

اختبار وتحليل العلاقة بين الهيكلية المالية والأداء المالي للشركات الصناعية

وما مدى تأثيرها بحجم الشركة

دراسة تحليلية باستخدام منهجية (ARDL)

د. صالح امحمد عبادي/ كلية المحاسبة – جامعة غريان

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين الهيكلية المالية والأداء المالي للشركات مع الأخذ في الاعتبار دور حجم الشركة كعامل تفاعلي. تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لتحليل بيانات الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية (2018 – 2021). وأظهرت النتائج الرئيسية ما يلي:

وجود تأثير إيجابي ومعنوي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على الأداء المالي في الأجلين الطويل والقصير. تأثير محدود وغير معنوي لنسبة الديون إلى الأصول في الأجل الطويل، ولكنه كان معنويًا وإيجابيًا في الأجل القصير. كما أظهر المتغير التفاعلي (حجم الشركة × نسبة الديون إلى حقوق الملكية) تأثيرًا إيجابيًا ومعنويًا، مما يشير إلى أهمية حجم الشركة كعامل أساسي في تحسين الأداء المالي.

ABSTRACT:

This study aims to analyze the relationship between financial structure and financial performance of companies, taking into account the role of company size as an interactive factor. The autoregressive distributed lags (ARDL) model was used to analyze data for industrial companies listed on the Amman Stock Exchange during the time period (2018 - 2021). The main results showed the following:

There is a positive and significant impact of the debt-to-equity ratio on financial performance in the long and short-term. The debt-to-assets ratio had a limited and insignificant impact in the long term, but it was significant and positive in the short term. The interactive variable (company size × debt-to-equity ratio) also showed a positive and significant impact, indicating the Importance of company size as a key factor in improving financial performance.

1.1 المقدمة:

تلعب الهيكلية المالية دوراً جوهرياً في تحديد كفاءة الشركات وقدرتها على تحقيق الأداء المالي المستدام، ويقصد بالهيكلية المالية التركيبية المثلى لمصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركات لتحقيق توازن بين الديون وحقوق الملكية بما يضمن تقليل تكلفة رأس المال وتعظيم العوائد، ويعد اختيار الهيكلية المالية المناسبة أحد القرارات الهامة التي تواجهها الشركات نظراً لتأثيرها المباشر على الربحية والاستدامة المالية.

تتأثر القرارات المتعلقة بالهيكلية المالية بعدة عوامل منها الظروف الاقتصادية العامة والقطاع الذي تنتمي إليه الشركة بالإضافة إلى حجم الشركة الذي يزيد من قدرتها على التوسع والاقتراض، حيث تنخفض نسبة الاقتراض في الشركات الصغيرة بينما ترتفع تلك النسبة في الشركات الكبيرة.

ومع ذلك لا يزال هناك جدل مستمر حول كيفية تأثير الهيكلية المالية على الأداء المالي في الأجلين القصير والطويل، خصوصاً عندما يكون هناك تفاعل مع عوامل أخرى مثل حجم الشركة، فمن المتوقع أن يلعب حجم الشركة دوراً مهماً يعزز أو يقلل من تأثير الهيكلية المالية على الأداء المالي، فالشركات الكبيرة قد تستفيد من قدرتها على الوصول إلى مصادر تمويل متنوعة، بينما تواجه الشركات الصغيرة بعض القيود التي قد تؤثر على قدرتها في تحقيق الأداء المالي المناسب (Law and Mills (2015)، Kou et al . (2020).

وتهدف هذه الدراسة إلى سد الفجوة المعرفية المتعلقة بتأثير الهيكلية المالية على الأداء المالي من خلال استكشاف دور حجم الشركة كعامل تفاعلي، وذلك باستخدام منهجية (ARDL) لتحليل العلاقة بين الهيكلية المالية والأداء المالي على المدى القصير والمدى الطويل مع الأخذ بالاعتبار ديناميكيات التفاعل بين حجم الشركة ومتغيرات الهيكلية المالية.

2.1 مشكلة الدراسة:

تتمحور مشكلة الدراسة في الاجابة على التساؤل التالي:

- كيف تؤثر الهيكلية المالية على الأداء المالي للشركات. وما الدور الذي يلعبه حجم الشركة في تعديل هذه العلاقة؟

3.1 أهمية الدراسة:

الأهمية العلمية: تساهم هذه الدراسة في سد الفجوة البحثية في تحليل تأثير حجم الشركة كعامل تفاعلي في العلاقة بين الهيكلية المالية والأداء المالي وخصوصاً في الأسواق المالية الناشئة.

الأهمية العملية: توفر الدراسة رؤى للشركات والمستثمرين حول أفضل ممارسات الهيكلية المالية وفقاً لحجم الشركة.

4.1 أهداف الدراسة:

تتبلور أهداف الدراسة فيما يلي:

- 1- تحليل العلاقة بين الهيكلية المالية والأداء المالي للشركات.
- 2- دراسة تأثير حجم الشركة على العلاقة بين الهيكلية المالية والأداء المالي.
- 3- تقديم توصيات لتحسين قرارات التمويل بما يحقق أداء مالي مستدام.

5.1 فرضيات الدراسة:

على ضوء تحليل مشكلة الدراسة تمت صياغة فرضيات الدراسة بالصورة العدمية الآتية:

الفرضية الاولى:

H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الهيكلية المالية (نسبة الديون إلى حقوق الملكية ، نسبة الديون إلى الاصول) والأداء المالي للشركات.

الفرضية الثانية:

H_0 : لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لحجم الشركة على العلاقة بين الهيكلية المالية والأداء المالي للشركات.

الفرضية الثالثة:

H_0 : لا تختلف التأثيرات اللحظية للهيكلية المالية على الأداء المالي في الأجل القصير عن التأثيرات التوازنية في الأجل الطويل.

6.1 منهجية الدراسة:

تم استخدام نموذج ARDL (Autoregressive Distributed Lag) الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية الموزعة الذي قدمه (Pesaran et al . 2001) والذي يتميز بعدة جوانب تجعله خياراً مناسباً عند دراسة العلاقات بين السلاسل الزمنية ، خاصة عندما تكون هناك تباينات في خصائص (stationary) الاستقرارية بين المتغيرات ، حيث يمكن من خلاله تحليل العلاقة الفورية (الأجل القصير

(بين المتغيرات ، كما يوفر تحليلاً دقيقاً للعلاقة المستقرة بين المتغيرات في الأجل الطويل ، ويأخذ هذا النموذج الصيغة الرياضية التالية (Ahmed, A. M., Nugraha, D .P & Hagen, I (2023) :

$$ROA_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i ROA_{t-i} + \sum_{j=0}^{q1} \mu_j x_{1,t-j} + \sum_{k=0}^{q2} \delta_k x_{2,t-k} + \sum_{r=0}^{q3} \phi_1 (x_1 \times size)_{t-r} + u_t$$

حيث أن:

ROA_t : المتغير التابع الاداء المالي للشركة مقاسا (بنسبة العائد على الاصول).

x_1 : المتغير المستقل الاول نسبة الديون الى حقوق الملكية.

x_2 : المتغير المستقل الثاني نسبة الديون الى الاصول.

p, q_1, q_2 : عدد فترات الابطاء لكل متغير.

