

أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

The impact of Financial structure on Financial performance : An Empirical Study on listed Corporations on PEX

محمد سعدو احمد حمودة^{*1}

¹ جامعة الازهر - غزة ، mohammed.hamouda@alazhar.edu.ps

تاريخ التسليم: 2025/05/05 تاريخ المراجعة: 2025/05/23 تاريخ القبول: 2025/06/08

Abstract

This study aimed to analyze the impact of capital structure on the financial performance of companies listed on the Palestine Exchange, employing both descriptive and econometric methodologies through panel data models. The study sample consisted of 32 companies

The findings revealed a significant negative relationship between various debt ratios (total, short-term, and long-term) and financial performance. Conversely, a significant positive relationship was found between the equity-to-assets ratio and financial performance. Additionally, the study identified a significant inverse relationship between total debt to equity and financial performance. Based on these results,: **Financial structure, Financial performance, Palestinian corporations, PEX, .**

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، باستخدام المنهجين الوصفي والقياسي من خلال نماذج البانل. وشمل مجتمع الدراسة 32 شركة

وأظهرت النتائج وجود علاقة سلبية معنوية بين نسب الديون (إجمالية، قصيرة الأجل، وطويلة الأجل) والأداء المالي، في حين تبين وجود علاقة إيجابية معنوية بين نسبة حقوق الملكية إلى الأصول والأداء المالي. كما وُجد أثر عكسي معنوي بين إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والأداء المالي.

الكلمات المفتاحية: الهيكل التمويلي ، الاداء المالي ، الشركات الفلسطينية ، بورصة فلسطين.

*المؤلف المراسل: محمد سعدو أحمد حمودة، الإيميل: mohammed.hamouda@alazhar.edu.ps

1. مقدمة:

في ظل التحولات المتسارعة التي تشهدها الأسواق العالمية، وخاصة مع تصاعد العولمة وتكرار الأزمات المالية، أصبحت بيانات الأعمال أكثر تعقيداً وثقلًا. هذا الواقع فرض على الشركات تحديات متزايدة لا تقتصر على القدرة على التوسع أو دخول أسواق جديدة، بل تشمل أيضًا الحفاظ على استقرارها واستمراريتها في ظل منافسة متصاعدة وظروف اقتصادية غير مستقرة. وفي مواجهة هذه البيئة الديناميكية، تُجبر الشركات على تطوير استجابات استراتيجية تتسم بالمرونة والقدرة على الابتكار، مع إدارة فعالة للموارد، لا سيما الموارد المالية، التي تمثل عصب التشغيل والنمو. ومن هنا تبرز الحاجة إلى تبني توجهات ريادية وهيكل تمويلي مرن يضمن التكيف مع المتغيرات وتحقيق تفوق تنافسي في السوقين المحلي والدولي.

يُعد هيكل التمويل أحد الركائز الجوهرية في عملية اتخاذ الاستراتيجي داخل الشركات، لما له من دور مباشر في توجيه الأداء المالي ودعم الاستدامة. فالتوازن بين الديون وحقوق الملكية لا يؤثر فقط على تمويل الأصول والعمليات التشغيلية، بل يمتد إلى الكفاءة في تخصيص الموارد والاستجابة للمخاطر. وتشير دراسات حديثة (السعيد وبديوي، 2024) إلى أن اختيار الهيكل التمويلي الملائم، خاصة في الأسواق الناشئة مثل بورصة فلسطين، يُمكن أن يُسهم في تحسين الربحية وتقوية قدرة الشركات على مواجهة الصدمات الخارجية.

لا يمكن الحديث عن القرارات المالية الاستراتيجية دون التوقف عند مفهوم الهيكل التمويلي، الذي يُعد من أبرز الموضوعات التي شغلت حيزًا واسعًا في الأدبيات المالية والاقتصادية، خاصة منذ طرح موديلاني وميلر لنظريتهما الشهيرة عام 1958، والتي فتحت المجال أمام موجة من الجدل والبحث حول العلاقة بين خيارات التمويل وقيمة الشركة في السوق. وقد شهد هذا المجال تطورًا ملحوظًا على المستويين النظري والتطبيقي (سليمان، علي، 2025).

من جهة أخرى، يُشكّل الأداء المالي ركيزة أساسية في تقييم مدى نجاح الشركات في تحقيق أهدافها واستدامتها، حيث يُقاس من خلال الربحية، والكفاءة، والسيولة، وغيرها من المؤشرات المالية. ويتأثر هذا الأداء بعدة عوامل داخلية وخارجية، منها هيكل التمويل، وأساليب الإدارة، والحوكمة، والظروف الاقتصادية العامة. وقد أظهرت الأدبيات السابقة تباينًا في العلاقة بين هيكل التمويل والأداء المالي باختلاف طبيعة القطاع ومصادر التمويل. وتشير دراسة إسماعيل (2023) إلى أن هيكل التمويل يُعد من أبرز العوامل المؤثرة في الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. ومن هذا المنطلق، تسعى هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي، في ضوء خصوصية السوق الفلسطيني وتحدياته الاقتصادية والمالية.

2. مشكلة الدراسة

تتمحور مشكلة البحث حول غياب الهيكل التمويلي الأمثل لدى إدارات الشركات، والذي يهدف إلى تحقيق استدامتها وتعزيز فرص نموها. ويؤدي هذا القصور إلى ضعف الأداء المالي العام، مما يصعب تحديد جوانب القوة والضعف في الأداء المالي للشركات، ويحدّ من خياراتها التمويلية. بناءً على ذلك، تتمثل مشكلة البحث في طرح السؤال الرئيس التالي:

ما اثر الهيكل التمويلي بأبعاد قياسه (اجمالي الدين إلى اجمالي الاصول - الديون القصيرة إلى اجمالي الاصول - الديون الطويلة إلى اجمالي الاصول - حقوق الملكية إلى اجمالي الاصول - اجمالي الدين إلى اجمالي حقوق الملكية) على الأداء المالي للشركات

3. فرضية الدراسة

تم صياغة فرضية البحث الحالي بناء على نتائج الدراسات السابقة وذلك في ضوء نتائج دراسة كل من (سليمان، علي، 2025) (عبدالناصر، العربي، 2024) (Sharma، Surbhi، 2023) (اسماعيل، 2023) (3)

"هناك أثر معنوي للهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية".

