

أثر الهيكل التمويلي على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تحليلية

أ.د. حمدي شحده زعرب*

أ.د. علي عبد الله شاهين†

أ. أحمد شريف أبو سيف‡

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير مكونات الهيكل التمويلي على السيولة، وذلك من خلال الوقوف على مزيج الهيكل التمويلي (التمويل الممتلك بالأسهم العادية، والتمويل الذاتي، والتمويل بالمدىونية قصيرة الأجل وطويلة الأجل)، للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، ولتحقيق ذلك تم إجراء المعالجات الإحصائية اللازمة للبيانات المالية للشركات محل الدراسة، خلال الفترة من عام 2010م وحتى عام 2019م، معتمدة على المنهج الوصفي التحليلي، ومستخدم أساليب تحليل البيانات الطولية (Panel Data) من خلال نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية وذلك باستخدام برنامج التحليل الإحصائي (Eviews).

وقد خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج منها: وجود تأثير لمتغيرات الهيكل التمويلي مجتمعة على السيولة، كما أن نسبة التداول لم تتأثر بنسب التمويل الذاتي، والتمويل الممتلك بالأسهم العادية، بينما تأثرت بنسب المدىونية قصيرة وطويلة الأجل. وقد أوصت الدراسة بضرورة تفعيل عمليات التمويل من خلال إصدار أسهم عادية وفقاً لظروف كل شركة، وتعزيز التمويل الذاتي، وتقليل المدىونية تجنباً لمخاطر السيولة.

الكلمات المفتاحية: السيولة- نسبة التداول- بورصة فلسطين- الهيكل التمويلي- الشركات الصناعية.

* كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية- الجامعة الإسلامية

† كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية- جامعة الإسراء

‡ باحث اقتصادي بوزارة المالية الفلسطينية

Effect of the Financing Structure on Liquidity in Shareholding Companies: on the Industrial Sector Companies Listed on the Palestine Exchange: An Analytical Study

Abstract

This study aimed to analyze the effect of the components of the financing structure on liquidity, by examining the mix of the financing structure (financing owned by ordinary shares, self-financing, financing with short and long-term indebtedness) for Palestinian companies operating in the industrial sector and listed on the Palestine Exchange for the purpose of building structures capable of financing liquidity crises.

To achieve this aim, the necessary statistical treatments were carried out for the financial data of the companies under study, during the period from 2010-2019, based on the analytical descriptive approach. The researcher used the methods of analyzing longitudinal data (Panel data) through the aggregate regression model, the fixed effects model, and the random effects model using Eviews statistical analysis software.

The study concluded several results, including: the existence of an effect of the variables of the financing structure combined on liquidity, and the trading ratio was not affected by the ratios of self-financing, and financing owned by common shares, while it was affected by the ratios of short and long-term debt ratios. The study recommended the necessity of activating financing operations through the issuance of ordinary shares according to the circumstances of each company, promoting self-financing, and reducing indebtedness in order to avoid liquidity risk.

Keywords: Liquidity, Trading Ratio, Palestine Exchange, Financing Structure, Industrial Companies.

مقدمة

يمثل الهيكل التمويلي جانب الالتزامات وحقوق المساهمين في الميزانية العمومية، فينظر الماليين لهذا الجانب على أنه مصادر التمويل، كما ينظرون إلى "جانب الأصول" على أنه استخدامًا للمال ويطلق عليه هيكل الأصول، ويتحكم في نسب مكونات كل منهما القرارات المالية المتعلقة بالسياسات المالية "Financial Policy" والسياسات الاستثمارية "Investment Policy" المعتمدة في الشركة، كذلك يتم تمييز أموال الملكية "حقوق المساهمين" حسب مصدرها بحيث تنقسم إلى تمويل خارجي من خلال إصدار الأسهم وتمويل ذاتي من خلال الأرباح المحتجزة والاحتياطات والإهلاك، وبالتالي يمكن دراسة هيكل التمويل بدقة ووضوح (أبوصبحا، 2008م).

هذا وقد أجريت العديد من الدراسات التي هدفت إلى معرفة طبيعة العلاقة بين مكونات الهيكل التمويلي والسيولة، مثل: دراسة (Burksaitiene & Draugele, 2018) ودراسة (Šeligová, 2017) ودراسة (سعيد، وبرايم، 2016م)، وتشير نتائج هذه الدراسات إلى وجود علاقة بين تركيبة الهيكل

التمويلي والسيولة، وتختلف طبيعة ودرجة العلاقة حسب مزيج الهيكل التمويلي والقرارات والسياسات التمويلية المرتبطة به، بالإضافة لبيئة وطبيعة وقطاعات الشركات.

وبالرجوع إلى النظريات التي أسست لدراسة ومعرفة طبيعة العلاقة بين مكونات الهيكل التمويلي والسيولة فهناك عدة نماذج نظرية يمكن أن تساعد في توضيح العوامل المؤثرة على قرارات الاحتفاظ بالنقدية. ومن هذه النظريات نظرية (Myers & Majluf, 1984) وتتعلق بالترج في عمليات التمويل "التسلسل الهرمي" (POT) (Pecking order theory)، وتنص على أن الشركات تمول استثماراتها من خلال الأرباح المحتجزة "التمويل الذاتي"، ثم بالديون منخفضة المخاطر، ثم بالديون الأكثر خطراً، وأخيراً تلجأ إلى التمويل بملكية الأسهم (Ferreira, & Vilela, 2004).

هذا وليس بعيداً عما ذكر وفي ضوء البيئة غير المستقرة للاقتصاد الفلسطيني فإن مخاطر مشكلة السيولة تبقى قائمة لدى الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، الأمر الذي يدعو إلى البحث في آليات بناء هيكل تمويلي يراعي توفير السيولة ويحقق في الوقت نفسه تعظيم الربحية والحفاظ على حقوق المساهمين مما يساهم في استقرار الأوضاع المالية للشركات ويدعم نموها واستمراريتها في السوق. وتأتي أهمية هذه الدراسة لتسليط الضوء على مدى تأثير مكونات الهيكل التمويلي على السيولة في شركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة فلسطين.

مشكلة الدراسة:

أشار العديد من الباحثين إلى وجود علاقة بين الهيكل التمويلي والسيولة، حيث تمثل السيولة جزءاً من الأموال المتاحة داخل الشركة ومصدرها التمويل الذاتي، والتمويل الممتمك بالأسهم، والتمويل بالديون، وقد تناولت العديد من الدراسات هذه العلاقة بغرض التعرف على طبيعتها وتأثيرها، ومنها: دراسة (Salman, 2019)، ودراسة (سالمي، وآخرون، 2019م)، ودراسة (Karlsson, & Svensson, 2016)، ودراسة (Njoroge, & Muturi, 2014). وكانت نتائج تلك الدراسات مختلفة فيما بينها حول طبيعة العلاقة بين مكونات الهيكل التمويلي وبين السيولة، الأمر الذي يشير إلى أهمية مثل هذه الدراسات للكشف عن طبيعة العلاقة القائمة بين تلك المتغيرات في ظل اختلاف البيئات التي تعمل فيها الشركات.

إن البيئة الاقتصادية والاجتماعية غير المستقرة التي تعمل فيها الشركات المدرجة في بورصة فلسطين مختلفة تماماً عن بيئة العديد من البلدان، مما يجعل من مخاطر السيولة وعلاقتها بالهيكل

التمويلي أمرًا يحتاج إلى دراسة أثر مكونات الهيكل التمويلي على السيولة في الشركات لما تمثله السيولة من أهمية بالغة في استمرار ونمو الشركة وقدرتها على مواجهة المخاطر.

في ضوء ما سبق فإن مشكلة الدراسة تتمحور حول السؤال الرئيس التالي:

ما أثر الهيكل التمويلي على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

ويتفرع منه الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما أثر التمويل الممتمك بالأسهم على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟
2. ما أثر التمويل الذاتي على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟
3. ما أثر التمويل بالديون على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تحليل أثر الهيكل التمويلي على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

1. الوقوف على أثر التمويل الممتمك بالأسهم على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
2. التعرف على أثر التمويل الذاتي على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
3. تحليل أثر التمويل بالديون على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

المنهجية المستخدمة في الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وذلك للتعرف على مدى تأثير الهيكل التمويلي على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، من خلال تحليل البيانات المالية المتعلقة بالشركات الصناعية محل الدراسة.

طرق جمع البيانات:

تم جمع البيانات من خلال المصادر الثانوية للحصول على البيانات اللازمة لصياغة الجانب النظري لموضوع الدراسة والبيانات المستخدمة في التحليل الإحصائي، وقد تم الحصول على هذه البيانات من خلال المصادر الآتية:

- المراجع العربية والأجنبية (الكتب والدوريات والمقالات) والدراسات والتقارير والبيانات المنشورة وغير المنشورة المتعلقة بموضوع الدراسة.

- التقارير والإحصاءات المنشورة الصادرة عن بورصة فلسطين للأوراق المالية.

مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من (2010-2019)، والبالغ عددها (13) شركة.

متغيرات الدراسة:

1- المتغير المستقل:

ويتمثل المتغير المستقل في الهيكل التمويلي، وقد تم قياسه من خلال النسب التالية:

- نسبة التمويل الممتلك بالأسهم العادية (X1) = (رأس المال المدفوع + علاوة الإصدار - أسهم الخزينة + حقوق الأقلية "حقوق غير مسيطر عليها") / إجمالي الأصول.
- نسبة التمويل الذاتي (X2) = (الأرباح المحتجزة + الاحتياطيات) / إجمالي الأصول.
- نسبة التمويل بالمدىونية قصيرة الأجل (X3) = المطلوبات المتداولة / إجمالي الأصول.
- نسبة التمويل بالمدىونية طويلة الأجل (X4) = المطلوبات غير المتداولة / إجمالي الأصول.

2- المتغير التابع:

ويتمثل المتغير التابع في السيولة، وقد تم قياسه من خلال المؤشر التالي:

نسبة التداول (Y) = الأصول المتداولة / الالتزامات المتداولة.

فرضيات الدراسة:

بناءً على مشكلة الدراسة وأهدافها تم صياغة الفرضيات التالية:

1- الفرضية الرئيسية:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للهيكل التمويلي على نسبة

التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويتفرع منها الفرضيات التالية:

- الفرضية الفرعية الأولى:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للتمويل الممتمك بالأسهم العادية على نسبة تداول السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

- الفرضية الفرعية الثانية:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للتمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة والاحتياطيات) على نسبة تداول السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

- الفرضية الفرعية الثالثة:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للتمويل بالمديونية قصيرة الأجل (المطلوبات المتداولة) على نسبة تداول السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

- الفرضية الفرعية الرابعة:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للتمويل بالمديونية طويلة الأجل (المطلوبات غير المتداولة) على نسبة تداول السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

الدراسات السابقة:

دراسة (عبد الله، وأبو شهيو، 2021)، بعنوان: الهيكل التمويلي وأثره على السيولة المصرفية: دراسة تحليلية على مصرف الجمهورية خلال الفترة من 2008 - 2016.