$size$: حجم الشركة.

α_0 : المقطع الثابت.

u_t : معامل الخطأ.

عند ادخال المتغير التفاعلي ($size$) حجم الشركة في النموذج القياسي تم الاعتماد على تفاعل هذا المتغير مع المتغير المستقل الاول x_1 فقط (نسبة الديون إلى حقوق الملكية) ، وتم استبعاد تفاعل هذا المتغير مع المتغير المستقل الثاني x_2 (نسبة الديون إلى الاصول) ، ويرجع السبب في ذلك إلى أن تأثير حجم الشركة أكثر وضوحاً وأهمية على نسبة الديون إلى حقوق الملكية من تأثيره على نسبة الديون إلى الأصول التي عادة ما تكون ثابتة نسبياً ، وتعكس حجم الشركة بشكل مباشر ، مما يجعل من الصعب أن يكون للحجم تأثير مُعدل قوي على هذه النسبة .

1.6.1 مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية الممتدة من (2018 - 2021) ، وسيتم اختيار عينة الدراسة وفق الاعتبارات التالية :

1- يطبق النموذج على الشركات الصناعية التي يتم تداول اسهمها في سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

2- أن هذه الشركات لم يتم دمجها او إيقاف التداول على اسمها خلال فترة الدراسة.

3- أن تتوفر جميع بياناتها المالية الخاصة بالدراسة.

وبعد تطبيق الشروط السابقة على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية والبالغ عددها 46 شركة سنة 2021 وفق دليل الشركات الصادر عن بورصة عمان، تم الحصول على عينة من 35 شركة صناعية توفرت فيها بيانات وشروط الدراسة.

2.6.1 أساليب جمع البيانات:

تمت الاستعانة بما توفر من كتب ومراجع ودوريات محكمة وكذلك تم الاعتماد على شبكة المعلومات الدولية (الانترنت)، للحصول على المعلومات والبيانات الخاصة بالدراسة، حيث تم تجميع بيانات الدراسة من موقع عمان للأوراق المالية www.AmmanExchange.com

3.6.1 متغيرات الدراسة:

المتغير التابع: الأداء المالي للشركات، تم قياس هذا المتغير من خلال النسبة التالية:

$$\text{معدل العائد على الاصول (ROA)} = \frac{\text{الربح قبل الفوائد و الضريبة}}{\text{مجموع الاصول}}$$

تم الاعتماد في حساب هذا المعدل (ROA) على قيمة الربح قبل الفوائد والضرائب، ففاعلية الأصول في توليد الأرباح ينبغي أن تقاس على أساس الربح قبل وليس بعد خصم الفوائد والضرائب، وذلك على أساس أن الأصول هي التي حققت الأرباح التي منها تدفع الفوائد والضرائب (هندي، 2006).

المتغير المستقل الأول (x_1) : نسبة الديون الى حقوق الملكية ، يمكن الحصول على هذه النسبة بقسمة مجموع الديون على حقوق الملكية :

$$(x_1) = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

المتغير المستقل الثاني (x_2) : نسبة الديون الى الاصول ، يمكن الحصول على هذه النسبة بقسمة مجموع الديون على مجموع الاصول :

$$(x_2) = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الاصول}}$$

المتغير التفاعلي (size) : تم الاعتماد على اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لأجمالي الأصول في حساب حجم الشركة (Shina and Woo (2017) .

7.1 الدراسات السابقة:

استهدفت دراسة عطية (2023) اختبار تأثير الهيكل التمويلي للشركات على ممارساتها لسووك التجنب الضريبي على عينتين مستقلتين من الشركات غير المالية (كبيرة ومتوسطة و صغيرة) الحجم مقيدة بالبورصة المصرية وببورصة النيل خلال الفترة الزمنية (2017 – 2021) وتوصلت الدراسة إلى أن الهيكل التمويلي يؤثر معنوياً وإيجابياً على ممارسات سلوك التجنب الضريبي للشركات كبيرة الحجم ، ويؤثر معنوياً وإيجابياً على ممارسات سلوك التجنب الضريبي للشركات متوسطة وصغيرة الحجم ، مع وجود أفضلية معنوية للهيكل التمويلي في تفسير التغيرات التي حدثت في ممارسات سلوك التجنب الضريبي للشركات الكبيرة الحجم مقارنة بالشركات متوسطة وصغيرة الحجم .

وقامت دراسة العدل وعبدالعليم (2022) باستكشاف أثر هيكل الملكية في الأداء المالي وقيمة المنشأة بالتطبيق على الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري ولتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم الاعتماد على التحليل المالي للقوائم المالية وإيضاحاتها لجمع البيانات والمعلومات، وبلغت عينة الدراسة (36) شركة ممثلة لمجتمع الدراسة، تحتوي على (8) قطاعات أعمال مختلفة بالسوق المصري خلال الفترة الممتدة من (2015 – 2020) واختبار درجة التأثير؛ فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط معنوي إحصائي بين هيكل الملكية والقيمة الاقتصادية المضافة EVA في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية، ووجود تأثير معنوي لهيكل الملكية في القيمة السوقية في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية.

واهتمت دراسة الجبوري و العنكي (2023) بقياس أثر هيكل التمويل ، بمتغيراته الفرعية (حقوق الملكية بالقيمة الدفترية إلى إجمالي الموجودات ، إجمالي الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات ، القيمة السوقية للاسهام إلى إجمالي الموجودات ، الأرباح المحتجزة الى إجمالي الموجودات) كمتغير مستقل ، و القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع ، وتحديد نوع العلاقة بين متغيرات الدراسة ، في الشركات الصناعية المساهمة عينة الدراسة، ومن أجل تحقيق اهداف الدراسة والإجابة على تساؤلاتها اختبرت الدراسة عينة من الشركات الصناعية، مستخدمة في ذلك البيانات المنشورة على الموقع الالكتروني لسوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2010 – 2020) وشملت العينة (12) شركة صناعية . وتوصلت الدراسة إلى أن أي ارتفاع في القيمة السوقية الى إجمالي الموجودات، يؤدي الى زيادة القيمة الاقتصادية المضافة. وأن أي تحسن للقيمة السوقية الى القيمة الدفترية يؤدي الى زيادة القيمة المضافة.