4. هدف الدراسة

بيان أثر للهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

5. الإطار النظري

أدخل هنا محتوى العنوان الفرعي الأول، أدخل هنا محتوى العنوان الفرعي الأول، أدخل هنا محتوى العنوان الفرعي الأول، أدخل هنا محتوى العنوان الفرعي الأول، أدخل هنا محتوى العنوان الفرعي الأول، أدخل هنا محتوى العنوان الفرعي الأول.

5.1 مفهوم الهيكل المالي

هيكل التمويل هو جزء أساسي من الميزانية العامة، وهو يعبر عن المصادر التي يتم من خلالها توفير أموال المشروع لتمويل موارده واستثماراته. يتكون هذا الهيكل من حقوق الملكية أو مزيج من حقوق الملكية والديون، ويظهر كيفية تفضيل المشاريع لتمويل عملياتها سواء عن طريق حقوق الملكية، أو الديون، أو الأموال الداخلية، أو الاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، وهذا ما يُعرف بقرار التمويل (سليمان ، علي ، 2025)

فيرى حمودة الطريقة التي يتم بها تمويل أصول الشركة. ويتم التعبير عنه بالتزامات وحقوق ملكية من الميزانية العمومية، بما في ذلك الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل وحقوق الملكية). (حمودة وآخرون، 2023)

ويمكن تعريف الهيكل التمويلي بأنه جانب الخصوم من الميزانية، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها الشركات. (الداحول، كانجو، 2022)

كذلك أشار كل من Nguyen & Ngoc إلى أن هيكل رأس المال يتكون من رأس المال طويل الأجل (مثل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والقروض المصرفية)، بالإضافة إلى الديون قصيرة الأجل مثل القروض الجارية، والمبالغ المستحقة الدفع للموردين (Nguyen & Ngoc ، 2021)

كما يعرف "بأنه مزيج من رأس المال الممتلك ورأس المال المقترض التي تستخدمها الشركات لتمويل برامجها الاستثمارية: (Pais، 2017).

كذلك عرفه Abbasi & Weigand بأنه التكوين النسبي لمصادر التمويل في الشركة، والذي يشمل الديون قصيرة وطويلة الأجل وحقوق الملكية. يهدف هذا الهيكل إلى تحقيق توازن بين المخاطر والعوائد لضمان استقرار العمليات التشغيلية وتحقيق الأهداف المالية (Abbasi & Weigand, 2017)

ويعرف الباحث الهيكل التمويلي بأنه التوزيع لمصادر التمويل داخل الشركة، والذي يشمل مزجاً من الديون قصيرة وطويلة الأجل وحقوق الملكية، بهدف تحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد. ويُعد اتخاذ قرارات التمويل عملية استراتيجية تهدف إلى تحقيق أقل تكلفة ممكنة للتمويل وتعظيم قيمة الشركة، سواء من خلال الديون (الرافعة المالية) أو الأموال المملوكة، لضمان استقرار العمليات التشغيلية وتعزيز النمو المالي:ـ

5.2 مصادر الهيكل التمويلي:

تعريف مصادر التمويل على أنها " مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية أنشطتها الاستثمارية (vernimmen et al., 2022).

يمكن تصنيف مصادر التمويل حسب الملكية إلى مصدرين (ديون - حقوق ملكية)، الديون : تشمل القروض والسندات والالتزامات المالية الأخرى، حيث توفر التمويل بتكلفة ثابتة ولكنها تزيد من مخاطر الإفلاس. (Taherinia et al., 2024)

حقوق الملكية: تشمل رأس المال المملوك من قبل المساهمين، وهي مصدر تمويل مستدام ولكنها قد تؤدي إلى تخفيف نسبة الملكية الحالية للمساهمين (Asante & Shanfzadeh, 2022).

5.3 أهمية هيكل التمويل

تلعب طريقة تمويل الشركات دورًا محوريًا في التأثير على مستوى ربحيتها، الأمر الذي يستدعي ضرورة اختيار هيكل تمويلي ملائم. ويتمثل هذا الهيكل في التوليفة المثلى من مصادر التمويل التي تمكن الإدارة من تحقيق أعلى قدر من الكفاءة المالية. ومن خلال هذا الاختيار المدروس، تستطيع الإدارة العمل على تعظيم الأرباح، مما يساهم بشكل مباشر في تحقيق الهدف الأساسي للشركة، والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك، أو رفع القيمة السوقية للسهم الواحد.

حيث تكمن أهمية الهيكل المالي الأمثل في أنه يساهم في تحقيق مجموعة من العناصر الحيوية التي تنعكس بشكل مباشر على أداء الشركة واستدامتها، ومن أبرز هذه العناصر: (صدام، مراد، 2022)

- الوصول إلى أعلى قيمة سوقية ممكنة للسهم، بما يساهم في تعظيم القيمة الكلية للشركة وتحقيق مصالح المساهمين على المدى الطويل
- الاستخدام الأمثل لموارد التمويل.
- اقتناص الفرص الاستثمارية والاستفادة منها .

