج ممكنة من خلال الاستخدام الأمثل للموارد والحصول عليها بأقل التكاليف الممكنة.

2. أهمية دراسة الأداء المالي:

تعتبر دراسة الأداء المالي من الأمور الهامة التي تهتم كافة الأطراف المستفيدين في الشركة، سواء أكانوا من العناصر الداخلية من موظفين ومدراء، أو كانوا من العناصر الخارجية من متعاملين معها من زبائن ومستثمرين ووسطاء. ومن هنا فإن أهمية الأداء المالي تختلف باختلاف وجهات النظر إليها. فمن وجهة نظر الشركات تكمن أهمية دراسة الأداء المالي في الأهداف التي تحققها هذه العملية والتي تتمثل بما يلي (الحسني والدوري، 2006، ص 221):

- متابعة ومعرفة نشاط الشركة وطبيعته.
- متابعة الظروف المالية والاقتصادية المحيطة.
- المساعدة في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتقييم البيانات المالية.
- المساعدة في فهم التفاعل بين البيانات المالية المختلفة.
- زيادة فرص الوصول لمصادر التمويل الخارجي.

- انخفاض تكلفة رأس المال وبالتالي جعل الاستثمار أكثر قدرة على جذب المستثمرين والعملاء.
 - عمليات تشغيلية أفضل بسبب تخصيص أمثل للموارد المتاحة.
 - خفض الأزمات المالية التي يمكن أن تصيب الشركة وتخفيض آثارها.
 - تقديم معلومات مفيدة من خلال التقارير وبما يمكن من اتخاذ القرارات الصحيحة في الوقت المناسب.
 - المساعدة في توجيه الإدارة العليا إلى مراكز المسؤولية التي تكون أكثر حاجة للإشراف والمتابعة.
- أما من وجهة نظر الأطراف الخارجية كالمقرضين والمستثمرين، فهم يهتمون بدراسة الأداء المالي من أجل (الكرخي، 2010، ص 43)، (جنوحات والعلايية، 2014):
- الوقوف على وضع الشركات التي يتعاملون معها للتعرف على نقاط قوتها وضعفها.
 - تقدير إمكانية التعامل مع الشركات من خلال الإقراض أو الاستثمار.
 - مقارنة أداء الشركة مع شركات أخرى للتعرف على الشركة الأفضل بغية التعامل معها مستقبلاً.
- على أية حال يعتبر الأداء المالي للشركات المقياس الأساسي الذي يمكن من خلاله الحكم على تحقيق الأهداف المخطط لها، إضافةً إلى كيفية قيام الشركات بتحقيق هذه الأهداف. وتعتبر مؤشراتته بمثابة معايير للمقارنة بين الشركات من أجل تقييمها وتحديد أفضلها وفقاً لتلك المؤشرات.

3. محددات الأداء المالي والعوامل المؤثرة فيه:

تواجه الشركات عموماً العديد من المشاكل والصعوبات أثناء قيامها بتنفيذ أنشطتها، مما يؤدي إلى عرقلة عملها وينعكس على أدائها المالي بشكل سلبي، لذلك كان من الضروري على مدراء كل شركة التعرف على العوامل التي يمكن أن تؤثر على الأداء المالي وبما يجعل الشركة قادرةً على التحكم بتلك العوامل وتوجيهها بما يخدم عمل الشركة أو على الأقل التوافق معها إن أمكن.

لقد اختلف الباحثون في تحديد العوامل المؤثرة في الأداء المالي، أو كما تم تسميتها باسم محددات الأداء المالي، ولعل سبب الاختلاف هو اختلاف الكيان أو الشركة التي يتم تطبيق

الدراسة فيها، فالعوامل المؤثرة في أداء الشركات الصناعية مثلاً قد تختلف عن تلك المؤثرة في أداء الشركات الخدمية. وبغية تحديد عوامل عامة تؤثر في الأداء المالي، فقد اتفق (Ongore and Kusa, 2013)، (Al – Tamimi and Hassan, 2010)، (Aburime, 2005) على وجود عوامل رئيسية تؤثر في الأداء المالي، وهذه العوامل هي:

1) عوامل داخلية:

وهي تلك العوامل التي تؤثر في أداء الشركة والتي يمكن للشركة التحكم فيها والسيطرة عليها بالشكل الذي يساعد على تعظيم العائد وتقليل التكاليف، ومن أهم تلك العوامل نذكر:

- الرقابة على التكاليف.

- الرقابة على استخدام الموارد المالية المتاحة.

- الرقابة على تكلفة الحصول على الأموال.

2) عوامل خارجية:

وهي تلك العوامل التي تؤثر في أداء الشركة والتي لا يمكن للشركة التحكم فيها والسيطرة عليها، إنما يمكن توقع النتائج المستقبلية لهذه التغيرات ومحاولة إعطاء خطط للتقليل من تأثيرها، وتشمل تلك العوامل:

- مخاطر الأزمات المالية.

- التغيرات العلمية والتكنولوجية المؤثرة على نوعية الخدمات.

- القوانين والتعليمات التي تطبق على الشركات من طرف الدولة وقوانين السوق.

- السياسات المالية والنقدية والاقتصادية ككل للدولة.

من جهة أخرى قام (Mirza and Javed, 2013)، (Mauwa et al, 2016) بتصنيف

تلك العوامل إلى ما يلي:

- الظروف والشروط الاقتصادية:

وهذه الظروف تؤثر بشكل إجمالي على كافة الشركات، وتتضمن بشكل أساسي التضخم ومعدل الدخل الفردي، فالتضخم له تأثيرات على عوائد الاستثمار وتكاليف الإقراض والاقتراض أيضاً. أضف على ذلك أن التضخم وانخفاض معدل دخل الفرد يضعف من القوة الشرائية للفرد وبالتالي يؤدي إلى تخفيض الطلب على منتجات الشركة مما ينعكس سلباً على أدائها ونتائجها.

- حوكمة الشركات:

تعتبر قواعد حوكمة الشركات من الأمور الجيدة التي تنعكس بشكل إيجابي على أداء الشركة وتحقيقها لنتائج أفضل وبما يفيد كافة الأطراف.

- هيكل (نمط) الملكية:

تبين أن هيكل الملكية له تأثير كبير على أداء الشركات، بغض النظر فيما إذا كان هذا التأثير إيجابياً أو سلبياً، فهناك من وجد بأن تأثير الملكية إيجابي على الأداء وذلك عندما يكون هنالك مساهمين يملكون نسبة كبيرة من أسهم الشركة، ومنهم من وجد أن تأثيرها سلبياً عندما تكون الملكية داخل الشركة، أي عندما يكون مدراء الشركة يملكون الحصة الأكبر فيها.

- هيكل رأس المال:

إن نسبة الديون إلى حقوق الملكية تعتبر من المحددات الأساسية لأداء الشركات، فكلما اعتمدت الشركة على ديون أكثر، كلما حصلت على وفورات ضريبية من جهة، ولكن بالمقابل سوف يؤدي ذلك إلى زيادة الخطر المالي من جهة أخرى، كذلك الأمر فإن الحصول على ديون أكثر يعني تخفيض نسبة حقوق الملكية في هيكل رأس المال وبالتالي زيادة قدرة الملاك على التحكم بالشركة بشكل أكبر. كل العوامل السابقة فتحت المجال للعديد من الباحثين للتحري عن تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي، ومنهم من توصل إلى تأثير إيجابي، ومنهم من توصل إلى تأثير سلبي، ومنهم من لم يتوصل إلى وجود أي علاقة بينهما.

- إدارة المخاطر:

إن قدرة الشركة على إدارة المخاطر التي تتعرض لها يعتبر من العوامل المؤثرة في أداء الشركة المالي، فكلما كان الخطر أكبر، كان من المفترض أن ينعكس ذلك بالإيجاب على أداء الشركة لتعويض المخاطر المتزايدة.

- خصائص الشركة:

هناك مجموعة من خصائص الشركات والتي تملك تأثيراً على أدائها، ومن تلك الخصائص نذكر: حجم أصول الشركة، فرص النمو، سياسة توزيع الأرباح، السيولة، وحجم المبيعات، فالشركات ذات الحجم الكبير، تملك معدلات نمو مرتفعة نظراً لقدرتها على تنويع استثماراتها من جهة، وإمكانية حصولها على التمويل اللازم بتكاليف أقل، وقدرتها على اجتذاب الموارد البشرية المؤهلة وذات الكفاءة العالية وبالتالي من المفترض أن ينعكس ذلك بالإيجاب على أدائها المالي.

على عكس الشركات صغيرة الحجم وذات النمو المنخفض. على أية حال لا يوجد نموذج محدد لخصائص الشركة تجعل أداءها أفضل مقارنةً بغيرها، أي لا يوجد لحد الآن أي دراسة استطاعت تحديد خصائص معينة لكافة الشركات بحيث تكون تلك الخصائص المحددات التي تنعكس إيجاباً على أدائها.

تجدر الإشارة إلى أن هنالك عوامل أخرى غير المذكورة تخص الشركة وتؤثر في أدائها المالي، ومن تلك العوامل نذكر الهيكل التنظيمي الموجود في الشركة والمناخ التنظيمي الذي تستطيع الإدارة خلقه فيها، علاوةً على دور التكنولوجيا المتبعة في الشركة (الخطيب، 2010، ص 51 - 52).

ونظراً لتعدد المتغيرات المحددة للأداء المالي، فقد تم الاقتصار على تحديد أثر العوامل الداخلية المحددة للأداء المالي فقط، ويأتي في مقدمة تلك العوامل كل من: حجم أصول الشركة، سيولة الشركة، معدل النمو. وتم الاقتصار على تلك العوامل من خلال الاطلاع على معظم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث.

4. مفهوم تقييم الأداء المالي:

لقد استأثر موضوع تقييم الأداء المالي باهتمام واسع لدى الكتاب والباحثين في مجالات الدراسات المالية والمحاسبية، فجميع تلك الدراسات كدراسة (Lindgreen and Antioco, 2003)، (دادن، 2005)، (Lostakova, 2007)، (Symeou, 2011)، (دبابش وقدوري، 2013) تتفق حول ضرورة قيام الإدارة المالية في أي شركة بعملية تقييم الأداء المالي بغية الوقوف على نقاط القوة والضعف من جهة، والفرص المتاحة والمعوقات التي يمكن أن تواجهها من جهة ثانية، فتقييم الأداء المالي يزود الإدارة بالمعلومات اللازمة والتي تسمح باتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية وعلى سد الثغرات والمعوقات التي يمكن أن تظهر مستقبلاً، وعليه فإن عملية تقييم الأداء المالي ما هي إلا قياس للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة مسبقاً وتقديم حكم على إدارة الموارد المالية المتاحة للشركة، وبما يخدم الأطراف كافة التي لها علاقة بالشركة (دبابش وقدوري، 2013).

يمكن تعريف تقييم الأداء المالي بأنه عملية التأكد من أن الأداء المالي الفعلي يوافق معايير الأداء المحددة، ويعد مطلباً ضرورياً لكي تحقق الشركة أهدافها بناءً على المعايير الموضوعة،

علاوةً على كونها عملية دورية يجب القيام بها كل فترة زمنية معينة (السالم وصالح، 2003، ص 102).

من جهة أخرى يرى كل من (Poster and Streib, 2005) أن تقييم الأداء المالي هو عبارة عن مراجعة لما تم إنجازه بالاعتماد على معايير العمل، فمن خلال التقييم يتم وضع معايير لتقييم الأداء المالي من واقع الخطط والأهداف الاستراتيجية للشركة، والتي تستند على استراتيجيات تقييم الأداء كموجه ومراقب وضابط، لجهود العاملين في كافة المستويات الإدارية من أجل تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة.

على أية حال يمكن تعريف عملية تقييم الأداء المالي بأنها وسيلة لتزويد إدارة الشركة بالتغذية العكسية، والتي تسترشد بها في صياغة استراتيجيتها المالية والنهوض بمستوى أدائها المالي، وذلك بما يقدمه من مؤشرات وبيانات داعمة للقرارات المتعلقة بالأمور المالية.

5. مستلزمات عملية تقييم الأداء المالي:

يوجد في واقع الأمر مجموعة من المستلزمات الضرورية واللازمة – والتي يجب أن تكون موجودة – لقيام الشركات بعملية تقييم الأداء المالي، وهذه المستلزمات حسب كل من (Johnson and Scholes, 1997, P. 433)، (Robbins & Coulter, 2012, P.)، (فهد، 2009، ص 33) تقسم إلى:

- التحديد الدقيق لأهداف الشركة وفي مختلف المجالات:
- تتطلب عملية تقييم الأداء المالي تحديد واضح ودقيق للأهداف التي تسعى الشركة لتحقيقها، ويتضمن ذلك تحديد جميع الأهداف التفصيلية والتي يمكن تصنيفها إلى أهداف قصيرة الأمد وأهداف طويلة الأمد، وأهداف رئيسية وأخرى فرعية. علاوةً على ضرورة أن تكون الأهداف واضحة ومفهومة لجميع الأفراد العاملين في الشركة.
- وضع الخطط التفصيلية في كل المجالات مع مراعاة التنسيق فيما بينها:
- بعد أن يتم تحديد الأهداف بشكل واضح ودقيق، لا بد من وضع الخطط التفصيلية لكي تكون مؤشراً لتحقيق الأهداف بالشكل والصيغة والمدة المطلوبة، على أن تتضمن تلك الخطط تحديد الموارد المتاحة وأسلوب استخدامها بشكلٍ علمي يمكن من تحقيق الأهداف بأقل تكلفة ممكنة، مع مراعاة أن تكون الخطط واقعية ومتناسقة مع الأهداف المحددة، بالإضافة إلى مرونتها لغرض إجراء التعديلات عليها عندما تستدعي الضرورة ذلك.

- التحديد الواضح لمراكز المسؤولية الإدارية:

تتضمن القواعد الأساسية لنظام تقييم الأداء المالي في الشركات تحديداً لمراكز المسؤولية، ويقصد بمراكز المسؤولية كل وحدة تنظيمية مختصة بأداء نشاط محدد ولها سلطة في اتخاذ القرارات الكفيلة بتنفيذ هذا النشاط وتحديد النتائج التي سوف تحصل عليها. فكل شركة تمارس العديد من الفعاليات والأنشطة، وتبعاً لذلك يوجد عدد من مراكز المسؤولية لها فعالية أو نشاط في الشركة، لذلك من الضروري تحديد مسؤولية كل وحدة من تلك الوحدات الإدارية والفنية وبصورة واضحة من أجل تسهيل عملية الرقابة والمتابعة وكذلك تشخيص الانحرافات والمساهمة في وضع حلول ناجحة للتغلب عليها أو للتقليل من آثارها السلبية قدر الإمكان.

- الاختيار السليم لمؤشرات تقييم الأداء المالي:

إذ تقتضي إجراءات نظام تقييم الأداء المالي في الشركات بغض النظر عن نوعها تحديد مؤشرات لهذا الغرض، ويعد اختيار وتحديد مؤشرات تقييم الأداء المالي من أهم القواعد الأساسية لنظام تقييم الأداء المالي وفي الوقت نفسه أكثرها صعوبة وذلك لتشعب المؤشرات وتنوعها واختلاف الآراء فيها.

- إنشاء نظام متكامل للمعلومات وتطويره:

يعد إنشاء نظام معلومات مالي أمراً ضرورياً لا بد منه في أي شركة، وذلك بما يكفل ويساهم في اتخاذ القرارات الصائبة وتصحيح مسارات الأداء في الوقت اللازم وضمان عدم السير في الاتجاهات التي تؤدي إلى تحقيق أداء غير مرغوب فيه.

6. معايير التحليل المالي لتقييم الأداء المالي:

هناك علاقة بين الأداء المالي والتحليل المالي، حيث يعتبر التحليل المالي وسيلة أساسية من وسائل تقييم الأداء المالي، وللتحليل المالي عدة معايير يمكن تلخيصها بما يلي (لطفي، 2007، ص 312 - 316):

1-5 المعايير المطلقة (Absolute Standards):

يقصد بالمعايير المطلقة النسب أو القيم التي أصبح التعامل بها شائعاً في حقل التحليل المالي، وباتت تعتبر مقياساً في كافة الشركات رغم اختلاف عمر الشركة وحجمها ورغم اختلاف أهداف التحليل ووقته أيضاً، أي تركز هذه المعايير على وجود قيمة ثابتة مشتركة لنسبة معينة

بين جميع الشركات بحيث يتم المقارنة على أساسها، وهذه المعايير تعتبر معايير ضعيفة ومؤشر مالي ضعيف لكونه يفترض وجود قيم مشتركة ونسب محددة بين جميع الشركات وهو الذي يصعب الوصول إليه في مختلف أنواع الشركات.

2-5 معايير الصناعة (Industry Standards):

تتضمن معايير الصناعة مجموعة من النسب بحيث تكون مأخوذة لمجموعة كبيرة من الشركات والمنظمات التي تنتمي إلى صناعة واحدة عن فترة زمنية محددة. حيث يفيد هذا المعيار أو المعدل عند مقارنة النسبة الخاصة بالشركة موضع الدراسة به لمعرفة المركز النسبي للشركة، بحيث إما تكون ضمن المعدل السائد أو أعلى منه أو أقل، ولهذا المعيار شروط يصعب تحقيقها مثل تصنيف الشركات والمنظمات بشكل محدد في قطاعات وأنشطة وهذا الأمر يصعب أحياناً، كما أنه من الصعب تحديد ما المقصود بالصناعة الواحدة وخاصةً مع تشعب الاقتصاد وتطور الصناعة بشكل كبير جداً، إضافةً إلى اختلاف المواقع الجغرافية للشركات والأهداف المختلفة لها.

3-6 المعايير التاريخية (Historical Standards):

يطلق على المعايير التاريخية معايير الاتجاه، أو يطلق عليها اسم تحليل الاتجاه (Trend Analysis)، أو التحليل الأفقي (Horizontal Analysis)، حيث ترى هذه المعايير مدى تطور نسب محددة لكل شركة من الشركات موضع التحليل، ويعتبر من المعايير الهامة جداً في تقييم تطور أداء الشركات المالي عبر السنوات، حيث يظهر مدى التقدم أو التراجع الذي حل بأداء الشركة المالي خلال الزمن، وبالتالي هو يربط الماضي بالحاضر، ومن خلاله يمكن أيضاً التنبؤ بالمستقبل. ورغم كونه يتطلب فترات زمنية طويلة من أجل الحصول على نتائج دقيقة للتقييم، ورغم أن الظروف الاقتصادية والظروف الأخرى المحيطة بالشركات لا تكون واحدة، وبالتالي من الممكن أن يتأثر التحليل الأفقي بهذه الاختلافات رغم كونه إطاراً عاماً وأساسياً من وسائل التحليل المالي والذي يعتبر من وسائل تقييم الأداء المالي.

4-6 المعايير المستهدفة:

تعد المعايير المستهدفة معايير خاصة تستوحى من البيانات التي توضع في الخطة، ويمكن للمحلل أن يُقارن ما هو متحقق فعلاً وما هو مخطط له أن يتحقق، وذلك خلال فترة من الزمن. وفي ذات السياق أشار (مطر، 2010، ص 24) إلى أن القيام بالتحليل المالي من أجل تقييم أداء الشركات يتم عموماً من خلال ثلاث أدوات رئيسية، وهي:

1- تحليل التغير والاتجاه: ويتم من خلال التحليل الرأسي والتحليل الأفقي.

2- تحليل النسب المالية.

3- تحليل نقطة التعادل.

وباعتبار أن هذه الدراسة تهتم بتقييم الأداء المالي من خلال مجموعة من النسب المالية التي تتضمن عدداً من المؤشرات المالية (العائد على الأصول - العائد على حقوق الملكية - حصة السهم العادي الواحد - القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية)، فسوف يتم الحديث عن تحليل النسب المالية فقط دون التطرق إلى أساليب التحليل المالي الأخرى كالتحليل الأفقي أو الرأسي أو نقطة التعادل.

7. مؤشرات تقييم الأداء المالي:

تعتبر النسب المالية واحدةً من الأساليب التي يمكن استخدامها كمؤشرات في تقييم الأداء المالي للشركات، فهي توفر عدداً كبيراً من المؤشرات المالية التي تعد أساساً لتقييم أداء الشركات في العديد من المجالات كالسيولة والربحية والكفاءة وغيرها (Tsai et al, 2011).

تعتبر النسب المالية عن علاقة بين رقمين، وقيمة أي نسبة من هذا النسب لا معنى لها إلا إذا تمت مقارنتها مع سنواتٍ سابقة أو لاحقة لها، أو تمت مقارنتها مع نسب أخرى مماثلة تسمى بالنسب المرجعية، وعلى ضوء عملية المقارنة يمكن تقييم الموقف بشكل دقيق (دبابش وقدوري، 2013).

تعتبر النسب المالية من أهم أدوات التحليل المالي وأكثرها استخداماً في تقييم الأداء المالي للشركات، ويعود ذلك إلى مجموعة من الأسباب نذكر منها (نعمة، 2010):

- سهولة احتساب النسب وسهولة الحصول على البيانات من القوائم المالية.

- سهولة مقارنة النسب سواءً من خلال مقارنة أداء الشركة مع فترات سابقة، أو مقارنة أداء الشركة مع مثيلاتها من الشركات.
 - قدرة النسب المالية على إيصال معلومات عن وضع الشركة المالي إلى أطراف خارجية.
 - الوضوح، فهي تقدم معلومات واضحة وسهلة الفهم للجميع.
- تتنوع مؤشرات الأداء المالي اعتماداً على الشيء الذي يتم قياسه وتقييمه، فهي تتضمن عدداً كبيراً من النسب المالية التي تندرج وفقاً لكل من (مطر، 2010، ص 32 – 43)، (اليوسف والحموي، 2009، ص 63 – 83)، (عقل، 2010، ص 327 – 338)، (Brigham and Van Horne and Wachowicz, 2009, P. 102 – 118)، (Houston, 2007, P. 137 – 151) في خمس فئات أساسية وهي: نسب السيولة، نسب الربحية، نسب النشاط، نسب المديونية ونسب السوق. وفي هذا الصدد سوف يتم الحديث بشكل موجز عن أهم المؤشرات الخاصة بكل نوع من أنواع النسب السابقة مع التركيز على المؤشرات الخاصة بمتغيرات الدراسة.

1-6 نسب السيولة (Liquidity Ratios):

تستخدم هذه النسب كأدوات لتقييم المراكز الائتمانية للشركات والذي يعبر عنه عادةً بقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، أي قدرتها على تحويل ما تملكه من أصول متداولة إلى نقد لسداد التزاماتها القصيرة الأجل (مطر، 2010، ص 34). وبشكل عام تقيس هذه النسب الوضع المالي للشركة في الفترة قصيرة الأجل، عن طريق مقارنة أصولها المتداولة مع التزاماتها المتداولة، للتأكد من عدم تعرضها للعسر المالي (اليوسف والحموي، 2009، ص 64). ومن أهم نسب السيولة نذكر:

- نسبة السيولة (التداول):

تشير هذه النسبة إلى مقدار تغطية الأصول المتداولة لكل وحدة نقدية من الالتزامات المتداولة، وكلما كانت هذه النسبة فوق الواحد الصحيح، كانت الشركة تملك أصولاً متداولة تزيد عن خصومها المتداولة وبالتالي تملك قدرة أكبر على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل. وتحسب هذه النسبة من خلال القانون الآتي (النعمي والخرشة، 2007، ص 217):

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

إن ارتفاع نسبة التداول من وجهة نظر المقرضين يخفض درجة المخاطرة المرتبطة بديونهم، ولكن من وجهة نظر الإدارة يعد هذا الأمر غير مفضل لأنه سيؤثر على الربحية بشكل عكسي. في حين أن انخفاض هذه النسبة عن حد معين قد يجعل الشركة تواجه صعوبات في الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، وربما صعوبة في حصولها على قروض قصيرة الأجل. وفي هذا الصدد، يجب على الإدارة الجيدة أن تحقق التوازن بين السيولة والربحية قدر الإمكان (قاسم وآخرون، 2011، ص 72).