وقامت دراسة علي و الانصاري (2024) بفحص أثر الهيكل المالي في الأداء المالي في بنك التضامن والبنك الأهلي اليمني، واعتمدت الدراسة على بيانات التقارير المالية للفترة من عام 2010 حتى عام 2020، وقد تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد من خلال برنامج أفيوز لغرض اختبار فرضيات الدراسة وعرض وتحليل النتائج، وتم استخدام نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات LAR التي تمثل مصدر التمويل الخارجي في الهيكل التمويلي للبنك، ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات وتمثل EAR مصدر التمويل الداخلي في الهيكل التمويلي للبنك كأبعاد لقياس المتغير المستقل الهيكل المالي، بينما تم استخدام نسبة العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) كأبعاد لقياس المتغير التابع للأداء المالي. وخلصت الدراسة إلى عديد من النتائج منها: أنه يوجد أثر معنوي إيجابي لنسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات على معدل العائد على الأصول، في حين لا يوجد أثر معنوي لنسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات على العائد على حقوق الملكية في بنك التضامن، أما في البنك الأهلي اليمني فإنه كان لنسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على كل من ROA و ROE. كما توصلت الدراسة إلى أنه في بنك التضامن كان لنسبة حقوق الملكية على إجمالي الموجودات أثر سلبي ذو دلالة معنوية على العائد على حقوق الملكية، في حين لا توجد دلالة معنوية بين نسبة حقوق الملكية على إجمالي الموجودات على العائد على الأصول، أما في البنك الأهلي اليمني فقد كان لنسبة حقوق الملكية إلى الموجودات أثر إيجابي معنوي على كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

وفي الدراسات النظرية اهتمت دراسة بشيشي و بن يوسف (2020) بتحديد الإطار النظري لكل من الهيكل المالي والمردودية التجارية ، وإبراز أهمية الهيكل المالي والأثر على المردودية التجارية للمؤسسة الاقتصادية هذا من جهة ، ومن جهة ثانية تهدف الدراسة التطبيقية إلى تحليل وصف وقياس أثر الهيكل المالي على المردودية التجارية للفترة 2010 - 2018 في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر. وتوصلت نتائج الدراسة إلى توضيح وصف وتحليل متغيرات الدراسة والى تقدير أثر وتفسير العلاقة بين الهيكل المالي والمردودية التجارية في مؤسسة الدراسة، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقات نسبية في أي اتجاه في مؤسسة عمر بن عمر بين متغيرات الدراسة.

اما في الدراسات الحديثة باللغة الانجليزية قامت دراسة (Ayaz, S.,& Others (2023) بدراسة العلاقة بين الهيكل المالي واداء الشركات في ماليزيا ، وتوصلت الدراسة الى نتائج اهمها ، وجود علاقة سلبية

بين الهيكل المالي وأداء الشركات ، كما اشارت النتائج إلى أن زيادة مستويات الدين تؤدي الى الحفاض مؤشرات الأداء مثل العائد على حقوق الملكية والعائد على الاصول .

وتوصلت دراسة (Ahmed, A. M., Nugraha, D.P & Hagen, I. (2023) بعنوان العلاقة بين الهيكل الرأسمالي واداء الشركات (دور التكاليف الادارية كعامل وسيط) إلى أن الهيكل المالي يؤثر سلبا على أداء الشركات بشكل عام كما توصلت أيضا إلى أن زيادة مستويات الدين يمكن أن يقلل من تكلفة الوكالة مما يؤدي إلى تحسين الأداء في بعض الحالات مثل العائد على الأصول وربحية السهم .

أما دراسة (Laporšek, Dolenc et al (2021) فقد توصلت إلى وجود صلة ذات معنى بين الأداء المالي للمنظمة وتركز ملكيتها. تفترض هذه الدراسة أن تركز الملكية من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي بناءً على الدراسات السابقة.

وتناولت دراسة (Emmanuel, (2022) تأثير السيولة والرافعة المالية على الأداء المالي للشركات النيجيرية المسجلة باستخدام بيانات 17 شركة سلع استهلاكية مدرجة في البورصة النيجيرية باستخدام التقارير السنوية للفترة 2012 - 2017 . الهدف من الدراسة هو تحديد تأثير السيولة على الربحية وتحديد تأثير الرافعة المالية على الربحية. توصلت نتائج الدراسة إلى أن مقاييس الرافعة المالية (درجة الرافعة التشغيلية والرافعة المالية والمشاركة) لها تأثير كبير على الأداء المالي. ومع ذلك، لم تتمكن الدراسة من تقديم دليل تجريبي لدعم مقاييس السيولة (نسبة السيولة ونسبة الأصول السريعة) التي لها تأثير كبير على الأداء المالي للشركات. توصي الدراسة بأنه لتحسين مستوى الربحية، يجب على مديري الشركات وكبار صانعي القرار في شركات السلع الاستهلاكية المدرجة في نيجيريا الاستفادة من الدرع الضريبي للديون والاهتمام بالهيكل المالي للشركات وتطوير استراتيجيات قوية من شأنها مراقبة وإدارة متطلبات السيولة بكفاءة .

في حين استهدفت دراسة (Endang, Suhadak et al (2020) الحصول على أدلة تجريبية لتأثير هيكل الملكية وقيمة المنظمة في شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة 2012 - 2016 وذلك على مستوى 145 شركة . وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير لهيكل الملكية على قيمة المنظمة.

وقامت دراسة (Getahun (2014) بفحص محددات هيكل رأس المال وأثره على أداء قطاع التأمين في إثيوبيا ، وقد ركز الباحث في هذه الدراسة على العوامل المحددة للمؤسسة مثل الرافعة المالية ، وفرص النمو، وحجم ومخاطر الأصول الملموسة وتأثيراتها على الأداء في صناعة التأمين الإثيوبية ، ضمت عينة الدراسة جميع شركات التأمين التي لديهم عشرة تقارير سنوية للفترة (2004 - 2013) ولتحقيق أهداف البحث تم استخدام

التحليل الجدولي panel Analysis ، تم استخدام الاختبارات الإحصائية التي تشمل (الإحصاء الوصفي، والارتباط الخطي المحدد، نموذج الانحدار الثابت)، حيث تم بناء علاقة بين العوامل المحددة للمؤسسة والأداء لقياس العائد على الأصول للشركات على مدى عشر سنوات . حيث أظهرت النتائج أن الرافعة المالية، الحجم، الأصول الملموسة ومخاطر المؤسسة كان لها تأثير كبير على أداء شركات التأمين الإثيوبية، بينما أثر نمو الشركة والسيولة غير واضح وكانت الدلالة الإحصائية للعلاقة مثبتة من خلال تحليل الانحدار.