هدفت الدراسة إلى قياس السيولة المصرفية من خلال بعض معايير السيولة ومعرفة أثر الهيكل التمويلي عليها ومحاولة المفاضلة بين مصادر التمويل التي يمكن أن يعتمد عليها المصرف في تمويله لأصوله وترفع من كفاءتها من خلال توفير السيولة. واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لتحليل البيانات المالية. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي موجب ذو دلالة إحصائية للهيكل التمويلي المعبر عنه بمؤشر الاقتراض ونسبة الالتزامات قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) إلى حقوق الملكية على السيولة والممثل عنها بنسبة الرصيد النقدي والأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول، ووجود علاقة سالبة بين حقوق الملكية إلى إجمالي الخصوم كممثل عن الهيكل التمويلي ونسبة الرصيد النقدي كممثل عن السيولة.

دراسة (Reschiwati, Syahdina, Handayani,2020): بعنوان أثر السيولة والربحية وحجم الشركات وقيمتها على هيكل رأس المال.

Effect of Liquidity, Profitability, and Size of Companies on Firm Value.

هدفت الدراسة إلى فحص وتحليل أثر السيولة والربحية وحجم الشركة وقيمتها على هيكل رأس المال، وتمثلت عينة الدراسة في 15 شركة مصرفية مدرجة في البورصة الإندونيسية خلال الفترة 2014-2018، وتم استخدام برنامج Eviews 8.0. وتوصلت الدراسة إلى أن السيولة والربحية وحجم الشركة تؤثر بشكل كبير على هيكل رأس المال، وأن هيكل رأس المال ليس وسيطاً لتأثير السيولة والربحية على قيمة الشركة، في حين أن هيكل رأس المال هو وسيط لتأثير حجم الشركة على قيمة الشركة.

دراسة (سالمي، وآخرون، 2019م)، بعنوان: "أثر سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة الاقتصادية- دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2015)"

هدفت الدراسة إلى معرفة وقياس الأثر المترتب لسياسة الاستدانة على سيولة الشركة، وتمثلت عينة الدراسة بعدد "22" شركة مدرجة في بورصة دبي، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين نسب المديونية (إجمالي الديون/إجمالي الأصول)، (الديون طويلة الأجل/إجمالي الأصول) وبين نسبة التداول، كذلك وجدت الدراسة علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة (تدفق خزينة الاستغلال/ إجمالي الديون) ونسبة التداول.

دراسة (عمران، 2019م)، بعنوان: كفاية رأس المال وأثرها على مخاطر السيولة المصرفية: دراسة تطبيقية في مصرفي الوطني الإسلامي والتجاري العراقي للمدة (2012-2017).

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مدى تأثير كفاية رأس المال على مخاطر السيولة المصرفية، وبيان أهميتها في معالجة مخاطر السيولة المصرفية طبقاً لاتفاقية بازل "2" في المصارف العراقية. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للمتغير المستقل لنسبة كفاية رأس المال على المتغيرات التابعة لمخاطر السيولة المصرفية، وبالتالي يمكن تخفيض حجم مخاطر السيولة المصرفية من خلال توفير حجم ملائم من الأموال المخصصة للإيفاء بمتطلبات كفاية رأس المال.

دراسة (Salman, 2019) بعنوان: "أثر الهيكل التمويلي على سيولة الشركة ونموها: أدلة من شركات صناعة التبغ في باكستان".

Capital Effect of Capital Structure on Corporate Liquidity and Growth: Evidence from Tobacco Industry in Pakistan.

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير الهيكل التمويلي على سيولة الشركة ونموها، وذلك بغرض معرفة كيفية تأثير القرارات التمويلية على سيولة ونمو شركات صناعة التبغ في باكستان المدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة 2011-2016. وتوصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية تؤثر على سيولة الشركة ونموها، وتبين أن شركات التبغ محل الدراسة تعتمد على تمويل الديون ولديها نسبة عالية من الديون قصيرة الأجل، وأن شركات التبغ تتمتع بسيولة عالية، وأنها تحقق مركزاً جيداً في السوق، وتتمتع بأرباح عالية، مما يدل على أن الرافعة المالية مرتبطة بشكل إيجابي بسيولة الشركة ونموها. دراسة (العمار، وغيا، 2018م)، بعنوان: "نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة - عرض وتحليل"

هدفت الدراسة إلى استعراض وتحليل كافة نظريات الهيكل التمويلي وهي نظرية الربح الصافي ووصولاً إلى أحدثها وهي نظرية توقيت السوق، والوقوف على أهم الانتقادات الموجهة لها، واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي. وتوصلت الدراسة إلى وجود صعوبة في تعميم وتطبيق مطلق لأي نظرية من نظريات الهيكل التمويلي للوصول للهيكل التمويلي الأمثل، وأن تطبيقها يحكمه اعتبارات كثيرة وعوامل مختلفة، لأن القرار التمويلي يختلف حسب طبيعة وأهداف الشركة والبيئة والاقتصاد الذي تعمل في وسطه.

دراسة (قباجة، 2018م)، بعنوان: "محددات هيكل رأس المال (الهيكل التمويلي) للشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية للفترة 2006 - 2016"

هدفت الدراسة إلى معرفة أهم محددات هيكل رأس المال "الهيكل التمويلي" للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وقياس أثر هذه العوامل على الهيكل التمويلي لتلك الشركات، واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي ونموذج الانحدار المتعدد لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الهيكل التمويلي والسيولة، بينما كان هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي وهيكل الأصول وعمر ونمو الشركة.

دراسة (Bursaitiene, & Draugele, 2018) بعنوان: "أثر الهيكل التمويلي على إدارة السيولة".

Capital structure impact on liquidity management.

هدفت الدراسة إلى معرفة وجود علاقة بين الهيكل التمويلي والسيولة ونوع العلاقة، من خلال تحليل الهيكل التمويلي لتحديد تأثيره على السيولة، في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة البلطيق (Nasdaq Baltic). وبينت الدراسة وجود علاقة قوية بين نسب الهيكل التمويلي ونسب السيولة، فهناك علاقة إيجابية بين نسبة حقوق الملكية والسيولة، ووجود علاقة سلبية بين نسبة الديون ونسب السيولة، فزيادة التمويل بالديون يزيد من مخاطر السيولة.

دراسة (الخاقاني، وأبو هونه، 2017م)، بعنوان: " تحليل أثر كفاية رأس المال على السيولة المصرفية: دراسة تطبيقية لعينة من المصارف العراقية "

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر كفاية رأس المال على السيولة في المصارف العراقية بهدف زيادة قوة السيولة في مواجهة مخاطر السيولة لتحقيق الاستقرار المالي، واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين كفاية رأس المال على السيولة، بمعنى أن ارتفاع كفاية رأس المال يؤدي إلى تحسين وضع السيولة في المصارف، وبالتالي انخفاض مستوى مخاطر السيولة.

دراسة (حنتوش، 2017م)، بعنوان: " تأثير زيادة التمويل الممتمك على المؤشرات المالية "

هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير زيادة التمويل الممتمك بإصدار أسهم عادية جديدة على المؤشرات المالية، في شركات قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، معتمدة على مجموعة من الأساليب الإحصائية منها نموذج الانحدار الخطي البسيط، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الزيادة في التمويل الممتمك بإصدار أسهم عادية جديدة وبين المؤشرات المالية.

دراسة (أبو شمالة، وآخرون، 2017م)، بعنوان: " أثر هيكل المديونية على الأداء المالي . بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين "

هدفت الدراسة إلى معرفة تركيبة هيكل المديونية وأثرها على الأداء المالي، في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، في قطاعات الاستثمار، والتأمين، والخدمات، والصناعة، مستخدمة المنهج الوصفي التحليلي. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للتمويل بالديون طويلة الأجل على العائد على الأصول في قطاعات الاستثمار والتأمين والصناعة. بينما هناك أثر سلبي على شركات قطاع الخدمات. كذلك يوجد أثر إيجابي للديون قصيرة الأجل على العائد على الأصول في شركات قطاع الاستثمار والتأمين،

وجود أثر إيجابي لنسبة الدائنين على العائد على الأصول فقط للشركات المدرجة ضمن قطاع الصناعة.

دراسة (Šeligová, 2017) بعنوان: " أثر مصادر التمويل على السيولة في شركات قطاع الطاقة في جمهورية التشيك".

The Impact of Funding Sources on Corporate Liquidity in Energy Sector in the Czech Republic.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر مصادر التمويل على سيولة شركات قطاع الطاقة في الجمهورية التشيكية. وتوصلت الدراسة إلى أن سيولة شركات قطاع الطاقة قد تأثرت بشكل إيجابي بنسبة حقوق الملكية (ER) ونسبة العائد على حقوق الملكية (ROE). وكذلك تشير النتائج أن سيولة شركات قطاع الطاقة قد تأثرت سلباً بنسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول (EBIT)، ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول (FA/TA)، ونسبة إجمالي حقوق الملكية والديون إلى إجمالي الأصول (DE/TA).

دراسة (سعيد، وإبراهيم، 2016م)، بعنوان: " تركيبة هيكل التمويل على السيولة في الشركات الصناعية السودانية - دراسة تطبيقية للشركات السودانية العاملة في مجال الصناعة "

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر تركيبة الهيكل التمويلي على درجة السيولة في الشركات السودانية في قطاع الصناعة، مستخدمة الأسلوب الإحصائي الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة التداول ونسبة التمويل الخارجي، وعلاقة ضعيفة جدا مع نسبة التمويل الداخلي للشركات الصناعية السودانية. كذلك تشير إلى وجود علاقة طردية بين نسبة السيولة السريعة ونسبة التمويل الخارجي ونسبة التمويل الداخلي. كذلك أشارت نتائج الدراسة إلى أن مزيج هيكل التمويل يؤثر في مؤشرات السيولة.

دراسة (Karlsson, & Svensson, 2016) بعنوان: " العلاقة بين السيولة والهيكل التمويلي - تحليل مقارنة بين شركات العقارات وشركات تكنولوجيا المعلومات في السويد".

The linkage between liquidity management and capital structure - a comparative analysis essay between real estate and IT companies in Sweden.

هدفت الدراسة إلى معرفة وجود علاقة بين هيكل التمويل والسيولة من خلال إجراء تحليل مقارنة لقطاعين مختلفين في دولة السويد (قطاع تكنولوجيا المعلومات، وقطاع العقارات). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين السيولة والهيكل التمويلي في كلا القطاعين، ففي الشركات العقارية تظهر النتيجة علاقة

إيجابية، بينما النتيجة بالنسبة لشركات تكنولوجيا المعلومات تشير إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية ونسبة السيولة.