5.4 الأداء المالي

يُعد الأداء المالي أحد المؤشرات الرئيسية التي تعتمد عليها الشركات في تقييم مدى نجاحها من الناحية المالية، إذ يعكس القدرة على تحقيق العوائد المرجوة من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية. ويكتسب هذا المفهوم أهمية خاصة كونه يُوفر تقييمًا دقيقًا وشفافًا للأطراف ذات العلاقة، كالمستثمرين والممولين والإدارة، حول مدى كفاءة الشركة في استغلال مواردها المالية المتاحة وتحقيق أهدافها الاستراتيجية وقد عرّفه (Ngoc et al. (2021 بأنه مقياس يعكس مدى نجاح الشركة في تحقيق الأرباح وتعظيم قيمة حقوق المساهمين من خلال مؤشرات مالية مختلفة مثل العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، بينما عرفه (Asante & Shanfzadeh (2022 على أنه قدرة المؤسسة على تحقيق التوازن بين الإيرادات والمصروفات، مما يساهم في تحقيق الاستدامة المالية والنمو الاقتصادي.

ويرى إسماعيل (2023) أن الأداء المالي هو انعكاس لكفاءة الإدارة المالية في اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية، حيث يرتبط ارتباطًا وثيقًا بهيكل التمويل والسيولة المالية.

بينما عرف أن الاداء المالي هو نتاج عمليات الشركة وأنشطتها خلال السنوات السابقة ويقاس بالمؤشرات المالية والسوقية لبيان مدى استغلال الموارد والامكانيات المتاحة للشركة بكفاءة من قبل ادارتها وتوفير معلومات عن الوضع المالي للشركة. (الخماسة وآخرون، 2024)

ويعرف الباحث الأداء المالي بأنه الأداء المالي هو قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المالية بكفاءة وفعالية من خلال التوازن بين الإيرادات والمصروفات، وتعظيم قيمة حقوق المساهمين، وتحقيق الاستدامة المالية، وذلك بالاعتماد على مؤشرات مالية مثل العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكي (ROE)، إضافةً إلى كفاءة الإدارة المالية في اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية وإدارة السيولة

5.5 أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي

تشير الأدبيات المالية إلى أن الهيكل التمويلي يُعد من العوامل المؤثرة بشكل مباشر في الأداء المالي للمؤسسات، حيث يتحدد هذا الأثر بحسب طبيعة التوازن بين الديون وحقوق الملكية. إذ إن اختيار مزيج التمويل المناسب يمثل أداة استراتيجية يمكن أن تعزز من كفاءة الأداء المالي إذا ما أحسن توظيفها.

فقد كشفت دراسة إسماعيل (2023) عن وجود علاقة معنوية إيجابية بين كل من السيولة وهامش الربحية وبين الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين، ما يعكس أهمية توفر السيولة في تعزيز الربحية. وبدورها، أظهرت دراسة عطوات وبوخطة (2022) أن الأداء المالي القوي يرتبط بقدرة المؤسسات على إدارة أصولها ومواردها بفعالية، بعيداً عن الإفراط في الاعتماد على الديون، الأمر الذي يعزز الاستقرار المالي ويحد من المخاطر.

أما دراسة صوالي (2019)، فقد أبرزت أهمية انتهاج سياسات تمويلية رشيدة في تمويل الأصول، لما لها من دور في تحقيق فوائض مالية تمكّن الشركات من الوفاء بالتزاماتها طويلة الأجل. وفي ذات السياق، توصلت دراسة جمعي (2021) إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة الرفع المالي والسيولة من جهة، والأداء المالي من جهة أخرى، مما يشير إلى أن الاعتماد المدروس على الديون قد يسهم في دعم النمو المالي. كما بيّنت دراسة سباع وآخرون (2022) أن رأس المال العامل يُعد من العوامل الداعمة لكفاءة التشغيل، وله أثر مباشر في تحسين الأداء المالي في المؤسسات الجزائرية. وفي الإطار ذاته، أشارت دراسة Luo and Jiang (2022) إلى أن الالتزامات قصيرة الأجل تُمثل أداة فعالة لتحقيق التوازن المالي وتعزيز الاستدامة، بشرط إدارتها بكفاءة.

في المقابل، حذرت بعض الدراسات من الأثر السلبي المحتمل للهيكل التمويلي، لا سيما في حال الاعتماد المفرط على التمويل القائم على الديون أو ضعف تنويع مصادر التمويل. فقد بيّنت دراسة

المندلسي (2015) أن قلة الدعم المصرفي وعدم تنوع أدوات التمويل يُعدان من أبرز التحديات التي تواجه المشروعات الصغيرة في سعيها لتحقيق الاستدامة المالية. كما أظهرت دراسة العفاني وآخرون (2023) أن الاعتماد الكبير على التمويل الذاتي، دون تعزيز مصادر التمويل الأخرى، أثر سلباً على الأداء المالي لمؤسسة اتصالات الجزائر، خاصة خلال جائحة كوفيد-19، التي زادت من حدة الضغوط التشغيلية.

أما في القطاع المصرفي، فقد أوضحت دراسة علي والأنصاري (2023) أن ارتفاع نسبة المطلوبات إلى إجمالي الأصول في البنوك اليمنية ارتبط بأداء مالي متباين، مما يعكس الأثر المزدوج للديون بحسب مستوى المخاطر. وخلصت دراسة (Asante & Shanfzadeh (2022 إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة الديون والأداء المالي في كل من غانا ونيجيريا، الأمر الذي يُشير إلى أن التمويل المرتكز على الديون قد يقوّض من القدرة على تحقيق الربحية والاستدامة. وتدعم هذه النتيجة دراسة (Zachary (2019 في بورصة نيروبي، التي بيّنت أن ارتفاع مستويات الدين له تأثير سلبي واضح على الأداء المالي للشركات. كما توصلت دراسة (Ngoc et al. (2021 إلى أن التمويل القائم على الديون يؤثر سلباً على العائد على الأصول (ROA) لدى شركات الخدمات اللوجستية في فيتنام.