- نسبة السيولة السريعة:

تقيس هذه النسبة قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل دون اللجوء إلى بيع مخزونها، وتأخذ هذه النسبة في الحسبان الأصول المتداولة وفقاً لدرجة سيولتها، أي أنها تلافت العيب الموجود في نسبة التداول والتي افترضت أن المخزون السلعي من الأصول المتداولة التي يسهل تحويلها إلى نقدية. وتحسب هذه النسبة من خلال القانون الآتي (شبيب، 2009، ص 87):

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة - المخزون}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

تعطي هذه النسبة صورة أكثر دقة عن سيولة الشركة وذلك بعد طرح قيمة المخزون من الأصول المتداولة باعتبار أن المخزون يعتبر أقل الأصول المتداولة قدرةً على التحول إلى نقدية (قاسم وآخرون، 2011، ص 73).

- نسبة الجاهزية النقدية:

تقيس هذه النسبة قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل دون اللجوء إلى بيع مخزونها، أو حتى تحصيل ديونها، أي أنها اقتصرت فقط على الأصول النقدية وشبه النقدية فقط. وتحسب هذه النسبة من خلال القانون الآتي (شبيب، 2009، ص 88):

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{\text{الأصول النقدية وشبه النقدية}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

- فترة الاستقلالية النقدية:

تقيس هذه النسبة قدرة الشركة على العمل في حال توقف التدفقات النقدية الداخلة لأي سبب كان، أي عدد الأيام التي يمكن للشركة أن تعمل بها دون قبض أية مبالغ نقدية، وتحسب وفقاً للقانون الآتي (اليوسف والحموي، 2009، ص 65):

$$\text{فترة الاستقلالية النقدية} = \frac{\text{الأصول النقدية وشبه النقدية}}{\text{مصاريف التشغيل اليومية}}$$

6-2 نسب الربحية (Profitability Ratios):

تستخدم هذه النسب كأدوات لتقييم ربحية الشركة، وهي محصلة لمختلف السياسات المالية التي تتخذها الشركة في إدارة شؤونها، فهذه النسب تعبر عن كفاءة الإدارة في اتخاذ قراراتها الاستثمارية (عقل، 2010، ص 327)، وقدرتها على توليد الأرباح من مبيعاتها، وتعتبر من المقاييس الهامة لقياس فعالية سياسات إدارة الشركة الاستثمارية والتشغيلية والتمويلية (قاسم وآخرون، 2011، ص 82). وتهم هذه النسب كافة الأطراف كالملاك الذين تعتبر الأرباح من أهم العوامل المؤثرة على ثروتهم، والمقرضين الذين يعدون عدم كفاية أرباح الشركة أمراً غير مرضي لهم (هندي، 2003، ص 105). ومن أهم نسب الربحية نذكر:

- هامش الربح الإجمالي:

تعكس هذه النسبة كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح من المبيعات، وكلما كانت نسبة الربح مرتفعة، كان ذلك يعني قدرة أكبر للشركة في الإنتاج والبيع بتكاليف منخفضة نسبياً، والعكس صحيح في حالة كانت هذه النسبة منخفضة. أي أنها تعكس قدرة إدارة الشركة في السيطرة على تكاليف البضاعة المباعة (اليوسف والحموي، 2009، ص 77)، وتحسب وفقاً للقانون الآتي:

$$\text{هامش الربح الإجمالي} = \frac{\text{مجمّل الأرباح}}{\text{المبيعات (الإيرادات)}}$$

- هامش الربح الصافي:

تعكس هذه النسبة ربحية الشركة من جميع أعمالها العادية والعرضية، ويعد ارتفاع هذه النسبة دليلاً على الأداء الجيد للشركة، أما انخفاضها فيعني دليلاً على زيادة التكاليف بعضها أو

كلها، فهذه النسبة تبين إلى أي مدى يمكن أن ينخفض الربح المتولد قبل أن تتعرض الشركة لخسائر فعلية (هندي، 2003، ص 107)، وتحسب وفقاً للقانون الآتي:

$$\text{هامش الربح الصافي} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة (صافي الدخل)}}{\text{المبيعات (الإيرادات)}}$$

- العائد على الأصول (الاستثمار):

يطلق على هذه النسبة اسم معدل العائد على الأصول أو معدل العائد على الاستثمار، ويستخدم هذا المعدل في تقييم استخدام الأموال حيث أنه يقيس ربحية جميع الموارد المالية المستثمرة في الشركة، وأيضاً يساعد في اتخاذ القرارات الإدارية السليمة والخاصة بالاقتراض، وتعكس الكفاءة التشغيلية. فهو يدل على قدرة الأصول على توليد الأرباح. ويحسب وفقاً للقانون الآتي (Brigham and Houston, 2007, P. 114)، (Van Horne and Wachowicz, 2009, P. 150)، (اليوسف والحموي، 2009، ص 79):

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة (صافي الدخل)}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

يمكن كتابة المعادلة السابقة بطريقة أخرى وذلك على الشكل الآتي:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي المبيعات}} * \frac{\text{إجمالي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

أي:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \text{هامش الربح الصافي} * \text{معدل دوران الأصول}$$

تشير المعادلة السابقة إلى أن زيادة العائد على الأصول (الاستثمار) يمكن أن تتم عن طريق زيادة هامش الربح الصافي، أو زيادة معدل دوران الأصول، أو زيادة كليهما. وفي هذا الصدد ورغم كون هذا المعدل مقياساً لربحية الأصول يبين مدى فاعلية الإدارة في توليد الأرباح من الأصول المتاحة، إلا أنه يعاني من نقطة ضعف تجعل أهميته محدودة في واقع الأمر. وهي أن معدل العائد على الأصول المحسوب وفق المعادلة السابقة قد يتأثر بالهيكل التمويلي، والأنظمة الضريبية، كما قد يتأثر بكفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأصول (هندي، 2003، ص 111 - 112). والسبب بذلك أنه يعتمد على صافي الربح بعد الضريبة، أي أنه يعتمد في

حسابه على طرح التكاليف المالية (الفوائد) للوصول إلى صافي الربح قبل الضريبة، ويعتمد على طرح الضريبة للوصول إلى صافي الربح بعد الضريبة، وطالما أن الهيكل التمويلي قد يختلف من شركة إلى أخرى، ومن وقت لآخر بالنسبة للشركة الواحدة، فيصبح من غير المقبول الادعاء بأن التفاوت في هذا المعدل من شركة إلى أخرى، أو التفاوت في هذا المعدل بالنسبة لنفس الشركة من وقت لآخر يرجع بالضرورة إلى تفاوت القدرة على توليد الأرباح من الأصول. وفي هذا السياق قد تختلف الأنظمة الضريبية من بلد لآخر أو حتى من شركة إلى أخرى في نفس البلد، مما يؤثر على هذا المعدل، فمثلاً لو كان هنالك شركتان لهما ذات حجم الأصول، وذات الربح قبل الضريبة، فمن الممكن أن يختلف معدل العائد على الأصول لكل منهما في حال كانت نسب الضرائب المطبقة على الشركتين ليست واحدة، وهذا يعني تغير معدل العائد على الأصول لأسباب أخرى لا تتعلق بكفاءة الشركة في إدارة أصولها إنما تتعلق بالأنظمة الضريبية (هندي، 2003، ص 138 - 139). وبغية تلافي نقطة الضعف السابقة فقد اقترح (هندي، 2003، ص 112)، (Kim and Kim, 2009)، (قاسم وآخرون، 2011، ص 84) مقياساً آخر لمعدل العائد على الأصول (الاستثمار) يتمثل في المعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

تركز المعادلة السابقة على قدرة إدارة الشركة على توليد أرباح من أصولها، دون أن يكون هنالك تأثير لقرارات التمويل أو تأثير لمعدل الضريبة في ذلك، وكلما ارتفع هذا المعدل، كلما دل ذلك على كفاءة تشغيلية واستثمارية أعلى لإدارة الشركة. على أية حال يبقى هذا المعدل يختلف من شركة إلى أخرى وفقاً لطبيعة عمل الشركات وأنشطتها فيما إذا كانت بحاجة إلى رأس مال كبير أو العكس.

- العائد على حقوق الملكية:

يطلق على هذه النسبة اسم معدل العائد على حقوق الملكية ويستخدم في قياس معدل العائد على الأموال المستثمرة بواسطة الملاك، أي معدل العائد على كل من الأسهم العادية والاحتياطات والأرباح المحتجزة. كلما ارتفع هذا المعدل دل ذلك على الأداء الجيد لإدارة الشركة، وكلما انخفض هذا المعدل كلما كان ذلك دليلاً على سوء إدارة الشركة في تحقيق أرباح من أموال ملاكها (محمد وآخرون، 2005، ص 63). ويحسب هذا المعدل وفقاً للقانون الآتي (Brigham)

(Van Horne and Wachowicz, 2009, P. 150)، (and Houston, 2007, P. 115)،
(اليوسف والحموي، 2009، ص 79):

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة (صافي الدخل)}}{\text{حقوق الملكية}}$$

يمكن كتابة المعادلة السابقة بطريقة أخرى وذلك على الشكل الآتي:

$$= \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي المبيعات}} * \frac{\text{إجمالي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} * \frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{حقوق الملكية}}$$

يعتبر هذا المعدل المعيار الأكثر شمولاً لقياس فاعلية الإدارة، وذلك لأنه يقيس ربحية الأصول وربحية هيكل رأس المال، أي أنه يعتبر مقياساً لربحية كلٍّ من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل (هندي، 2003، ص 115).

ورغم كون هذا المعدل من أكثر نسب الربحية شيوعاً، (Huynh and Lin, 2013) إلا أنه يؤخذ عليه مجموعة من الاعتبارات، فهو لا يأخذ بعين الاعتبار عامل الخطر المالي. فمن البديهي أن الملاك يحرصون على الأرباح، لكنهم بالمقابل يكثرثون بالخطر أيضاً، وبالتالي لا يعني هذا أن الشركة ذات العائد الأعلى على حقوق الملكية هي الأفضل، بل يجب النظر إلى عامل المخاطرة، لاسيما أنه يمكن رفع هذه النسبة من خلال استخدام أكبر للديون وتقليل حقوق الملكية، وهذا ما سوف يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية مما يرفع من العائد الذي يطلبه الملاك كتعويض لذلك، وبالتالي يزيد من الكلفة على الشركة وينعكس عليها سلبياً. أضف إلى ذلك أن معدل العائد على حقوق الملكية لا يأخذ بعين الاعتبار حجم رأس المال المستثمر، وبالتالي قد يقود إلى نتائج مغلوطة أثناء التقييم، فمثلاً عند وجود شركتين رأس المال المستثمر في الأولى 1000 وحدة نقدية، ومعدل العائد على حقوق الملكية فيها هو 50%. بينما كان رأس مال الثانية المستثمر 1000000 وحدة نقدية، ومعدل العائد على حقوق الملكية فيها 40%، سوف نختار الشركة الأولى باعتبار أن معدل العائد على حقوق الملكية لها أعلى، لكن في واقع الأمر ثروة الملاك في الشركة الأولى ازدادت بشكل ضعيف جداً نظراً لأن رأس مالها المستثمر صغير جداً، في حين يبدو العكس في حالة النظر إلى الشركة الثانية، والتي لم يتم اختيارها حسب معدل

العائد على حقوق الملكية (Brigham and Houston, 2007, P. 125 – 126). كما أن اعتماد معدل العائد على حقوق الملكية في حسابه على صافي الربح بعد الضريبة يقلل من أهميته باعتبار أنه يتضمن العوائد والنفقات غير النقدية التي قد تكون كبيرة وذات أهمية. وأخيراً فإن اعتماد معدل العائد على حقوق الملكية على القيمة الدفترية لحقوق الملكية يعد أمراً يقلل أيضاً من أهميته باعتبار أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية قد تختلف بشكل كبير عن القيمة السوقية لها (Bragg, 2007).

3-7 نسب النشاط (Activity Ratios):

تتضمن هذه النسب إجراء مقارنات بين حجم المبيعات وحجم الاستثمارات في مختلف الأصول، وتقيس نسب النشاط قدرة الشركة على استغلال الموارد المتاحة لها بكفاءة وفاعلية، وتفترض هذه النسب أن الشركة تسعى إلى امتلاك مختلف عناصر الأصول لغرض استغلالها في توليد المبيعات، وبالتالي هنالك علاقة طردية بين حجم الأصول وبين حجم المبيعات. ومن أهم نسب النشاط نذكر:

- معدل دوران مجموع الأصول:

يقيس هذا المعدل مدى استغلال الأصول بأنواعها في توليد الإيرادات، ويمكن القول بأنه إذا كان هذا المعدل مرتفعاً فذلك يشير إلى نقص الاستثمار في الأصول أو الاستغلال الكبير لهذه الأصول. وإذا كان هذا المعدل منخفضاً فهذا يعتبر دليلاً على عدم استغلال الأصول بشكل جيد، ويحسب وفقاً للقانون الآتي (الدهراوي، 2006، ص 211):

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

- معدل دوران المخزون:

يقيس هذا المعدل كفاءة الإدارة في تسويق منتجاتها، فكلما دار المخزون أكثر، حققت الشركة هامش ربح أكبر، ويستخدم هذا المعدل لتقويم كفاءة الشركة في إدارة المخزون، ويحسب وفقاً للقانون الآتي (محمد وآخرون، 2005، ص 77):

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{وسطي المخزون}}$$

- معدل دوران الذمم المدينة:

يشير هذا المعدل إلى قدرة الشركة على تحصيل أرصدة العملاء من حسابات مدينة وأوراق قبض وتحويلها إلى نقد، وكلما كان هذا المعدل مرتفعاً كان ذلك يعكس الكفاءة الجيدة في تحصيل الأرصدة المدينة، والعكس صحيح في حال كانت هذه النسبة منخفضة، ويحسب وفقاً للقانون الآتي (محمد وآخرون، 2005، ص 78):

$$\text{معدل دوران الذمم المدينة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{وسطي الذمم المدينة}}$$

- معدل دوران الذمم الدائنة:

يشير هذا المعدل إلى كفاءة الشركة في تسديد التزاماتها، وكلما كان هذا المعدل مرتفعاً كان أداء الشركة لالتزاماتها أفضل، ومؤشراً على تخفيض الضغوط التي تواجه الشركة من زاوية السيولة، ويحسب من خلال القانون الآتي (محمد وآخرون، 2005، ص 77):

$$\text{معدل دوران الذمم الدائنة} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{وسطي الذمم الدائنة}}$$

- متوسط فترة التخزين، التحصيل، السداد:

تعكس هذه المعدلات الفترة الزمنية اللازمة لتحويل المخزون إلى نقد، أو لتحويل الديون المستحقة للشركة من عملائها، أو لسداد الديون المستحقة على الشركة لدائنيها على الترتيب، وتحسب هذه النسب من خلال القوانين الآتية (الدراوي، 2006، ص 209 - 211):

$$\begin{aligned} \text{متوسط فترة التخزين} &= \frac{360}{\text{معدل دوران المخزون}} \\ \text{متوسط فترة التحصيل} &= \frac{360}{\text{معدل دوران الذمم المدينة}} \\ \text{متوسط فترة السداد} &= \frac{360}{\text{معدل دوران الذمم الدائنة}} \end{aligned}$$

7-4 نسب الرفع المالي أو المديونية (Leverage Ratios):

تبين هذه النسب مدى اعتماد إدارة الشركة على كل مصدر من مصادر التمويل، وتقيس مساهمة الديون بغض النظر عن نوعها في تمويل أصول الشركة مقارنةً بحقوق الملكية، كما تقيس هذه النسب قدرة الشركة على سداد الأعباء المالية الثابتة والتي تتمثل عادةً في الفوائد وأقساط القروض، ومن أهم نسب الرفع المالي نذكر:

- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول (نسبة المديونية):

تقيس هذه النسبة مقدار مساهمة الديون في تمويل أصول الشركة، أي مقدار مساهمة أموال الآخرين في استثمارات الشركة، وتدني هذه النسبة يعني اعتماد الشركة على مصادرها الخاصة لتمويل استثماراتها، في حين ارتفاعها يعني اعتماد الشركة بشكل أكبر على أموال الآخرين في تمويل استثماراتها، وتحسب من خلال القانون الآتي (مطر، 2010، ص 39):

$$\text{نسبة الديون إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

تجدر الإشارة إلى أن انخفاض هذه النسبة عن الحد المناسب يدل على عدم استفادة الشركة من عملية الرفع المالي مما يؤدي إلى انخفاض في معدل العائد لحملة الأسهم. في حين ارتفاع هذه النسبة عن الحد المناسب سوف يحمل الشركة أقساط كبيرة، مما يقود إلى مخاطر مالية أكبر من جهة، وتتدخل المقرضين في عمل الشركة من جهة أخرى (اليوسف والحموي، 2009، ص 69). ورغم أهمية هذه النسبة وقدرتها على تزويد الأطراف المستفيدة بمعلومات مهمة عن قدرة الشركة على الوفاء بديونها من خلال الأصول التي تملكها، إلا أنها لا تعطي الصورة الكاملة حول وضع الشركة، حيث أن هذه النسبة تعطي الوزن الترجيحي نفسه لكل نوع من أنواع الديون ولذلك فهي لا تعكس الوضع الحقيقي للملاءة المالية في الشركة، فبعض الديون ضرورية لبعض الشركات لكي تعمل بكفاءة وبالتالي إدخال كافة الديون بعين الاعتبار عند حساب هذه النسبة يعتبر أمراً سلبياً بعض الشيء. علاوةً على أن هذه النسبة لا تأخذ احتياكات الأصول بعين الاعتبار، وخصوصاً أن أغلب الشركات تسجل قيم أصولها بالتكلفة التاريخية وهذا ما يقلل من أهمية هذه النسبة (Horton, 2015). وأخيراً فإن إدخال كافة الأصول عند حساب هذه النسبة

قد يكون أمراً غير دقيق عندما يكون للأصول غير الملموسة قيمة كبيرة، مما دعا البعض إلى طرح الأصول غير الملموسة من إجمالي الأصول في مقام هذه النسبة (هندي، 2003، ص 98).

- نسبة الديون إلى حقوق الملكية:

تقيس هذه النسبة مقدار الديون إلى حقوق الملاك، ودرجة اعتماد الشركة على التمويل من مصادرها الذاتية، وكلما كانت هذه النسبة أكبر من الواحد فهذا يعني أنها تعتمد على الديون في عملها بشكل أكبر مقارنةً بحقوق الملكية، والعكس صحيح في حال كانت النسبة أصغر من الواحد، وتحسب من خلال القانون الآتي (محمد وآخرون، 2005، ص 57):

$$\text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

تعتبر هذه النسبة مقياساً لدرجة اعتمادها على أموال الغير في تمويل أصولها مقارنةً بأموال الملكية، وارتفاع هذه النسبة يعني الاعتماد بشكل أكبر على أموال الغير، وهذا يوحي بزيادة المخاطر التمويلية ومخاطر عدم قدرة الشركة على سداد التزاماتها، وانخفاض هذه النسبة يعني اعتماد الشركة بشكل أكبر على الأموال الخاصة، وهذا يوحي بانخفاض أرباح الشركة طالما أن تكاليف التمويل بحقوق الملكية أعلى من التمويل بالديون (قاسم وآخرون، 2011، ص 80).

تمتاز هذه النسبة بقدرتها على إعطاء الأطراف المستفيدة صورة مباشرة عن أي مصدر تمويلي تعتمد عليه الشركة أكثر في عملها، وهذا ما يميزها عن النسبة السابقة (نسبة الديون إلى إجمالي الأصول)، إلا أنه يُعاب عليها أنها لا تميز بين القطاعات التي تنتمي إليها الشركات، فبعض الشركات تحتاج بطبيعة عملها (كالبنوك وشركات التأمين أو حتى الشركات الصناعية الكبرى) إلى الديون بشكل دائم ومستمر وبكميات كبيرة لذلك يصعب الاعتماد على هذه النسبة عند المقارنة بين عدة شركات في قطاعات مختلفة (Van Horne and Wachowicz, 2009, P. 140). علاوةً على كونها أخذت كل الديون بعين الاعتبار. وعلى الرغم من ذلك فإن هذه النسبة والنسبة السابقة تعتبران الأكثر شهرةً في قياس الرفع المالي.

تجدر الإشارة إلى أنه يمكن إعادة احتساب النسب السابقة بالاعتماد على الديون قصيرة الأجل لوحدها أو الديون طويلة الأجل لوحدها، أي التعديل بقيمة البسط دون تغيير المقامات

السابقة لنحصل بذلك على نسبة المديونية قصيرة أو طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول أو حقوق الملكية.

- معدل تغطية الفوائد:

يقيس هذا المعدل قدرة الشركة على خدمة ديونها، أي قدرتها على دفع الفوائد، وكلما كان هذا المعدل كبيراً كان ذلك دليلاً على أن الشركة قادرة على الإيفاء بالتزاماتها، وهذا المعدل هام للدائنين من أجل ضمان حقوقهم قبل منح أي قرض. ويحسب من خلال القانون الآتي (مطر 2010، ص 40):

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{صافي الأرباح قبل الفوائد}}{\text{الفوائد المترتبة على الشركة}}$$

تبين هذه النسبة إلى أي مدى يمكن لأرباح الشركة أن تنخفض ولا يزال باستطاعتها خدمة ديونها، وبشكل عام يمكن اعتبار الزيادة في عدد مرات تغطية الفوائد مؤشراً على زيادة قدرة الشركة على دفع مصروفات الفوائد من الأرباح المحققة، واستقرار هذه النسبة لفترات متتالية يمكن الشركة من الحصول على الأموال اللازمة بسهولة وبفائدة أقل (قاسم وآخرون، 2011، ص 81).