دراسة (العمارنة، 2014م)، بعنوان: "محددات السيولة النقدية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية"

هدفت الدراسة إلى استكشاف العوامل التي تؤثر على السيولة النقدية (النقد وشبه النقد) اللازمة للشركة بما يضمن الوفاء بالالتزامات وتجنب الاقتراب من خطر العسر المالي أو الإفلاس، وتم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، خلال المدة الزمنية الممتدة من عام 2001 - 2010. وتوصلت الدراسة إلى أن متغير درجة الرفع المالي سالباً ومهما إحصائياً، مما يشير إلى وجود تأثير عكسي لحجم الديون على السيولة النقدية، وأن متغير التوزيعات النقدية كان موجبا ومهما إحصائياً، وأن معامل متغير معدل النمو (الفرص الاستثمارية المتاحة) كان موجباً ومهما إحصائياً.

دراسة (Njoroge, & Muturi, 2014) بعنوان: أثر قرارات التمويل على السيولة في البنوك التجارية المدرجة في بورصة كينيا.

Effect of Financing Decisions on Liquidity of Listed Commercial Banks in Kenya.

هدفت الدراسة إلى تقييم مدى تأثير قرارات التمويل بالأسهم العادية "equity financing" على السيولة في البنوك التجارية المدرجة في كينيا. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ضعيفة بين التمويل بالأسهم العادية والسيولة في البنوك التجارية المدرجة في بورصة كينيا، فهناك صعوبة في تحول الأسهم إلى نقد عند الطلب، بالإضافة إلى خضوعها إلى تقلبات السوق المالية، حيث لم تكن الأسهم قابلة للتحويل بسهولة إلى نقد، وكانت تخضع أيضاً لتقلبات السوق المالية.

دراسة (Anjum, & Malik, 2013) بعنوان: "محددات سيولة الشركة: تحليل الحيازة النقدية في الشركات الباكستانية".

The Determinants of Corporate Liquidity- An Analysis of Cash Holdings.

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على سيولة الشركة من خلال تحليل الحيازة النقدية في الشركات الباكستانية غير المالية المدرجة في بورصة كراتشي (KSE). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الحيازة النقدية، وحجم الشركة، وصافي رأس المال العامل، وهناك علاقة سلبية بين الحيازة

النقدية والرافعة المالية، ودورة التحويل النقدي، ووجود علاقة ضعيفة بين الحيازة النقدية ونمو المبيعات بمعنى لا يوجد له أي تأثير على الحيازة النقدية.

ما يميز الدراسة الحالية:

تناولت الدراسات السابقة موضوع الهيكل التمويلي وأثره على السيولة، ورغم الجوانب المختلفة التي تناولتها الدراسات السابقة تأتي هذه الدراسة في محاولة لدراسة أثر الهيكل التمويلي على السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية - التي تعمل في ظل ظروف بيئية واقتصادية ذات طبيعة خاصة تختلف عن تلك التي أجريت عليها الدراسات السابقة، منها الحصار المفروض على قطاع غزة وممارسات الاحتلال الصهيوني الممنهجة في تدمير الاقتصاد بشكل عام وبالقطاع الصناعي بشكل خاص- وسيتم الاستفادة من الدراسات السابقة في اتباع منهجية الدراسة الحالية واختيار الأساليب الإحصائية المناسبة.

أولاً: الإطار النظري للعلاقة بين الهيكل التمويلي والسيولة:

- مفهوم الهيكل التمويلي:

الهيكل التمويلي Financial Structure هو عبارة عن توليفة من مصادر التمويل التي تختارها المنشأة لتغطية استثماراتها، ويتكون من كافة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العمومية، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل، قصيرة الأجل، أو أموال دين، أو أموال خاصة (حركاتي، 2018م، ص 54).

- مفهوم السيولة:

السيولة Liquidity بمعناها المطلق تعني النقدية Cash Money، بينما السيولة في معناها الفني فإنها تعني القابلية لدى الأصل للتحويل إلى نقدية بشكل سريع ودون خسائر، حيث يعتبر النقد المعيار المطلق للسيولة، فكافة بنود الموجودات المتداولة تعتبر سائلة، ولكن تتفاوت فيما بينها من حيث درجة سيولتها حسب هذا المعيار (احمد، 2013م، ص 302). وتظهر أهمية السيولة من خلال الدور الذي تؤديه في تسيير أعمال الشركة وأن غيابها يهدد وجود الشركة حتى لو كانت جميع مؤشرات الأداء الأخرى جيدة، فتوافر السيولة بشكل مناسب ومتوازن مع الأهداف الأخرى للإدارة المالية في الشركة يحقق الكثير من المميزات (عقل، 2009م، ص 53). وتعد السيولة أحد أهم الأهداف الاستراتيجية للشركة، بجانب هدف الربحية بما يضمن بقائها واستمراريتها ونموها (عز الدين، 2018م، ص 28).

وتتأثر السيولة بقرارات الهيكل التمويلي، حيث تؤثر تلك القرارات على التدفقات النقدية المستقبلية وعلى ربحية الشركة، كون القرارات التمويلية تتعلق بتحديد نسبة المديونية ممثلة بالتمويل قصير الأجل وطويل الأجل، بالإضافة إلى تحديد نسبة التمويل الممتمك بالأسهم العادية، فهذه العلاقة تمتد آثارها المستقبلية على العوائد المالية والقيمة السوقية للشركة (عمار، 2017م، ص27).

كما يشير (عقل، 2009م، ص55) أن لمكونات الجانب الأيسر في الميزانية العمومية تأثيراً مباشراً على السيولة، خاصة عند عدم تحقق التوازن بين طبيعة مصادر التمويل والاستخدامات. فالالتزامات قد تتسبب في إحداث مشكلات في السيولة خاصة في حال وجود اختلاف وعدم توافق بين مواعيد تسديد الالتزامات ومواعيد تدفق النقد.

- علاقة السيولة بالتمويل الممتمك بالأسهم العادية:-

يمثل التمويل الممتمك بالأسهم العادية نقطة البداية وحجر الأساس في حياة الشركة، فهو عمادها نحو بنائها وتحقيق أهدافها، وله من الأهمية الكبيرة كونه المصدر التمويلي الأول والأساس في مصادر التمويل، ويُعد المحور الرئيس من بين محاور اتخاذ القرارات التمويلية، كما ويُمثل أحد أهم ركائز الضمانات الأساسية للممولين من أخطار الإفلاس. لذلك تلجأ الشركات في مراحل حياتها إلى أحداث تعديل على رأس مالها، إما بالزيادة أو بالتخفيض، ويكون الغرض الأساسي من زيادة رأس المال هو تدعيم المركز المالي للشركة، ويعتبر التمويل الممتمك بالأسهم العادية Equity Financing من العوامل الرئيسية المؤثرة على السيولة، فكلما ارتفع رصيد رأس المال الممتمك بالأسهم العادية تتعزز وتزداد السيولة والعكس صحيح (عابد، 2019م، ص220).

وحتى تحافظ الشركة على استقرار مستوى السيولة وعدم تذبذبها، وتجنباً لمخاطر السيولة أو الإفلاس تفضل العديد من الشركات التمويل الممتمك على التمويل بالمديونية، فتقوم بزيادة رأس مالها من خلال إصدار أسهم عادية جديدة بهدف الدخول استثمارات كبيرة ترفع من قيمة الشركة، وتزيد ثقة في المتعاملين معها من أجل زيادة القيمة السوقية للشركة (حنتوش، 2017م، ص296).

فرصيد رأس المال الممتمك يؤثر على السيولة بالزيادة أو النقصان، حيث كلما انخفض رأس المال الممتمك بشراء أسهم الشركة انخفضت السيولة، وبالتالي تضعف القدرة التشغيلية للشركة، بالإضافة إلى ذلك تتخفض قدرتها على تسديد التزاماتها، بينما يحدث عكس ذلك في حالة زيادة رأس المال الممتمك حيث تزداد السيولة بزيادة رأس المال الممتمك بإصدار أسهم جديدة (حسين، 2019م، ص81). وتشير دراسة (Njoroge & Muturi, 2014, P205) إلى وجود علاقة إيجابية بين التمويل الممتمك بالأسهم العادية

والسيولة، فقرار التمويل بالأسهم يؤثر على السيولة في المؤسسات الاقتصادية، ولهذا القرار آثار مستقبلية على السيولة.

- علاقة السيولة بالتمويل الذاتي:

يُعد التمويل الذاتي الأداة التمويلية الأقل تكلفة والأكثر أمانًا وحفاظًا على سيولة الشركة، فهو يلعب الدور الفاعل في السياسة التمويلية نحو تنمية وتطوير استثمارات الشركة، والتعزيز من بقاءها واستمرارها في السوق، كونه يشكل القدرة التمويلية الذاتية لها، فيعتبر المؤشر الأهم على تحقيق السيولة والربحية. فهو يمثل المصدر التمويلي الوحيد الذي لا يُشكل أي خطر مالي بل يعزز من قدرة السيولة في الوفاء بالالتزامات واستثمار فائض السيولة باتجاه زيادة ربحية الشركة. وترتفع درجة سيولة الشركة من خلال التمويل الذاتي، وحيث يتيح للشركة هامش كبير من حرية التصرف في الأموال المتوفرة لديها، وبالتالي يعزز قوة الشركة التفاوضية مع الأطراف الخارجية وتدعيم المركز التنافسي لها في السوق (أبو بوشوشة، 2016م، ص89-107).

- علاقة السيولة بالتمويل بالمديونية:

إن عمليات التمويل بالمديونية Debt Financing تعتبر أحد مصادر السيولة، فدورة المديونية لا تتفك عن دورة السيولة، فهي على علاقة مباشرة ومستمرة بسيولة الشركة، لذلك يحرص المدير المالي دائمًا على تجنب وتقادي مشكلات مخاطر السيولة، فأى قرار تمويلي غير سليم يتعلق بالمديونية سوف يكون له تبعاته المستقبلية التي قد تحمل الشركة التزامات وأعباء مالية لا تطاق قد تهوي بها إلى مستنقع الإفلاس أو التصفية.

ومن هنا جاءت العديد من دراسات الباحثين في مجال التمويل لتبرز وتؤكد حساسية ذلك الارتباط بين إدارة السيولة وطبيعة هيكل مديونية الشركة، فكل نشاط استثماري أو تمويلي يحتاج إلى دراسة معمقة ومراقبة مستمرة لدرجات تأثر مستويات السيولة بقرارات المديونية. حيث تعتبر السيولة مؤشر مالي يقيس مدى القدرة على الوفاء بالتزامات وأعباء الديون، سواء الديون قصيرة أو طويلة الأجل، دون تكبد خسائر غير مرغوب فيها (Ghasemi & Razak, 2016, P136). فهناك ترابط متين بين السيولة والمديونية، حيث يهدف التمويل بالديون إلى تعزيز سيولة الشركة نحو رفع ربحيتها، فهو يقوم بدور هام وله أهمية كبيرة على سيولة وربحية الشركة، بداية من لحظة تدفق أموال الاستدانة مرورًا باستثمارها وانتهاء بتسديدها (سالمي وآخرون، 2019م، ص57).