8.1 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

ركزت الدراسات السابقة على الهيكلية المالية وتأثيرها على الاداء المالي من زوايا متعددة، مع نتائج متفاوتة حسب البيئة الاقتصادية، والقطاع، والمنهجية المستخدمة، فمعظم الدراسات السابقة استخدمت منهجيات تقليدية مثل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، بينما ركز القليل منها على التحليل الديناميكي لتأثيرات الهيكلية المالية، ويمكن تلخيص ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة في النقاط التالية:

1-تحليل العلاقة بين الهيكلية المالية والأداء المالي مع تضمين متغير الحجم كمتغير تفاعلي، مما يوفر رؤية أعمق حول دور الحجم في تعديل العلاقة بين نسب الدين والأداء المالي.

2-تتبع هذه الدراسة منهجية ديناميكية (ARDL) والتي تتيح تحليل العلاقات على الأجل القصير والأجل الطويل وهو ما تفتقر اليه العديد من الدراسات السابقة.

2. الإطار النظري للدراسة:

1.2 الهيكلية المالية ((Financial Structure):

تشير الهيكلية المالية إلى كيفية تنظيم الشركة لمصادر تمويلها، سواء كانت من الديون أو حقوق الملكية لتحقيق أهدافها المالية وهناك العديد من النظريات التي تناولت هذا الموضوع لتفسير كيفية اتخاذ الشركات لقراراتها المالية، وفيما يلي ملخص لأهم هذه النظريات:

1- نظرية الترتيب الهرمي (Pecking Order Theory):

تركز هذه النظرية الذي قدمها (Myers & Majluf (1984 على تفضيل الشركات لمصادر التمويل حيث تبدأ بتمويل داخلي (الارباح المحتجزة) ثم التمويل بالدين وأخيرا التمويل بإصدار الاسهم . الشركات التي تمتلك أرباحا عالية تميل إلى استخدام أقل للديون.

2-نظرية التجارة التقليدية (Trade-off Theory) :

يتلخص مفهوم هذه النظرية الذي قدمها (Litzengerger & Kraus (1973) في قيام الشركات بموازنة بين مزايا استخدام الدين (الوفر الضريبي) ومخاطر استخدامه (خطر الافلاس) والهدف من ذلك هو الوصول إلى هيكل رأس مال مثالي تكون عنده تكلفة التمويل في حدها الأدنى .

3-نظرية الوكالة (Agency Theory) :

اهتمت هذه النظرية التي اقترحها (Meckling & Jensen (1976) بالصراعات المحتملة بين أطراف العلاقة (المساهمين، الادارة) وأشارت إلى أن زيادة استخدام الديون في الهيكل المالي يمكن أن يقلل من مشاكل الوكالة لأنه يفرض التزامات نقدية على الادارة.

4-نظرية السوق التوقيتية ((Market Timing Theory) :

تعتمد هذه النظرية التي اقترحها (Wurgler & Baker (2002) على استغلال الشركات لظروف السوق لاختيار مصادر التمويل المثلى، حيث تفضل الشركات التمويل بإصدار الأسهم عندما تكون الأسعار مرتفعة والتمويل بالديون عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة. أي أن القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال لا تكون ثابتة وتعتمد على ظروف السوق.

5-نظرية الهيكل الامثل ((Optimal Capital Structure Theory) :

من منظور هذه النظرية التي اقترحت من قبل (Millr & Modigliani (1958) تسعى الشركات للوصول إلى مزيج تمويلي مثالي بين الديون وحقوق الملكية يقلل من تكلفة رأس المال ويزيد من قيمة الشركة .

6-نظرية الاشارة (Signaling Theory) :

تركز هذه النظرية المقترحة من قبل (Roos (1977) على كيفية إرسال الشركات إشارات للسوق من خلال قراراتها التمويلية، بإصدار الأسهم قد يُفهم كإشارة على انخفاض قيمة الشركة، بينما التمويل بالدين قد يُفهم كإشارة ايجابية، فالشركات التي تمتلك معلومات ايجابية عن أدائها المستقبلي قد تميل إلى زيادة الديون.

7-نظرية الدين والملكية غير المتماثلة ((Debt-Equity Irrelevance Theory) :

طورها (Millr & Modigliani) وتنص على أن هيكل راس المال لا يؤثر على قيمة الشركة في بيئة مثالية (لا ضرائب ولا تكاليف افلاس) غير أن هذه النظرية تعرضت للعديد من الانتقادات، ففي العالم الواقعي توجد ضرائب وتكاليف افلاس.

2.2 الاداء المالي (Financial Performance) :

الاداء المالي هو قياس قدرة الشركة على تحقيق أهدافها المالية، سواء من حيث تحقيق الأرباح، تعظيم ثروة الملاك، أو إدارة مواردها بكفاءة. ويعتبر الاداء المالي مؤشراً رئيسياً على صحة الشركة واستدامتها الاقتصادية، ويستخدم لتقييم مدى نجاحها في تحقيق العوائد على الاستثمارات وتقليل المخاطر. ومن أهم مؤشرات:

- 1-معدل العائد على الاصول (ROA) : يعكس كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتحقيق الأرباح .
- 2-معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) :تعكس هذه النسبة قدرة الشركة على تحقيق عوائد لمساهميها.
- 3-نسبة السيولة: تعكس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل.
- 4-نسبة الرافعة المالية: تشير إلى اعتماد الشركة على الديون في تمويل عملياتها.

3. الإطار التحليلي للدراسة:

1.3 دراسة استقراريه السلاسل الزمنية المقطعية:

في بداية التحليل يجب التأكد من استقراريه السلاسل الزمنية المستخدمة في النموذج القياسي محل الدراسة، حيث من أهم شروط تطبيق منهجية (ARDL) أن تكون جميع السلاسل الزمنية مستقرة في المستوى أو الفرق الأول أو خليط بينهما ، والجدول التالي بين نتائج اختبار (Augment-Dickey-fuller ADF) المطور :

جدول رقم (1)

اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة Unit Root Tests

مستوى الاستقرار	المتغير Variable	Augment-Dickey-fuller (ADF)		
		النموذج	t-Statistic	Prob
عند المستوى	ROA	اتجاه وثابت	***-7.6654	(0.000)
عند المستوى	X1	اتجاه وثابت	***-5.9015	(0.000)
عند المستوى	X2	اتجاه وثابت	***-5.1388	(0.0002)
عند المستوى	Size	اتجاه وثابت	***-5.8576	(0.000)

***معنوي عند مستوى 1% ، ** معنوي عند مستوى 5% ، * معنوي عند مستوى 10%

المصدر : اعداد الباحث بناء على مخرجات 12 Eviews .