5-7 نسب السوق (Market Ratios):

تعتبر نسب السوق ذات أهمية خاصة لحملة الأسهم، وللمستثمرين المحتملين في الأسهم، وتضطلع هذه النسب بقياس تأثير أداء الشركة على أسعار الأسهم العادية في السوق استناداً إلى الهدف العام للإدارة المالية المتمثل في تعظيم ثروة الملاك عن طريق تعظيم القيمة السوقية للسهم. ومن أهم نسب السوق نذكر (مطر، 2010، ص 41 - 43):

- حصة أو عائد السهم العادي الواحد:

تقيس هذه النسبة صافي الأرباح التي يحققها السهم العادي الواحد، أي صافي الربح الذي يحققه ملاك الشركة بعد طرح حصة كل من حملة الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة. وكلما ارتفع نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح دل ذلك على زيادة كفاءة الشركة، لأن ارتفاعه يؤثر بشكل إيجابي على سعر السهم في السوق (قاسم وآخرون، 2011، ص 88). وتحسب من خلال القانون الآتي (Bhattacharya, 2007, P. 291):

$$\text{صافي الدخل الموزع على حملة الأسهم العادية} \\ \text{= حصة السهم العادي الواحد} \\ \text{عدد الأسهم العادية}$$

يعتبر القانون السابق الأكثر استخداماً لقياس حصة السهم العادي الواحد من الأرباح، والذي يعتبر مقياساً أساسياً لمقارنة النتائج المالية للشركات المدرجة في الأسواق المالية. حيث يساعد هذا المقياس حملة الأسهم على معرفة مقدار التغير في حصة السهم الواحد من الأرباح خلال فترات زمنية معينة (Bhattacharya, 2007, P. 291)، كما أن الإدارة تستعمله دوماً كمؤشر ومعيار على الكثير من القرارات وخاصةً فيما يتعلق بتمويل التوسع في المستقبل (قاسم وآخرون، 2011، ص 87).

يُعاب على هذا المقياس مجموعة من الأمور، يأتي في مقدمتها إهماله للقيمة الزمنية للنقود، باعتبار أنه يعتمد في حسابه على بيانات تاريخية (Rago, 2008)، وإهماله للمخاطر المالية، حيث يمكن زيادة حصة السهم الواحد من الأرباح من خلال الحصول على ديون بشكل أكبر، ولكن هذا الأمر سوف يزيد من المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة (Menon, 2013). كما أن هذا المقياس يتأثر بشكل كبير بعمليات إعادة شراء الأسهم وعمليات الاستحواذ والاندماج، علاوةً على أنه يتأثر بالسياسات المحاسبية التي تعتمدها الشركة باعتبار أن صافي الدخل يختلف باختلاف تلك السياسات، وتأثره بسياسة توزيع الأرباح أيضاً (Menon, 2013). وأخيراً فإن هذا المقياس يتغير بشكل سريع بحيث أنه من الصعوبة الاعتماد عليه في عملية تقييم أداء الشركات والمقارنة فيما بينها (Rago, 2008).

- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم:

تعكس هذه النسبة التغير في قيمة أسهم الشركة عبر الزمن نسبةً إلى قيمتها الدفترية في نهاية كل فترة، حيث تدل على تطور أو تراجع قيم أسهمها في السوق المالي بالقياس مع قيمها الدفترية التي يتم حسابها اعتماداً على قيمة حقوق الملكية المذكورة في قوائمها المالية، وتحسب من خلال القانون الآتي:

$$\text{القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم} \\ \text{=} \\ \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

تعتبر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم من المقاييس الهامة للأداء المالي، وخاصةً من وجهة نظر الملاك الذين يرغبون بالحصول على أعلى قيمة سوقية ممكنة، وبالتالي

على أعلى أرباح رأسمالية. ورغم ذلك فإنه يُعاب على هذه النسبة أنها قد تتأثر بتغيرات أسعار الأسهم والنواتجة عن ظروف اقتصادية كالتضخم والانكماش، أي أنها قد لا تعكس القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم في السوق، وهذا ما تم ملاحظته أيضاً في الأسواق التي تتصف بعدم الكفاءة في أن هذه النسبة لا تعبر عن أسعار الأسهم الحقيقية (Bhattacharya, 2007, P. 357).

وبشكل عام وعلى الرغم من كون النسب المالية أداة مفيدة في تقييم أداء الشركات، إلا أنه توجد مجموعة من المحددات التي تحد من فعاليتها وتقيّد من استخدامها، ومن تلك المحددات (قاسم وآخرون، 2011، ص 69 - 70)، (هندي، 2003، ص 129 - 133):

- النسب المالية معنية بالأرقام والعوامل ذات الطابع الكمي فقط، ولا تقيس العوامل النوعية التي تكون ملائمة لأغراض تقييم الشركات، ومن تلك العوامل النوعية شخصية المدير ومهاراته الخاصة، أو مستوى تأهيل العاملين في الشركة.
- الكثير من النسب المالية هي مؤشرات ساكنة في وضع معين كما هو في تاريخ إعداد القوائم المالية، ولا معنى لها إطلاقاً إلا عند مقارنتها مع نفسها عبر الزمن، أو من خلال مقارنتها مع شركة أخرى.
- تتأثر النسب المالية باختلاف الطرق المحاسبية، فمثلاً اختلاف طريقة حساب الاستهلاك بين شركة وأخرى سوف يؤدي إلى اختلاف مصروف الاستهلاك. وكذلك عند تقييم بضاعة آخر المدة بطريقة مختلفة، الأمر الذي يؤدي إلى تغيير صافي الربح وبالتالي النسب المالية المبنية عليه ويجعل المقارنة بين هذه النسب بين الشركات غير صحيحة.
- تصبح النسب المالية خلال فترات التضخم غير قابلة للمقارنة عبر الزمن وذلك لأن القوائم المالية مبنية على أساس التكلفة التاريخية. فتحسن نسبة المبيعات إلى إجمالي الأصول مثلاً في سنة معينة بسبب ارتفاع أسعار المبيعات لا يعني أن معدل دوران الأصول قد تحسّن بشكل فعلي.

تجدر الإشارة إلى أن تلك النسب والمؤشرات السابقة (المجموعات الخمس السابقة) تعتبر من المؤشرات المحاسبية التقليدية والتي شاع استخدامها عند تقييم الأداء المالي لأي شركة، ولكن مع تطور الزمن ظهر إلى الساحة خلال السنوات الأخيرة مفهوم القيمة الاقتصادية وأنواع تلك

القيمة، وكيف أن الشركات الاقتصادية تساهم في خلقها، وكيف يمكن تقييم الشركات من خلالها، وبالتالي ظهرت مجموعة من الأساليب والمؤشرات الحديثة في التقييم مثل القيمة الاقتصادية

المضافة (Economic Value Added)، والقيمة السوقية المضافة (Market Value Added) (Brigham and Houston, 2007, P. 58).

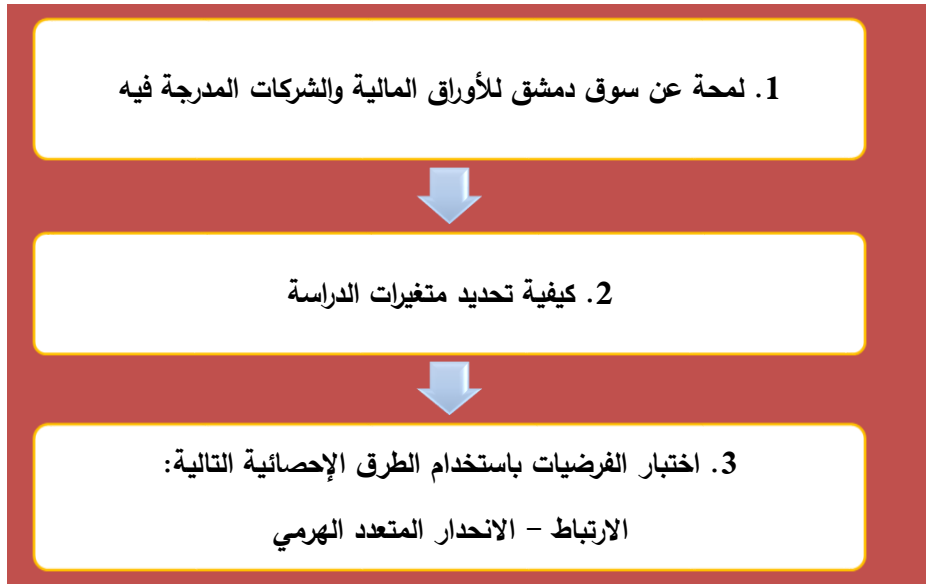
الفصل الثالث

القسم العملي

(جمع وتحليل البيانات واختبار الفرضيات)

مقدمة:

سوف تتم عملية جمع وتحليل البيانات من خلال الخطوات التالية:



الجدول (3 - 1) خطوات الدراسة الميدانية

المصدر: من إعداد الباحث

أولاً - لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية والشركات المدرجة فيه:

- تاريخ السوق:

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية (DSE)، بموجب المرسوم التشريعي رقم 55/ لعام 2006 ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وبحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق. وتم الافتتاح الرسمي للسوق في 10/03/2009.

يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء، يسمون بقرار من رئيس مجلس الوزراء، بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. كما يُعين مدير تنفيذي للسوق، ونائب له بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على توصية من مجلس مفوضي الهيئة، واقتراح من مجلس إدارة السوق. وتشمل الأوراق المالية كل من:

- أ. أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
- ب. سندات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
- ت. أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
- ث. الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.

ج. أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

والياً يتم التداول بأسهم الشركات المساهمة السورية مقسمة الى القطاعات التالية (قطاع البنوك - قطاع التأمين - القطاع الصناعي - القطاع الزراعي - قطاع الخدمات).

- **تقسيمات السوق:**

تقسم سوق دمشق للأوراق المالية إلى: السوق النظامية، السوق الموازية أ، السوق الموازية ب.

- 1) السوق النظامية هي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط الإدراج الخاصة التي يحددها مجلس إدارة السوق كما يلي:
- مضي مدة ثلاث سنوات على الأقل من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.
- ألا يقل رأس مال الشركة عن ثلاثمئة مليون ليرة سورية أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
- ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن ثلاثمئة مساهم.
- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن مئة بالمئة من رأس مالها المدفوع.
- أن تكون الشركة قد حققت ربحاً صافياً في آخر سنتين ماليتين، وألا يقل هذا الربح في أي من هاتين السنتين عن 5% من رأس مال الشركة.
- ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرين بالمئة.
- أن تكون بياناتها وتقاريرها السنوية عن آخر سنتين معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وألا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن هاتين السنتين أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة.

في حين أن السوق الموازية هي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توفر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية، وتقسم إلى:

- 2) سوق موازية (أ) - ويشترط لقبول إدراج أسهم الشركات فيها توفر الشروط الآتية:
- مضي سنة واحدة من تاريخ بدء الاستثمار أو العمل الفعلي على الأقل.

- ألا يقل رأس مال الشركة عن مئة مليون ليرة سورية أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
 - ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن مئة مساهم.
 - ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 90% من رأس مالها المدفوع.
 - ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرة بالمئة.
 - أن تكون بياناتها المالية وتقاريرها السنوية عن آخر سنة معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وألا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن هاتين السنتين أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة.
- (3) سوق موازية (ب) - ويشترط لقبول إدراج أسهم الشركات فيها توفر الشروط الآتية:
- أن تكون الشركة قد استكملت إجراءات شهرها.
 - ألا يقل رأس مال الشركة عن خمسين مليون ليرة سورية وأن يكون مدفوعاً بالكامل باستثناء حصة الدولة.
 - ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن خمسة وعشرين مساهم.
 - ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 75% من رأس مالها المدفوع بالنسبة للشركات التي تم تأسيسها بعد عام 2005، و100% للشركات التي تم تأسيسها قبل عام 2005.
 - ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرة بالمئة.
 - أن تكون بياناتها المالية وتقاريرها السنوية عن آخر سنة معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وألا تتضمن تقارير مفتش الحسابات أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة.
- **رؤية السوق:**
- دعم الاقتصاد الوطني من خلال إتاحة الفرص لتعبئة المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات وتحفيز السوق الأولية التي يتم فيها إنشاء شركات مساهمة جديدة وزيادة رؤوس أموالها لدفع عملية التنمية الاقتصادية ورفع مستوى المعيشة لكافة فئات المجتمع.

- رسالة السوق:

تسعى سوق دمشق للأوراق المالية نحو التميز باعتبارها جزءاً هاماً من الاستراتيجية الوطنية الشاملة لسورية مع النظرة نحو تطوير السوق لتصبح مركزاً مالياً إقليمياً رائداً في الوطن العربي والعالم.

- الشركات المدرجة في السوق:

تتضمن سوق دمشق للأوراق 24 شركة تتوزع في 5 قطاعات أساسية كما يبين الجدول رقم

(1 - 3).

القطاع	الرمز	الشركة
الخدمات	AHT	الشركة الأهلية للنقل
	UG	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق
الصناعي	AVOC	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية
البنوك	ARBS	البنك العربي - سورية
	IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل
	BOJS	بنك الأردن - سورية
	BBSY	بنك البركة - سورية
	CHB	بنك الشام
	SHRQ	بنك الشرق
	BBS	بنك بيلوس - سورية
	BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي
	SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي
	SGB	بنك سورية والخليج
	BSO	بنك سورية والمهجر
	BASY	بنك عوده سورية
	QNB	بنك قطر الوطني - سورية
	FSBS	فرنسبنك - سورية
تأمين	SAIC	الاتحاد التعاوني للتأمين
	AROP	السورية الدولية للتأمين - أروب
	SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين
	NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين

	UIC	الشركة المتحدة للتأمين
	ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي
زراعي	NAMA	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات - نماء

الجدول (3 - 2) الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

ثانياً - كيفية تحديد متغيرات الدراسة:

تم تحديد متغيرات الدراسة اعتماداً على عدة دراسات سابقة وذلك فيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة والتابعة، في حين تم اختيار مجموعة من المتغيرات الضابطة بناءً على عدة دراسات سابقة أيضاً قد تم ذكرها في مطلع هذه الدراسة، وفيما يتعلق بكيفية الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة فقد تمت وفق ما يلي:

- تم جمع البيانات الخاصة بالدراسة من خلال القوائم المالية الربعية المنشورة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي كانت موجودة في فترة الدراسة التي امتدت من بداية عام 2010 وحتى منتصف عام 2015، فكانت الدراسة تتضمن 21 شركة⁵.
- تم الاعتماد على البيانات الربعية لتلك الشركات وكان عدد الأرباح التي تم احتسابها اثنا وعشرين ربعاً ابتداءً من الربع الأول لعام 2010، وانتهاءً بالربع الثاني لعام 2015⁶.
- لم يتم أخذ أرباح قبل عام 2010 بسبب عدم توفر البيانات الربعية اللازمة والكافية قبل عام 2010، في حين أنه لم يتم أخذ بيانات بعد منتصف عام 2015 بسبب تأخر الشركات في الإفصاح عن البيانات التالية من جهة، وبسبب البدء بجمع البيانات وتحليلها بداية عام 2016.
- تم تفرغ كافة قوائم الميزانية العمومية وقوائم الدخل المنشورة للشركات السابقة بشكل دقيق وشامل، وتم فيما بعد احتساب المتغيرات بناءً على تلك الإفصاحات.
- تجدر الإشارة إلى وجود بعض البيانات الناقصة بسبب عدم قيام الشركات كافة بالإفصاح عن كافة الأرباح الممتدة على طول فترة الدراسة. وبغية عدم إهمال تلك الأرباح حاول الباحث الحصول عليها أو على بعضٍ منها من خلال التواصل مع إدارة سوق دمشق للأوراق

⁵ لم يتم أخذ كل من بنك الشام باعتبار أنه أدرج في سوق دمشق للأوراق المالية في منتصف عام 2014، وكذلك بنك البركة باعتبار أنه لم ينشر إلا بيانات سنوية ولم ينشر أي قوائم ربعية، وشركة نماء الزراعية باعتبار أن التداول عليها متوقف منذ نهاية عام 2013.

⁶ تم الاعتماد على البيانات الربعية من أجل الحصول على بيانات كافية وبالتالي الوصول إلى نتائج أكثر دقة.

المالية، في حين بقي جزء من البيانات التي لم يتم التوصل إليها تم حسابها عن طريق وسطي الربعين المجاورين لها.

- باعتبار أنه لا توجد بيانات خاصة بالربع الرابع لكل الشركات وتحديداً في قوائم الدخل، قام الباحث بحسابها اعتماداً على بيانات الأرباع الثلاثة السابقة، وطرح مجموع بيانات الأرباع الثلاثة السابقة من البيانات السنوية بنفس العام، وذلك بغية الحصول على بيانات الربع الرابع لكل شركة.

- تم الاعتماد في حساب المتغيرات على معادلات رياضية (دالة الجمع - الطرح - الضرب - القسمة) من خلال برنامج الإكسل (Excel) وتم تقريب الأرقام بعد أخذ ثلاثة أرقام بعد الفاصلة، مع التأكيد على دقة البيانات التي تم تفرغها عن طريق برنامج الإكسل والتي تم تدقيقها عدة مرات قبل البدء بجمع المتغيرات.

ثالثاً - اختبار الفرضيات:

تم في هذا الجزء اختبار الفرضيات اعتماداً على دراسة أثر كل متغير مستقل على كل متغير تابع أولاً دون أخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار. ومن ثم دراسة هذا الأثر مجدداً لكن بالأخذ بعين الاعتبار وجود المتغيرات الضابطة. هذا الأمر تم من خلال دراسة الارتباط أولاً بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، ومن ثم دراسة الانحدار كما ذكر أعلاه.

وبغية التعرف على معامل الارتباط الذي يجب أن يطبق كان من الضروري التعرف أولاً على توزيع البيانات فيما إذا كان طبيعياً أم غير طبيعي، وهذا الأمر تم من خلال عدة اختبارات كما يلي:

1) اختبار الالتواء والتفلطح:

المتغير	Descriptive	Statistic	Std. Error	Z = Statistic/Std. Error
معدل العائد على الأصول (ROA)	Skewness	3.124	.114	27.404
	Kurtosis	39.347	.227	173.335
معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)	Skewness	-2.143	.114	-18.798
	Kurtosis	24.376	.227	107.383
حصة السهم العادي الواحد (EPS)	Skewness	.487	.114	4.272
	Kurtosis	5.669	.227	24.974
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Tobin Q)	Skewness	3.530	.114	30.965
	Kurtosis	17.059	.227	75.150

12.605	.114	1.437	Skewness	نسبة الديون إلى حقوق الملكية
11.159	.227	2.533	Kurtosis	
-7.693	.114	-.877	Skewness	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول
-2.344	.227	-.532	Kurtosis	
-2.491	.114	-.284	Skewness	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول
-5.251	.227	-1.192	Kurtosis	
28.362	.116	3.290	Skewness	تغيرات إجمالي الأصول
72.698	.232	16.866	Kurtosis	
56.544	.114	6.446	Skewness	نسبة السيولة
220.436	.227	50.039	Kurtosis	
21.000	.114	2.394	Skewness	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول
19.458	.227	4.417	Kurtosis	

الجدول رقم (3 - 3): نتيجة اختباري الالتواء والتفلطح لتحري طبيعة توزيع البيانات بالنسبة لمتغيرات البحث المختلفة.

نلاحظ من الجدول السابق أن قيم (Z) تبتعد كثيراً عن المجال (2+، 2-) باعتبار أن مستوى الدلالة هو 5% فيجب أن تكون قيم (Z) بين الـ (2+) و (2-). وهذا الأمر واضح لكافة المتغيرات المدروسة، مما يعني أن توزيع البيانات غير طبيعي بالنسبة لكافة متغيرات البحث المختلفة.

2) اختبار (Kolmogorov-Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk):

Tests of Normality							التفسير
المتغير	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk			
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.	
معدل العائد على الأصول (ROA)	.176	462	.000	.719	462	.000	توزيع غير طبيعي
معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)	.199	462	.000	.712	462	.000	توزيع غير طبيعي
حصة السهم العادي الواحد (EPS)	.120	462	.000	.890	462	.000	توزيع غير طبيعي
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Tobin Q)	.284	462	.000	.597	462	.000	توزيع غير طبيعي
نسبة الديون إلى حقوق الملكية	.157	462	.000	.857	462	.000	توزيع غير طبيعي
نسبة الديون إلى إجمالي الأصول	.182	462	.000	.857	462	.000	توزيع غير طبيعي
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.147	460	.000	.919	460	.000	توزيع غير طبيعي
تغيرات إجمالي الأصول	.173	441	.000	.714	441	.000	توزيع غير طبيعي
نسبة السيولة	.405	462	.000	.282	462	.000	توزيع غير طبيعي
نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	.376	462	.000	.553	462	.000	توزيع غير طبيعي
a. Lilliefors Significance Correction							

الجدول رقم (3 - 4): نتيجة اختباري كولمغوروف - سيمرنوف وشابيرو - ويلك لتحري طبيعة توزيع البيانات بالنسبة لمتغيرات البحث المختلفة.

نلاحظ أن نتيجة الاختبارين السابقين كانت ذات دلالة معنوية إحصائية بالنسبة لجميع متغيرات الدراسة وبالتالي فإن توزيع البيانات بالنسبة لجميع متغيرات الدراسة مختلف بشكل جوهري عن التوزيع الطبيعي.

وانطلاقاً من كون توزيع البيانات غير طبيعي فسوف يتم تطبيق معامل ارتباط سبيرمان لقياس درجة الارتباط بين متغيرات الدراسة، ومن ثم سوف يتم تطبيق الانحدار لدراسة أثر كل متغير مستقل في المتغيرات التابعة مرةً بدون وجود متغيرات ضابطة، ومرةً أخرى بوجود المتغيرات الضابطة. علماً أن شروط تطبيق الانحدار المتعدد تمت دراستها وبينت نماذج الانحدار المتعدد أنها محققة للشروط (التوزيع الطبيعي للبواقي - عدم وجود ارتباط ذاتي للمتغيرات المستقلة - عدم وجود ظاهرة الخطية المتعددة - استقلالية البواقي).

فالشروط الأولى من الشروط الواجب توافرها لتطبيق اختبار الانحدار المتعدد هو ما يدعى **بالتوزيع الطبيعي للبواقي (Normally distributed residuals)** ويقصد بالبواقي Residuals مقدار الخطأ في نموذج الانحدار أو بعبارة أخرى الاختلاف بين القيم الفعلية Observed Values والقيم التنبؤية Predicted Values. وهذا ما يمكن التحقق منه من خلال مخططات Histogram لتوزيع البواقي - وهذا ما تبينه المخططات 1 حتى 8 في الملاحق - حيث نلاحظ أن البواقي تأخذ شكلاً أقرب للشكل الجرسى حيث تتوزع أغلب قيم البواقي قرب الصفر في حين أن القيم المتطرفة قليلة التكرار. ويمكن التحقق أيضاً من التوزيع شبه الطبيعي للبواقي من خلال إجراء اختبار كولمغروف سيمرنوف لتوزع البواقي حيث كان هذا التوزع طبيعياً بالنسبة لجميع نماذج الانحدار المتعددة المدروسة كما يبين الجدول رقم (1) في الملاحق.

والشروط الثاني من الشروط الواجب توافرها عند تطبيق اختبار الانحدار المتعدد هو عدم وجود ما يُدعى بالارتباط الذاتي للمتغيرات المستقلة أو الخطية المتعددة **Multicollinearity** حيث يشترط ألا تكون هنالك درجات عالية من الارتباط بين أي زوج من المتغيرات المستقلة أو الضابطة (معامل الارتباط أكبر من 0.8) حيث أن وجود معاملات ارتباط تفوق 0.8 يدعو للريبة في صلاحية نموذج الانحدار لأن ذلك يؤدي لحدوث مشكلة الارتباط الذاتي أو الخطية المتعددة (Field, 2009). وقد تبين أن أعلى قيمة لمعامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة كانت 0.641 في حين كانت أغلب معاملات الارتباط الباقية دون 0.6 وهذا يدل على عدم

وجود مبرر للقلق من حيث قوة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وهذا ما بينه الجدول رقم (2) في الملاحق.