كذلك فقد أشار (Ozkan, 2001, P182) إلى احتمالية أن تكون العلاقة بين السيولة والمديونية موجبة أو سالبة، فالشركات ذات السيولة المرتفعة ولديها القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، قد تتجه نحو الاقتراض واللجوء إلى الديون لتمويل استثماراتها، وهنا يتوقع أن تكون العلاقة بينهما موجبة، وربما تستخدم الشركة تلك السيولة الزائدة في تمويل استثماراتها، وهنا يتوقع أن تكون العلاقة عكسية بين السيولة والمديونية. وأثبت (عبد الله والسهلاوي، 2017م، ص17) أن التمويل بالديون قصيرة الأجل يؤثر على سيولة الشركة بسبب ما يترتب على استخدام تلك الديون من التزامات أو أعباء تعرض الشركة للمخاطر المالية المستقبلية.

ثانياً: التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات:

لأغراض تحليل بيانات الدراسة تم استخدام كلٍ من الإحصاء الوصفي من خلال بعض المقاييس الإحصائية الوصفية ممثلة في الوسط الحسابي، والقيمة العظمى والقيمة الصغرى، والانحراف المعياري، لوصف متغيرات الدراسة خلال الفترة (2010-2019)، كذلك تم إجراء عدة اختبارات إحصائية لفرضيات الدراسة باستخدام برنامج التحليل الإحصائي (Eviews).

- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يعرض هذا الجزء من الدراسة الإحصاءات الوصفية، وذلك على النحو الآتي:

حيث إن حجم عينة الدراسة 130 مشاهدة (13 شركة خلال 2010-2019، 10 سنوات)، بالتالي يمكن اعتبار أن المتوسط الحسابي للمتغير التابع يتبع تقريباً التوزيع الطبيعي، وذلك بناءً على نظرية النهاية المركزية (Central Limit Theorem) التي تنص على أن توزيع المعاينة للوسط الحسابي يقترب من التوزيع الطبيعي كلما كان حجم العينة كبيراً بما فيه الكفاية، ويبين الجدول رقم (1) بعض المقاييس الإحصائية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (2010-2019)

جدول رقم (1): المقاييس الإحصائية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (2010-2019)

مؤشرات المتغير التابع نسبة التداول	مؤشرات المتغير المستقل				المقياس الإحصائي
	نسبة التمويل بالمديونية طويلة الأجل	نسبة التمويل بالمديونية قصيرة الأجل	نسبة التمويل الذاتي	نسبة التمويل الممتمك بالأسهم العادية	
3.3446	0.0817	0.2163	0.1732	0.5288	الوسط الحسابي
2.7553	0.0623	0.1901	0.2669	0.3609	الوسط
14.2189	0.3047	0.5862	0.7473	5.7638	القيمة العظمى
0.2861	0.0045	0.0262	-5.2911	0.0865	القيمة الصغرى
2.5554	0.0673	0.1424	0.7229	0.6937	الانحراف المعياري

وتشير النتائج الموضحة في جدول رقم (1) إلى ما يلي:

1- متغير (التمويل الممتمك بالأسهم العادية):

تتراوح قيمة مؤشر التمويل الممتمك بالأسهم العادية بين (0.0865 ، 5.7638) بمتوسط حسابي (0.5288) وانحراف معياري (0.6937)، ويشير المتوسط الحسابي لنسبة التمويل الممتمك بالأسهم العادية ممثلًا برأس المال المدفوع وعلاوة الإصدار، والذي يقدمه المساهمون لتمويل الأصول خاصة في مرحلة التأسيس في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين إلى أن مصدر التمويل الممتمك بالأسهم العادية لهذه الشركات يشكل تقريبًا 52% من هيكلها التمويلية. وبالتالي فإن المتم لهذه النسبة هو مصادر التمويل الأخرى ممثلة بمصدر التمويل الذاتي ومصدر التمويل بالالتزامات والتي تشكل تقريبًا 48% من إجمالي مزيج هيكلها التمويلية.

كما وتشير النتائج إلى أن متوسط إجمالي الأموال المملوكة بالأسهم العادية في الشركات محل الدراسة (0.5882) يزيد عن متوسط إجمالي التزاماتها ممثلة في المديونية قصيرة الأجل وطويلة الأجل (0.2981). الأمر الذي يشير إلى انخفاض درجة المخاطر المالية المحتمل أن تواجه المقرضين والدائنين، بالإضافة إلى أن ارتفاع نسبة التمويل الممتمك بالأسهم العادية يعطي مدلول إيجابي من وجهة نظر الدائنين والمقرضين على المدى البعيد كضمان لديونهم في حال تعثر الشركة في المستقبل. وبالتالي

فإن ارتفاع هذه النسبة يزيد من قدرة الشركات محل الدراسة على زيادة نسبة الاقتراض أو الائتمان بشتى أنواعه.

هذا وفيما يتعلق بالمتوسط الحسابي لنسب التمويل الممتمك بالأسهم العادية في الهيكل التمويلي الخاص بكل شركة محل الدراسة خلال فترة الدراسة (10 سنوات) وكما يوضحه الجدول رقم (2).

جدول رقم (2): المتوسط الحسابي لنسب التمويل الممتمك بالأسهم العادية

الشركة	العربية لصناعة الدهانات	القدس للمستحضرات الطبية	الوطنية لصناعة الكرتون	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات "تابكو"	بيت جالا لصناعة الأدوية	بييريت للأدوية	دار الشفاء لصناعة الأدوية
المتوسط الحسابي	0.3184	0.3703	0.7776	0.3085	0.3420	0.2691	0.3348
الشركة	دواجن فلسطين - عزيرة	سجاير القدس	فلسطين لصناعات اللداين	مصانع الزيوت النباتية	مصنع الشرق للإلكتروود	مطاحن القمح الذهبي	
المتوسط الحسابي	0.3953	0.2888	2.2287	0.2552	0.2204		0.7645

يتبين أن هناك اختلاف في متوسطات نسب التمويل الممتمك بالأسهم العادية في الهيكل التمويلي بين الشركات محل الدراسة، حيث بلغ أعلى متوسط حسابي (2.2287) والمتعلق بشركة فلسطين لصناعات اللداين، بينما كان أقل متوسط حسابي (0.2204) والمتعلق بشركة مصنع الشرق للإلكتروود، ويُعزى ذلك لاختلاف أحجامها وطبيعتها وأنشطتها وسياساتها التمويلية والاستثمارية، بالإضافة للتغيرات المستمرة في نسب مصادر التمويل الأخرى.

ويشير الانحراف المعياري (0.6937) إلى وجود تشتت كبير جدًا حول المتوسط الحسابي للقيم، وذلك كون الانحراف المعياري هنا أكبر من المتوسط الحسابي (0.5288)، وهذا يعطي دلالة بأن القيم مشتتة ولا يوجد تجانس وتناغم أو تقارب للقيم مع بعضها البعض، بمعنى أن البيانات مشتتة وغير متقاربة، وبالتالي أصبح المتوسط الحسابي هنا أقل دقة وغير مفسر للبيانات بشكل دقيق. ويعود ذلك لوجود قيم متطرفة أو شاذة أي أن البيانات غير متناسقة كما هو موضح في جدول (2)، وتحديدًا البيانات المتعلقة بالشركات الثلاث التالية: شركة فلسطين لصناعات اللداين حيث بلغ وسطها الحسابي

لنسبة التمويل الممتلك بالأسهم العادية (2.2287)، وشركة الوطنية لصناعة الكرتون حيث بلغ وسطها الحسابي لنسبة التمويل الممتلك بالأسهم العادية (0.7776)، وشركة مطاحن القمح الذهبي حيث بلغ وسطها الحسابي لنسبة التمويل الممتلك بالأسهم العادية (0.7645). وهذه النسب تعبر عن قيم متطرفة وانحراف كبير مقارنة بمتوسطات الشركات الأخرى محل الدراسة، ومما يؤكد ذلك أنه عندما يتم استبعاد قيم شركة فلسطين لصناعات اللدائن فإن المتوسط الحسابي لنسبة التمويل الممتلك بالأسهم العادية يصبح (0.3871) والانحراف المعياري (0.2011).

أيضًا وفي نفس السياق عندما يتم استبعاد قيم كلاً من شركة الوطنية لصناعة الكرتون وشركة مطاحن القمح الذهبي فإن المتوسط الحسابي لنسبة التمويل الممتلك بالأسهم العادية يصبح (0.3103) والانحراف المعياري (0.1007) وهذا أقرب إلى الواقع بالنظر إلى متوسطات الشركات محل الدراسة كما هو موضح في جدول (2). وعليه يمكن القول بأن التمويل الممتلك بالأسهم العادية للشركات محل الدراسة معياره الطبيعي المقبول. أو العادي يقع بين متوسطي (0.2096 إلى 0.411)، وعليه فإن ما قل عن (0.2096) يعتبر منخفض وغير مقبول، وكذلك فإن ما زاد عن (0.411) يعتبر مرتفع عن المستوى المقبول، وهذا يعطي مؤشر ومعيار تستفيد منه الإدارة المالية في الشركة بأن تحافظ على مستوى طبيعي ومقبول من التمويل الممتلك بالأسهم العادية يقع بين متوسطي (0.2096 إلى 0.411) بما يناسب طبيعة وبيئة كل شركة. وعليه فإن المتوسط الحسابي لنسبة التمويل الممتلك بالأسهم العادية الشركات محل الدراسة جميعها يقع بين متوسطي (0.2096 إلى 0.411) باستثناء ثلاث شركات وهي: شركة فلسطين لصناعات اللدائن (2.2287)، وشركة الوطنية لصناعة الكرتون (0.7776)، وشركة مطاحن القمح الذهبي (0.7654) والتي يعتبر وسطها الحسابي مرتفع عن المعيار المقبول لنسبة التمويل الممتلك بالأسهم العادية حسب النتائج. وعليه ينصح إدارة هذه الشركات إعادة النظر في نسبة التمويل الممتلك بالأسهم العادية بما يزيد من سلامة هيكلها التمويلي.

وفي نفس السياق لوحظ من خلال قياس نسبة التغير في التمويل الممتلك بالأسهم العادية الخاص بكل شركة محل الدراسة خلال فترة الدراسة (10 سنوات) إلى استقرار هذه النسب باستثناء عدد محدود منها وبنسب ضئيلة جدًا كما يتبين من جدول رقم (3).