وأخيراً، قدمت دراسة (Surbhi and Sharma (2023 مراجعة تحليلية شاملة لعدد من الدراسات السابقة، أشارت فيها إلى أن التمويل طويل الأجل القائم على الديون غالباً ما يترك أثراً سلبياً على الأداء المالي، بينما يختلف تأثير التمويل قصير الأجل وفقاً لخصائص المؤسسة وظروفها التشغيلية.

5.6 خاتمة

يوضح الإطار النظري أن الهيكل التمويلي يعد عاملاً حاسماً في تحديد الأداء المالي للشركات. وعلى الرغم من تعدد العوامل المؤثرة، فإن اختيار الهيكل التمويلي الأمثل يعتمد على طبيعة الشركة وظروفها الاقتصادية. تسهم التكنولوجيا المالية في تعزيز كفاءة التمويل، مما يستدعي دراسة أعمق لعلاقة الهيكل التمويلي بالأداء المالي في بيئات الأعمال المختلفة.

سادساً: منهجية الدراسة

حيث تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول (ROA) للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

تعتمد الدراسة في إطارها المنهجي على المنهج الوصفي لعرض البيانات وتفسيرها، إلى جانب المنهج التحليلي القياسي الذي يتمثل في استخدام نماذج البيانات المقطعية الطولية، والمعروفة بـ نماذج البانل (Panel Data Models) ، وذلك لتحليل طبيعة العلاقة التأثيرية بين الهيكل التمويلي

والأداء المالي. ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة، تم اختيار نماذج البائل كمنهج إحصائي، استنادًا إلى ما هو معمول به في الأدبيات والدراسات السابقة ذات الصلة. ويُعد هذا النوع من النماذج مناسبًا في الحالات التي تتضمن فيها العينة بيانات تتسم بخصائص متجانسة وأخرى غير متجانسة، وهي خصائص قد تختلف باختلاف الشركات أو الأفراد الذين تتكون منهم العينة محل التحليل

6. مجتمع الدراسة ومصادر وادوات الدراسة

يتكون سوق فلسطين للأوراق المالية من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، ويبلغ عددها 49 شركة. ومع ذلك، تم استبعاد البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين من الدراسة بسبب خصوصية قراراتها التمويلية التي تختلف عن باقي الشركات. وبالتالي، يشمل مجتمع الدراسة 32 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة فلسطين، والتي تتوزع على ثلاثة قطاعات رئيسية (الخدمات، الصناعة والاستثمار)

جدول 1: مجتمع الدراسة

الرقم	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة	قطاع الاستثمار
1.	الاتصالات الفلسطينية	بيرزيت للأدوية	العربية الفلسطينية للاستثمار
2.	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	مصانع الزيوت النباتية	فلسطين للتنمية والاستثمار
3.	شركة الفلسطينية للكهرباء	القدس لمستحضرات التجميل	سند للموارد الانشائية
4.	مصايف رام الله	دواجن فلسطين	فلسطين للاستثمار العقاري
5.	ابراج الوطنية	سجائر القدس	الاتحاد للإعمار والاستثمار
6.	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	بيت جالا لصناعة الادوية	المستثمرون العرب
7.	المؤسسة العربية للفنادق	الوطنية لصناعة المونيووم والبروفيلات-نابكو	الفلسطينية للاستثمار والانماء
8.	مركز نابلس الجراحي التخصصي	الوطنية لصناعة الكرتون	العقارية التجارية للاستثمار
9.	بال عقار لتطوير وادارة وتشغيل القارات	العربية لصناعة الدهانات	القدس للاستثمارات العقارية
10.		فلسطين لصناعة اللدائن	فلسطين للاستثمار الصناعي
11.		مصنع الشرق للالكترود	
12.		مطاهن القمح الذهبي	
13.		دار الشفاء لصناعة الادوية	

الرقم	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة	قطاع الاستثمار
الجموع	9 شركات	13 شركة	10 شركات

المصدر: موقع بورصة فلسطين

مصادر وأدوات جمع البيانات:

أ- المصادر الثانوية: تم جمع بيانات الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من 2012 إلى 2021 من خلال التقارير المالية المنشورة على موقع بورصة فلسطين والمواقع الرسمية للشركات، وذلك للحصول على بيانات كمية تمثل متغيرات الدراسة. ثم تم تحليل هذه البيانات باستخدام برامج التحليل المتخصصة. كما تم الاستعانة بمصادر ثانوية أخرى، مثل الكتب والمراجع العربية والأجنبية، والمقالات والأبحاث، والدراسات السابقة ذات الصلة، بالإضافة إلى المجالات العلمية المنشورة وبعض المواقع الإلكترونية

ب- أدوات الدراسة:

بعد مراجعة الدراسات السابقة والأبحاث وجمع البيانات من المصادر الثانوية ذات الصلة بموضوع الهيكل التمويلي وتأثيره على الاداء المالي للفترة ما بين (2013-2021) من البيانات المنشورة على موقع بورصة فلسطين (www.pex.ps) وبالإضافة إلى البيانات المنشورة في التقارير السنوية للشركات المدرجة كما قام الباحث باحتساب قيم المتغيرات المستقلة والتابعة للحصول على نسب لكل شركة تشمل كل متغير من المتغيرات خلال الفترة المذكورة. تم استخدام تحليل البيانات الزمنية المقطعية الطولية (The panel data analysis) لتحليل الدراسة و اكتسبت هذه النماذج في الآونة الاخيرة اهتماماً خاصة بالنسبة للدراسات الاقتصادية لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلافات بين الوحدات المقطعية