والشرط الثالث من الشروط الواجب توافرها عند تطبيق اختبار الانحدار المتعدد هو عدم وجود ظاهرة الخطية المتعددة، وهذا الأمر يتم التأكد منه من خلال إحصائيتين ضمن الجدول وهما VIF (Variance Inflation factor) والـ Tolerance "مقلوب الـ VIF". حيث أن قيم الـ VIF المثالية هي 1 في حين أن القيم التي تزيد عن 10 تدل على وجود مشكلة خطية واضحة في البيانات ونلاحظ بأن متوسط قيم الـ VIF الخمسة قريب من الواحد وهذا أمر جيد ويستبعد احتمالية وجود ظاهرة الخطية المتعددة في النموذج. وبالمثل فإن قيم الـ Tolerance التي تقل عن 0.1 أو 0.2 هي مدعاة للقلق وتشير لوجود مشكلة الخطية المتعددة في النموذج، وكلما اقتربت هذه القيم نحو الواحد فإن مشكلة الخطية المتعددة تصبح مستبعدة تماماً ونلاحظ بأن قيم الـ Tolerance للنموذج أكبر بشكل واضح من القيم الحدية المذكورة وقريبة من الواحد وهذا يستبعد وجود مثل هذه المشكلة تماماً. وهذا ما بينه الجدول رقم (3) في الملاحق.

وأخيراً تم التأكد من توافر الشرط الرابع والأخير (استقلالية البواقي) لكل نموذج انحدار متعدد لكل فرضية، من خلال تطبيق القيمة الإحصائية Durbin – Watson وذلك بعد كل نموذج انحدار متعدد في هذه الدراسة.

3-1 دراسة الأثر الإجمالي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على

الأصول (اختبار الفرضية الرئيسية الأولى):

بدايةً تم دراسة العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة، وتم الوصول إلى الجدول التالي.

Control Variables	كامل الشركات المدرجة		معدل العائد على الأصول ROA
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	نسبة الديون إلى حقوق الملكية	Correlation	-.202
		Significance (2-tailed)	.000
		Df	433

الجدول (3-5): معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول مع اعتبار المتغيرات الضابطة.

بلغت قيمة معامل الارتباط الجزئي Partial Correlation بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول "مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة المذكورة" -

0.202، وقد كانت قيمة هذا المعامل ذات معنوية إحصائية جوهريّة عند مستوى دلالة 0.05. وهذا يدل على وجود علاقة ارتباط سلبية ضعيفة الشدة بين المتغيرين المدروسين وذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بالنسبة لمجمل الشركات المدروسة.

وبغية دراسة الأثر تم لهذا الغرض إجراء اختبار انحدار متعدد هرمي يتضمن العائد على الأصول كمتغير تابع حيث تم إدخال المتغيرات المستقلة على 3 مراحل "3 نماذج جزئية":
المرحلة الأولى: تم إدخال متغير القطاع كمتغير مستقل.

المرحلة الثانية: تم إدخال بقية المتغيرات الضابطة الأربعة (اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة، نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول) كمغيرات مستقلة أيضاً.

المرحلة الثالثة: تم إدخال المتغير المستقل الرئيس وهو نسبة الديون إلى حقوق الملكية في النموذج.

وبالنظر إلى قيمة معامل التحديد المعدلة لنموذج الانحدار الأول نلاحظ بأنها بلغت 0.072 وهذا يعني أن القطاع يفسر 7.2% فقط من التباين في معدل العائد على الأصول، وبالرغم من ذلك فقد كان هذا التأثير جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05 وهذا يعود بالتحديد إلى شركات القطاع الصناعي والتي كانت قيمة معاملها جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05 "أي أن الفارق المذكور بالنسبة لشركات القطاع الصناعي في معدل العائد على الأصول بالمقارنة مع قطاع البنوك هو فارق جوهري وذو معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 0.05" ولصالح شركات القطاع الصناعي.

وبالنظر إلى نموذج الانحدار الثاني والذي تضمن المتغيرات الضابطة الأربعة المتبقية إضافة إلى متغيرات القطاع السالفة الذكر نلاحظ بأن القيمة المعدلة لمعامل التحديد قد بلغت 0.210 وبأن هنالك زيادة قدرها 14.4% في القدرة التفسيرية للنموذج الثاني بالمقارنة مع النموذج الأول في تفسير تباين معدل العائد على الأصول بين الشركات المدروسة. أي أن مجمل المتغيرات الضابطة الخمسة "القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة، نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول" تفسر 21% من التباين في معدل العائد على الأصول بالنسبة لمجمل الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وبالنظر إلى نموذج الانحدار الثالث والذي تضمن إضافة لكل المتغيرات الضابطة نسبة الديون إلى حقوق الملكية بلغت القيمة المعدلة لمعامل التحديد 0.244 وكان هنالك زيادة قدرها 3.6% في القدرة التفسيرية للنموذج الثالث بالمقارنة مع النموذج الثاني الذي يتضمن المتغيرات الضابطة فقط وذلك في تفسير التباين في معدل العائد على الأصول. إن هذه الزيادة كانت ذات معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05. أي يمكن القول بأن نسبة الديون إلى حقوق الملكية قد أسهمت بشكل جوهري في تفسير تباين معدل العائد على الأصول علاوة على ما تمتلكه المتغيرات الضابطة من أثر في المتغير التابع "معدل العائد على الأصول". وهذا يعني أن الفرضية الرئيسية الأولى محققة، أي هنالك أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول (ROA) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار وجود المتغيرات الضابطة السابقة الذكر.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.280 ^a	.079	.072	2.842844
2	.471 ^b	.222	.210	2.624115
3	.508 ^c	.258	.244	2.565438
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية				

الجدول (3-6): قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول.

ANOVA ^d						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.030	3	.010	12.369	.000 ^a
	Residual	.352	435	.001		
	Total	.382	438			
2	Regression	.085	7	.012	17.584	.000 ^b
	Residual	.297	431	.001		
	Total	.382	438			
3	Regression	.099	8	.012	18.716	.000 ^c
	Residual	.283	430	.001		

	Total	.382	438		
a. Predictors: (Constant), القطاع الصناعي، قطاع التأمين					
b. Predictors: (Constant), القطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول					
c. Predictors: (Constant), القطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية					
d. Dependent Variable: ROA معدل العائد على الأصول					

الجدول (7-3): قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول.

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Sig.
		B	Std. Error	Beta	
1	(Constant)	.006	.002		.001
	قطاع الخدمات	-.003	.005	-.026	.586
	القطاع الصناعي	.038	.006	.278	.000
	قطاع التأمين	.004	.003	.064	.178
2	(Constant)	-.041	.058	-.705	.481
	قطاع الخدمات	.031	.018	.307	.087
	القطاع الصناعي	.039	.013	.280	.004
	قطاع التأمين	.011	.007	.163	.141
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.002	.002	.105	.437
	تغيرات إجمالي الأصول	.001	.000	.368	.000
	نسبة السيولة	.002	.002	.129	.134
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	-.032	.025	-.234	.213
3	(Constant)	-.151	.062	-2.434	.015
	قطاع الخدمات	.038	.018	.381	.030
	القطاع الصناعي	.042	.013	.301	.002
	قطاع التأمين	.013	.007	.203	.061
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.007	.003	.392	.008
	تغيرات إجمالي الأصول	.001	.000	.361	.000
	نسبة السيولة	.002	.002	.110	.193
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	-.028	.025	-.205	.264
	نسبة الديون إلى حقوق الملكية	-.002	.000	-.288	.000
Dependent Variable: ROA معدل العائد على الأصول					

الجدول (8-3): ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول.

اعتماداً على الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الانحدار النهائية للعلاقة المدروسة كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{معدل العائد على الأصول} = & -0.151 + (0.038 \times \text{"قطاع الخدمات"}) + (0.042 \times \\ & \text{"القطاع الصناعي"}) + (0.013 \times \text{"قطاع التأمين"}) + (0.007 \times \text{اللوغاريتم الطبيعي} \\ & \text{إجمالي الأصول}) + (0.001 \times \text{تغيرات إجمالي الأصول}) + (0.002 \times \text{نسبة السيولة}) - \\ & (0.028 \times \text{نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول}) - (0.002 \times \text{نسبة الديون إلى} \\ & \text{حقوق الملكية}). \end{aligned}$$

ولاختبار جودة النموذج قد تم تطبيق اختبار القيمة الإحصائية **Durbin-Watson** وهي إحصائية تختبر الترابط الدوري (التسلسلي) بين الأخطاء أو البواقي **Serial Correlation of Errors or Residuals** في نموذج الانحدار المتعدد، حيث يجب أن تتحقق استقلالية البواقي (**Independence of residuals**) كأحد الشروط التي تخدم في زيادة صلاحية نموذج الانحدار المتعدد. تتراوح قيمة هذه الإحصائية بين 0 و 4 وكلما اقتربنا من القيمة 2 كان ذلك أفضل بينما تدل القيم التي تقل عن 1 أو تزيد عن 3 عن وجود ترابط ذاتي بين البواقي. إن قيمة الإحصائية تنحصر ضمن المجال المقبول (1 - 3) مما يدل على تحقق شرط استقلالية البواقي في نموذج الانحدار المتعدد المدروس كما يبين الجدول (3-9).

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.280 ^a	.079	.072	2.842844	.079	12.369	3	435	.000	
2	.471 ^b	.222	.210	2.624115	.144	19.885	4	431	.000	
3	.508 ^c	.258	.244	2.565438	.036	20.941	1	430	.000	1.649
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين										
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول										
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية										

الجدول (3-9): قيمة **Durbin-Watson** لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول.

2-3 دراسة الأثر الإجمالي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على

حقوق الملكية (اختبار الفرضية الرئيسية الثانية):

بدايةً تم دراسة العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على حقوق الملكية كما سبق ولكن مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة، وتم الوصول إلى الجدول التالي.

معدل العائد على حقوق الملكية ROE	كامل الشركات المدرجة		Control Variables
-0.140	نسبة الديون إلى حقوق الملكية	Correlation	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول
.003		Significance (2-tailed)	
433		Df	

الجدول (10-3): معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على حقوق الملكية بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.

بلغت قيمة معامل الارتباط الجزئي Partial Correlation بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على حقوق الملكية "مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة" -0.140، وقد كانت قيمة هذا المعامل ذات معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05 وهذا يدل على وجود علاقة ارتباط سلبية وضعيفة الشدة بين المتغيرين المدروسين ولكنها كانت بالرغم من ذلك جوهرية إحصائياً عند مستوى دلالة 0.05 بالنسبة لمجمل الشركات المدروسة. نلاحظ أن قيمة المعامل قد زادت "بالقيمة المطلقة" عند أخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار وهذا أمر يمكن تفسيره بأن هذه المتغيرات تلعب دوراً في زيادة العلاقة السابقة وتسهم بتفسير جزء إضافي تبلغ قيمته (0.097 -) من العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل العائد على حقوق الملكية إضافةً إلى الارتباط السابق أصلاً بينهما.

وبغية دراسة الأثر تم لهذا الغرض إجراء اختبار انحدار متعدد هرمي يتضمن معدل العائد على حقوق الملكية كمتغير تابع حيث تم إدخال المتغيرات المستقلة على 3 مراحل بنفس الطريقة السابقة.

المرحلة الأولى: تم إدخال متغير القطاع كمتغير مستقل.

المرحلة الثانية: تم إدخال بقية المتغيرات الضابطة الأربعة (اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة، نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة أيضاً.

المرحلة الثالثة: تم إدخال المتغير المستقل الرئيس وهو نسبة الديون إلى حقوق الملكية في النموذج.

وبالنظر إلى قيمة معامل التحديد المعدلة لنموذج الانحدار الأول الذي يتضمن القطاع فقط نلاحظ بأنها بلغت 0.003 وهذا يعني أن القطاع لوحده يفسر 0.3% فقط من التباين في معدل العائد على حقوق الملكية، وكما هو متوقع لم يكن هذا التأثير جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05.

وبالنظر إلى نموذج الانحدار الثاني والذي تضمن المتغيرات الضابطة الأربعة المتبقية إضافة إلى متغيرات القطاع السالفة الذكر نلاحظ بأن القيمة المعدلة لمعامل التحديد قد بلغت 0.184 وبأن هنالك زيادة قدرها 18% تقريباً في القدرة التفسيرية للنموذج الثاني بالمقارنة مع النموذج الأول في تفسير تباين معدل العائد على حقوق الملكية بين الشركات المدروسة. أي أن مجممل المتغيرات الضابطة الخمسة "القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة، نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول" تفسر 18.4% من التباين في معدل العائد على حقوق الملكية بالنسبة لمجممل الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وقد كان هذا النموذج جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05. وبالتالي فإن مجممل المتغيرات الضابطة تمتلك أثراً جوهرياً في معدل العائد على حقوق الملكية وبالتحديد فإن متغيري اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول وتغيرات إجمالي الأصول تملك أثراً جوهرياً طردياً في معدل العائد على حقوق الملكية.

وبالنظر إلى نموذج الانحدار الثالث والذي تضمن إضافة لكل المتغيرات الضابطة نسبة الديون إلى حقوق الملكية بلغت القيمة المعدلة لمعامل التحديد 0.202 وكان هنالك زيادة قدرها 2% تقريباً في القدرة التفسيرية للنموذج الثالث بالمقارنة مع النموذج الثاني الذي يتضمن المتغيرات الضابطة فقط وذلك في تفسير التباين في معدل العائد على حقوق الملكية. إن هذه الزيادة كانت ذات معنوية إحصائية جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05. أي يمكن القول بأن نسبة الديون إلى حقوق الملكية قد أسهمت بشكل جوهري في تفسير تباين معدل العائد على حقوق الملكية علاوة على ما تمتلكه المتغيرات الضابطة من أثر في المتغير التابع "معدل العائد على حقوق الملكية". وهذا يعني أن الجزء الثاني من الفرضية الرئيسية الثانية محقق، أي هنالك أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية

(ROE) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار وجود المتغيرات الضابطة السابقة الذكر.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.098 ^a	.010	.003	.11439
2	.444 ^b	.197	.184	.10346
3	.466 ^c	.217	.202	.10230
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية				

الجدول (11-3): قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية.

ANOVA ^d						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.055	3	.018	1.402	.241 ^a
	Residual	5.692	435	.013		
	Total	5.747	438			
2	Regression	1.133	7	.162	15.120	.000 ^b
	Residual	4.614	431	.011		
	Total	5.747	438			
3	Regression	1.246	8	.156	14.884	.000 ^c
	Residual	4.500	430	.010		
	Total	5.747	438			
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين						
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول						
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية						
Dependent Variable: ROE. d. معدل العائد على حقوق الملكية						

الجدول (12-3): قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.024	.007		3.318	.001
	قطاع الخدمات	-.030	.019	-.078	-1.591	.112
	القطاع الصناعي	.028	.026	.053	1.085	.279
	قطاع التأمين	.001	.012	.006	.114	.909
2	(Constant)	-.776	.230		-3.371	.001
	قطاع الخدمات	.064	.071	.165	.905	.366
	القطاع الصناعي	.088	.053	.164	1.663	.097
	قطاع التأمين	.099	.028	.390	3.468	.001
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.032	.009	.467	3.405	.001
	تغيرات إجمالي الأصول	.004	.000	.421	9.608	.000
	نسبة السيولة	.003	.007	.034	.395	.693
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	.086	.100	.164	.859	.391
3	(Constant)	-1.090	.247		-4.416	.000
	قطاع الخدمات	.085	.070	.219	1.215	.225
	القطاع الصناعي	.096	.052	.179	1.835	.067
	قطاع التأمين	.106	.028	.419	3.762	.000
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.046	.010	.679	4.523	.000
	تغيرات إجمالي الأصول	.004	.000	.416	9.595	.000
	نسبة السيولة	.002	.007	.020	.236	.814
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	.097	.099	.185	.981	.327
	نسبة الديون إلى حقوق الملكية	-.005	.002	-.213	-3.290	.001

Dependent Variable: ROE. معدل العائد على حقوق الملكية

الجدول (13-3): ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية.

اعتماداً على الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الانحدار النهائية للعلاقة المدروسة كما يلي:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = -1.09 + (0.085 \times \text{"قطاع الخدمات"}) + (0.096 \times \text{"القطاع الصناعي"}) + (0.106 \times \text{"قطاع التأمين"}) + (0.046 \times \text{اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول}) + (0.004 \times \text{تغيرات إجمالي الأصول}) + (0.002 \times \text{نسبة السيولة}) + (0.097 \times \text{نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول}) - (0.005 \times \text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية}).$$

ولاختبار جودة النموذج قد تم تطبيق اختبار القيمة الإحصائية Durbin-Watson

لفحص تحقق شرط استقلالية البواقي (Independence of residuals) كأحد الشروط

التي تخدم في زيادة صلاحية نموذج الانحدار المتعدد. إن قيمة الإحصائية قريبة جداً من 2 وتتنحصر ضمن المجال المقبول (1 - 3) مما يدل على تحقق شرط استقلالية البواقي في نموذج الانحدار المتعدد المدروس كما يبين الجدول (14-3).

Model Summary										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.098 ^a	.010	.003	.11439	.010	1.402	3	435	.241	
2	.444 ^b	.197	.184	.10346	.188	25.174	4	431	.000	
3	.466 ^c	.217	.202	.10230	.020	10.822	1	430	.001	1.875
a. Predictors: (Constant), القطاع الخدمات, القطاع الصناعي, قطاع التأمين										
b. Predictors: (Constant), القطاع الخدمات, القطاع الصناعي, قطاع التأمين, اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول										
c. Predictors: (Constant), القطاع الخدمات, القطاع الصناعي, قطاع التأمين, اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول, نسبة الديون إلى حقوق الملكية										

الجدول (14-3): قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية.

3-3 دراسة الأثر الإجمالي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد (اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة):

بدايةً تم دراسة العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية وحصة السهم العادي الواحد كما سبق ولكن مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة، وتم الوصول إلى الجدول التالي.

Control Variables	كامل الشركات المدرجة		حصة السهم العادي EPS الواحد
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	نسبة الديون إلى حقوق الملكية	Correlation	-.056
		Significance (2-tailed)	.242
		Df	433

الجدول (15-3): معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية وحصة السهم العادي الواحد بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.

بلغت قيمة معامل الارتباط الجزئي Partial Correlation بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية وحصة السهم العادي الواحد "مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة المذكورة" - 0.056، ولم تكن قيمة هذا المعامل ذات معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05

وهذا يدل على وجود علاقة ارتباط سلبية ضعيفة الشدة بين المتغيرين المدروسين وغير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 0.05 بالنسبة لمجمل الشركات المدروسة.

نلاحظ أن قيمة المعامل قد ارتفعت "بالقيمة المطلقة" عند أخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار، ولكن باتجاه معاكس، فإشارة المعامل قد انعكست بالكامل وأصبحت سلبية بعد إدخال المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار. وهذا أمر يمكن تفسيره بأن هذه المتغيرات تسهم بتفسير جزء تبلغ قيمته (0.068 -) من العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية وحصة السهم العادي الواحد.

وبغية دراسة الأثر تم لهذا الغرض إجراء اختبار انحدار متعدد هرمي يتضمن حصة السهم العادي الواحد كمتغير تابع حيث تم إدخال المتغيرات المستقلة على 3 مراحل بنفس الطريقة السابقة.

المرحلة الأولى: تم إدخال متغير القطاع كمتغير مستقل.

المرحلة الثانية: تم إدخال بقية المتغيرات الضابطة الأربعة (اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة أيضاً.

المرحلة الثالثة: تم إدخال المتغير المستقل الرئيس وهو نسبة الديون إلى حقوق الملكية في النموذج.

وبالنظر إلى قيمة معامل التحديد المعدلة لنموذج الانحدار الأول نلاحظ بأنها بلغت 0.007 وهذا يعني أن القطاع لوحده يفسر 0.7% فقط من التباين في حصة السهم العادي الواحد، وكما هو متوقع لم يكن هذا التأثير جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05.

وبالنظر إلى نموذج الانحدار الثاني والذي تضمن المتغيرات الضابطة الأربعة المتبقية إضافة إلى متغيرات القطاع السالفة الذكر نلاحظ بأن القيمة المعدلة لمعامل التحديد قد بلغت 0.203 وبأن هنالك زيادة قدرها 20% تقريباً في القدرة التفسيرية للنموذج الثاني بالمقارنة مع النموذج الأول في تفسير تباين حصة السهم العادي الواحد بين الشركات المدروسة. أي أن مجمل المتغيرات الضابطة الخمسة "القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول" تفسر 20.3% من التباين في حصة السهم العادي الواحد بالنسبة لمجمل الشركات المدرجة في سوق دمشق

للأوراق المالية، وقد كان هذا النموذج جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05. وبالتالي فإن مجم
المتغيرات الضابطة تمتلك أثراً جوهرياً في حصة السهم العادي الواحد وبالتحديد فإن متغيري
 اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول و تغيرات إجمالي الأصول تملك أثراً جوهرياً طردياً في
 حصة السهم العادي الواحد.

وبالنظر إلى نموذج الانحدار الثالث والذي تضمن إضافة لكل المتغيرات الضابطة نسبة
 الديون إلى حقوق الملكية بلغت القيمة المعدلة لمعامل التحديد 0.206 وكان هنالك زيادة قدرها
0.5% فقط في القدرة التفسيرية للنموذج الثالث بالمقارنة مع النموذج الثاني الذي يتضمن
المتغيرات الضابطة فقط وذلك في تفسير التباين في حصة السهم العادي الواحد. ولم تكن هذه
 الزيادة ذات معنوية إحصائية جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05. وهذا يعني أن الجزء الثاني
من الفرضية الرئيسية الثالثة غير محقق، أي ليس هنالك أي أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون
 إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد (EPS) وذلك في الشركات المدرجة في سوق
 دمشق للأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة السابقة الذكر.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.116 ^a	.014	.007	18.624772
2	.464 ^b	.215	.203	16.686007
3	.469 ^c	.220	.206	16.655802
a. Predictors: (Constant), القطاع الصناعي، قطاع التأمين				
b. Predictors: (Constant), القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول				
c. Predictors: (Constant), القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية				

الجدول (16-3): قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة
 لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.