جدول رقم (3): نسب التغير في التمويل الممتمك بالأسهم العادية

الشركة	العربية لصناعة الدهانات	القدس للمستحضرات الطبية	الوطنية لصناعة الكرتون	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات "تابكو"	بيت جالا لصناعة الأدوية	بييرزيت للأدوية	دار الشفاء لصناعة الأدوية
نسبة التغير	0	0.0042	0	0.0060	0.0506	0.0551	0.0630-
الشركة	دواجن فلسطين - عزيمة	سجاير القدس	فلسطين لصناعات الدائن	مصانع الزيوت النباتية	مصنع الشرق للإلكترونيات	مطاحن القمح الذهبي	
نسبة التغير	0.0120	0.1145	0.0900-	0	0	0	0

تشير هذه النسب إلى أن التمويل الممتمك بالأسهم العادية شبه متوقف في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، فقد بلغ متوسط التغير (0.0069)، أي أقل من 1% خلال فترة الدراسة، الأمر الذي يشير إلى أن إدارة الشركات محل الدراسة تعتمد على مزيج من التمويل الذاتي والتمويل بالمدىونية لتمويل كافة أنشطتها الاستثمارية. ويُعزى ذلك إلى سياساتها التمويلية التي تقوم على تجنب تكاليف وتبعات التمويل الممتمك بالأسهم العادية باعتباره أعلى مصادر التمويل تكلفة، حسب نظرية الوكالة Agency Theory، والتي تسمى بتكاليف الوكالة (Agency cost)، مع اعتمادها في نفس الوقت على الرفع المالي كونه أقل مصادر التمويل تكلفة، بالإضافة إلى مصدر التمويل الذاتي ممثلاً بالأرباح المحتجزة والاحتياطيات الذي يتميز بتوفره دون تكلفة ودون أي تأثير سلبي على قرارات سيطرة المساهمين القدامى، بالإضافة إلى رغبة الإدارة المالية في الشركات محل الدراسة في زيادة العائد على الملكية، وبالتالي تحقيق زيادة في العائد على السهم (EPS) مما يعزز من قيمتها السوقية.

2- متغير (التمويل الذاتي):

تتراوح قيمة مؤشر التمويل الذاتي بين (-5.2911 ، 0.7473) بمتوسط حسابي (0.1732) وانحراف معياري (0.7229)، ويشير ذلك إلى أن متوسط نسبة التمويل الذاتي ممثلة بالأرباح المحتجزة والاحتياطيات في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين محل الدراسة تزيد عن 17% من

إجمالي هياكلها التمويلية. وهذا يعني أن التمويل الذاتي ممثلاً بالأرباح المحتجزة والاحتياطات يشكل مصدر تمويل داخلي ذو أهمية كبيرة بجانب مصادر التمويل الأخرى. الأمر الذي يعطي دلالة على وجود قدرة عالية لدى شركات القطاع الصناعي محل الدراسة على زيادة اعتمادها على هذا المصدر التمويلي والذي يتولد من أنشطتها الاعتيادية خلال الدورة التشغيلية، كما يتبين بأن التمويل الذاتي ينال اهتماماً كبيراً لدى الإدارة المالية في تلك الشركات بهدف المحافظة على مستوى طاقتها الإنتاجية، والمساهمة في النمو والتطوير والتوسع في استثماراتها.

هذا ويعتبر ارتفاع نسبة التمويل الذاتي في شركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين مؤشراً إيجابياً على الوضع المالي لتلك الشركات، وعلى زيادة ربحيتها واستقلاليتها المالية، ويبين الجدول رقم (4) المتوسط الحسابي للتمويل الذاتي الخاص بكل شركة محل الدراسة خلال فترة الدراسة.

جدول رقم (4): المتوسط الحسابي لنسب التمويل الذاتي

الشركة	العربية لصناعة الدهانات	القدس للمستحضرات الطبية	الوطنية لصناعة الكرتون	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات "نابكو"	بيت جالا لصناعة الأدوية	بيروزيت للأدوية	دار الشفاء لصناعة الأدوية
المتوسط الحسابي	0.3574	0.3720	0.0488	0.1405	0.3612	0.5411	0.2349
الشركة	دواجن فلسطين - عريزة	سجاير القدس	فلسطين لصناعات اللدائن	مصانع الزيوت النباتية	مصنع الشرق للالكترود	مطاحن القمح الذهبي	
المتوسط الحسابي	0.3042	0.1772	1.6347-	0.6052	0.6905	0.0531	

ويتضح من الجدول رقم (4) أن هناك اختلاف في متوسطات نسب التمويل الذاتي بين الشركات محل الدراسة، حيث بلغ أعلى متوسط حسابي (0.6905) والمتعلق بشركة مصنع الشرق للالكترود، بينما كان أقل متوسط حسابي (-1.6347) والمتعلق بشركة فلسطين لصناعات اللدائن. ويُعزى ذلك لاختلافها في أحجامها وطبيعة أنشطتها وسياساتها التمويلية والاستثمارية، وخططتها التوسعية، بالإضافة إلى اختلاف مستويات الربحية المتحققة من مختلف أنشطتها، إلى جانب الاختلاف في سياسات توزيع واحتجاز الأرباح التي تتبعها كل شركة من الشركات محل الدراسة.

كما يُشير الجدول (4) إلى أن غالبية شركات القطاع الصناعي تتمتع بنسب عالية من التمويل الذاتي، الأمر الذي يجعله يُشكل مؤشراً هاماً في هياكلها التمويلية، وهذا ينسجم مع نظرية التسلسل

والترج الهرمي في التمويل (Peeking-Order Theory (POT) والتي تُفضل اعتماد الشركات في تمويل استثماراتها على التمويل الذاتي أولاً، ثم التمويل بالمديون، وأخيراً التمويل بإصدار الأسهم العادية، بغرض تقليل تكاليف الأموال ولتجنب انخفاض قيمتها السوقية.

هذا وبالنظر إلى الانحراف المعياري لمتغير التمويل الذاتي (0.7229) نجد أنه كبيراً جداً بحيث يزيد عن المتوسط الحسابي (0.1732) بأكثر من أربعة أضعاف، وهذا يدل على وجود تشتت كبير جداً حول المتوسط الحسابي للقيم. وهذا يعطي دلالة بأن القيم مشتتة ولا يوجد تجانس وتناغم أو تقارب للقيم مع بعضها البعض. بمعنى أن البيانات مشتتة وغير متقاربة، وبالتالي أصبح المتوسط الحسابي لمتغير التمويل الذاتي أقل دقة وغير مفسر للبيانات، ويعود ذلك لوجود قيم متطرفة أو شاذة أي أن البيانات غير متناسقة كما هو موضح في جدول (4)، وهذا يرجع إلى وجود بيانات متطرفة أو شاذة "ذات قيم سالبة". ويظهر ذلك في الشركات الثلاث التالية: شركة فلسطين لصناعات اللدائن حيث بلغ وسطها الحسابي لنسبة التمويل الذاتي (-1.6347)، وشركة الوطنية لصناعة الكرتون حيث بلغ وسطها الحسابي لنسبة التمويل الذاتي (0.0488)، وشركة مطاحن القمح الذهبي حيث بلغ وسطها الحسابي لنسبة التمويل الذاتي (0.0531). وتعتبر هذه النسب قيم متطرفة وانحراف كبير مقارنة بمتوسطات الشركات الأخرى محل الدراسة. وعليه فإنه عندما يتم استبعاد قيم هذه الشركات فإن المتوسط الحسابي لنسبة التمويل الذاتي يصبح (0.3784) والانحراف المعياري (0.1918)، وهذه النتيجة تعطي مدلول أقرب إلى الواقع مقارنة بالنتيجة السابقة للانحراف المعياري، وهذا يتناسب مع متوسطات الشركات محل الدراسة، كما هو موضح في جدول (4). وعليه يمكن القول بأن التمويل الذاتي للشركات محل الدراسة معياره الطبيعي المقبول أو العادي يقع بين متوسطي (0.1866 إلى 0.5702)، وعليه فإن انخفاض متوسط التمويل الذاتي عن (0.1866) يعتبر منخفضاً وغير مقبول، وكذلك فإن زاد متوسط التمويل الذاتي عن (0.5702) يعتبر مرتفعاً عن المستوى المقبول. وهذا يعطي مؤشراً ومعياراً تستفيد منه الإدارة المالية في الشركة بأن تحافظ على مستوى طبيعي ومقبول من التمويل الذاتي يقع بين متوسطي (0.1866 إلى 0.5702) بما يناسب حجم وطبيعة وبيئة كل شركة. وعليه فإن المتوسط الحسابي لنسب التمويل الذاتي للشركات محل الدراسة كما هو موضح في جدول (4) يقع ستة شركات فقط بين متوسطي (0.1866 إلى 0.5702)، بينما اثنتين منها متوسط حسابها يزيد عن (0.5702)، وخمسة شركات يقل متوسط حسابها عن (0.1866)، والتي يعتبر وسطها الحسابي بعيداً عن المعيار المقبول لنسبة التمويل الذاتي حسب هذه النتائج. وعليه

ينصح بأن تقوم إدارة هذه الشركات بإعادة النظر في نسبة التمويل الذاتي بما يعزز من الوصول إلى الهيكل التمويلي المناسب الذي يعظم من قيمة الشركة.

3- متغير (التمويل بالمديونية قصيرة الأجل):

تتراوح قيمة مؤشر التمويل بالمديونية قصيرة الأجل بين (0.0262 ، 0.5862) بمتوسط حسابي (0.2163) وانحراف معياري (0.1424). ويشير المتوسط الحسابي لنسبة التمويل بالمديونية قصيرة الأجل البالغة نحو (22%) أن شركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة فلسطين تعتمد في تمويل أصولها على الالتزامات قصيرة الأجل والتي تشكل النسبة الأكبر من متوسط نسبة إجمالي المديونية الكلية البالغة نحو 30%. وهذا يعني أن غالبية التزامات الشركات محل الدراسة هي التزامات قصيرة الأجل، ويُعزى ذلك لاتساع حجم عملياتها التشغيلية ممثلاً برأس المال العامل، وأنها تعتمد سياسة التمويل قصير الأجل في تغطية أنشطتها قصيرة الأجل من خلال الائتمان التجاري والقروض قصيرة الأجل كون هذا التمويل أقل تكلفة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى وهو الأفضل لتغطية الأنشطة الاعتيادية للشركات الصناعية. الأمر الذي يعني أن زيادة تمويل الأصول المتداولة بمصادر التمويل قصيرة الأجل سيعمل على التقليل من التكلفة مع زيادة الربحية إذا قامت الشركة بإدارة النقدية بطريقة منهجية وعلمية سليمة وتجنب مخاطر العسر المالي. ويبين الجدول رقم (5) المتوسط الحسابي للتمويل بالمديونية قصيرة الأجل الخاص بكل شركة محل الدراسة.