7. إجراءات التحليل

و يُستهل التحليل باستخدام طريقة المربعات الصغرى المجمعة Pooled OLS و من ثم اختبار تجانس الشركات، و في حال أن اختبار Breusch-Pagan LM test للتجانس، اقتضى أن الشركات المدرجة في العينة موطن الدراسة غير متجانس فإن التقدير يقتضي أن يتم بواسطة نماذج البائل Panel Data models بشقيها الثابت والعشوائي Fixed and Random effects. ويمكن افتراض ان الشركات المدرجة في مجتمع الدراسة بأنها غير متجانسة بالاعتماد على المفاهيم المالية كون أن هذه الشركات تندرج تحت قطاعات مختلفة وتتمتع بخصائص غير متجانسة. و لتحديد أيًا من نماذج الاثر العشوائي والثابت الأكثر دقة في تحليل البيانات فإن الدراسة يجب أن تجري اختبار Hausman test، و لاختبار صلاحية و دقة النتائج، فإنه يجب اختبار المشاكل القياسية الخاصة

بنماذج البائل و بالتحديد مشكلة عدم ثبات حد الخطأ Heteroscedasticity، و مشكلة التعدد الخطي Multicollinearity، و مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation باستخدام اختبار Wooldridge test for autocorrelation بالإضافة إلى مشكلة استقلالية البيانات المقطعية Cross sectional independence من خلال اختبار Pesaran (2015) test for weak cross-sectional dependence.

وتماشياً مع الدراسات العالمية في التحليل التطبيقي لنماذج المالية فيتوجب هنا اختبار مشكلة التداخل Endogeneity والتي يمكن قياسها عن طريق اختبار Durbin-Wu-Hausman (DWH)، و فيما لو اتضح وجود هذه المشكلة فإننا سوف نتجه إلى استخدام طريقة Generalized Method of Moments (GMM). ومجدداً يمكن تقادي هذه الخطوة على اعتبار أن جميع نماذج الدراسات المالية تعاني من مشكلة التداخل.

وتستهل هذه الدراسة التحليل ببناء نموذج عام كما يلي:

$$Y_{it} = \alpha + \beta \sum_{i=1}^n X_{it} + \gamma \text{Financial Structure}_{it} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

حيث أن:

Y : هو المتغير التابع قيد الدراسة ويعكس الاداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول (ROA) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

α : هو الحد الثابت

X : هو مجموعة من المتغيرات الضابطة المتعلقة في الشركات عمر الشركة، حجم الشركة، فرص النمو، والكفاءة الائتمانية وعدد حملة درجة الدكتوراه في مجلس الادارة .

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

Financial Structure: وهو المتغير المستقل الرئيس في الدراسة ويمثل الهيكل التمويلي مقاساً بعدة مؤشرات هي: نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية.

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

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

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

ϵ : حد الخطأ.

7.1 التحليل والتقدير القياسي لنموذج الدراسة:

أولاً: طريقة المربعات الصغرى المجمعة Pooled OLS

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

$$Y_{it} = \alpha + \beta \sum_{i=1}^n X_{it} + \gamma \text{ Financial Structure}_{it} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

جدول (2): أثر الهيكل التمويلي الأداء المالي باستخدام طريقة المربعات الصغرى المجمعة

(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	المتغيرات
				-0.159	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
				(0.140)	
-0.001	0.001	0.001	0.004	-0.001	العمر
(0.840)	(0.130)	(0.476)	(0.044)	(0.840)	
-0.019	-0.025	-0.017	-0.067	-0.019	حجم الشركة
(0.789)	(0.722)	(0.806)	(0.381)	(0.789)	
0.027**	0.029	0.018*	0.015**	0.027**	فرص النمو
(0.443)	(0.409)	(0.533)	(0.642)	(0.443)	
0.000	0.000	0.000*	0.000	0.000	الكفاءة الائتمانية
(0.988)	(0.436)	(0.142)	(0.554)	(0.988)	
0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	حملة الدكتوراه في مجلس الإدارة
(0.001)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.001)	
			-0.052		نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول
			(0.599)		
		-0.229			نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول
		(0.022)			
	-0.046				نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
	(0.130)				
0.159					نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى الأصول
(0.140)					
0.036	0.195	0.127	0.432	0.196	Constant
(0.947)	(0.701)	(0.779)	(0.436)	(0.701)	
234	234	234	234	234	Observations
0.170	0.177	0.162	0.171	0.170	R-squared
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Firm fixed effect
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Year fixed effect
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Robust
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Country clustering

المصدر: مخرجات برنامج STATA

ويتضح من الجدول (24.3) أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول أثرها غير معنوي في الاداء المالي، كذلك عدم معنوية الأثر بالنسبة للديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على الاداء المالي، في حين أن لإجمالي الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول أثرًا سالبًا على الاداء المالي بقيمة (-0.229)، حيث إن زيادة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية بمقدار نسبة مئوية واحدة تتخفّض الأداء المالي بمقدار (0.229) نسبة مئوية، وأيضًا هذا الأثر غير معنوي بالنسبة لإجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية على الاداء المالي، وكذلك الأثر كان غير معنوي لحقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على الاداء المالي .

وعلى الرغم من النتائج السابقة لطريقة المربعات الصغرى التجميعية إلا أنه لا يمكن الاعتماد على نتائج هذا النموذج، حيث إن الشركات المدرجة في التحليل لا يمكن التعامل معها على أنها كتلة واحدة فكلٌ منها يتمتع بخصائص مختلفة مما يجعل الاعتماد على هذه الطريقة أمرًا مثيرًا للانتقاد العلمي، وعليه سيتم تحليل الفرضية الأولى باستخدام نماذج الأثر الثابت والأثر العشوائي.