ANOVA ^d						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2066.187	3	688.729	1.985	.115 ^a
	Residual	150893.723	435	346.882		
	Total	152959.910	438			
2	Regression	32959.677	7	4708.525	16.911	.000 ^b
	Residual	120000.234	431	278.423		
	Total	152959.910	438			

3	Regression	33671.147	8	4208.893	15.172	.000 ^c
	Residual	119288.763	430	277.416		
	Total	152959.910	438			
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين						
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول						
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية						
d. Dependent Variable: EPS حصة السهم العادي الواحد						

الجدول (17-3): قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7.978	1.178		6.773	.000
	قطاع الخدمات	-6.365	3.106	-.100	-2.049	.041
	القطاع الصناعي	4.583	4.232	.052	1.083	.279
	قطاع التأمين	-.109	2.035	-.003	-.054	.957
2	(Constant)	-192.250	37.136		-5.177	.000
	قطاع الخدمات	9.247	11.402	.146	.811	.418
	القطاع الصناعي	14.850	8.507	.170	1.746	.082
	قطاع التأمين	23.522	4.582	.570	5.133	.000
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	7.959	1.499	.719	5.310	.000
	تغيرات إجمالي الأصول	57.784	6.140	.408	9.410	.000
	نسبة السيولة	.939	1.060	.076	.886	.376
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	30.146	16.185	.351	1.863	.063
3	(Constant)	-217.139	40.195		-5.402	.000
	قطاع الخدمات	10.939	11.430	.172	.957	.339
	القطاع الصناعي	15.492	8.501	.177	1.822	.069
	قطاع التأمين	24.117	4.589	.584	5.255	.000
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	9.100	1.657	.823	5.491	.000
	تغيرات إجمالي الأصول	57.439	6.133	.406	9.365	.000
	نسبة السيولة	.855	1.059	.070	.807	.420

نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	31.038	16.165	.361	1.920	.056
نسبة الديون إلى حقوق الملكية	-.392	.245	-.103	-1.601	.110
Dependent Variable: EPS. حصة السهم العادي الواحد					

الجدول (3-18): ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.

اعتماداً على الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الانحدار النهائية للعلاقة المدروسة كما يلي:

$$\text{حصة السهم العادي الواحد} = -217.193 + (10.93 \times \text{"قطاع الخدمات"}) + (15.49 \times \text{"القطاع الصناعي"}) + (0.106 \times \text{"قطاع التأمين"}) + (9.1 \times \text{اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول}) + (57.43 \times \text{تغيرات إجمالي الأصول}) + (0.855 \times \text{نسبة السيولة}) + (31.038 \times \text{نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول}) - (0.392 \times \text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية}).$$

ولاختبار جودة النموذج قد تم تطبيق اختبار القيمة الإحصائية **Durbin-Watson** أيضاً لفحص تحقق شرط استقلالية البواقي (**Independence of residuals**) كأحد الشروط التي تخدم في زيادة صلاحية نموذج الانحدار المتعدد. إن قيمة الإحصائية تقع ضمن المجال المقبول (1 - 3) مما يدل على تحقق شرط استقلالية البواقي في نموذج الانحدار المتعدد المدروس كما يبين الجدول (3-19).

Model Summary										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.116 ^a	.014	.007	18.624772	.014	1.985	3	435	.115	
2	.464 ^b	.215	.203	16.686007	.202	27.740	4	431	.000	
3	.469 ^c	.220	.206	16.655802	.005	2.565	1	430	.110	1.514
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين										
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول										
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية										

الجدول (3-19): قيمة **Durbin-Watson** لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.

4-3 دراسة الأثر الإجمالي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية

إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) (اختبار الفرضية الرئيسية

(الرابعة):

بدايةً تم دراسة العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كما سبق ولكن مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة، وتم الوصول إلى الجدول التالي.

نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	كامل الشركات المدرجة		Control Variables
.148	Correlation	نسبة الديون إلى حقوق الملكية	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول
.002	Significance (2-tailed)		
433	Df		

الجدول (20-3): معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة

بلغت قيمة معامل الارتباط الجزئي Partial Correlation بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية "مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة المذكورة" 0.148، وكان لهذه القيمة معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05 وهذا يدل على وجود علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة الشدة بين المتغيرين المدروسين وذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بالنسبة لمجمل الشركات المدروسة.

نلاحظ أن قيمة المعامل قد انخفضت "بالقيمة المطلقة" عند أخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار وهذا أمر يمكن تفسيره بأن هذه المتغيرات تسهم بتفسير جزء صغير جداً تبلغ قيمته (0.007 -) من العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

وبغية دراسة الأثر تم لهذا الغرض إجراء اختبار انحدار متعدد هرمي يتضمن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمتغير تابع حيث تم إدخال المتغيرات المستقلة على 3 مراحل بنفس الطريقة السابقة.

المرحلة الأولى: تم إدخال متغير القطاع كمتغير مستقل.

المرحلة الثانية: تم إدخال بقية المتغيرات الضابطة الأربعة (اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة أيضاً.

المرحلة الثالثة: تم إدخال المتغير المستقل الرئيس وهو نسبة الديون إلى حقوق الملكية في النموذج.

وبالنظر إلى قيمة معامل التحديد المعدلة لنموذج الانحدار الأول الذي يتضمن القطاع فقط نلاحظ بأنها بلغت 0.034 وهذا يعني أن القطاع لوحده يفسر 3.4% من التباين في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وقد كان هذا التأثير جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05. وهذا يعود بالتحديد إلى شركات قطاع الخدمات والتي كانت قيمة معاملها جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05 "أي أن الفارق المذكور بالنسبة لشركات القطاع الخدمي في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالمقارنة مع قطاع البنوك هو فارق جوهري وذو معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 0.05" ولصالح شركات قطاع الخدمات.

وبالنظر إلى نموذج الانحدار الثاني والذي تضمن المتغيرات الضابطة الأربعة المتبقية إضافة إلى متغيرات القطاع السالفة الذكر نلاحظ بأن القيمة المعدلة لمعامل التحديد قد بلغت 0.045 وبأن هنالك زيادة قدرها 2% تقريباً في القدرة التفسيرية للنموذج الثاني بالمقارنة مع النموذج الأول في تفسير تباين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بين الشركات المدروسة. أي أن مجموع المتغيرات الضابطة الخمسة "القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول" تفسر 4.5% من التباين في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالنسبة لمجموع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وقد كان هذا النموذج جوهرياً عند مستوى دلالة 0.05. وبالتالي فإن مجموع المتغيرات الضابطة تمتلك أثراً جوهرياً في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية. وعلى أية حال، فإن المتغيرات الضابطة الأربعة التي أدخلت في نموذج الانحدار الثاني لم تمتلك تأثيراً إضافياً جوهرياً في تفسير تباين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية علاوة على ما قدمه متغير القطاع "نموذج الانحدار الأول" في تفسير تباين هذه القيمة.

وبالنظر إلى نموذج الانحدار الثالث والذي تضمن إضافةً لكل المتغيرات الضابطة نسبة الديون إلى حقوق الملكية بلغت القيمة المعدلة لمعامل التحديد 0.063 وكان هنالك زيادة قدرها 2% تقريباً في القدرة التفسيرية للنموذج الثالث بالمقارنة مع النموذج الثاني الذي يتضمن المتغيرات الضابطة فقط وذلك في تفسير التباين في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية. وقد كانت هذه الزيادة ذات معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05. وهذا يعني أن الجزء الثاني من الفرضية الرئيسية الرابعة محقق، أي هنالك أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة السابقة الذكر.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.202 ^a	.041	.034	1.740791
2	.246 ^b	.061	.045	1.730707
3	.283 ^c	.080	.063	1.714929
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين				
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول				
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية				

الجدول (21-3): قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

ANOVA ^d						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	56.179	3	18.726	6.180	.000 ^a
	Residual	1318.204	435	3.030		
	Total	1374.383	438			
2	Regression	83.388	7	11.913	3.977	.000 ^b
	Residual	1290.995	431	2.995		
	Total	1374.383	438			
3	Regression	109.760	8	13.720	4.665	.000 ^c
	Residual	1264.623	430	2.941		
	Total	1374.383	438			
a. Predictors: (Constant), القطاع الصناعي، قطاع التأمين						
b. Predictors: (Constant), القطاع الصناعي، القطاع الخدمات، القطاع الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول						
c. Predictors: (Constant), القطاع الصناعي، القطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية						
d. Dependent Variable: النسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية						

الجدول (22-3): قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.781	.110		16.177	.000
	قطاع الخدمات	1.020	.290	.169	3.512	.000
	القطاع الصناعي	-.637	.396	-.077	-1.610	.108
	قطاع التأمين	-.181	.190	-.046	-.950	.343
2	(Constant)	1.476	3.852		.383	.702
	قطاع الخدمات	2.500	1.183	.416	2.114	.035
	القطاع الصناعي	.781	.882	.094	.885	.377
	قطاع التأمين	-.162	.475	-.041	-.340	.734
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.023	.155	.022	.146	.884
	تغيرات إجمالي الأصول	-1.489	.637	-.111	-2.338	.020
	نسبة السيولة	-.129	.110	-.111	-1.178	.240
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	-2.008	1.679	-.247	-1.196	.232
3	(Constant)	6.267	4.139		1.514	.131
	قطاع الخدمات	2.174	1.177	.361	1.848	.065
	القطاع الصناعي	.657	.875	.079	.751	.453

قطاع التأمين	-0.276	.473	-.071	-.585	.559
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	-.197	.171	-.188	-1.155	.249
تغيرات إجمالي الأصول	-1.423	.631	-.106	-2.253	.025
نسبة السيولة	-.113	.109	-.097	-1.038	.300
نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	-2.180	1.664	-.268	-1.310	.191
نسبة الديون إلى حقوق الملكية	.075	.025	.210	2.995	.003
d. Dependent Variable: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية					

الجدول (23-3): ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

اعتماداً على الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الانحدار النهائية للعلاقة المدروسة كما يلي:

$$\text{نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية} = 6.267 + (2.174 \times \text{"قطاع الخدمات"}) + (0.657 \times \text{"القطاع الصناعي"}) - (0.276 \times \text{"قطاع التأمين"}) - (0.197 \times \text{اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول}) - (1.423 \times \text{تغيرات إجمالي الأصول}) - (0.113 \times \text{نسبة السيولة}) - (2.18 \times \text{نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول}) + (0.075 \times \text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية}).$$

ولاختبار جودة النموذج قد تم تطبيق اختبار القيمة الإحصائية **Durbin-Watson** أيضاً لفحص تحقق شرط استقلالية البواقي (**Independence of residuals**) كأحد الشروط التي تخدم في زيادة صلاحية نموذج الانحدار المتعدد. إن قيمة الإحصائية تقع ضمن المجال المقبول (1 - 3) مما يدل على تحقق شرط استقلالية البواقي في نموذج الانحدار المتعدد المدروس كما يبين الجدول (3 - 24).

Model Summary										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.202 ^a	.041	.034	1.740791	.041	6.180	3	435	.000	
2	.246 ^b	.061	.045	1.730707	.020	2.271	4	431	.061	
3	.283 ^c	.080	.063	1.714929	.019	8.967	1	430	.003	1.044
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين										
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول										
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية										

الجدول (24-3): قيمة **Durbin-Watson** لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة

بالإضافة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

3-5 دراسة الأثر الإجمالي لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على

الأصول (ROA) (اختبار الفرضية الرئيسية الخامسة):

بدايةً تم دراسة العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على الأصول كما سبق ولكن مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة، وتم الوصول إلى الجدول التالي.

معدل العائد على الأصول ROA	كامل الشركات المدرجة	Control Variables
-0.284	Correlation	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول &
.000	Significance (2-tailed)	تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة &
433	Df	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول

الجدول (25-3): معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على الأصول بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.

بلغت قيمة معامل الارتباط الجزئي Partial Correlation بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على الأصول "مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة المذكورة" -0.284، وقد كانت قيمة هذا المعامل ذات معنوية إحصائية جوهريّة عند مستوى دلالة 0.05 وهذا يدل على وجود علاقة ارتباط سلبية ضعيفة الشدة بين المتغيرين المدروسين وذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بالنسبة لمجمل الشركات المدروسة.

نلاحظ أن قيمة المعامل قد انخفضت "بالقيمة المطلقة" عند أخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار وهذا أمر يمكن تفسيره بأن هذه المتغيرات تسهم بتفسير جزء تبلغ قيمته (0.42 -) من العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على الأصول.

وبغية دراسة الأثر تم لهذا الغرض إجراء اختبار انحدار متعدد هرمي يتضمن معدل العائد على الأصول كمتغير تابع حيث تم إدخال المتغيرات المستقلة على 3 مراحل بنفس الطريقة السابقة.

المرحلة الأولى: تم إدخال متغير القطاع كمتغير مستقل.

المرحلة الثانية: تم إدخال بقية المتغيرات الضابطة الأربعة (اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة أيضاً.

المرحلة الثالثة: تم إدخال المتغير المستقل الرئيس وهو نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في النموذج⁷.

بالنظر إلى نموذج الانحدار الثالث والذي تضمن إضافة لكل المتغيرات الضابطة نسبة الديون إلى إجمالي الأصول فقد بلغت القيمة المعدلة لمعامل التحديد 0.276 وكان هنالك زيادة قدرها 6.7% تقريباً في القدرة التفسيرية للنموذج الثالث بالمقارنة مع النموذج الثاني الذي يتضمن المتغيرات الضابطة فقط وذلك في تفسير التباين في معدل العائد على الأصول. وقد كانت هذه الزيادة ذات معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05. وهذا يعني أن الجزء الثاني من الفرضية الرئيسية الخامسة محقق، أي هنالك أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول (ROA) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة السابقة الذكر.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.280 ^a	.079	.072	.02843
2	.471 ^b	.222	.210	.02624
3	.538 ^c	.289	.276	.02511
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين				
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول				
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول				

الجدول (26-3): قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول.

ANOVA ^d						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.030	3	.010	12.369	.000 ^a
	Residual	.352	435	.001		
	Total	.382	438			
2	Regression	.085	7	.012	17.584	.000 ^b
	Residual	.297	431	.001		
	Total	.382	438			

⁷ لن نعيد الشرح بالنسبة للنموذجين الأول والثاني فقد تمت مناقشتها عند دراسة أثر نسبة الديون إلى حقوق الملكية في العائد على الأصول.

3	Regression	.110	8	.014	21.891	.000 ^c
	Residual	.271	430	.001		
	Total	.382	438			
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين						
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول						
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول						
d. Dependent Variable: معدل العائد على الأصول						

الجدول (27-3): قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة

لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول.

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Sig.
		B	Std. Error	Beta	
1	(Constant)	.006	.002		.001
	قطاع الخدمات	-.003	.005	-.026	.586
	القطاع الصناعي	.038	.006	.278	.000
	قطاع التأمين	.004	.003	.064	.178
2	(Constant)	-.041	.058		.481
	قطاع الخدمات	.031	.018	.307	.087
	القطاع الصناعي	.039	.013	.280	.004
	قطاع التأمين	.011	.007	.163	.141
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.002	.002	.105	.437
	تغيرات إجمالي الأصول	.082	.010	.368	.000
	نسبة السيولة	.002	.002	.129	.134
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	-.032	.025	-.234	.213
3	(Constant)	-.144	.058		.014
	قطاع الخدمات	.045	.017	.445	.010
	القطاع الصناعي	.039	.013	.283	.002
	قطاع التأمين	.012	.007	.186	.080
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.008	.002	.448	.001
	تغيرات إجمالي الأصول	.077	.009	.344	.000
	نسبة السيولة	-.0004	.002	-.002	.977
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	-.042	.024	-.310	.085
	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول	-.052	.008	-.456	.000
d. Dependent Variable: معدل العائد على الأصول					

الجدول (28-3): ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة

الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول.

اعتماداً على الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الانحدار النهائية للعلاقة المدروسة كما يلي:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = -0.144 + (0.045 \times \text{"قطاع الخدمات"}) + (0.039 \times \text{"القطاع الصناعي"}) + (0.012 \times \text{"قطاع التأمين"}) + (0.008 \times \text{اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول}) + (0.077 \times \text{تغيرات إجمالي الأصول}) - (0.0004 \times \text{نسبة السيولة}) - (0.042 \times \text{نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول}) - (0.052 \times \text{نسبة الديون إلى إجمالي الأصول}).$$

ولاختبار جودة النموذج قد تم تطبيق اختبار القيمة إحصائية Durbin-Watson أيضاً لفحص تحقق شرط استقلالية البواقي (Independence of residuals) كأحد الشروط التي تخدم في زيادة صلاحية نموذج الانحدار المتعدد. إن قيمة الإحصائية تقع ضمن المجال المقبول (1 - 3) مما يدل على تحقق شرط استقلالية البواقي في نموذج الانحدار المتعدد المدروس كما يبين الجدول (3 - 29).

Model Summary										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.280 ^a	.079	.072	.02843	.079	12.369	3	435	.000	
2	.471 ^b	.222	.210	.02624	.144	19.885	4	431	.000	
3	.538 ^c	.289	.276	.02511	.067	40.702	1	430	.000	1.748
Predictors: (Constant), a. قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين										
Predictors: (Constant), b. قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول										
Predictors: (Constant), c. قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول										

الجدول (3-29): قيمة Durbin-Watson لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقيّة المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول.

3-6 دراسة الأثر الإجمالي لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على

حقوق الملكية (ROE) (اختبار الفرضية الرئيسية السادسة):

بدايةً تم دراسة العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية كما سبق ولكن مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة، وتم الوصول إلى الجدول التالي.

معدل العائد على حقوق الملكية ROE	كامل الشركات المدرجة		Control Variables
-0.102	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول	Correlation	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول
.033		Significance (2-tailed)	& تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول
433		Df	

الجدول (3-30): معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.

بلغت قيمة معامل الارتباط الجزئي Partial Correlation بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية "مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة المذكورة" -0.102، وقد كانت قيمة هذا المعامل ذات معنوية إحصائية جوهريّة عند مستوى دلالة 0.05 وهذا يدل على وجود علاقة ارتباط سلبية ضعيفة الشدة بين المتغيرين المدروسين وذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بالنسبة لمجمل الشركات المدروسة.

نلاحظ أن قيمة المعامل قد ازدادت "بالقيمة المطلقة" عند أخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار وهذا أمر يمكن تفسيره بأن هذه المتغيرات تسهم بتفسير جزء إضافي تبلغ قيمته (-0.058) من العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

وبغية دراسة الأثر تم لهذا الغرض إجراء اختبار انحدار متعدد هرمي يتضمن معدل العائد على حقوق الملكية كمتغير تابع حيث تم إدخال المتغيرات المستقلة على 3 مراحل بنفس الطريقة السابقة.

المرحلة الأولى: تم إدخال متغير القطاع كمتغير مستقل.

المرحلة الثانية: تم إدخال بقية المتغيرات الضابطة الأربعة (اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة أيضاً.

المرحلة الثالثة: تم إدخال المتغير المستقل الرئيس وهو نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في النموذج⁸.

بالنظر إلى نموذج الانحدار الثالث والذي تضمن إضافة لكل المتغيرات الضابطة نسبة الديون إلى إجمالي الأصول بلغت القيمة المعدلة لمعامل التحديد 0.192 وكان هنالك زيادة قدرها 1% تقريباً في القدرة التفسيرية للنموذج الثالث بالمقارنة مع النموذج الثاني الذي يتضمن المتغيرات الضابطة فقط وذلك في تفسير التباين في معدل العائد على حقوق الملكية. وقد كانت هذه الزيادة ذات معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05. وهذا يعني أن الجزء الثاني من الفرضية الرئيسية السادسة محقق، أي هنالك أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة السابقة الذكر.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.098 ^a	.010	.003	.11439
2	.444 ^b	.197	.184	.10346
3	.455 ^c	.207	.192	.10296
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى حقوق الملكية				

الجدول (31-3): قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية.

ANOVA ^d						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.055	3	.018	1.402	.241 ^a
	Residual	5.692	435	.013		
	Total	5.747	438			
2	Regression	1.133	7	.162	15.120	.000 ^b

⁸ لن نعيد الشرح بالنسبة للنموذجين الأول والثاني فقد تمت مناقشتها عند دراسة أثر نسبة الديون إلى حقوق الملكية في العائد على حقوق الملكية.

	Residual	4.614	431	.011		
	Total	5.747	438			
	Regression	1.188	8	.148	14.007	.000 ^c
3	Residual	4.559	430	.011		
	Total	5.747	438			
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين						
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول						
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول						
d. Dependent Variable: معدل العائد على حقوق الملكية						

الجدول (32-3): قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.024	.007		3.318	.001
	قطاع الخدمات	-.030	.019	-.078	-1.591	.112
	القطاع الصناعي	.028	.026	.053	1.085	.279
	قطاع التأمين	.001	.012	.006	.114	.909
2	(Constant)	-.776	.230		-3.371	.001
	قطاع الخدمات	.064	.071	.165	.905	.366
	القطاع الصناعي	.088	.053	.164	1.663	.097
	قطاع التأمين	.099	.028	.390	3.468	.001
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.032	.009	.467	3.405	.001
	تغيرات إجمالي الأصول	.366	.038	.421	9.608	.000
	نسبة السيولة	.003	.007	.034	.395	.693
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	.086	.100	.164	.859	.391
3	(Constant)	-.926	.238		-3.885	.000
	قطاع الخدمات	.084	.071	.217	1.188	.235
	القطاع الصناعي	.088	.052	.165	1.681	.094
	قطاع التأمين	.101	.028	.398	3.558	.000
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.040	.010	.596	4.035	.000
	تغيرات إجمالي الأصول	.358	.038	.412	9.409	.000
	نسبة السيولة	-.001	.007	-.015	-.168	.867

478.	.710	.135	.100	.071	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول
.023	-2.278	-.172	.033	-.076	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول
Dependent Variable: معدل العائد على حقوق الملكية					

الجدول (3-33): ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية.

اعتماداً على الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الانحدار النهائية للعلاقة المدروسة كما يلي:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = -0.926 + (0.084 \times \text{"قطاع الخدمات"}) + (0.088 \times \text{"القطاع الصناعي"}) + (0.101 \times \text{"قطاع التأمين"}) + (0.04 \times \text{اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول}) + (0.358 \times \text{تغيرات إجمالي الأصول}) - (0.001 \times \text{نسبة السيولة}) + (0.071 \times \text{نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول}) - (0.076 \times \text{نسبة الديون إلى إجمالي الأصول}).$$

ولاختبار جودة النموذج قد تم تطبيق اختبار القيمة الإحصائية **Durbin-Watson** أيضاً لفحص تحقق شرط استقلالية البواقي (**Independence of residuals**) كأحد الشروط التي تخدم في زيادة صلاحية نموذج الانحدار المتعدد. إن قيمة الإحصائية قريبة جداً من القيمة المثالية (2) وتقع ضمن المجال المقبول (1 - 3) مما يدل على تحقق شرط استقلالية البواقي في نموذج الانحدار المتعدد المدروس كما يبين الجدول (3-34).

Model Summary										Durbin-Watson
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.098 ^a	.010	.003	.11439	.010	1.402	3	435	.241	
2	.444 ^b	.197	.184	.10346	.188	25.174	4	431	.000	
3	.455 ^c	.207	.192	.10296	.010	5.188	1	430	.023	1.901
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين										
b. Predictors: (Constant), القطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول										
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول										

الجدول (3-34): قيمة **Durbin-Watson** لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية.