جدول رقم (5): المتوسط الحسابي لنسب التمويل بالمديونية قصيرة الأجل

الشركة	العربية لصناعة الدهانات	القدس للمستحضرات الطبية	الوطنية لصناعة الكرتون	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات "تابكو"	بيت جالا لصناعة الأدوية	بيرزيت للأدوية	دار الشفاء لصناعة الأدوية
المتوسط الحسابي	0.2877	0.1632	0.1191	0.4540	0.1649	0.0979	0.2185
الشركة	دواجن فلسطين - عزيزة	سجاير القدس	فلسطين لصناعات اللداين	مصانع الزيوت النباتية	مصنع الشرق للإلكترونيات	مطاحن القمح الذهبي	
المتوسط الحسابي	0.2108	0.4866	0.3300	0.0527	0.0620	0.1647	

هذا ويلاحظ من الجدول (5) وجود اختلاف في متوسطات نسب التمويل بالمديونية قصيرة الأجل بين الشركات محل الدراسة، حيث بلغ أعلى متوسط حسابي (0.4866) والمتعلق بشركة سجاير القدس،

بينما كان أقل متوسط حسابي (0.0527) والمتعلق بشركة مصانع الزيوت النباتية. ويُعزى ذلك بطبيعة الحال إلى تنوع واختلاف أساليب إدارة رأس المال العامل التي تتبعها تلك الشركات في تمويل أصولها المتداولة، بالإضافة إلى وجود اختلاف في سياساتها الاستثمارية والتمويلية.

ويشير الانحراف المعياري لمتغير التمويل بالمدىونية قصيرة الأجل (0.1424) إلى وجود انحراف كبير حول المتوسط الحسابي، وهذا يدل على وجود تشتت كبير، ولا يوجد تجانس وتناغم أو تقارب للقيم مع بعضها البعض. ويتضح ذلك من جدول (5)، فالبيانات متباعدة ومشتتة وغير متقاربة، وبالتالي أصبح المتوسط الحسابي لمتغير التمويل بالمدىونية قصيرة الأجل أقل دقة في تفسيره ودلالته للبيانات. وفي ظل هذه النتائج المتعلقة بمتوسط التمويل بالمدىونية قصيرة الأجل والانحراف المعياري، فإن المتوسط الحسابي للشركات محل الدراسة يقع بين متوسطي التمويل بالمدىونية قصيرة الأجل (0.0739 إلى 0.3587)، فإذا انخفض متوسط التمويل بالمدىونية قصيرة الأجل عن (0.0739) يعتبر منخفضاً وغير مقبول، وكذلك فإن زاد متوسط التمويل بالمدىونية قصيرة الأجل عن (0.3587) يعتبر مرتفعاً عن المستوى المقبول. وهذا يعطي مؤشراً ومعياراً تستفيد منه الإدارة المالية في الشركة بأن تحافظ على مستوى طبيعي ومقبول من التمويل بالمدىونية قصيرة الأجل بما يناسب حجم وطبيعة وبيئة كل شركة، ويعزز من عملياتها التشغيلية نحو تعظيم ربحيتها، مع تجنب المخاطر المالية المترتبة على المدىونية قصيرة الأجل.

4- متغير (التمويل بالمدىونية طويلة الأجل):

تتراوح قيمة مؤشر المدىونية طويلة الأجل بين (0.0045 ، 0.3047) بمتوسط حسابي (0.0817) وانحراف معياري (0.0673)، ويشير المتوسط الحسابي لنسبة المدىونية طويلة الأجل نحو (8%). الأمر الذي يشير إلى أن نسبة التمويل بالمدىونية طويلة الأجل منخفضة مقارنة بمتوسط النسبة الكلية للتمويل بالمدىونية. ويُعزى ذلك إلى أن تلك الشركات تعتمد على التمويل الذاتي والتمويل من خلال حقوق المساهمين والتمويل بالمدىونية قصيرة الأجل وبدرجة أكبر من التمويل طويل الأجل في تغطية حاجتها التمويلية اللازمة في النمو والتطوير والتوسع، ويبين الجدول رقم (6) المتوسط الحسابي للتمويل بالمدىونية طويلة الأجل الخاص بكل شركة محل الدراسة.

جدول رقم (6): المتوسط الحسابي لنسب التمويل بالمديونية طويلة الأجل

الشركة	العربية لصناعة الدھانات	القدس للمستحضرات الطبية	الوطنية لصناعة الكرتون	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات "نابكو"	بيت جالا لصناعة الأدوية	بيرزيت للأدوية	دار الشفاء لصناعة الأدوية
المتوسط الحسابي	0.0365	0.0945	0.0545	0.0970	0.1319	0.0918	0.2119
الشركة	دواجن فلسطين - عزيزة	سجاير القدس	فلسطين لصناعات اللدائن	مصانع الزيوت النباتية	مصنع الشرق للإلكترونيات	مطاحن القمح الذهبي	
المتوسط الحسابي	0.0896	0.0473	0.0759	0.0868	0.0272		0.0176

ويتضح من الجدول (6) أن المتوسط الحسابي للتمويل بالمديونية طويلة الأجل الخاص بكل شركة محل الدراسة كان متباعدًا بين تلك الشركات في متوسط نسب مديونيتها طويلة الأجل، حيث بلغ أعلى متوسط حسابي (0.2119) والمتعلق بشركة دار الشفاء لصناعة الأدوية، بينما كان أقل متوسط حسابي (0.0176) والمتعلق بشركة مطاحن القمح الذهبي. كما وتشير متوسطات المديونية طويلة الأجل للشركات محل الدراسة إلى انخفاض مديونيتها طويلة الأجل. ويُفسر ذلك بوجود توجه يسود بين إدارات تلك الشركات في تجنب عامل المخاطر المالية المستقبلية وعامل السيطرة على القرار، ويبدو واضحًا بأن هذان العاملان مهيمان بالنسبة لإدارات تلك الشركات، ويشكلان معًا محددان ضابطان، ولهما الوزن الأكبر في تحديد مصادر التمويل طويلة الأجل لتلك الشركات.

وتشير قيمة الانحراف المعياري (0.0673) لمتغير التمويل بالمديونية طويلة الأجل بأنها مرتفعة مقارنة بالمتوسط الحسابي (0.0817)، وهذا يشير إلى وجود انحراف كبير حول المتوسط الحسابي، وبالتالي وجود تشتت كبير، ولا يوجد تجانس وتناغم أو تقارب للقيم مع بعضها البعض، ويتضح ذلك في جدول (6)، فالبيانات متباعدة ومشتتة وغير متقاربة، وبالتالي أصبح المتوسط الحسابي لمتغير التمويل بالمديونية طويلة الأجل أقل دقة في تفسيره ودلالته للبيانات. وفي ظل النتائج المتعلقة بمتوسط التمويل بالمديونية طويلة الأجل والانحراف المعياري لها فإن المتوسط الحسابي المناسب للشركات محل الدراسة يقع بين متوسطي التمويل بالمديونية طويلة الأجل (0.0144 إلى 0.149)، فإذا انخفض متوسط التمويل بالمديونية طويلة الأجل عن (0.0144) يعتبر منخفضًا وغير مقبول، وكذلك فإن زاد متوسط التمويل بالمديونية طويلة الأجل عن (0.149) يعتبر مرتفعًا عن المستوى المقبول، وهذا يعطي مؤشرًا ومعيارًا تستفيد منه الإدارة المالية في الشركة بأن تحافظ على مستوى طبيعي ومقبول من التمويل

بالمديونية طويلة الأجل بما يناسب نشاط وحجم وبيئة كل شركة، ويعزز من قدرتها الإنتاجية، مع تجنب المزيد من تكاليف وأعباء التمويل، والمخاطر المالية.

5- متغير (نسبة التداول):

تتراوح قيمة مؤشر نسبة التداول بين (0.2861، 14.2189) بمتوسط حسابي (3.3446) وانحراف معياري (2.5554)، ويشير المتوسط الحسابي لنسبة التداول البالغة (3.34 مرة) إلى أن الأصول المتداولة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين تزيد عن حجم التزاماتها المتداولة بأكثر من ثلاثة أضعاف، وبالتالي لديها قدرة عالية على تغطية كافة الالتزامات المستحقة خلال فترة التشغيل.

إن ارتفاع نسبة التداول (3.34 : 1) للشركات محل الدراسة عن المعيار النمطي المتعارف عليه أو ما يسمى بمعيار الصناعة Industry Standard المتعارف عليه ونسبته (2:1)، يُعد ظاهرة إيجابية في الشركات محل الدراسة إذا قامت باستغلال سرعة دوران أصولها المتداولة في توليد المزيد من الإيرادات. الأمر الذي يعمل على زيادة ثقة الموردين والممولين تجاه السيولة وتوفير حد الأمان الذي يضمن لهم استرداد أموالهم في تواريخ استحقاقها، ويوضح الجدول رقم (7) المتوسط الحسابي لنسب التداول الخاص بكل شركة محل الدراسة.

جدول رقم (7): المتوسط الحسابي لنسب التداول

الشركة	العربية لصناعة الدهانات	القدس للمستحضرات الطبية	الوطنية لصناعة الكرتون	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات "نابكو"	بيت جالا لصناعة الأدوية	بيرزيت للأدوية	دار الشفاء لصناعة الأدوية
المتوسط الحسابي	2.8239	3.6737	5.2382	1.1048	3.1185	6.3828	1.7237
الشركة	دواجن فلسطين - عزيزة	سجاير القدس	فلسطين لصناعات اللدائن	مصانع الزيوت النباتية	مصنع الشرق للالكترود	مطاحن القمح الذهبي	
المتوسط الحسابي	1.6539	0.9230	1.0672	4.5011	7.3122	3.9569	

ويتضح من الجدول (7) وجود اختلافات في المتوسط الحسابي لنسب التداول الخاصة بكل شركة محل الدراسة، حيث بلغ أعلى متوسط حسابي (6.3828) والمتعلق بشركة بيرزيت للأدوية، بينما كان أقل متوسط حسابي (0.9230) والمتعلق بشركة سجاير القدس. ويشير اختلاف متوسط نسبة التداول

بين الشركات محل الدراسة إلى وجود اختلاف في سياسات وأساليب إدارة النقدية ورأس المال العامل، بالإضافة إلى تنوع السياسات الائتمانية لكل شركة من تلك الشركات.

اختبار فرضيات الدراسة:

لاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام العديد من الاختبارات الإحصائية بالتطبيق على البيانات المجمعة للتقارير المالية للشركات محل الدراسة خلال فترة (2010-2019)، عبر برنامج التحليل الإحصائي (Eviews) وتحليل البيانات بصورة طولية (Panel Data) من خلال تقدير معالم النماذج المتجمعة والتأثيرات الثابتة، والتأثيرات العشوائية.