ثانيًا: نماذج الأثر الثابت و الأثر العشوائي

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

جدول (3): أثر الهيكل التمويلي على الاداء المالي نماذج البائل ذات الأثر الثابت

المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	-0.0159				
	(0.118)				
العمر	0.001	0.001	0.002	0.001	0.001
	(0.457)	(0.509)	(0.338)	(0.477)	(0.457)
حجم الشركة	-0.019	-0.067	-0.017	-0.025	-0.019
	(0.776)	(0.352)	(0.795)	(0.706)	(0.776)
فرص النمو	0.027	0.015	0.018	0.029	0.027
	(0.415)	(0.621)	(0.508)	(0.381)	(0.415)
الكفاءة الائتمانية	0.0000	0.000	0.000	0.004	0.000
	(0.987)	(0.529)	(0.120)	(0.409)	(0.987)
حملة الدكتوراه في مجلس الادارة	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
	(0.001)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.001)
نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول		-0.052			
		(0.557)			

		-0.229			نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول
		(0.015)			
	-0.046				نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
	(0.109)				
0.159					نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى الأصول
(0.118)					
-0.020	0.159	0.082	0.0476	0.139	Constant
(0.378)	(0.0758)	(0.865)	(367)	(0.787)	
234	234	234	234	234	Observations
	0.128	0.090	0.107	0.105	R-squared
26	26	26	26	26	Number of id
0.3991	0.3991	0.5294	0.1009	0.3991	Hausman test

المصدر: مخرجات برنامج STATA

جدول (4): أثر الهيكل التمويلي على الاداء المالي نماذج البائل ذات الأثر العشوائي

(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	المتغيرات
				-0.159	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
				(0.001)	
-0.001	0.001	0.001	0.004	-0.001	العمر
(0.839)	(0.794)	(0.469)	(0.033)	(0.839)	
-0.019	-0.025	-0.017	-0.067	-0.019	حجم الشركة
(0.787)	(0.719)	(0.804)	(0.372)	(0.787)	
0.027	0.029	0.018	0.015	0.027	فرص النمو
(0.435)	(0.401)	(0.527)	(0.637)	(0.435)	
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	الكفاءة الائتمانية
(0.988)	(0.429)	(0.129)	(0.548)	(0.988)	
0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	حملة الدكتوراه في مجلس الادارة
(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	
			-0.052		نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول
			(0.594)		
		-0.229			نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول
		(0.014)			
	-0.046				نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
	(0.118)				
0.159					نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى الأصول
(0.128)					
0.365	0.195	0.127	0.432	-0.119	Constant

(0.946)	(0.689)	(0.796)	(0.429)	(0.362)	
234	234	234	234	234	Observations
26	26	26	26	26	Number of id
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Firm fixed effect
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Year fixed effect
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Robust
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Country clustering

المصدر: مخرجات برنامج STATA

تتوافق نتائج نماذج الأثر الثابت والأثر العشوائي مع نتائج نموذج طريقة المربعات الصغرى، واختبار أي من النموذجين (الثابت أو العشوائي) الأكثر دقة لتحليل البيانات فإن الدراسة يجب أن تجري اختبار Hausman test. المدرج أسفل جدول (3) وتشير نتائج الاختبار إلى أن نماذج الأثر العشوائي هي الأكثر دقة .

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

H_0 : errors are weakly cross-sectional dependent

جدول (5): نتائج اختبار استقلالية البيانات المقطعية

CD	p-value
3.042	0.000

المصدر: مخرجات برنامج STATA

ويترتب على النتائج السابقة قبول الفرضية البديلة والتي تؤكد وجود ارتباط بين بواقي البيانات المقطعية ما يشكك في نتائج النموذج المقترح. وتشير نتائج الاختبار إلى أن قيمة P-value معنوية ما يعني رفض الفرضية العدم وقبول البديل. وبذلك يكون الاعتماد على نموذج طريقة المربعات الصغرى المجموعة منتقد ومشكوك في نتائجه، الأمر الذي يدفعنا إلى استخدام نماذج البانل داتا. وبالإضافة إلى ذلك، فإن الدراسات السابقة تشير إلى أن الاداء المالي (المتغير التابع) تؤثر على المتغيرات المستقلة بما فيها المتغيرات المفسرة (الهيكل التمويلي). ولذلك فإننا وبغض النظر عن نتيجة اختبار Durbin-Wu-Hausman (DWH) فإن نتائج الدراسات السابقة وبالاعتماد على منطق الدراسات المالية إن مشكلة التداخل متأصلة في هذه النماذج ومصدرها هو السببية العكسية (Reverse Causality). وعادةً عند وجود مشكلة التداخل فإن النتائج المقدرة تكون متحيزة و لا يمكن الوثوق في دقتها. وهذا يعني أن مصداقية نتائج نموذج الأثر الثابت لنماذج البانل داتا ضعيفة ولذلك يتوجب حل مشكلة التداخل للحصول على نتائج أكثر دقة.

طريقة اللحظة المعممة (GMM): Generalized Method of Moment

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

جدول (6): أثر الهيكل التمويلي على الاداء المالي نماذج GMM

(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	المتغيرات
				-1.0156**	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
				(0.003)	
-0.003	-0.002	-0.0007	-0.001	-0.003	العمر
(-0.010)	(0.384)	(-0.004)	(-0.005)	(-0.010)	
0.537	0.491	0.0392	0.340	0.537	حجم الشركة
(0.0628)	(0.078)	(0.136)	(0.029)	(0.062)	
0.166	0.126	0.047	0.069	0.166	فرص النمو
(0.002)	(-0.031)	(-0.032)	(-0.047)	(0.002)	
-0.001	0.001	0.003	0.001	-0.001	الكفاءة الائتمانية
(-0.005)	(-0.001)	(0.0005)	(-0.001)	(-0.005)	
-0.0008	-0.001	-0.001	-0.0004	-0.0008	حملة الدكتوراه في مجلس الادارة
(-0.010)	(-0.008)	(-0.006)	(-0.005)	(-0.010)	
			-0.4222**		نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول
			(0.075)		
		-0.860**			نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول
		(0.001)			
	-0.229**				نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
	(0.045)				
1.015***					نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى الأصول
(0.003)					
-4.300	-3.1444	-2.535	-2.133	-	Constant
(0.012)	(-5.802)	(-4.153)	(-4.205)	(-6.301)	
234	234	234	234	234	Observations
26	26	26	26	26	Number of id
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Robust
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	AR2
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Hansen Test