7-3 دراسة الأثر الإجمالي لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي

الواحد (اختبار الفرضية الرئيسية السابعة):

بدايةً تم دراسة العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول وحصة السهم العادي الواحد كما سبق ولكن مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة، وتم الوصول إلى الجدول التالي.

Control Variables	كامل الشركات المدرجة		حصة السهم العادي الواحد
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول	Correlation	-.080
		Significance (2-tailed)	.097
		Df	433

الجدول (3-35): معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول وحصة السهم العادي الواحد بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.

بلغت قيمة معامل الارتباط الجزئي Partial Correlation بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول وحصة السهم العادي الواحد "مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة المذكورة" - 0.080، ولم تكن قيمة هذا المعامل ذات معنوية إحصائية جوهريّة عند مستوى دلالة 0.05 وهذا يدل على وجود علاقة ارتباط سلبية ضعيفة الشدة بين المتغيرين المدروسين وليست ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بالنسبة لمجمل الشركات المدروسة.

نلاحظ أن قيمة المعامل قد ارتفعت "بالقيمة المطلقة" عند أخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار، ولكن باتجاه معاكس، فإشارة المعامل قد انعكست بالكامل وأصبحت سلبية بعد إدخال المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار. وهذا أمر يمكن تفسيره بأن هذه المتغيرات تسهم بتفسير جزء تبلغ قيمته (0.091 -) من العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية وحصة السهم العادي الواحد.

وبغية دراسة الأثر تم لهذا الغرض إجراء اختبار انحدار متعدد هرمي يتضمن حصة السهم العادي الواحد كمتغير تابع حيث تم إدخال المتغيرات المستقلة على 3 مراحل بنفس الطريقة السابقة.

المرحلة الأولى: تم إدخال متغير القطاع كمتغير مستقل.

المرحلة الثانية: تم إدخال بقية المتغيرات الضابطة الأربعة (اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة، نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة أيضاً.

المرحلة الثالثة: تم إدخال المتغير المستقل الرئيس وهو نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في النموذج⁹.

بالنظر إلى نموذج الانحدار الثالث والذي تضمن إضافة لكل المتغيرات الضابطة نسبة الديون إلى إجمالي الأصول بلغت القيمة المعدلة لمعامل التحديد 0.207 وكان هنالك زيادة قدرها 0.6% فقط في القدرة التفسيرية للنموذج الثالث بالمقارنة مع النموذج الثاني الذي يتضمن المتغيرات الضابطة فقط وذلك في تفسير التباين في حصة السهم العادي الواحد. ولم تكن لهذه الزيادة أية معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05. وهذا يعني أن الجزء الثاني من الفرضية الرئيسية السابعة غير محقق، أي ليس هنالك أي أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد (EPS) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة السابقة الذكر.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.116 ^a	.014	.007	18.624772
2	.464 ^b	.215	.203	16.686007
3	.471 ^c	.222	.207	16.640055
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول				

الجدول (3-36): قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد.

⁹ لن نعيد الشرح بالنسبة للنموذجين الأول والثاني فقد تمت مناقشتها عند دراسة أثر نسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد.

ANOVA ^d						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2066.187	3	688.729	1.985	.115 ^a
	Residual	150893.723	435	346.882		
	Total	152959.910	438			
2	Regression	32959.677	7	4708.525	16.911	.000 ^b
	Residual	120000.234	431	278.423		
	Total	152959.910	438			
3	Regression	33896.589	8	4237.074	15.302	.000 ^c
	Residual	119063.321	430	276.891		
	Total	152959.910	438			
Predictors: (Constant), قطاع التأمين						
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول						
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول						
d. Dependent Variable: حصة السهم العادي الواحد						

الجدول (3-37): قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7.978	1.178		6.773	.000
	قطاع الخدمات	-6.365	3.106	-.100	-2.049	.041
	القطاع الصناعي	4.583	4.232	.052	1.083	.279
	قطاع التأمين	-.109	2.035	-.003	-.054	.957
2	(Constant)	-192.250	37.136		-5.177	.000
	قطاع الخدمات	9.247	11.402	.146	.811	.418
	القطاع الصناعي	14.850	8.507	.170	1.746	.082
	قطاع التأمين	23.522	4.582	.570	5.133	.000
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	7.959	1.499	.719	5.310	.000
	تغيرات إجمالي الأصول	57.784	6.140	.408	9.410	.000
	نسبة السيولة	.939	1.060	.076	.886	.376
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	30.146	16.185	.351	1.863	.063
3	(Constant)	-211.846	38.536		-5.497	.000
	قطاع الخدمات	11.893	11.461	.187	1.038	.300
	القطاع الصناعي	14.915	8.484	.171	1.758	.079
	قطاع التأمين	23.800	4.572	.577	5.205	.000

اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	9.106	1.620	.823	5.622	.000
تغيرات إجمالي الأصول	56.760	6.149	.401	9.231	.000
نسبة السيولة	.452	1.090	.037	.415	.678
نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	28.170	16.176	.328	1.741	.082
نسبة الديون إلى إجمالي الأصول	-9.898	5.381	-.138	-1.839	.067
Dependent Variable: حصة السهم العادي الواحد					

الجدول (3-38): ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد.

اعتماداً على الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الانحدار النهائية للعلاقة المدروسة كما يلي:

$$\text{حصة السهم العادي الواحد} = -211.85 + (11.89 \times \text{"قطاع الخدمات"}) + (14.92 \times \text{"القطاع الصناعي"}) + (23.8 \times \text{"قطاع التأمين"}) + (9.106 \times \text{اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول}) + (56.76 \times \text{تغيرات إجمالي الأصول}) + (0.452 \times \text{نسبة السيولة}) + (28.17 \times \text{نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول}) - (9.90 \times \text{نسبة الديون إلى إجمالي الأصول}).$$

ولاختبار جودة النموذج قد تم تطبيق اختبار القيمة الإحصائية **Durbin-Watson** أيضاً لفحص تحقق شرط استقلالية البواقي (**Independence of residuals**) كأحد الشروط التي تخدم في زيادة صلاحية نموذج الانحدار المتعدد. إن قيمة الإحصائية تقع ضمن المجال المقبول (1 - 3) مما يدل على تحقق شرط استقلالية البواقي في نموذج الانحدار المتعدد المدروس كما يبين الجدول (3 - 39).

Model Summary										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.116 ^a	.014	.007	18.624772	.014	1.985	3	435	.115	
2	.464 ^b	.215	.203	16.686007	.202	27.740	4	431	.000	
3	.471 ^c	.222	.207	16.640055	.006	3.384	1	430	.067	1.531
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين										
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول										
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول										

الجدول (3-39): قيمة **Durbin-Watson** لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد.

3-8 دراسة الأثر الإجمالي لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (اختبار الفرضية الرئيسية الثامنة):

بدايةً تم دراسة العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كما سبق ولكن مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة، وتم الوصول إلى الجدول التالي.

نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	كامل الشركات المدرجة		Control Variables
.212	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول	Correlation	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول
.000		Significance (2-tailed)	
433		Df	

الجدول (3-40): معامل الارتباط الجزئي بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالنسبة لمجمل القطاعات المدروسة مع اعتبار المتغيرات الضابطة.

بلغت قيمة معامل الارتباط الجزئي Partial Correlation بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية "مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة المذكورة" 0.212، وقد كانت قيمة هذا المعامل ذات معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05 وهذا يدل على وجود علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة الشدة بين المتغيرين المدروسين وذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بالنسبة لمجمل الشركات المدروسة.

نلاحظ أن قيمة المعامل قد ازدادت "بالقيمة المطلقة" عند أخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار وهذا أمر يمكن تفسيره بأن هذه المتغيرات تسهم بتفسير جزء إضافي تبلغ قيمته (0.056) من العلاقة الارتباطية بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

وبغية دراسة الأثر تم لهذا الغرض إجراء اختبار انحدار متعدد هرمي يتضمن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كمتغير تابع حيث تم إدخال المتغيرات المستقلة على 3 مراحل بنفس الطريقة السابقة.

المرحلة الأولى: تم إدخال متغير القطاع كمتغير مستقل.

المرحلة الثانية: تم إدخال بقية المتغيرات الضابطة الأربعة (اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة أيضاً.

المرحلة الثالثة: تم إدخال المتغير المستقل الرئيس وهو نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في النموذج¹⁰.

بالنظر إلى نموذج الانحدار الثالث والذي تضمن إضافة لكل المتغيرات الضابطة نسبة الديون إلى إجمالي الأصول بلغت القيمة المعدلة لمعامل التحديد 0.083 وكان هنالك زيادة قدرها 3.9% في القدرة التفسيرية للنموذج الثالث بالمقارنة مع النموذج الثاني الذي يتضمن المتغيرات الضابطة فقط وذلك في تفسير التباين في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وقد كانت هذه الزيادة ذات معنوية إحصائية جوهرية عند مستوى دلالة 0.05. وهذا يعني أن الجزء الثاني من الفرضية الرئيسية الثامنة محقق، أي هنالك أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة السابقة الذكر.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.202 ^a	.041	.034	1.740791
2	.246 ^b	.061	.045	1.730707
3	.315 ^c	.099	.083	1.696627
Predictors: (Constant), قطاع التأمين				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول				
Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول				

الجدول (3-41): قيم معاملات التحديد لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

¹⁰ لن نعيد الشرح بالنسبة للنموذجين الأول والثاني فقد تمت مناقشتهما عند دراسة أثر نسبة الديون إلى حقوق الملكية في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

ANOVA ^d						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	56.179	3	18.726	6.180	.000 ^a
	Residual	1318.204	435	3.030		
	Total	1374.383	438			
2	Regression	83.388	7	11.913	3.977	.000 ^b
	Residual	1290.995	431	2.995		
	Total	1374.383	438			
3	Regression	136.610	8	17.076	5.932	.000 ^c
	Residual	1237.773	430	2.879		
	Total	1374.383	438			
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين						
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول						
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول						
d. Dependent Variable: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية						

الجدول (42-3): قيم المعنوية الإحصائية لنماذج الانحدار الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.781	.110		16.177	.000
	قطاع الخدمات	1.020	.290	.169	3.512	.000
	القطاع الصناعي	-.637	.396	-.077	-1.610	.108
	قطاع التأمين	-.181	.190	-.046	-.950	.343
2	(Constant)	1.476	3.852		.383	.702
	قطاع الخدمات	2.500	1.183	.416	2.114	.035
	القطاع الصناعي	.781	.882	.094	.885	.377
	قطاع التأمين	-.162	.475	-.041	-.340	.734
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	.023	.155	.022	.146	.884
	تغيرات إجمالي الأصول	-1.489	.637	-.111	-2.338	.020
	نسبة السيولة	-.129	.110	-.111	-1.178	.240
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	-2.008	1.679	-.247	-1.196	.232
3	(Constant)	6.146	3.929		1.564	.119
	قطاع الخدمات	1.869	1.169	.311	1.600	.110
	القطاع الصناعي	.765	.865	.092	.885	.377
	قطاع التأمين	-.228	.466	-.058	-.489	.625

130	-1.518	-.239	.165	-.251	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول
.048	-1.986	-.093	.627	-1.245	تغيرات إجمالي الأصول
.904	-.121	-.012	.111	-.013	نسبة السيولة
.352	-.932	-.189	1.649	-1.537	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول
.000	4.300	.346	.549	2.359	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول
Dependent Variable: d.نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية					

الجدول (3-43): ثوابت معادلات نماذج الانحدار المتعدد الخاص بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

اعتماداً على الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الانحدار النهائية للعلاقة المدروسة كما يلي:

$$\text{نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية} = 6.146 + (1.869 \times \text{قطاع الخدمات}) + (0.765 \times \text{"القطاع الصناعي"}) - (0.228 \times \text{"قطاع التأمين"}) - (0.251 \times \text{اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول}) - (1.245 \times \text{تغيرات إجمالي الأصول}) - (0.013 \times \text{نسبة السيولة}) - (1.537 \times \text{نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول}) + (2.359 \times \text{نسبة الديون إلى إجمالي الأصول}).$$

ولاختبار جودة النموذج قد تم تطبيق اختبار القيمة الإحصائية **Durbin-Watson** أيضاً لفحص تحقق شرط استقلالية البواقي (**Independence of residuals**) كأحد الشروط التي تخدم في زيادة صلاحية نموذج الانحدار المتعدد. إن قيمة الإحصائية تقع ضمن المجال المقبول (1 - 3) مما يدل على تحقق شرط استقلالية البواقي في نموذج الانحدار المتعدد المدروس كما يبين الجدول (3 - 44).

Model Summary										Durbin-Watson
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.202 ^a	.041	.034	1.740791	.041	6.180	3	435	.000	
2	.246 ^b	.061	.045	1.730707	.020	2.271	4	431	.061	
3	.315 ^c	.099	.083	1.696627	.039	18.489	1	430	.000	1.066
a. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين										
b. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول										
c. Predictors: (Constant), قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول & تغيرات إجمالي الأصول & نسبة السيولة & نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول										

الجدول (3-44): قيمة **Durbin-Watson** لنماذج الانحدار الثلاثة الخاصة بدراسة أثر نوع القطاع وبقية المتغيرات الضابطة بالإضافة لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

وفيما يلي جدول يوضح فرضيات الدراسة ويخلص نتائجها.

رقم الفرضية	الفرضية الأساسية	نتيجة الفرضية دون الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة	نتيجة الفرضية مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة
1	يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول (ROA) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	محقة	محقة
2	يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	غير محقة	محقة
3	يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد (EPS) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	غير محقة	غير محقة
4	يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة الـ (Tobin's Q) (القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	محقة	محقة
5	يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول (ROA) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	محقة	محقة
6	يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	غير محقة	محقة
7	يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد (EPS) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	غير محقة	غير محقة
8	يوجد أثر ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة الـ (Tobin's Q) (القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية) وذلك في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	محقة	محقة

الجدول (3 - 45) تلخيص لنتائج فرضيات الدراسة

النتائج والمناقشة، التوصيات والمقترحات وآفاق البحث المستقبلية

النتائج:

اعتماداً على نتائج الدراسة التي تم القيام بها، يمكن وضع النتائج الآتية:

1. يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول (ROA) دون الأخذ بعين الاعتبار وجود أي متغيرات ضابطة. حيث تبين أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية تفسر حوالي 4.4% من تغيرات معدل العائد على الأصول.
2. يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على الأصول (ROA) مع الأخذ بعين الاعتبار وجود المتغيرات الضابطة (القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول). حيث تبين أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية إضافة إلى المتغيرات الضابطة السابقة الذكر تفسر حوالي 24.4% من تغيرات معدل العائد على الأصول.
3. لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) دون الأخذ بعين الاعتبار وجود أي متغيرات ضابطة.
4. يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) مع الأخذ بعين الاعتبار وجود المتغيرات الضابطة (القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول). حيث تبين أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية إضافة إلى المتغيرات الضابطة السابقة الذكر تفسر حوالي 18.4% من تغيرات معدل العائد على حقوق الملكية.
5. لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في حصة السهم العادي الواحد (EPS) سواء أُخذت المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار أم لم تؤخذ.
6. يوجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) دون الأخذ بعين الاعتبار وجود أي متغيرات ضابطة. حيث تبين أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية تفسر حوالي 1.4% من تغيرات نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

7. يوجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) مع الأخذ بعين الاعتبار وجود المتغيرات الضابطة (القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول). حيث تبين أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية تفسر حوالي 4.5% من تغيرات نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

8. يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول (ROA) دون الأخذ بعين الاعتبار وجود أي متغيرات ضابطة. حيث تبين أن نسبة الديون إلى إجمالي الأصول تفسر حوالي 8.9% من تغيرات معدل العائد على الأصول.

9. يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على الأصول (ROA) مع الأخذ بعين الاعتبار وجود المتغيرات الضابطة (القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول). حيث تبين أن نسبة الديون إلى إجمالي الأصول إضافة إلى المتغيرات الضابطة السابقة الذكر تفسر حوالي 6.7% من تغيرات معدل العائد على الأصول.

10. لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) دون الأخذ بعين الاعتبار وجود أي متغيرات ضابطة.

11. يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) مع الأخذ بعين الاعتبار وجود المتغيرات الضابطة (القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول). حيث تبين أن نسبة الديون إلى إجمالي الأصول إضافة إلى المتغيرات الضابطة السابقة الذكر تفسر حوالي 19.2% من تغيرات معدل العائد على حقوق الملكية.

12. لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في حصة السهم العادي الواحد (EPS) سواء أخذت المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار أم لم تؤخذ.

13. يوجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) دون الأخذ بعين الاعتبار وجود

أي متغيرات ضابطة. حيث تبين أن نسبة الديون إلى إجمالي الأصول تفسر حوالي 2.3% من تغيرات نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

14. يوجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية لنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q) مع الأخذ بعين الاعتبار وجود المتغيرات الضابطة (القطاع، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، تغيرات إجمالي الأصول، نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول). حيث تبين أن نسبة الديون إلى إجمالي الأصول تفسر حوالي 8.3% من تغيرات نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

15. يوجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية للمتغيرات الضابطة المتمثلة في اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول وتغيرات إجمالي الأصول في كل من معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

16. يوجد تأثير عكسي ذو دلالة معنوية للمتغير الضابط المتمثل في تغيرات إجمالي الأصول في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q).

17. يوجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية للمتغير الضابط المتمثل بنوع القطاع في معدل العائد على الأصول (ROA) وهذا ما تبين بشكل واضح في كل من قطاع الخدمات والقطاع الصناعي مقارنةً بباقي القطاعات الأخرى.

18. يوجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية للمتغير الضابط المتمثل بنوع القطاع في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وهذا ما تبين بشكل واضح في قطاع التأمين فقط مقارنةً بباقي القطاعات الأخرى.

19. لم يكن للمتغيرات الضابطة المتمثلة في نسبة السيولة أو نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول أي تأثير في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

مناقشة النتائج:

تم التوصل إلى وجود تأثير عكسي لهيكل رأس المال - ممثلاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول - في الأداء المالي ممثلاً بمعدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). أي أن استخدام الشركات للديون في هيكل رأس مالها يؤدي إلى نتائج سلبية في أدائها المالي. وهذه النتيجة تتوافق مع عدد كبير من الدراسات السابقة مثل (Martis, 2013)، (Dumont and Svensson, 2014)، (Lakshmi, 2015)، (Kenyatta and Kenyatta, 2015)، (Ahmad, 2016)، (Vitor and Badu, 2012) وغيرها من الدراسات والتي توصلت إلى التأثير السلبي للديون في الأداء المالي. ولكنها تختلف مع باقي الدراسات مثل (Rodén and Lewellen, 1995)، (Dessi and Robertson, 2003)، (Ebrati et al, 2013) وغيرها من الدراسات التي وجدت أن تأثير الديون في هيكل رأس مال الشركات ينعكس بشكل إيجابي في أدائها. في حين تم التوصل إلى أنه لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال على حصة السهم العادي الواحد، وهذا يتفق مع بعض الدراسات التي توصلت إلى عدم وجود تأثير للديون في الحصة التي يحقها السهم العادي الواحد من الأرباح مثل (San and Heng, 2011). في حين تبين أنه يوجد تأثير طردي لهيكل رأس المال - ممثلاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول - في الأداء المالي ممثلاً بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Tobin's Q) وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Abu - Rub, 2012) وتختلف مع دراسة (Vitor and Badu, 2012) التي وجدت العكس تماماً. ورغم كون هذا التأثير إيجابي وذو دلالة معنوية إلا أنه كان ضعيفاً ولا يتجاوز 1.4%، 2.3% لكل من نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول على الترتيب، مما يوحي بأن المعلومات المتعلقة بهيكل رأس المال لا تنعكس بشكل واضح على الأداء المالي ممثلاً بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية. إضافةً إلى تأثير التضخم الذي جعل القيمة السوقية للأسهم ترتفع بشكل كبير نسبةً إلى القيمة الدفترية، الأمر الذي قد جعل نتائج تأثير هيكل رأس المال في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية إيجابية وتتناقض مع تأثيره في كل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

وبالإطلاع على المقدار الذي تشكله الديون نسبةً إلى حقوق الملكية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية نلاحظ أن شركات القطاع الصناعي تحتل الدرجة الأولى فيما

يتعلق بانخفاض نسبة المديونية لحقوق ملكيتها، في حين تحتل شركات القطاع الخدمي المرتبة الثانية، وشركات التأمين المرتبة الثالثة. وبالنظر إلى النتائج نلاحظ أن القطاع - كمتغير ضابط - كان يلعب دوراً إيجابياً في معدل العائد على الأصول أو معدل العائد على حقوق الملكية من جهة أخرى. هذا ما يثبت أنه كلما كان اعتماد الشركة على الديون أقل كلما كان أداؤها المالي أفضل. وهذا ما تم التوصل إليه في النتائج السابقة في القطاع الصناعي والقطاع الخدمي والقطاع التأميني. في حين كان القطاع البنكي الأكثر مديونية وهذا ما جعل الأداء المالي له الأقل مقارنةً بالقطاعات الأخرى، ربما هذا الأمر يعود بشكل أساسي لطبيعة عمل البنوك التي تعتمد على الديون بكافة أشكالها بشكل كبير.

واعتماداً على النتيجة الأساسية التي توصلت إليها هذه الدراسة والتي تفيد بأن هيكل رأس المال الأمثل هو الذي يحوي حجم ديون أقل، وبالنظر إلى نسبة الديون الأقل، فقد كانت حوالي 15% في الشركات الصناعية طيلة فترة الدراسة. ربما يقود هذا الأمر إلى وجود هيكل تمويل أمثل أو على الأقل يوجه نحو حد معين من الديون، وهذا ما يتوافق مع النظرية التقليدية لهيكل رأس المال، أو مع نظرية التوازن أيضاً. ويختلف مع باقي النظريات الأخرى.

كذلك الأمر فإن للمتغيرات الضابطة الأخرى تأثير جوهرياً في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. فقد تبين أن حجم الشركة (حجم أصولها) ونمو أصولها (التغيرات في قيمة الأصول من عام إلى آخر) يؤثران بشكل إيجابي ودال إحصائياً في معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية. في حين تبين أن المتغير الضابط نمو الأصول لوحده فقط يؤثر بشكل سلبي في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية. ربما يُفسر هذا الأمر بأن الشركات الكبيرة تحقق أداءً أفضل. ولكن التناقض يبدو في أن هذا المتغير الضابط نفسه (نمو الأصول) يلعب دوراً عكسياً في التأثير على نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية، هذا يمكن تفسيره بأن الاختلاف في قيمة الأصول من عام إلى آخر لم تنعكس بشكل واضح في تغير القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية. ربما هذا يعود إلى وجود عامل التضخم الذي لعب دوراً مؤثراً في جعل نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مقياساً متحيزاً وغير دقيق في واقع الأمر.