بينت نتائج جدول رقم (1) ، اختبارات جذر الوحدة (Unit Root) ، رفض فرضية وجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 1% ، لجميع سلاسل متغيرات الدراسة وبالتالي فإن جميع السلاسل الزمنية مستقرة (stationary) عند المستوى ، مما يعني أن هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة الصفرية ($I(0)$) ، وهذا مؤشر جيد لفاعلية استخدام اختبار الحدود للتكامل المشترك بين السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة .

2.3 تحديد فترات الابطاء المثلى للسلاسل الزمنية:

لتحديد فترات الابطاء المثلى او عدد التأخيرات في نموذج القياس (ARDL) ، هناك العديد من المعايير في هذا السياق مثل (Hannan-Quinn ، Schwarz ، Akaike) حيث تم الاعتماد على معيار Akaike (AIC) في هذه الدراسة ، والجدول التالي رقم (2) يبين فترات الابطاء المثلى لكل سلسلة من السلاسل الزمنية محل الدراسة طبقا لهذا المعيار :

جدول رقم (2)

فترات الابطاء لمتغيرات الدراسة طبقا لمعيار (AIC)

Size	X2	X1	ROA	Variable
1	4	2	1	عدد فترات الابطاء

المصدر: إعداد الباحث بناء على مخرجات 12 Eviews .

3.3 اختبار التكامل المشترك (Bounds Test) :

اختبار الحدود (Bounds Test) والذي يتضمن تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) لاختبار مدى وجود علاقة توازنه مستقرة في الأجل الطويل بين المتغير التابع و المتغيرات المفسرة . حيث يستخدم هذا الاختبار إحصائية F لاختبار المعنوية المشتركة للمتغيرات في الأجل الطويل. فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من الحدود القصوى للقيم الحرجة التي وضعها (Pesaran et al . 2001) يمكننا رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل ، الذي ينص على أن هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج . أما إذا كانت قيمة F المحسوبة أصغر من الحدود الدنيا للقيم الحرجة فلا يمكننا رفض فرض العدم ، وبالتالي نستنتج أنه لا توجد علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج . وأخيرا إذا كانت قيمة F المحسوبة تقع ما بين الحدود القصوى والحدود الدنيا للقيم الحرجة، فإن النتيجة تكون غير محسومة و لا يمكننا الجزم بأن هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج.

جدول رقم (3)

اختبار الحدود (Bounds Test)

F-statistic = 7.979814		
Signif	((1))	((0))
%10	3.2	2.37
% 5	3.67	2.79
% 2.5	4.08	3.15
% 1	4.66	3.65

المصدر: اعداد الباحث بناء على مخرجات 12 Eviews .

نلاحظ من خلال نتائج التقدير في الجدول رقم (3) أن قيمة احصائية F في اختبار الحدود بلغت (7.979814) وبمقارنتها بالقيم الحرجة عند جميع مستويات المعنوية نجدها أكبر من الحد الأعلى (4.66) (في جدول اختبار **critical value Bounds** وبالرجوع إلى قاعدة اتخاذ القرار، يتم رفض فرض عدم القائل بعدم وجود تكامل مشترك وقبول الفرض البديل الذي ينص على وجود تكامل مشترك وأن هنالك علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغيرات المستقلة إلى المتغير التابع العائد على الاصول (ROA) .

3.3 تقدير نموذج الدراسة (ARDL) :

في ضوء ما تقدم عرضه من نتائج اختبار استقرار متغيرات الدراسة واختبار التكامل المشترك يتم تقدير النموذج المقترح بإدخال المتغيرات في مستواها وذلك للحصول على مرونة طويلة الأجل للمتغيرات المستقلة وتأثيرها على المتغير التابع، وقد تم تقدير النموذج باستخدام منهجية (ARDL) وما يميز هذه المنهجية أنها تقيس الأثر في كل من الأجل القصير والأجل الطويل . و بالاعتماد على معيار Akaike (

AIC) في تحديد فترات الإبطاء تم اختبار النموذج القياسي (ARDL)

لتقدير العلاقة (في الأجل الطويل والأجل القصير) وسرعة تصحيح الانحرافات من الأجل القصير إلى الأجل الطويل ، فالعلاقة طويلة الأجل تُظهر الاتجاه الرئيسي للاستقرار الاقتصادي والهيكلية، بينما العلاقة قصيرة الأجل توضح التغيرات المؤقتة واستجابة الأداء المالي لها ، والجدول التالي رقم (4) يبين نتائج التقدير :

جدول رقم (4)

نتائج تقدير نموذج الدراسة في الاجل الطويل والاجل القصير

المتغير Variable	الاجل القصير		الاجل الطويل	
	t-Statistic	المعامل coefficient	t-Statistic	المعامل coefficient
X1	-3.0649	***2.0723	2.5666	**5.5809
X2	-4.1572	***0.1975	-0.51071	0.15107
Size	2.8299	***2.1280	2.42056	**2.8777
* CointEq(-1)	-6.4263	***-0.6062		
R-squared	0.604821			
D-W	2.096228			

***معنوي عند مستوى 1 % ، ** معنوي عند مستوى 5 % ، * معنوي عند مستوى 10 %

المصدر : اعداد الباحث بناء على مخرجات 12 Eviews .

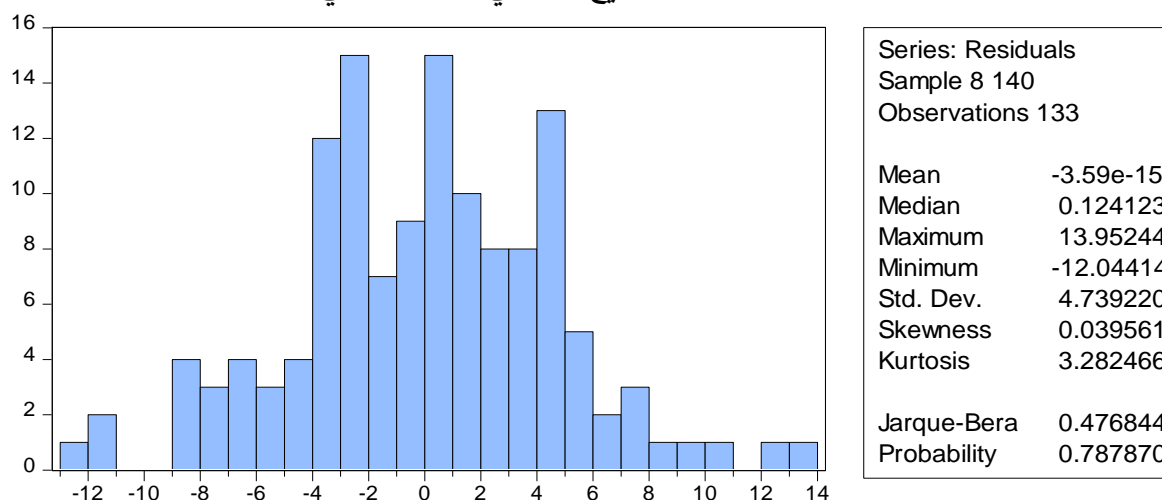
4.3 اختبار سلسلة البواقي:

قبل البدء في تفسير نتائج النموذج لا بد من التأكد من أن النموذج مستوفي لعدد من المعايير القياسية اللازمة لعملية الاستدلال الإحصائي السليم، وذلك عن طريق إجراء بعض الاختبارات الخاصة بسلسلة البواقي:

1- اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي:

الشكل رقم (1)

اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي



وبالنظر الى الشكل رقم (1) نلاحظ التحقق من شرط التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي باستخدام

اختبار **Jarque-Bera** حيث تشير النتائج إلى أن معنوية الاختبار (0.787) وهي أكبر من مستوى الدلالة 5 % وتدل هذه القيمة على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5 % .

2- اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة البواقي :

يوضح الجدول رقم (5) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة البواقي وذلك باستخدام اختبار مضاعف لاجرانج (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) حيث تشير النتائج إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي ، حيث بلغت قيمة مستوى المعنوية (0.4019) وهي قيمة أكبر من 5 % .

جدول رقم (5)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

Prob	0.4746	Prob. F(2,108)	0.750528	F-statistic
Prob	0.4019	Prob. Chi-Square (2)	1.823182	Obs*R-squared

المصدر : اعداد الباحث بناء على مخرجات Eviews 12 .

3- اختبار ثبات التباين لسلسلة البواقي :

يوضح الجدول رقم (6) نتائج اختبار Breusch-Pagan-Godfrey والذي يشير إلى عدم وجود مشكلة اختلاف تباين ، حيث بلغت قيمة الاختبار (0.2754) وهي قيمة أكبر من مستوى الدلالة المعنوية 5 % .

جدول رقم (6)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Prob	0.2769	Prob. F(22,110)	1.184024	F-statistic
Prob	0.2754	Prob. Chi-Square(22)	25.46485	Obs*R-squared

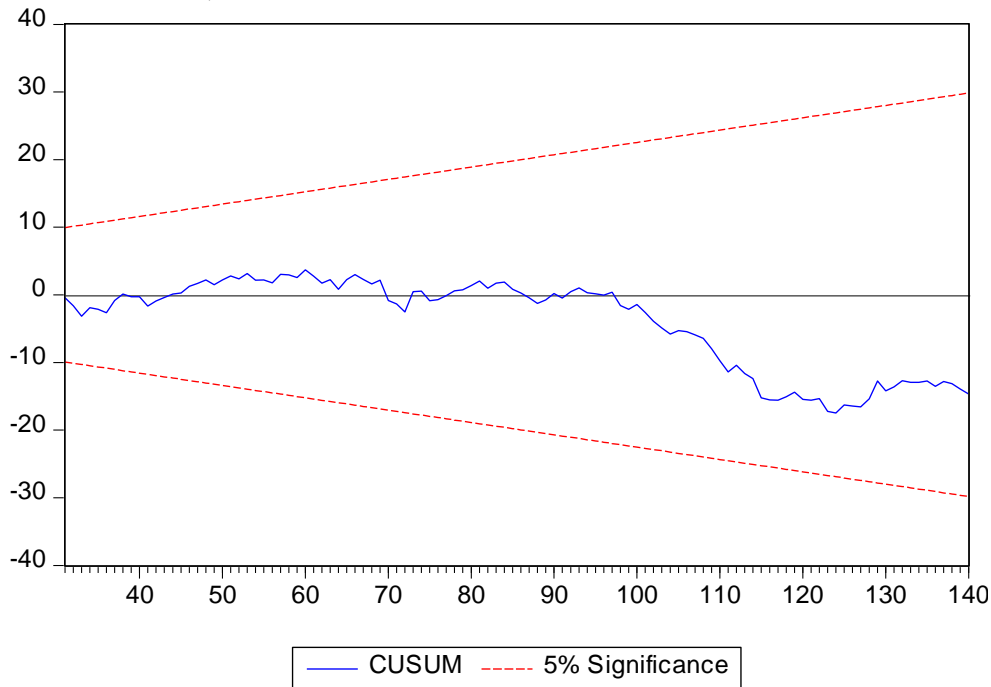
المصدر : اعداد الباحث بناء على مخرجات 12 Eviews .

4- اختبار استقرارية معاملات النموذج :

لمعرفة استقراريته معاملات متغيرات النموذج على المدى الطويل تم استخدام اختبار CUSUM Test في النموذج المقدر حيث نلاحظ من الشكل رقم (2) أن التغير يحدث ضمن حدود الثقة 5 % (الخط الذي داخل الخطين) وهذا يعني ان معاملات النموذج الخاصة بالمتغيرات الداخلة في الدراسة ثابتة ومستقرة و لا يوجد بها أي مشاكل قياسية .

الشكل رقم (2)

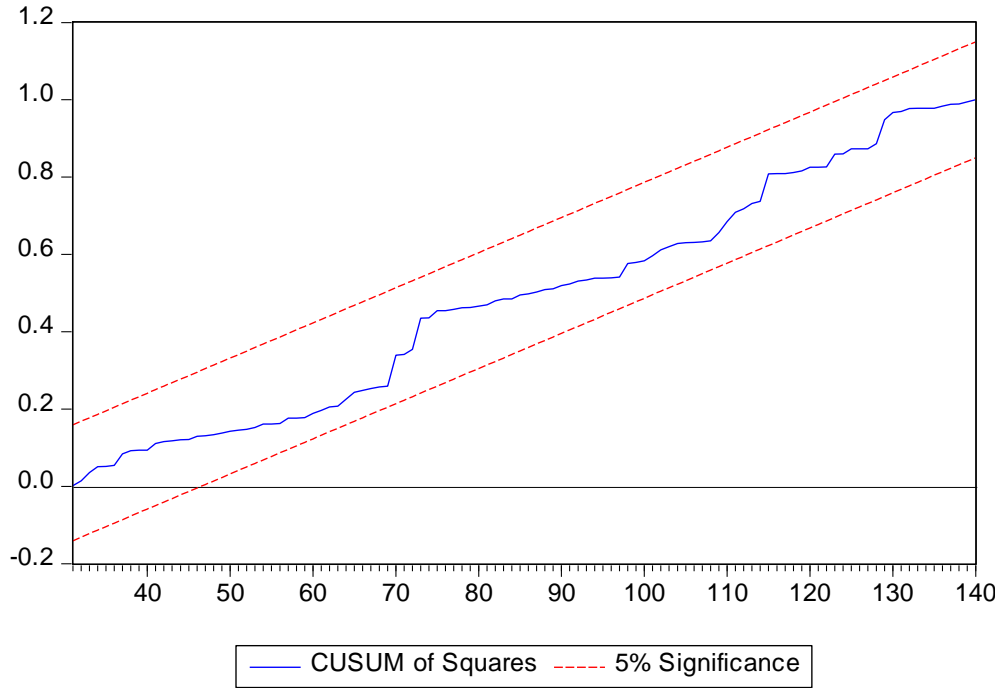
استقرارية معاملات المتغيرات داخل النموذج القياسي