المصدر: مخرجات برنامج STATA

و يتضح من الجدول أعلاه أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول تؤثر بالسلب على الاداء المالي السوقية، فكلما زادت هذه النسبة بمقدار وحدة واحدة ينخفض الاداء المالي بمقدار (1.0156) نسبة مئوية، ونجد أن السبب في اتجاه هذا الأثر هو الأثر السالب لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على الاداء المالي. حيث أن زيادة نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول بمقدار نسبة مئوية واحدة ينخفض الاداء المالي بمقدار (0.4222) نسبة مئوية. كذلك السبب في اتجاه هذا الأثر هو الأثر السالب لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على الاداء المالي. حيث أن زيادة نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول بمقدار نسبة مئوية واحدة ينخفض الاداء المالي بمقدار (0.860) نسبة مئوية

و يتضح من الجدول أعلاه أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية تؤثر بالسلب على الاداء المالي ، فكلما زادت هذه النسبة بمقدار وحدة واحدة ينخفض الاداء المالي بمقدار (0.229) نسبة مئوية

وعلى النقيض، فإن أثر حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول موجب و معنوي على الاداء المالي، حيث أن زيادة هذه النسبة تزيد من الاداء المالي بمقدار (1.015).

8. مناقشة النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية

8.1 مناقشة النتائج

8.1.1 وجود أثر عكسي معنوي بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول و الأداء المالي.

يتضح من هذه النتيجة أنه كلما ارتفع مستوى الاعتماد على الديون في التمويل يزيد من الأعباء المالية على الشركات، وخاصة في ظل تكلفة الفوائد المرتفعة في فلسطين التي تؤثر بدوره بشكل سلبي على أداءها المالي، ولخصوصية السوق الفلسطيني حيث قد تكون التحديات الاقتصادية والسيولة محدودة، يزيد هذا التأثير بشكل ملحوظ ويؤدي إلى تراجع الاداء المالي للشركات .

8.1.2 هناك أثر سلبي معنوي لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي.

يظهر لنا من هذه النتيجة أن الاعتماد على الديون قصيرة الاجل، يجعل الشركات تواجه ضغطاً كبيراً على السيولة والقدرة على الوفاء بالتزاماتها في الاوقات التي قد تكون فيها الظروف في السوق غير مستقر، حيث الشركات في السوق الفلسطيني تعاني من تقلبات اقتصادية وسياسية وحروب .

8.1.3 وجود أثر سلبي معنوي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي.

وجود مستوى مرتفع من الديون طويلة الاجل يؤثر سلباً على الاداء المالي للشركات على الرغم من أن الديون طويلة الاجل قد توفر التمويل اللازم للتوسع، إلا أنها تجعل الشركات عرضة للمخاطر المالية المستقبلية بسبب الالتزامات طويلة الاجل التي قد تؤثر على استقرارها المالي في المستقبل، هذه الديون من المؤكد في البيئة الفلسطينية تحد من مرونة الشركات مما يصعب عليها التكيف مع المتغيرات السريعة في السوق الفلسطيني.

8.1.4 وجود أثر عكسي معنوي بين إجمالي الديون على إجمالي حقوق الملكية على الأداء المالي.

الشركات الفلسطينية التي تعتمد بشكل كبير على التمويل عبر الديون مقارنة بحقوق الملكية تواجه انخفاضاً في الاداء المالي بسبب أن الشركات التي تمتلك هيكل تمويلي غير متوازن وتعتمد على الديون أكثر من حقوق الملكية تكون أكثر عرضة للمخاطر المالية المختلفة وخصوصاً في البيئة الفلسطينية التي يكون فيها الظروف الاقتصادية غير مستقرة، مما يجعل هذا الهيكل التمويلي أكثر هشاشة أمام الصدمات الاقتصادية والسياسية .

8.1.5 وجود أثر طردي ومعنوي لحقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي.

تشير هذه النتيجة إلى أن الزيادة في نسبة حقوق الملكية مقارنة بالأصول يعزز من الأداء المالي للشركات، مما يساهم هذا التوازن في تقليل المخاطر المالية ويسمح للشركات بالحفاظ على استقرارها المالي، خصوصاً بسبب التحديات التي تواجه الشركات في البيئة الفلسطينية سواء اقتصادية او تقلبات السوق المالي، فزيادة حقوق الملكية في التمويل يعتبر بمثابة الدرع الواقي الذي يساعد الشركات من التوسع بأمان أكبر والاستثمار في الفرص المستقبلية دون القلق من التأثيرات السلبية للديون .

8.2 النتائج

8.2.1 وجود أثر عكسي معنوي بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول و الأداء المالي.

8.2.2 هناك أثر سلبي معنوي لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي.

8.2.3 وجود أثر سلبي معنوي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي.

8.2.4 وجود أثر عكسي معنوي بين إجمالي الديون على إجمالي حقوق الملكية على الأداء المالي.

8.2.5 وجود أثر طردي ومعنوي لحقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي.

8.3 التوصيات

8.3.1 يجب على الشركات الفلسطينية السعي لتحقيق توازن بين التمويل بالديون وحقوق الملكية، الامر الذي من شأنه أن يساعد الشركات في تقليل المخاطر المالية وتحقيق استقرار أكبر في الاداء المالي.