وبالنظر إلى نتائج الدراسة فيما يتعلق بتأثير المتغيرات الضابطة في الأداء المالي، نلاحظ عدم تشابه نتائج هذه الدراسة مع باقي الدراسات السابقة التي تم التوصل إليها، باستثناء دراسة

(Acaravci, 2015) والتي كانت متشابهة معها إلى حد كبير مع وجود اختلاف يكمن أن حجم الأصول في هذه الدراسة كان له الدور الأكبر مع تغيرات حجم الأصول في التأثير في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، في حين لم يكن كذلك في دراسة (Acaravci, 2015).

إن النتائج التي توصلت إليها الدراسة تؤكد وجود علاقة طردية بين الديون المستخدمة في هيكل رأس المال وبين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وهذا يعني أن هنالك علاقة بين هذين المتغيرين السابقين، وهذا الأمر يتوافق مع أغلب النظريات التي أكدت وجود علاقة طردية بين قيمة الشركة ونسبة الديون الداخلة في تركيب هيكل رأس مالها.

يمكن تفسير النتائج السابقة بأن غياب كفاءة السوق من جهة، وانخفاض الوعي الاستثماري للمستثمرين من جهة أخرى، ووجود عامل التضخم النقدي المتمثل بانخفاض القوة الشرائية لليرة السورية، وانخفاض الفرص الاستثمارية خلال الفترة الراهنة، وارتفاع المخاطرة قد جعلت النتائج تبدو أقرب إلى النظرية التقليدية ونظرية التوازن والتوصية بالحصول على حد معين من الديون لا يمكن تجاوزه.

التوصيات:

اعتماداً على النتائج التي تم التوصل إليها يمكن وضع التوصيات الآتية:

1. التقليل من التمويل عن طريق الديون باعتبار أن هيكل التمويل المتمثل بنسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول يؤثر بشكل عكسي ودال معنوياً على كل من معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).
2. التقليل من التمويل عن طريق الديون رغم أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول تؤثر طردياً وبشكل دال معنوياً في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Tobin's Q). والسبب في ذلك أن ارتفاع القيمة السوقية نسبةً إلى القيمة الدفترية - ليس استخدام الديون في هيكل رأس المال في واقع الأمر - بل قد يكون سببه ظروف أخرى مثل التضخم النقدي الكبير الذي يمر به الاقتصاد السوري في ظل الأزمة الراهنة. أضف إلى ذلك أن المخاطر المرافقة للأزمة السورية الراهنة جعلت أسعار الفوائد مرتفعة، مما يجعل المدراء أكثر حذراً في الاقتراض خوفاً من أن يكون معدل العائد على الاستثمار لتلك القروض أقل من تكلفتها الفعلية.
3. الاعتماد على مصادر تمويل أخرى غير الديون في هيكل رأس المال، ويوصي الباحث بالاعتماد على الأرباح المحتجزة بشكل أكبر نظراً لأن الأوضاع الاقتصادية الحالية والأزمة الراهنة لا تشجع على الحصول على الأموال اللازمة عن طريق إصدار أسهم جديدة، لاسيما أن إصدار أسهم جديدة يحمل في طياته معلومات غير سارة للمستثمرين حول وضع الشركة والسبب الذي دفعها لذلك خصوصاً في هذه الظروف.
4. التركيز على التغيرات التي تطرأ على حجم الأصول باعتبار أن تلك التغيرات تؤثر بشكل طردي في معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). وهذا يتم عن طريق وضع خطط زمنية مدروسة للاستثمار في تلك الأصول وبما ينسجم مع الوضع المالي لتلك الشركات.
5. زيادة عوائد الأصول من عام لآخر باعتبار أن زيادة حجم الأصول تؤثر بشكل طردي في معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). وهذا يتم من خلال توظيفها باستثمارات مربحة.

المقترحات وآفاق البحث المستقبلية:

1. إجراء دراسات لاحقة لاختبار ثبات العلاقات التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة لاسيما أن فترة الدراسة كانت بمعظمها خلال فترة الأزمة الراهنة التي تمر بها سورية.
2. إجراء دراسات لاحقة للمقارنة بين تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي في الشركات من خلال أخذ متغيرات ضابطة أخرى، أو القيام بدراسات مقارنة مع شركات مدرجة في أسواق مالية أخرى.
3. إجراء دراسات لاحقة للمقارنة بين تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي في الشركات وذلك اعتماداً على مؤشرات أداء مالي حديثة وغير تقليدية مثل القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

❖ الكتب:

1. إسماعيل، إسماعيل، (2005)، "التحليل المالي - مدخل صناعة القرارات"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
2. أندراوس، عاطف وليم، (2008)، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
3. بن ساسي، الياس، قريشي، يوسف، (2006)، "التسيير المالي - دروس وتطبيقات"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
4. بوراس، أحمد، (2002)، "أسواق رؤوس الأموال"، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.
5. الحسني، فلاح حسن، الدوري، مؤيد عبد الرحمن، (2006)، "البنوك: مدخل كمي استراتيجي معاصر"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
6. الحناوي، محمد صالح، (2004)، "أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية"، دار الجامعات المصرية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
7. الحناوي، محمد صالح، العبد، جلال إبراهيم، (2006)، "الإدارة المالية - مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
8. حنفي، عبد الغفار، (2007)، "الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات"، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
9. حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية زكي، (2002)، "التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
10. الخطيب، محمد محمود، (2010)، "الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
11. الدهراوي، كمال الدين، (2006)، "تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر.
12. الزبيدي، حمزة محمود، (2004)، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
13. السالم، مؤيد، صالح، عادل، (2003)، "إدارة الموارد البشرية - مدخل استراتيجي"، الطبعة الأولى، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، الأردن.
14. السعيدة، فيصل جميل، (2004)، "الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي"، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
15. شبيب، دريد كامل، (2009)، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

16. العامري، محمد علي إبراهيم، (2010)، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
17. عبد العزيز، سمير، (1997)، "التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية"، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، عمان، الأردن.
18. عبد الهادي، محمد سعيد، (2008)، "الإدارة المالية - الاستثمار والتمويل"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
19. عقل، مفلح محمد، (2010)، "مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي"، الطبعة الرابعة، المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
20. غنيم، حسين عطا، (2005)، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
21. فهد، نصر محمود مزنان، (2009)، "أثر السياسات الاقتصادية في أداء المصارف التجارية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
22. قاسم، عبد الرزاق، العلي، أحمد، & قصوة، رغيد صقر، (2010)، "مبادئ التمويل"، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق.
23. الكرخي، مجيد جعفر، (2010)، "تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
24. كنعان، علي، (2009)، "الأسواق المالية"، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق.
25. لطفي، أمين السيد أحمد، (2007)، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
26. محمد، منير شاكر، إسماعيل، إسماعيل، & نور، عبد الناصر، (2005)، "التحليل المالي - مدخل صناعة القرارات"، الطبعة الثانية، مطبعة الطليعة، عمان، الأردن.
27. مطر، محمد، (2010)، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني - الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية"، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
28. النجار، عبد العزيز، (2007)، "أساسيات الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
29. النعيمي، عدنان تايه، الخرشة، ياسين كاسب، (2007)، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
30. النعيمي، عدنان تايه، الساقى، سعدون مهدي، & سلام، أسامة عزمي، (2007)، "الإدارة المالية - النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
31. هندي، منير إبراهيم، (1998)، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
32. هندي، منير إبراهيم، (2003)، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
33. هندي، منير إبراهيم، (2003)، "الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر"، الطبعة الرابعة، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
34. اليوسف، جمال، الحموي، فواز، (2009)، "الإدارة المالية"، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق.

❖ الأبحاث والمقالات المنشورة وغير المنشورة:

1. الحمدان، ناصر، القضاة، علي، (2013)، "أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية"، المنارة، المجلد 19، العدد 4.
2. دادن، عبد الوهاب، (2006)، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل التمويلي - الاسهامات النظرية الأساسية"، الجزائر، جامعة ورقلة، مجلة الباحث، العدد 4، ص 107 - 114.
3. دادن، عبد الوهاب، حفصي، رشيد، (2014)، "تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي AFD خلال الفترة 2006 - 2011"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد 2، ص 22 - 44.
4. دباش، محمد نجيب، قدوري، طارق، (2013)، "دور النظام المالي المحاسبي في تقييم الأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة تطبيقية لمؤسسة المطاحن الكبرى، جامعة الوادي"، الملتقى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي والمالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ص 1 - 13.
5. زغيب، ملكية، (2009)، "علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية - دراسة تحليلية"، الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية للبحوث الاقتصادية، المجلد الثاني، العدد 31، ص 180 - 191.
6. زغيب، ملكية، قلاوي، نظيرة، (2014)، "دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة - حالة مؤسسة سيجيكو بسكيكة"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 1، ديسمبر.
7. الفخاري، الصالحين قاطش، حمد، فرج محمد، (2015)، "محددات الهيكل التمويلي للبنوك التجارية: دراسة تطبيقية على بنوك تجارية بريطانية"، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، ليبيا، العدد الأول، يونيو.
8. قاسم، صبيحة، جميل، أحمد نزار، (2009)، "أثر التدفقات النقدية في عناصر هيكل رأس المال"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد الخامس، العدد 14، جامعة تكريت.
9. قريشي، يوسف، (2006)، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر.
10. الكيلاني، قيس أديب، (2011)، "العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب هيكل رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية - دراسة تطبيقية للفترة 2004 - 2008"، مجلة تنمية الرافدين، العدد 100، المجلد 32، جامعة الموصل، الأردن.
11. نعمه، عماد صالح، (2010)، "تقويم أداء الشركات باستخدام النسب المالية: دراسة تطبيقية في شركة صلاح الدين العامة للفترة ما بين 1995 وإلى 2001، مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية والإدارية والمحاسبية والمعلوماتية، ص 1 - 30.

❖ الندوات والمؤتمرات:

1. جنوحات، آسيا، العلايبي، ياسمين، (2014)، "فعالية الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات وأثرها على الإفصاح المحاسبي"، الملتقى الدولي الخامس حول: دور الحوكمة في تحسين الأداء للمنظمات بين تطبيق المعايير المحاسبية الدولية والإسلامية، جامعة حمه لخضر، الوادي، 8/7 ديسمبر.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

❖ الكتب:

1. Bhattacharya, H., (2007), "Total Management by Ratios an Analytic Approach to Management Control and Stock Market Valuations", 2nd Edition, Sage Publications, Pvt Ltd, India.
2. Bragg, M., (2007), "Business Ratios and Formulas a Comprehensive Guide", 2nd Edition, John Wiley & Sons, Inc, Canada.
3. Brealey, A., Myers, C., & Marcus, J., (2011), "Fundamentals of corporate finance", 8th Edition, Boston, McGraw-Hill Irwin.
4. Brigham, E., & Gapenski, L., (2014), "Financial Management - Theory and Practice", 14th Edition, Dryden Press, Dallas.
5. Brigham, E., & Houston J., (2007), "Fundamentals of Financial Management", 11th Edition, Thomson South-Western.
6. Elliot, B., & Elliot, J., (2002), "Financial Accounting and Reporting", 12th Edition, London, Prentice Hall, Financial Times.
7. Fabozzi, F., & Peterson, P., (2003), "Financial Management", 2ed Edition, John wily, Sons, Inc, New jersey, Canada.
8. Gitman, L., Joehnk, M., & Billingsley, R., (2011), "Personal Financial Planning", 12th edition, Cengage Learning products are represented in Canada by Nelson Education, Ltd.
9. Hall, G., (1995), "Surviving and Prospering in the Small Firm Sector, Routledge, London.
10. Johnson, G., & Scholes, K., (1997), "Exploring Corporate Strategy. Prentice-Hall, Europe.
11. Khan, M., & Jain, P., (2005), "Basic Financial Management", 4th Edition, New Delhi, McGraw Hill.
12. Robbins, S., & Coulter, M., (2012), "Management", Pearson Education, Inc, publishing as Prentice Hall, One Lake Street, Upper Saddle River, New Jersey.
13. Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J., (2005), "Corporate Finance", 7th Edition, New York, Mc Graw Hill.
14. Shapiro, A., (1991), "Modern Corporate Finance", 4th Edition, New York, Maxwell Macmillan.
15. Van Horne, J., & Wachowicz M., (2009), "Fundamentals of Financial Management", 14th edition, Pearson Education Limited, Edinburgh Gate, England.

16. Van Horne, J., (2001), "Financial management and policy", 12th Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.

❖ الأبحاث والمقالات المنشورة وغير المنشورة:

1. Abbadi, S., & Abu-Rub, N., (2012), "The Effect of Capital structure on the Performance of Palestinian Financial Institutions", British Journal of Economics, Finance and Management Sciences, Vol.3, No 2, pp. 92–101.
2. Abor J. (2005), "The Effect of Capital Structure on Profitability: Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana", Journal of Risk Finance, 6 (5), pp. 438–445.
3. Abor, J., (2007), "Debt policy and performance of SMEs", Journal of Risk finance, 8(4), pp. 364–379.
4. Aburime, U., (2005), "Determinants of Bank Profitability: Company–Level Evidence from Nigeria", University of Nigeria, Enugu Campus.
5. Abu-Rub, Nour, (2012), "Capital Structure and Firm Performance; Evidence from Palestine Stock Exchange", Journal of Money, Investment and Banking, Issue 23, Euro Journal Publishing Inc., pp. 110–117.
6. Acaravci K., (2015), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector", International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 5, No. 1, pp. 158–171.
7. Ahmad, N., (2016), "Impact of Capital Structure on Firm's Financial Performance: Cement Industry of Pakistan", European Journal of Business and Management, Vol.8, No.4, pp. 115 – 119.
8. Akintoye, R., (2008), "Sensitivity of Performance to Capital Structure", European Journal of Social Sciences, 7(1), pp. 30–45.
9. Ali, S., Zia, S., & Razi, A., (2012), "Impact of Capital Structure on the Profitability of Petroleum Sector in Pakistan", Global Journal of Management and Business Research Volume 12 Issue 22 Version 1.
10. Ang, J., & McConnell, J. (1982). The administrative cost of corporate bankruptcy: a note. Journal of Finance, Vol. 37, pp. 219 – 226.
11. Arbiyan, A., & Safari, M., (2009), "The effects of capital structure and profitability in the listed firms in Tehran Stock Exchange", Journal of Management Perspective, 33, pp. 159–175.
12. Ari, W., (2011), "East Asian Corporate Governance: A Test of The Relation Between Capital Structure and Firm Performance", International Journal of Economics and Finance Studies Vol 3, No 2, pp. 1309–8055.

13. Berger, N., & Udell, P., (2006), "Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, pp. 1065–1102.
14. Bhunia, A., Mukherjee, S., & Roy, S., (2011), "Financial Performance Analysis–A Case Study", *Current Research Journal of Social Sciences* 3(3), pp. 269–275.
15. Booth, L., Aivazian, V., Demircut-Kunt, A., & Maksimovic, V., (2001), "Capital Structures in Developing Countries", *Journal of Finance*, 56, pp. 87–113.
16. Campbell, K., & Jerzemowska, M., (2001), "Capital Structure Decisions Made by Companies in a Transitional Economy. In D. Zarzecki (Ed.). *Financial management, objectives – organization – tools*, Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, pp. 51–76.
17. Capon, N., Farley, J., & Hoenig, S., (1990), "Determinants of financial performance: a meta-analysis", *Management Science*, 36 (10), pp. 1143–1159.
18. Cassar, G., & Holmes, S. (2003), "Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence", *Accounting and Finance Journal*, Vol. 43, pp. 123 – 147.
19. Champion, D., (1999), "Finance: the joy of leverage", *Harvard Business Review*, Vol. 77 pp.19–22.
20. Contessi, R., (2013), "Bank vs. Bond Financing Over the Business Cycle", short essays and reports on the economic issues of the day, *Economic Synopses*.
21. Dessi, R., & Robertson, D., (2003), "Debt, Incentives and Performance: Evidence from UK Panel Data", *Royal Economic Society*, vol. 113 (490), pp. 903–919.
22. Dieguez A., Villegas J., & Alfonso D., (2014), "The financial performance of an innovative megaproject", Published by Elsevier Ltd, *Procedia – Social and Behavioral Sciences* 119, pp. 417 – 426.
23. Dragota, M., & Semenescu, A., (2008), "A Dynamic Analysis of Capital Structure Determinants: Empirical Results for Romanian Capital Market", *Theoretical and Applied Economics Journal*, 4 (521), pp. 65–80.
24. Duca, F., (2012), "what determines the capital structure of listed firms in Romania", *The Bucharest University of Economic Studies, CES Working Papers*, pp. 523 – 531.
25. Dumont R., & Svensson R., (2014), "Capital Structure and Firm Performance: A study of Swedish public companies", Master Thesis, *Handelshogskolan Goteborg University, Sweden*.

26. Ebaid, El-Sayed Ibrahim, (2009), "The impact of capital-structure choice on firm performance: Empirical evidence from Egypt", *The Journal of Risk and Finance*, Vol. 10, Issue 5, pp. 477-487.
27. Ebrati, R., Emadi, F., Balasang, S., & Safari, G., (2013), "The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Tehran stock exchange", *Australian Journal of Basic and Applied Science*, 7(4), pp.1-8.
28. Eldomiaty, T., (2007), "Determinants of corporate capital structure: evidence from an emerging economy", *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 17, pp. 25-43.
29. Erasmus, D., (2008), "Evaluating Value Based Financial Performance Measures", *Journal of Finance and Accounting*, 5, pp. 56-63.
30. Fama, F., & French, R., (1998), "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value", *Journal of Finance*, 53, pp. 819-843.
31. Fama, F., & French, R., (2002), "Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt", *Review of Financial Studies*, 15, pp. 1-33.
32. Fama, F., & French, R., (2005), "Financing Decisions: who issues stock?", *Journal of financial economics*, 76, pp. 549-582.
33. Fattouh, B., Harris, L., & Scaramozzino, P. (2002), "Capital Structure in South Korea: A Quantile Regression Approach", *Royal Economic Society Annual Conference*, 70, pp. 1-34.
34. Fattouh, B., Harris, L., & Scaramozzino, P., (2008), "Non-linearity in the determinants of capital structure: evidence from UK firms", *Empirical Economics*, Springer-Verlag, 34, pp. 417-438.
35. Frank, Z., & Goyal, K., (2003), "Testing the pecking order theory of capital structure", *Journal of Financial Economics*, 67(2), pp. 217-248.
36. Field, A., (2009), "Discovering Statistics Using SPSS, 3rd Edition, SAGE Publication.
37. Friend, L., & Lang, L., (1988), "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure," *Journal of Finance*, 43, pp. 271-281.
38. Gajdka, J., (2002), "Theories of Capital Structure and Their Applications in Polish Conditions", *FRRwP*, Warszawa.
39. Ghosh C., Nag, R., & Sirmans, C., (2000), "The pricing of seasoned equity offerings: evidence from REITs", *Real Estate Economics*, 28: pp. 363-84.

40. Gleason K., Mathur L. & Mathur I., (2000), "The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers", *Journal of Business Research*, 50, pp. 185–191 .
41. Gupta, P., Srivastava, A., & Sharma, D., (2010), "Capital Structure and Financial Performance: Evidence from India", *Journal of Risk Finance*, Vol. 8, pp. 54–76.
42. Hadlock, C., & James, C., (2002), "Do banks provide financial slack?", *Journal of Finance*, 57, pp. 1383–420.
43. Hesami, E., Ahmadinia, H., & Afrasiabishani, J., (2012), "A Comprehensive Review on Capital Structure Theories", *School of Doctoral Studies (European Union) Journal*, pp. 35 – 45.
44. Huynh, L., & Lin, Y., (2013), "Employing Heckman Two–Step Sample Selection Method to Investigate Effect of Knowledge Management Adoption on Firm Performance", *International Journal of Business and Management Invention*, 2, pp.64–71.
45. Jensen, M., & Meckling, W., (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 11–25.
46. Jensen, M., & Ruback, R., (1983), "The market for corporate control: the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5– 50.
47. Jermias, J., (2008), "The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance", *British Accounting Review*, Vol. 40 pp. 71–86.
48. Kenyatta R., & Kenyatta N., (2015), "effect of capital structure on financial performance of listed commercial banks in Kenya, A case study of Kenya commercial bank limited", *the strategic journal of business & change management*, Vol. 2 (72), pp 750–781.
49. Kester, W., (1986), *Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations*, *Financial Management*, 15, pp. 97–113.
50. Kim, H., Kim, Y., & Park, C., (2009), "Integration of Firm's Resource and Capability to Implement Enterprise CRM: A Case Study of A Retail Bank In Korea. *Decision Support Systems*", 48, pp. 313 – 322.
51. Kyereboah–Coleman, A., (2007), "The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions", *Journal of Risk Finance*, Vol. 8 pp. 56–71.

52. Lakshmi, B., (2015), "Impact of Capital Structure Decisions on Financial Performance of Indian Companies", *International Journal in Management and Social Science*, Vol.03 Issue-03, pp. 376 – 382.
53. Lim, T., (2012), "Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 3; March, pp. 191 – 203.
54. Lindgreen, A., & Antiocho, M., (2003), "Customer relationship management: the case of a European bank", *Marketing Intelligence & Planning*, 23, pp. 136–154.
55. Lostakova, H., (2007), "Balanced Scorecard Modification While Applying CRM Strategy". *Management*, 3(4), pp. 16–17.
56. Luper, I., & Isaac, K., (2012), "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Manufacturing Companies in Nigeria", *International Journal of Business and Management Tomorrow*, 2(5), pp.1–7.
57. Margaritis D. & Psillaki M., (2010), "Capital structure, equity ownership and firm performance", *Journal of Banking and Finance* 34(3), pp. 621–632 .
58. Martis, R., (2013), "Capital Structure and Firm's Financial Performance an Empirical Analysis of the S&P500", Master Thesis, Economics and Management, University Van Tilburg, Netherlands.
59. Mauwa J., Namusongeand G., & Onyango S., (2016), "Effect of Capital Structure on Financial Performance of Firms Listed on The Rwanda Stock Exchange", *European Journal of Business, Economics and Accountancy*, Vol. 4, No. 4, pp. 1 – 11.
60. Mazur, K., (2007), "The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies", *International Atlantic Economic Society*, Vol. 13 pp. 495 – 514.
61. Mirza, A., & Javed, A., (2013), "Determinants of financial performance of a firm: case of Pakistani Stock Market", *Journal of Economics and International Finance*, Vol. 5, No, pp 43 –52.
62. Modigliani, F., & Miller, M., (1963), "Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review* 53, June pp. 433–443.
63. Mostafa, T., & Boregowda, S., (2014), "A Brief Review of Capital Structure Theories", *Research Journal of Recent Sciences*, 3(10), pp. 113–118.
64. Myers C., (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 76–147.