اما الاختبار الثاني CUSUM of Squares Test فيستخدم لمعرفة هل تتغير معاملات متغيرات النموذج بشكل مفاجئ ام لا ومن خلال الشكل رقم (3) نلاحظ ايضاً أن معاملات النموذج تتغير داخل حدود الثقة (5%) وهذا يدل على جودة النموذج القياسي وامكانية الاعتماد عليه في التقدير .

الشكل رقم (3)

تغير معاملات متغيرات النموذج القياسي



بعد التأكد من جودة النموذج القياسي وامكانية الاعتماد عليه في التقدير وبالعودة الى نتائج الجدول السابق رقم (4) وبناءً على العلاقة في الأجلين (القصير والطويل) وسرعة تصحيح الانحرافات ، نلاحظ ما يلي :

*** العلاقة التوازنية طويلة الأجل :**

1- أظهرت النتائج أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية ($X1$) لها تأثير إيجابي وقوي (5.58) على الأداء المالي في الأجل الطويل، مما يدل على أن زيادة الاعتماد على هذا النوع من التمويل يعزز الأداء المالي للشركات .

2- التأثير الإيجابي للمتغير التفاعلي (2.87) يشير إلى أن حجم الشركة (Size) يعزز من العلاقة بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والأداء المالي، وهذا يعني أن الشركات الأكبر حجماً تمتلك قدرات أعلى لاستيعاب الديون واستغلالها بكفاءة .

3-نسبة الديون إلى الأصول (X2) لم تظهر تأثيراً معنوياً في الأجل الطويل (0.15) ، مما يشير إلى أن هذا المؤشر قد يكون أقل تأثيراً على الأداء المالي في الفترة الطويلة مقارنة بنسب الهيكلية الأخرى .
* العلاقة قصيرة الأجل:

1-أظهرت النتائج استجابة إيجابية ومعنوية للأداء المالي في الأجل القصير مع زيادة نسبة الديون إلى حقوق الملكية (2.07) ونسبة الديون إلى الأصول (0.19)، مع معنوية لكلا المتغيرين.
2-التأثير الإيجابي للمتغير التفاعلي في الأجل القصير (2.128) يؤكد أهمية حجم الشركة في تحسين الأداء المالي على المدى القصير، بما يتوافق مع النتائج طويلة الأجل .
3-تأثير نسبة الديون إلى الأصول أكثر وضوحاً في الأجل القصير، مما قد يعكس دورها في دعم السيولة أو التمويل المؤقت.

4-قيمة معامل التحديد R^2 في حدود (0.60) وهذا يعني ان ما نسبته 60 % من التغيرات في الاداء المالي للشركة ناجم عن هيكليتها المالية ، حيث تعتبر هذه النسبة مقبولة وتظهر قوة النموذج في تفسير العلاقة بين المتغيرات .

* سرعة تصحيح الانحرافات (معامل تصحيح الخطأ) :

قيمة معامل تصحيح الخطأ سالبة ومعنوية (- 0.60) وهذا يشير إلى أن النظام يقوم بتعديل الاختلالات بين الأداء المالي والعوامل المستقلة بنسبة 60 % خلال فترة واحدة (سنة)، مما يدل على سرعة التعديل والعودة الى التوازن .

وهذا يبرز مرونة العلاقة التوازنية بين الهيكلية المالية والأداء المالي، وقدرة الشركات على التكيف مع التغيرات الحاصلة في المتغيرات الاقتصادية.

الخلاصة

1- (X1) التأثير الإيجابي في الأجل القصير يدعم التأثير الإيجابي طويل الأجل، ما يعني أن العلاقة بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والأداء المالي ليست وقتية فقط ولكنها مستمرة .
2- (X2) التأثير في الأجل القصير لا ينعكس في الأجل الطويل، وقد يكون ذلك بسبب التغيرات قصيرة المدى في الديون مقابل الأصول، والتي قد تتلاشى بمرور الوقت .
3- (Size) التأثير التفاعلي الإيجابي في الأجل القصير يدعم التأثير طويل الأجل، مما يبرز أهمية حجم الشركة في تحديد العلاقة بين الهيكلية المالية والأداء المالي .

5.3 التحقق من فرضيات الدراسة:

من خلال التحليل السابق لنتائج الاختبارات القياسية يمكن ان نصل الى:

1-رفض الفرضية الاولى: حيث توجد علاقة ذات دلالة معنوية احصائية بين الهيكلية المالية والاداء المالي للشركة.

2-رفض الفرضية الثانية: حيث يوجد تأثير معنوي لحجم الشركة على العلاقة بين الهيكلية المالية والاداء المالي

3-اما فيما يتعلق بالفرضية الثالثة والتي تنص على انه لا تختلف التأثيرات اللحظية عن التأثيرات التوازنية طويلة الأجل. واستناداً إلى تحليل الأجلين القصير والطويل:

تم قبول الفرضية بالنسبة لبعض المتغيرات، مثل نسبة الديون إلى حقوق الملكية والمتغير التفاعلي (الحجم × نسبة الديون إلى حقوق الملكية) ، حيث أظهرت هذه المتغيرات تأثيرات متشابهة بين الأجلين من حيث الاتجاه والمعنوية. في حين تم رفض الفرضية بالنسبة لمتغير نسبة الديون إلى الأصول، حيث أظهرت النسبة اختلافاً ملحوظاً في التأثير بين الأجلين، إذ كان التأثير غير معنوي في الأجل الطويل ولكنه معنوي في الأجل القصير. وبما أن النتائج أشارت إلى اختلاف التأثيرات لبعض المتغيرات، فإنه يتم قبول الفرضية العامة التي تفترض عدم وجود اختلاف بين التأثيرات اللحظية والتوازنية طويلة الأجل. ومع ذلك، يمكن الإشارة إلى الاختلاف الجزئي لبعض المتغيرات في إطار النتائج التفصيلية.