8.3.2 توصي الدراسة بتقليل الاعتماد على الديون قصيرة الاجل، حيث إن هذا النوع من التمويل يؤدي إلى ضغط كبير على السيولة ويحد من قدرة الشركات على الوفاء بالالتزامات في الاوقات التي تشهد تقلبات في السوق .

8.3.3 ينبغي على الشركات أن تكون حذرة في استخدام الديون طويلة الاجل، حيث يؤدي الاعتماد على مثل هذا النوع من التمويل على فرض التزامات مالية ثقيلة على المدى الطويل مما يؤثر سلباً على استقرارها المالي .

8.3.4 من الضروري زيادة حقوق الملكية مقارنة بالأصول حيث يساهم ذلك في تعزيز الاستقرار المالي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي .

يمكن القول أن الشركات الفلسطينية بحاجة إلى تحسين استراتيجيتها المالية من خلال التركيز على تعزيز حقوق الملكية وتقليل الاعتماد على الديون، وذلك لتفادي المخاطر المالية وتحقيق أداء مستدام .

8.4 الدراسات المستقبلية

8.4.1 تحليل العلاقة بين الهيكل التمويلي ومستوى المخاطرة المالية في ظل الأزمات في فلسطين .

8.4.2 دراسة أثر الهيكل التمويلي على متغيرات غير الاداء المالي ك (الاستدامة ، المسؤولية الاجتماعية) .

8.4.3 دراسة مقارنة بين الشركات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة في بورصة فلسطين.

9. قائمة المراجع:

9.1 قائمة المراجع العربية :

إسماعيل، أ. (2023). أثر هيكل التمويل على الأداء المالي لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة فلسطين: الدور المعدل لحجم الشركة. مجلة جامعة فلسطين التقنية للأبحاث، 11(4)، 70-85.

جمعي، م. ص. (2021). قرار التمويل وتأثيره على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مجمع صيدال (2015-2020). (مجلة البحوث المالية والمحاسبية، 6(2)

حمودة، م. س.، التلباني، ن. ع.، عاشور، ي. ح. (2023). أثر القرار التمويلي على عوائد الأسهم السوقية: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نماذج

البائل IUG Journal of Economics & Business، 31(3).

الخميسة، س. ط.، إبراهيم عبد القادر، ن.، أيمن محمد صبري. (2024). أثر هيكل الملكية على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي. مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، 10(18)، 41-78.

سباع، ب.، عبدة، ع.، سامية. (2022). دراسة قياسية لأثر محددات قرار التمويل على الأداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة باستخدام بيانات البائل للفترة (2010-2019). مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، 7(1)، 263-274.

سليمان، ع. س.، يسين، ع.، ياسين، م.، عبد القادر، خ. (2025). تأثير هيكل التمويل على الأداء المالي في المشروعات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في بورصة النيل خلال الفترة (2017-2021). (مجلة راية الدولية للعلوم التجارية، 4(13)، 477-512)

صاولي، أ. (2019). سياسة التمويل وتأثيرها على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مؤسسة CIEPTAL CATRING للفترة 2015-2017 [رسالة ماجستير، بدون جامعة]. صدام، ع.، بوخطة، م. (2022). أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية في الجزائر: دراسة حالة في شركة الكهرباء والغاز سونلغاز - ورقلة للفترة 2018-2020 [رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة]

عبد الناصر، ع.، محمد العربي، ط. (2024). القرار المالي وأثره على الأداء المالي مقاس بالربحية: دراسة حالة الشركات الجزائرية. مجلة المنهل الاقتصادي، 7(1)، 1051-1062.

العفاني، خديجة، ه. س.، رحاي، ع.، بخالد. (2023). أثر القرار التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مؤسسة اتصالات الجزائر خلال الفترة (2018-2021) (رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة).

علي، ب. ي. م.، الأنصاري، أ. ع. ر. (2024). أثر الهيكل المالي في الأداء المالي: دراسة قياسية مقارنة بين بنكي التضامن والأهلي اليمني. *Hadhramout University Journal of Humanities*, 21(1).

المندلسي، س. ن. (2015). أثر بناء هياكل تمويلية متوازنة على الأداء المالي في المشروعات الصغيرة: دراسة ميدانية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، العدد الرابع (6)، 447-458.

9.2 قائمة المراجع الأجنبية :

Abbasi, T., & Weigand, H. (2017). The impact of digital financial services on firm's performance: A literature review. *arXiv preprint arXiv:1705.10294*.

Asante, D., & Shanfzadeh, R. (2022). The relationship between capital structure and financial performance: A sectoral analysis. *Financial Economics Review*, 27(1), 45-67.

Luo, H., & Jiang, W. (2022). The effect of capital structure on financial performance using CNN-based models. *Journal of Business Analytics*, 29(3), 56-72.

Ngoc, T., Pham, H., & Nguyen, V. (2021). Capital structure impact on profitability: A case study from Vietnam. *Asia-Pacific Economic Journal*, 34(2), 89-104.

Pais, M. F. (2017). Do managers herd when choosing the firm's capital structure? Evidence from a small European economy. *Putri, I.G.A.P.T., Rah. Surbhi, M., & Sharma, P. (2023). The impact of debt financing on financial performance: A meta-analysis. International Journal of Finance*, 40(1), 23-48.

Taherinia, M., Mohammadi, M., & Bahramian, B. (2024). Analyzing the impact of analytical paralysis on investors' decisions in the Tehran Stock Exchange. *Accounting & Auditing Review*, 31(1).

Vernimmen, P., Quiry, P., & Le Fur, Y. (2022). *Corporate finance: Theory and practice*. John Wiley & Sons.

Zachary, R. (2019). Capital structure and firm profitability: Evidence from Nairobi Securities Exchange. *African Journal of Economics*, 21(4), 55-73.