65. Myers, C., & Majluf N., (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187 – 221.
66. Myers, C., (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, No.27, pp. 575–592.
67. Myers, S., (2001), "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 81–102.
68. Nassar S., (2016), "The impact of capital structure on Financial Performance of the firms: Evidence from Borsa Istanbul", *Journal of Business & Financial Affairs* Vol. 5, Issue 2, pp. 1 – 4.
69. Nguyen, H., & Kayani, Z., (2013), "Determinants of banks capital structure in Asia: A comparison amongst developed and developing countries", A MSc Thesis in Business Administration. Lunds University. Carolina, USA.
70. Onaolapo, A., & Kajola, O., (2010), "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria", *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 25, Euro Journal, Inc, pp. 70–82.
71. Ongore, O., Kusa, B., (2013), "Determinants of Financial Performance of Commercial Banks in Kenya", *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 3, No. 1, pp. 237–252.
72. Pinegar, M., & Wilbricht, L., (1989), "What managers think of capital structure theory: a survey", *Financial Management*, Winter, pp. 82– 91.
73. Poster, T., & Streib, G., (2005), "Elements of Strategic Planning and Management in Municipal Government: Status After Two Decades", *Public Administration Review*, Vol.65 No.1, pp. 45–56.
74. Pratomo, A., & Ismail, G., (2007), "Islamic bank performance and capital structure", MPRA Paper No 6012.
75. Psillaki, M., & Daskalakis, N., "Are the determinants of capital structure country or firm specific?", (2009), *Small Bus Econ*, Springer Science Business Medi, pp. 319 – 333.
76. Rago, M., (2008), "An Analysis of Economic Value Added", Master Thesis, Liberty University, Virginia, USA.
77. Rajan, G., & Zingales, L., (1995), "What do we know about capital structure?", Some evidence from international data, *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, pp. 1421–1460.

78. Rao, V., Al- Yahyaee, M., & Syed, M., (2010), "Capital structure and financial performance: evidence from Oman", *Indian Journal of Economics and Business*, pp. 1– 23.
79. Roden, D.M. and Lewellen, W.G. (1995), "Corporate capital structure decisions: evidence from leveraged buyouts", *Financial Management*, Vol. 24, pp. 76–87.
80. Roshan, B., (2009), "Capital Structure and Ownership Structure: A Review of Literature", *The Journal of Online Education*, New York, January.
81. Ross, A., (1977). "The determination of financial structure: the incentive signaling approach", *Bell Journal of Economics*, 8, pp. 23 – 40.
82. Ross, S., (1985), "Comment on the Modigliani and Miller propositions", *Journal of Economic Perspectives*, 4, pp. 127 – 133.
83. Saedi, A., & Mahmoodi, I., (2011), "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Iranian Companies", *International Research Journal of Finance and Economics*, 70, pp. 21–28.
84. Saeed, M., Gull, A., & Rasheed, Y., (2013), "Impact of capital structure on banking performance: a case study of Pakistan", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol 4, No 10, pp. 393– 403.
85. Sagara S., (2015), "The Analysis of Capital Structure on Financial Performance Using Capital, Assets, Earnings, And Liquidity Ratios in Islamic Banks Listed on The Indonesia Stock Exchange (Idx) In 2014", *International Journal of Business, Economics and Law*, Vol. 8, Issue 1.
86. Salteh, M., Ghanavati, E., Khanqah, T., & khosroshali, M., (2012), "Capital structure and Firm performance: evidence from Tehran Stock Exchange", *International Proceedings of Economic Development and Research*, Vol 43, pp. 225 –230.
87. San, T., & Heng, B., (2011), "Capital Structure and Corporate Performance of Malaysian Construction Sector", *International Journal of Humanities and Social Science* Vol. 1 No. 2, pp. 28–36.
88. Shyam–Sunder, L., Myers, C., (1999), "Testing Tradeoff against Pecking Order Models of Capita Structure", *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 219–244.
89. Siddiqui, M., & Shoaib, A., (2011), "Measuring Performance Through Capital Structure: Evidence from Banking Sector of Pakistan", *African Journal of Business Management*, Vol 5(5), pp. 1871–1879.

90. Simerly, R., Li, M., (2000), "Environmental dynamism, financial leverage and performance: a theoretical integration and an empirical test", *Strategic Management Journal*, Vol. 21 pp.31–49.
91. Soumadi, M., & Hayajneh, O., (2012), "Capital structure and corporate performance: Empirical study on the public Jordanian shareholdings firms listed in the Amman Stock Market", *European Scientific Journal*, 8, pp. 173–189.
92. Symeou, C., (2011), "The Firm Size – Performance Relationship: An Empirical Examination of The Role of The Firm's Growth Potential", *Telecommunications Policy*, 35(5), pp. 426–440.
93. Al-Tally A., (2014), "An Investigation of The Effect of Financial Leverage on Firm Financial Performance in Saudi Arabia's Public Listed Companies", A Thesis submitted in partial fulfilment of the requirements of the degree of Doctor of Business Administration, Victoria Graduate School of Business, Melbourne, Australia.
94. Al-Tamimi, H., & Hassan, A., (2010), "Factors Influencing Performance of the UAE Islamic and Conventional National Banks", Department of Accounting, Finance and Economics, College of Business Administration, University of Sharjah.
95. Taub, J., (1975), "Determinants of the Firm's Capital Structure", *The Review of Economics and Statistics*, 57(4), pp. 410–416.
96. Titman S., & Wessels R., (1988), "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance*, Vol. 43, No.1, pp. 1–19.
97. Tsai, T., Li, Y., Lee, W., & Tun, H., (2011), "Beyond ERP implementation: The moderating effect of knowledge management on business performance", *Total Quality Management*, 22(2), pp. 131–144.
98. Umar, M., Tanveer, Z., Aslam, S., & Sajid, M., (2012), "Impact of Capital Structure on Firm's Financial Performance: Evidence from Pakistan", *Research Journal of Finance and Accounting*, 3 (9), pp. 1–12.
99. Vitor, D., & Badu, J., (2012), "Capital Structure and Performance of Listed Banks in Ghana", *Global Journal of Human Social Science*, Volume 12, Issue 5, Version 1.0, Global Journal Inc. (USA), pp. 57–62.
100. Zeitun, R., & Tian, G., (2007), "Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan", *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol. 1 pp. 40–53.

❖ المحاضرات والمؤتمرات:

1. Hussain, Q., & Nivorozhkin, E., (2004), "The capital structures of listed companies in Poland", IMF Working Paper, WP/97/175.

❖ مواقع الانترنت:

1. Horton, M., (2015), "What are the advantages and disadvantages of using the total debt to total assets ratio?" <http://www.investopedia.com/>.
2. Menon, C., (2013), "The Limitations of Earnings Per Share", <http://www.morningstar.co.uk/>.

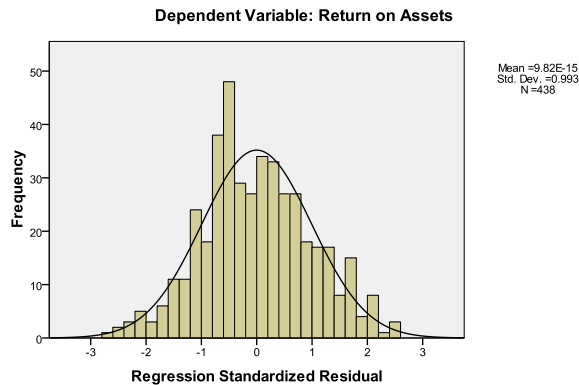
الملاحق

الملحق (1) - الجداول والمخططات الخاصة بشروط الانحدار المتعدد

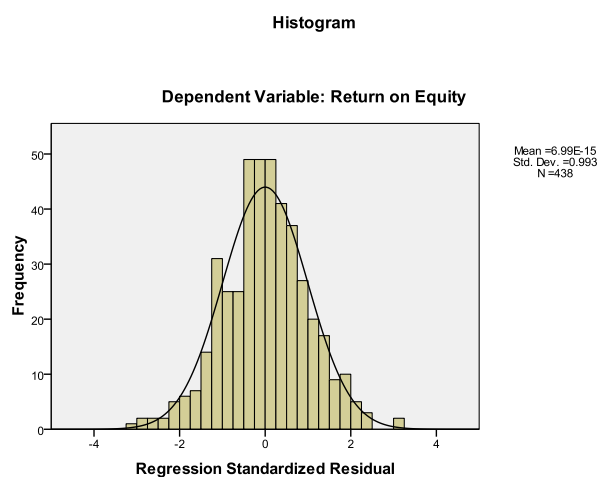
	Kolmogorov-Smirnov ^a		
	Statistic	df	Sig.
البواقي (نموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الأولى)	.036	438	.200 [*]
البواقي (نموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الثانية)	.027	438	.200 [*]
البواقي (نموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الثالثة)	.051	438	.164
البواقي (نموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الرابعة)	.039	438	.200 [*]
البواقي (نموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الخامسة)	.044	438	.182
البواقي (نموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية السادسة)	.034	438	.200 [*]
البواقي (نموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية السابعة)	.035	438	.200 [*]
البواقي (نموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الثامنة)	.038	438	.200 [*]

الجدول رقم (1): اختبار كولمغوروف - سيمرنوف لتحري نمط توزع البواقي لنماذج الانحدار المتعدد الخاصة باختبار فرضيات الدراسة الثمانية.

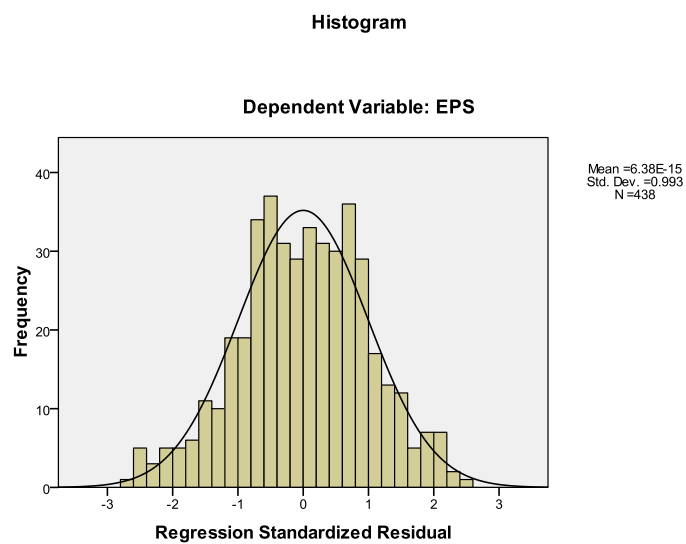
Histogram



المخطط رقم (1): مخطط نسيجي (هستوغرام) لتوزيع البواقي لنموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الأولى.

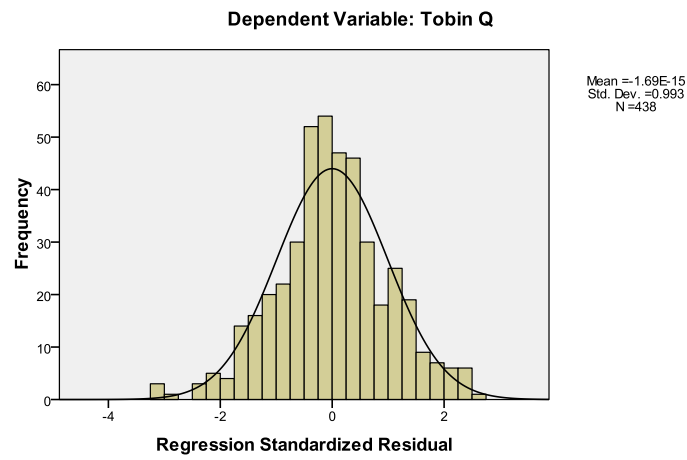


المخطط رقم (2): مخطط نسيجي (هستوغرام) لتوزيع البواقي لنموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الثانية.



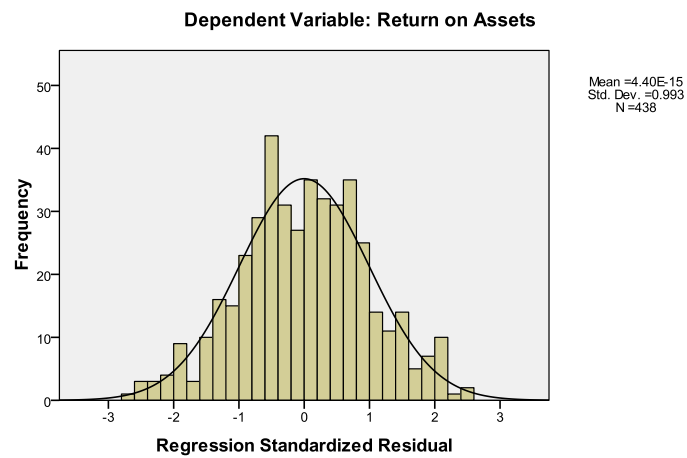
المخطط رقم (3): مخطط نسيجي (هستوغرام) لتوزيع البواقي لنموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الثالثة.

Histogram

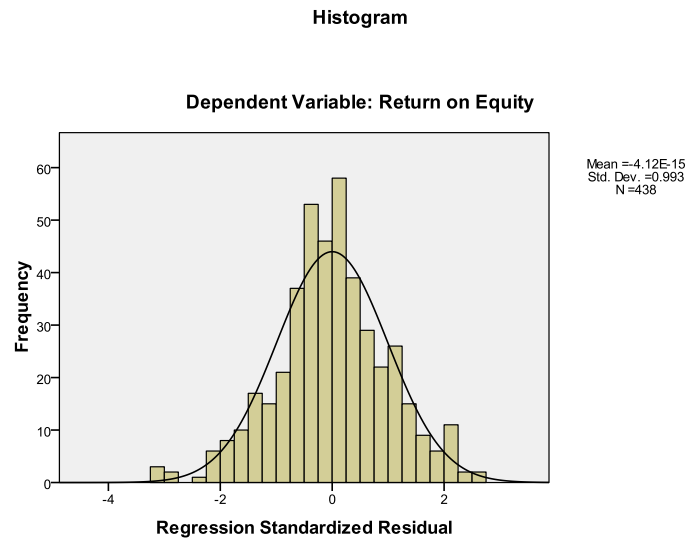


المخطط رقم (4): مخطط نسيجي (هستوغرام) لتوزيع البواقي لنموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الرابعة.

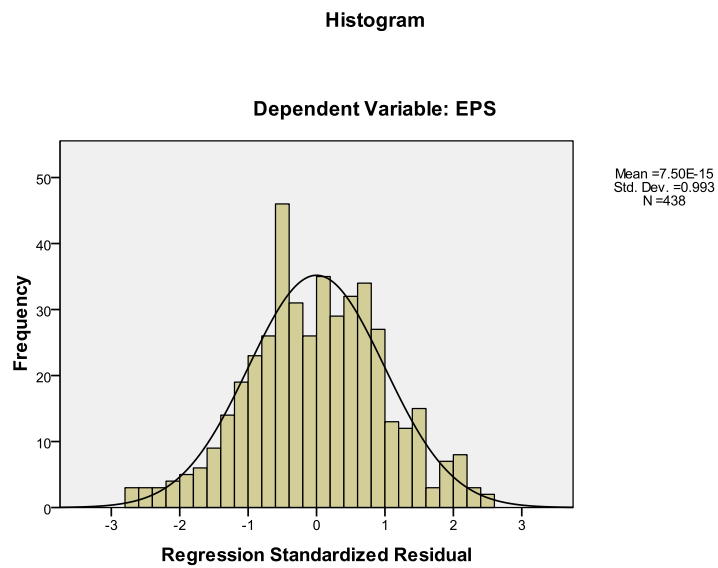
Histogram



المخطط رقم (5): مخطط نسيجي (هستوغرام) لتوزيع البواقي لنموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الخامسة.



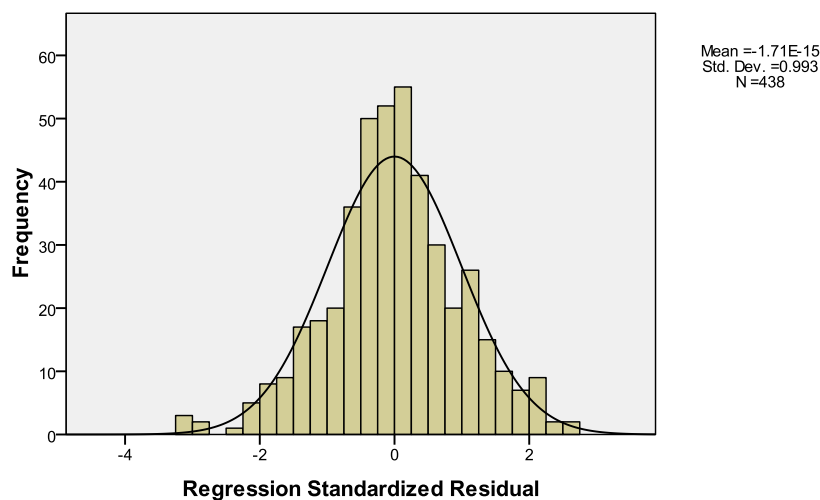
المخطط رقم (6): مخطط نسجي (هستوغرام) لتوزيع البواقي لنموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية السادسة.



المخطط رقم (7): مخطط نسجي (هستوغرام) لتوزيع البواقي لنموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية السابعة.

Histogram

Dependent Variable: Tobin Q



المخطط رقم (8): مخطط نسيجي (هستوغرام) لتوزيع البواقي لنموذج الانحدار المتعدد الخاص باختبار الفرضية الرئيسية الثامنة.

Correlations								
			الديون إلى حقوق الملكية	الديون إلى إجمالي الأصول	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	تغيرات إجمالي الأصول	نسبة السيولة	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول
Spearman's rho	الديون إلى حقوق الملكية	Correlation Coefficient	1	-	.627**	.037	-.257**	-.297**
	الديون إلى إجمالي الأصول	Correlation Coefficient	-	1	.641**	.015	-.523**	-.431**
	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	Correlation Coefficient	.627**	.641**	1	.108*	-.279**	-.595**
	تغيرات إجمالي الأصول	Correlation Coefficient	.037	.015	.108*	1	-.009	-.125**
	نسبة السيولة	Correlation Coefficient	-.257**	-.523**	-.279**	-.009	1	.302**
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	Correlation Coefficient	-.297**	-.431**	-.595**	-.125**	.302**	1

الجدول رقم (2): قيم معاملات الارتباط سبيرمان بين أزواج المتغيرات المستقلة المدخلة في نماذج الانحدار المتعدد الخاصة باختبار فرضيات الدراسة.

النموذج	المتغير المستقل "أو الضابط"	VIF	Tolerance
نماذج الانحدار الخاصة باختبار الفرضيات الرئيسية الأولى والثانية والثالثة والرابعة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	1.148	.871
	تغيرات إجمالي الأصول	1.103	.906
	نسبة السيولة	1.091	.917
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	1.136	.880
	نسبة الديون إلى حقوق الملكية	1.201	.833
نماذج الانحدار الخاصة باختبار الفرضيات الرئيسية الخامسة والسادسة والسابعة والثامنة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	1.080	.926
	تغيرات إجمالي الأصول	1.270	.787
	نسبة السيولة	1.191	.840
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	1.170	.854
	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول	1.280	.781

الجدول رقم (3): قيم الـ VIF والـ Tolerance الخاصة بتحري وجود ظاهرة الخطية المتعددة في نماذج الانحدار المطبقة.

الملحق (2) - نبذة عن الشركات عينة الدراسة

الرقم	الشركة	الرمز	القطاع	تاريخ التأسيس	تاريخ الإدراج	عدد الأسهم ¹¹
1	البنك العربي	ARBS	المصرفي	2005/3/24	2009/3/2	50,500,000.00
2	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	المصرفي	2003/12/14	2009/3/30	52,500,000.00
3	بنك الأردن	BOJS	المصرفي	2008/5/28	2010/6/23	30,000,000.00
4	بنك الشرق	SGRQ	المصرفي	2008/12/22	2010/12/2	25,000,000.00
5	بنك بيبيلوس	BBS	المصرفي	2005/10/20	2009/11/17	61,200,000.00
6	بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	المصرفي	2003/12/29	2009/2/2	50,000,000.00
7	بنك سورية الدولية الإسلامي	SIIB	المصرفي	2007/4/29	2009/6/2	84,994,057.00
8	بنك سورية والخليج	SGB	المصرفي	2009/11/21	2010/7/28	100,000,000.00
9	بنك سورية والمهجر	BSO	المصرفي	2003/12/29	2009/3/5	40,000,000.00
10	بنك عودة سورية	BASY	المصرفي	2005/8/30	2009/3/5	57,245,000.00
11	بنك فرنسبنك	FASB	المصرفي	2008/7/13	2011/1/5	52,500,000.00
12	بنك قطر الوطني	QNBS	المصرفي	2009/9/30	2010/4/8	150,000,000.00
13	الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	التأميني	2007/9/24	2011/7/27	10,000,000.00
14	السورية الدولية للتأمين - أروب	AROP	التأميني	2006/06/20	2010/4/7	10,000,000.00
15	السورية الكويتية للتأمين	SKIC	التأميني	2006/2/26	2012/5/13	8,500,000.00
16	السورية الوطنية للتأمين	NIC	التأميني	2006/6/18	2010/6/7	8,500,000.00
17	الشركة المتحدة للتأمين	UIC	التأميني	2006/5/18	2009/6/24	8,500,000.00
18	العقيلة للتأمين التكافلي	ATI	التأميني	2007/12/16	2010/8/22	20,000,000.00
19	الشركة الأهلية للزيوت النباتية	AVOC	الصناعي	1996/5/23	2009/6/10	15,000,000.00
20	الأهلية للنقل	AHT	الخدمي	1992/4/28	2009/3/2	2,000,000.00
21	المجموعة المتحدة للنشر والتسويق	UG	الخدمي	2002/06/25	2009/2/3	4,500,000.00

¹¹ حتى نهاية عام 2015.

Abstract

This study aimed to identify the impact of the capital structure represented by the debt-to-equity ratio and the debt to total assets ratio in the financial performance of those companies represented by Return on assets (ROA), Return on equity (ROE), Earning Per share (EPS) and the market value to book value of equity (Tobin's Q).

To achieve this goal, we collected the variables of study through financial statements issued by sample of 21 companies from listed companies in the Damascus Securities Exchange between beginning of 2010 till June 2015.

The study found some results including: (1) There was a statistically significant negative effect for capital structure represented by debt-to-equity ratio and the debt to total assets ratio in the financial performance represented by Return on assets (ROA) and Return on equity (ROE). (2) There was a statistically significant positive effect for capital structure represented by debt-to-equity ratio and debt to total assets ratio in market value to book value of equity ratio (Tobin's Q). (3) There wasn't any statistically effect for capital structure represented by debt-to-equity ratio and the debt to total assets ratio in the financial performance represented by Earning per share (EPS).

On the other hand, the study has also found that: (4) control variables of company's size, growth opportunities and type of sector explain part of the financial performance changes, this mean the greater the size of the company, and growth from time to time as reflected in positive impact on its financial performance. (5) We also found that the financial performance of industrial sector was the top compared to other sectors. We also didn't find any effect for liquidity ratio, or the asset's structure on financial performance.

Key words: Capital Structure, Financial Performance, Return on Assets, Return on Equity, Earning Per Share, The Market Value to Book Value of Equity.

**Syrian Arab Republic
Ministry of Education
Damascus University
Faculty of Economics
Department of Business Administration
Business Administration Specialization**



The Effect of Capital Structure on Companies Financial Performance

– A Field Study on Listed Companies in Damascus Securities Exchange (DSE) –

**A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the
Requirements for the Master Degree in Business Administration**

Prepared by: Yazeed Saleem Mohammad
Supervised by: Dr. Mouhanad Nabeel Arnaout

2016 – 2015