1.4 النتائج:

- النتائج تظهر اتساقاً عاماً بين الأجلين القصير والطويل، خاصة بالنسبة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية والمتغير التفاعلي.

- الأثر الإيجابي في الأجل القصير يؤكد استجابة الأداء المالي بسرعة للتغيرات في الهيكلية المالية.

- الفرق الملحوظ بين الأجلين القصير والطويل في تأثير نسبة الديون إلى الأصول قد يعكس طبيعة التغيرات المؤقتة مقابل التأثيرات الهيكلية. ويمكن تلخيص أهم النتائج فيما يلي:

العلاقة طويلة الأجل:

1-أظهرت الدراسة تأثيراً إيجابياً معنوياً لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على الأداء المالي في الأجل الطويل، مما يدل على أن زيادة الاعتماد على هذا النوع من التمويل يحسن الأداء المالي.

2- لم يكن لنسبة الديون إلى الأصول تأثير معنوي في الأجل الطويل، مما يعكس دورها الثانوي مقارنة بالمؤشرات الأخرى.

3- كان للمتغير التفاعلي (الحجم × نسبة الديون إلى حقوق الملكية) تأثير إيجابي معنوي، مما يشير إلى أهمية حجم الشركة في تعزيز العلاقة بين الديون وحقوق الملكية والأداء المالي.

العلاقة قصيرة الأجل:

1- أظهرت نسبة الديون إلى حقوق الملكية تأثيراً إيجابياً ومعنوياً، مما يعكس استجابة الأداء المالي الفورية للتحسن في الهيكلية المالية.

2- كان التأثير قصير الأجل لنسبة الديون إلى الأصول إيجابياً ومعنوياً، مما يُبرز دورها في تعزيز السيولة على المدى القصير.

3- أظهر المتغير التفاعلي تأثيراً إيجابياً ومعنوياً، مما يعكس استمرار دور الحجم في تعزيز الأداء المالي.

4- بلغت قيمة معامل تصحيح الخطأ (- 0.60) وهذا يشير إلى سرعة تعديل الانحرافات من الأجل القصير إلى الأجل الطويل بنسبة 60 % كل فترة (سنة) للعودة إلى التوازن .

1.5 التوصيات:

1- ضرورة التركيز على تحسين نسبة الديون إلى حقوق الملكية لتحقيق أداء مالي مستدام، مع مراجعة السياسات المتعلقة بتوازن التمويل.

2- تحسين الاستفادة من الحجم الكبير للشركات لزيادة كفاءتها في استغلال الديون وتحسين أدائها المالي.

3- النظر في نسبة الديون إلى حقوق الملكية كمؤشر رئيسي لاتخاذ قرارات استثمارية، مع التركيز على الشركات ذات الحجم الكبير التي تظهر قدرة أكبر على استيعاب الديون.

4- التعامل بحذر مع الشركات التي تعتمد بشكل كبير على نسبة الديون إلى الأصول، نظراً لتأثيرها المحدود في الأجل الطويل.

5- تطوير سياسات تشجع الشركات على تعزيز الهيكلية المالية السليمة من خلال التوازن بين حقوق الملكية والديون.

6- دعم الشركات الصغيرة لتطوير استراتيجيات استثمارية تزيد من كفاءتها المالية.

المراجع:**المراجع باللغة العربية:**

- 1- هندي، منير، الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث – الاسكندرية، الطبعة السادسة ، (2006) .
- 2- العدل احمد، عبدالعليم محمد (2022) ، " أثر هيكل الملكية في الأداء المالي وقيمة المنشأة بالتطبيق على الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري " ، مجلة البحوث الادارية المجلد (40) ، العدد (4) .
- 3- عطية ، سارة (2023) ، " أثر الهيكل التمويلي ت على ممارسات سولك التجنب الضريبي للشركات من منظور محاسبي " ، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية ، قسم المحاسبة والمراجعة ، المجلد السابع ، العدد الاول .
- 4- سمور ، ، ردرغام (2020) ، " أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تطبيقية " ، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارة ، المجلد (28) العدد (3) .
- 5- سليم مجلخ ، وليد بشيشي ، " محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي " ، مجلة 2018 .
- 6- يمينة مسراتي ، رميدي عبد الوهاب (2019) ، " أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد ، جامعة يحي فارس المدينة .
- 7- بشري علي ، احمد الانصاري (2024) ، " اثر الهيكل المالي في الأداء المالي دراسة قياسية مقارنة بين بنكي التضامن والأهلي اليمني ، " مجلة جامعة حضرموت للعلوم الإنسانية المجلد (21) العدد (1) يونيو 2024 .

المراجع باللغة الانجليزية :

- 8-Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187-221
- 9-Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360
- 10-Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. The Journal of Finance, 28(4), 911-922

- 11-Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32
- 12-Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297
- 13-Emmanuel, O., (2022) , Effect of liquidity and leverage on the financial performance of Nigerian listed consumer goods firms, *International Intellectual Discourse*, Vol .5, Issue 1., PP. 226-237
- 14-Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40
- 15- Ayaz, S.,& Others. (2023) . the Relationship Between Capital Structure and Firm Performance in MALAYSIA . *International journal of Economics and Finance Research* , VOL . 12, Issue 4 .
- 16- Ahmed, A. M., Nugraha, D .P & Hagen, I (2023) the Relationship Between Capital Structure and Firm Performance : the Moderating Role of Agency Cost . *Risks*, VOL. 11 , NO . 6, Article 102 .
- 17-Law, K. K. and Mills, L.F.(2015). Taxes and financial constraints: evidence from linguistic cues. *Journal of Account Research*, 53:777–819
- 18-Kou,G.; Xu Y.; Peng Y.; Shen F.; Chen Y.; Chang K.; Kou S.(2020) .Bankruptcy prediction for SMEs using transactional data and two - stage multi objective feature selection.
- 19-Shina, H-J. and Woo,Y-S. (2017). The effect of tax avoidance on cost of debt capital: Evidence from Korea. *South African Journal of Business Management*, 48(4): 83-89.
- 20-Mouhammed Getahun (2014) ‘determinats of capital structure and its impact on the performance of ethiopianinsuranceindustry‘ Master’s Note.
- 21-Laporšek, S., et al. (2021). "Ownership structure and firm performance–The case of .Slovenia." 34(1): 2975-2996 .
- 22-Endang, M. W., et al. (2020). "The effect of ownership structure and leverage towards .dividend policy and corporate values." 5(1): 1-4

المواقع الالكترونية:

- www.Amman Exchange Stock .com