1- العلاقة بين المتغيرات المستقلة:

تم اختبار وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة وذلك لتجنب مشكلة التداخل الخطي Multicollinearity في نموذج الانحدار المستخدم، وتشير النتائج الموضحة في جدول (8) إلى معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة للدراسة كما ما يلي:

جدول رقم (8): معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة

Correlation t-Statistic Probability	X1 التمويل الممتلك بالأسهم العادية	X2 التمويل الذاتي	X3 التمويل بالمديونية قصيرة الأجل	X4 التمويل بالمديونية طويلة الأجل
X1 التمويل الممتلك بالأسهم العادية	1.00			
X2 التمويل الذاتي	-0.975 -50.162 0.000	1.00		
X3 التمويل بالمديونية قصيرة الأجل	0.115 1.310 0.192	-0.310 -3.693 0.000	1.00	
X4 التمويل بالمديونية طويلة الأجل	-0.073 -0.839 0.4030	-0.028 -0.320 0.749	0.031 0.355 0.723	1.00

يتضح من الجدول (8) أن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين التمويل الممتلك بالأسهم العادية، والتمويل الذاتي تساوي -0.975496 والقيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.000 وهي أقل من (0.05)، وبالتالي توجد علاقة قوية بين هذين المتغيرين. كما تشير النتائج إلى أن قيمة معامل الارتباط

بين المتغيرين المستقلين التمويل الذاتي، والتمويل بالمدىونية قصيرة الأجل تساوي -0.310376 والقيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.0003 وهي أقل من (0.05) ، وبالتالي توجد علاقة قوية بين هذين المتغيرين، ولتجنب مشكلة التداخل الخطي تم أخذ فترة إبطاء لأحد المتغيرين (التمويل الذاتي).

2- اختبار الفرضية الرئيسية:

تنص الفرضية الرئيسية على ما يلي:

(يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للهيكل التمويلي على نسبة التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين).

لاختبار هذه الفرضية يتم أولاً اختيار النموذج الأفضل اللازم لذلك على النحو التالي:

- اختيار النموذج المناسب ما بين نموذج الانحدار التجميعي وكل من نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية:

يبين الجدول رقم (9) نتائج اختيار النموذج المناسب ما بين نموذج الانحدار التجميعي وكل من نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية باستخدام الاختبار الإحصائي اختبار F (والذي يسمى اختبار Chow).

جدول رقم (9): اختبار F (اختبار Chow)

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.481724	(12,100)	0.0000
Cross-section Chi-square	50.351805	12	0.0000

قيمة اختبار F تساوي 4.481724 والقيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.000 وهي أقل من (0.05) ، وبالتالي أحد نموذجي التأثيرات الثابتة أو التأثيرات العشوائية أفضل من نموذج الانحدار التجميعي في اختبار الفرضية المطلوبة.

- اختيار النموذج المناسب ما بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية:

يبين الجدول رقم (10) نتائج اختيار النموذج المناسب ما بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية باستخدام اختبار (Hausman Test).

جدول رقم (10): اختبار (Hausman Test)

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.958003	4	0.4117

قيمة اختبار Hausman تساوي 3.958003 والقيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.4117 وهي أكبر من (0.05)، بالتالي فإن نموذج التأثيرات العشوائية أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة في اختبار الفرضية المطلوبة.

وبناءً على ما سبق وباستخدام نموذج التأثيرات العشوائية، يمكن توضيح نتائج نموذج التأثيرات العشوائية لقياس أثر الهيكل التمويلي على نسبة التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، من خلال الجدول رقم (11).

جدول رقم (11): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية لقياس أثر الهيكل التمويلي على نسبة التداول

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.002484	0.529876	13.21532	0.0000
X1	-0.062656	0.258932	-0.241979	0.8092
X2	-0.055941	0.263767	-0.212086	0.8324
X3	-14.23524	1.609956	-8.842004	**0.0000
X4	-6.730559	2.441501	-2.756730	**0.0068
Effects Specification				
			S.D.	Rho
	Cross-section random		0.913014	0.3353
	Idiosyncratic random		1.285631	0.6647
Weighted Statistics				
R-squared	0.447630	Mean dependent var		1.404808
Adjusted R-squared	0.427902	S.D. dependent var		1.699416
S.E. of regression	1.285390	Sum squared resid		185.0494
F-statistic	22.69062	Durbin-Watson stat		0.846648
Prob. (F-statistic)	0.00000			

* المتغير دال إحصائياً عند مستوى (0.05).

تشير نتائج نموذج التأثيرات العشوائية والموضحة في جدول (11) لقياس أثر الهيكل التمويلي على نسبة التداول (y) في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين إلى التالي:

- بلغت قيمة معامل التحديد المعدل 0.447630 وهذا يعني أن 44.76% من التغير في نسبة التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المستقلة المتمثلة في الهيكل التمويلي، كما بلغت قيمة اختبار F 22.69062، والقيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.000 وهي أقل من (0.05)، مما يدل على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة معاً والمتمثلة في الهيكل التمويلي على نسبة التداول (y) في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

وعليه وفي ضوء النتائج السابقة يمكن صياغة نموذج قياسي بهدف قياس تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (نسبة التداول) والذي يُعبر عنه بالرمز (y)، تقدير معادلة انحدار نسبة التداول (y)، والتي توضح أثر الهيكل التمويلي على نسبة التداول (y) في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وبالتالي فإن معادلة الانحدار المتعدد تكون على النحو الآتي:

$$Y = 7.002484 - 0.062656 * X1 - 0.055941 * X2 - 14.23524 * X3 - 6.730559 * X4 + [CX=R]$$

هذا واختبار الفرضيات الفرعية المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الأولى يتبين ما يلي:

اختبار الفرضية الفرعية الأولى:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $0.05 \leq \alpha$ للتمويل الممتمك بالأسهم العادية على نسبة التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

بلغت قيمة معامل الانحدار -0.062656 والقيمة الاحتمالية تساوي 0.8092 وهي أكبر من (0.05)، كما هو موضح في جدول (11)، وبذلك تم رفض الفرضية، أي عدم وجود أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $0.05 \leq \alpha$ لنسبة التمويل الممتمك بالأسهم العادية على نسبة التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

وتشير هذه النتيجة إلى أن الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين قد استخدمت الأموال المقدمة من المساهمين في استثمارات دائمة تتعلق بمرحلة التأسيس، حيث أنه لم يحدث سوى تغير بسيط لا يتعدى 1% في عمليات التمويل الممتمك بالأسهم العادية ممثلاً برأس المال المدفوع وعلاوة الإصدار.

وبالتالي فإن الشركات محل الدراسة لا تستخدم التمويل الممتك في تمويل رأس المال العامل ممثلًا بالأصول المتداولة، وبالتالي لا يوجد أثر مباشر لهذا التمويل على نسبة التداول.

وتعتبر هذه النتيجة دعمًا لنظرية الإشارة Signaling Theory والتي ترى أن إصدار أسهم جديدة قد يعطي إشارة سلبية للمستثمرين حول مستقبل الشركة المصدرة للأسهم، مما قد يؤدي إلى انخفاض الطلب على أسهمها وبالتالي انخفاض سعر أسهمها في السوق.

وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Šarlija & Harc, 2012) والتي أفادت بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل الممتك بأسهم عادية من المساهمين ونسبة التداول في الشركات الكرواتية، وتختلف هذه النتيجة مع دراسة (الخاقاني وأبو هونه، 2017م) والتي تفيد بوجود علاقة طردية وذات أثر إيجابي، تتمثل في أن ارتفاع معدل رأس المال الممتك ينعكس على تحسين وضع السيولة لدى المصارف العراقية، كذلك تتفق مع دراسة (Njoroge & Muturi, 2014) التي أظهرت وجود علاقة إيجابية ولكنها ضعيفة بين التمويل بالأسهم ونسبة التداول لدى البنوك التجارية المدرجة في جمهورية كينيا.

اختبار الفرضية الفرعية الثانية:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للتمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة والاحتياطيات) على نسبة التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. بلغت قيمة معامل الانحدار -0.055941 والقيمة الاحتمالية تساوي 0.8324 وهي أكبر من (0.05) ، كما هو موضح في جدول (11)، وبالتالي يتم رفض الفرضية المذكورة وقبول الفرضية الصفرية التي تقضي بعدم وجود أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للتمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة والاحتياطيات) على نسبة التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Šarlija & Harc, 2012) والتي أفادت بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل بالأرباح المحتجزة ونسب السيولة في الشركات الكرواتية، فيما اختلفت هذه النتيجة مع دراسة (سعيد، وإبراهيم، 2016م) والتي تفيد بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل الداخلي ونسبة التداول للشركات الصناعية السودانية. ويُعزى اختلاف نتائج الدراسات فيما بينها إلى تباين سياسات توظيف أو الاستفادة من التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة والاحتياطيات) وعلاقته بتوزيع الأرباح وحجزها، فهناك الشركات التي تمتنع عن توزيع أرباحها نقدًا للحفاظ على مستوى النقدية

والاستفادة منها كتمويل داخلي للأنشطة التوسعية أو للحفاظ على مستوى الطاقة الإنتاجية للشركة، بينما البنوك التجارية تتعامل مع الأرباح المحتجزة والاحتياطيات وفق نشاطها المالي بما يضمن تعزيز التدفقات النقدية المتعلقة بعمليات الإقراض والإيداع النقدي، وبالتالي تعظيم ربحيتها وقيمتها السوقية.

الفرضية الفرعية الثالثة:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للتمويل بالمديونية قصيرة الأجل (المطلوبات المتداولة) على نسبة التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. بلغت قيمة معامل الانحدار -14.23524 والقيمة الاحتمالية تساوي 0.0000 وهي أقل من (0.05)، كما هو موضح في جدول (11)، وبذلك يتم قبول الفرضية المذكورة. الأمر الذي يعني وجود أثر سلبي معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنسبة التمويل بالمديونية قصيرة الأجل (المطلوبات المتداولة) على نسبة التداول في شركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة فلسطين. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Šarlija & Harc, 2012) والتي أفادت بوجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المديونية قصيرة الأجل ونسبة التداول، فيما تختلف مع دراسة (Salman, 2019) والتي تفيد بوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين المديونية قصيرة الأجل ونسبة التداول في شركات صناعة التبغ المدرجة في بورصة كراتشي في باكستان، حيث تعتمد شركات التبغ بدرجة عالية على التمويل بالمديونية ولديها نسبة عالية من الديون قصيرة الأجل، كما وتتمتع هذه الشركات بسيولة عالية بهدف المحافظة على عمليات تسديد تلك الالتزامات في أوقاتها، وبالتالي تجنب أي عسر مالي.

الفرضية الفرعية الرابعة:

يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ لنسبة التمويل بالمديونية طويلة الأجل (المطلوبات غير المتداولة) إلى إجمالي الأصول على نسبة التداول في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

بلغت قيمة معامل الانحدار -6.730559 والقيمة الاحتمالية تساوي 0.0068 وهي أقل من (0.05)، كما هو موضح في جدول (11)، وبذلك يتم قبول الفرضية المذكورة مما يعني وجود أثر سلبي معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ للتمويل بالمديونية طويلة الأجل (المطلوبات غير المتداولة) على نسبة التداول في شركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة فلسطين. وتتفق هذه

النتيجة مع دراسة (سالمي، وآخرون، 2019م) والتي تُظهر وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة التداول، كما تتفق مع دراسة (Šarlija & Harc, 2012) والتي تفيد بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والديون طويلة الأجل.

ثالثاً: النتائج والتوصيات:

النتائج:

في ضوء ما تقدم من دراسة للجانب النظري وتحليل وتفسير لنتائج التحليل الإحصائي لفرضيات الدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

1. تبين أن الهيكل التمويلي للشركات محل الدراسة كمتغير مستقل ممثلاً بالمتغيرات المستقلة مجتمعة (التمويل بالأسهم العادية، والتمويل الذاتي، والتمويل طويل الأجل وقصير الأجل) لها أثر ذو دلالة إحصائية على نسبة التداول أو السيولة.
2. تبين أن لكلٍ من التمويل بالمديونية قصيرة الأجل والمديونية طويلة الأجل تأثيراً على نسبة التداول.
3. أظهرت نتائج الدراسة أن التمويل الممتلك بالأسهم العادية في الشركات محل الدراسة لا يوجد له تأثير على نسبة التداول أو السيولة.
4. تبين أن التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة والاحتياطيات) ليس له تأثير مباشر على نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة.
5. أن معظم الشركات محل الدراسة تعتمد على التمويل قصير الأجل أكثر من التمويل طويل الأجل في تغطية التزاماتها التشغيلية، وبالتالي فهي قادرة على مواجهة التزاماتها خلال دورة التشغيل،
6. وجود انسجام بين السلوك التمويلي للشركات محل الدراسة مع نظريتي الهيكل التمويلي، وهما: نظرية التسلسل والتدرج الهرمي في التمويل (Peeking-Order Theory (POT) التي تقوم على فكرة تفضيل التمويل الذاتي والتمويل المقترض على التمويل الممتلك، وكذلك نظرية الإشارة Signaling Theory التي ترى أن إصدار أسهم جديدة قد يُعطي إشارة سلبية للمستثمرين حول مستقبل الشركة المصدرة للأسهم، الأمر الذي قد يترتب عليه انخفاض الطلب على أسهمها، وبالتالي انخفاض سعر أسهمها في السوق.

التوصيات:

بناء على النتائج السابقة التي توصلت لها الدراسة، يمكن تقديم التوصيات التالية:

1. زيادة الاهتمام بالتمويل الذاتي لما له من أهمية، والاستفادة منه لأغراض النمو المستقبلي للمؤسسات، الأمر الذي يحفز الإدارة على مضاعفة جهدها نحو زيادة ربحيتها، وبالتالي القدرة على زيادة الأرباح المحتجزة، مما يُعطي إشارة إيجابية لكافة الأطراف حول الأداء المالي للشركة، وبالتالي تعظيم قيمتها السوقية.
2. ضرورة الاهتمام بتطوير آليات إعداد خطط تمويلية قادرة على الاستفادة من جميع مميزات التمويل الممّلك بالأسهم العادية، وذلك عبر تفعيل عمليات إصدار أسهم عادية، وبما يحقق الموازنة بين تكلفة هذا التمويل والتمويل الخارجي الذي يعتمد على الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل، والعمل في الوقت نفسه على زيادة النمو والقدرة التنافسية للشركة تجنبًا للمخاطر المالية المترتبة على الديون وأعبائها.
3. استمرارية العمل على دراسة مكونات هيكل المطلوبات بشكل تفصيلي، حسب طبيعة كل التزام وموعد استحقاقه، بغرض معرفة تأثير كل نوع من المطلوبات على السيولة، وإعداد عدة سيناريوهات للوصول إلى مزيج الهيكل التمويلي المستهدف، والذي يعزز من مستويات السيولة ويزيد من درجة الربحية، وبالتالي يرفع القيمة السوقية للمؤسسة.
4. العمل على زيادة الاستفادة من فائض السيولة (الأموال غير المستثمرة) وفق خطط مدروسة، وبالتالي زيادة الاستثمار في الأصول المدرة للعائد بغرض زيادة الربحية وتعزيز القدرة التنافسية للشركات.
5. إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية والتحليلية لاختبار نظريات الهيكل التمويلي في كافة القطاعات وفي بيئات مختلفة، بغرض تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات تحت تأثير ظروف البيئة الداخلية والخارجية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أحمد، نضال رؤوف (2013م)، دراسة تحليلية لمخاطر السيولة باستخدام كشف التدفق النقدي مع بيان أثرها على كفاية رأس المال في القطاع المصرفي دراسة تطبيقية في مصرف الراجحي. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، 1 (36)، 300-335.
- حركاتي، نبيل (2018م)، تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015، (رسالة دكتوراه غير منشورة)، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
- حسين، أحمد علي (2019م)، نمط العلاقة بين الربحية والسيولة والملاءة وأثرها في إنتاجية المصرف: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة (2012-2017)، (رسالة دكتوراه غير منشورة). جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
- حنتوش، مصطفى أكرم (2017م)، تأثير زيادة التمويل الممتلك على المؤشرات المالية، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 9(19)، 295-323.
- الخاقاني، نوري عبد الرسول وأبو هونه، صلاح عامر (2017م)، تحليل أثر كفاية رأس المال على السيولة المصرفية: دراسة تطبيقية لعينة من المصارف العراقية. مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، 9(3)، 224-250.
- سالمى، أميرة؛ ونوبلي، الشيماء؛ وبن عيسى، هبة الرحمان؛ ومستيري، وسام (2019م)، أثر سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة الاقتصادية: دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2015-2017)، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي، الجزائر.
- سعيد، نعمات محمد وإبراهيم، محمد المعتر المجتبي (2016م)، تركيبة هيكل التمويل على السيولة في الشركات الصناعية السودانية- دراسة تطبيقية للشركات السودانية العاملة في مجال الصناعة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، 1(49)، 113-142.
- أبو شمالة، سامي نصر؛ والخضري، زكية عبد الكريم؛ والشاعر، ألفت هاشم (2017م)، أثر هيكل المديونية على الأداء المالي: بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الادارية والاقتصادية، 2(8)، 248-263.
- أبو شوشة، محمد. (2016م). تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية (رسالة دكتوراه غير منشورة). جامعة خيضر -بسكرة-، الجزائر.
- أبو صباح، سليمان (2008م)، الادارة المالية، (د.ط.). عمان: جامعة القدس المفتوحة.

- عابد، محمد نواف (2019م)، دراسة مقارنة لتقييم الأداء المصرفي بالاعتماد على مؤشرات السيولة والربحية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين للمدة (2010-2017)، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، 1(8)، 214-248.
- عبدالله الصادق محمد، أبو شهيوه محمد عامر (2021)، الهيكل التمويلي وأثره على السيولة المصرفية دراسة تحليلية على مصرف الجمهورية خلال الفترة 2008-2016، مجلة البحوث والدراسات الاقتصادية، جامعة طرابلس العدد الثالث.
- عبد الله، عبد القادر محمد احمد، والسهلاوي، خالد بن عبد العزيز (2017م)، الادارة المالية. ط5. عمان: الاحساء للنشر والتوزيع.
- عز الدين، كريمة (2018م)، تأثير السيولة على ربحية شركات التأمين: دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين SAA (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة عبد الحميد بن باديس -مستغانم-، الجزائر.
- عقل، مفلح محمد (2009م)، مقدمة في الادارة المالية. ط1، عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
- العمار، رضوان وغيا، دانيا ابراهيم (2018م)، أثر القرار التمويلي في الربحية: دراسة تطبيقية على شركات صناعة النسيج في سورية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 40(5)، 387-405.
- عمار، قصي علي. (2017م). أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة (2016-2007). مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 39(6)، 25-46.
- العمارنة، أسماء إبراهيم. (2014م). محددات السيولة النقدية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية. مجلة تنمية الرافدين، 36(116)، 199-214.
- عمران، قاسم علي. (2019م). محددات السيولة النقدية: كفاية رأس المال وأثرها على مخاطر السيولة المصرفية: دراسة تطبيقية في مصرفي الوطني الإسلامي والتجاري للمدة (2012-2017). مجلة بابل للعلوم الصرفة والتطبيقية، 27(2)، 67-79.
- قباجة، عبد المجيد عدنان. (2018م). محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة (2016-2006). مجلة الاقتصاد والمالية، 4(2)، 214-223.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Anh, N.T., & Thao, T. T. P. (2019). The Impact of Capital Structure on Firm Performance of Vietnamese Non-financial Listed Companies Based on Agency Cost Theory. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 35(2), 24-33.
- Anjum, S., & Malik, Q. A. (2013). Determinants of corporate liquidity-an analysis of cash holdings. *Journal of Business and Management*, 7(2), 94-100.
- Burksaitiene, D., & Draugele, L. (2018). Capital structure impact on liquidity Management, *International Journal of Economics, Business and Management Research*, 2(1), 110 - 127.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Ghasemi, M., & Ab Razak, N. (2016). The Impact of Liquidity on the Capital Structure: Evidence from Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 8(10), 130-139.
- Karlsson, D., & Svensson, M. (2016). *The linkage between liquidity management and capital structure-a comparative analysis essay between real estate and IT companies in Sweden* (Unpublished Bachelor Thesis). University of Gothenburg, Sweden.
- Myers, S. C., & Majiuf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Paper presented to the National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Njoroge, D. W., & Muturi, W. (2014). Effect of Financing Decisions on Liquidity of Listed Commercial Banks in Kenya. *International Journal of Science and Research (IJSR)*, 3(11), 205-208.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1,2), 175-198.
- Reschiwati, R.; Syahdina, A.; Handayani, S. (2020), Effect of Liquidity, Profitability, and Size of Companies on Firm Value, *Utopía y Praxis Latinoamericana*, vol. 25, Esp 6, pp.325-332.
- Šeligová, M. (2017, May 11-12). *The impact of funding sources on corporate liquidity in energy sector in the Czech Republic*. Paper presented at 5th International Scientific Conference, on Contemporary Issue IN Business, Management and Education'2017, Vilnius, Lithuania Vilnius Gediminas Technical University.
- Sslman, A. (2019). Capital Effect of Capital Structure on Corporate Liquidity and Growth: Evidence from Tobacco Industry in Pakistan. *Academy of Strategic Management Journal*, 18(2), 1-20.