مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (39) العدد (6) 2017
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (39) No. (6) 2017

The Impact of Financing Structure on Financial Performance of Listed Companies in Damascus Securities Exchange (2007 -2016)

Dr. Koussay Ammar *

(Received 27 / 7 / 2017. Accepted 2 / 11 / 2017)

□ ABSTRACT □

This study aims at testing the impact of financing structure (financial leverage) on the performance of listed companies in Damascus Security Exchange, according to accounting performance measures namely: Earning Per Share (EPS); Dividends Per Share (DPS); Stock book Value (BV); Stock Market Value (MV); Return on Assets (ROA); and Return on Equity (ROE). By focusing on two time series: the first series before the current crisis (2007-2011); and the second series during the crisis (2012-2016). In order to analyze and test the hypothesis, the researcher used two models: the static model (Panel data analysis); and the dynamic model (Distributed lag model). The results show that the financing structure (debt ratio) has a positive and significant impact on the return on assets; and the return on equity, and this impact extends for several years later. Finally, no evidence has been provided by the study about the impact of the financing structure on earnings per share; dividends per share; book value per share; and market value per share, as measures of financial performance of the Syrian listed firms.

Key words: Financial Structure; Financial performance; Listed Companies in Damascus Securities Exchange.

* **Associate professor- Business Administration Department- Faculty Of Economics- Tishreen University- Lattakia- Syria.**

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (39) العدد (6) 2017
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (39) No. (6) 2017

أثر الهيكل التّمويلي على الأداء المالي للشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة (2007-2016)

الدكتور قُصي عَلي عمَّار*

(تاريخ الإيداع 27 / 7 / 2017. قُبِل للنشر في 2 / 11 / 2017)

□ ملخّص □

يتناول هذا البحث أثر قرار الهيكل التّمويلي في الشّركات المُساهمة العامة على أداء وعوائد هذه الشّركات، من خلال دراسة حالة الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك بالتّركيز على سلسلتين زمنيتين: السّلسلة الأولى قبل الأزمة الراهنة (2007-2011)؛ والثانية خلال الأزمة (2012-2016). ويتمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في دراسة العلاقة بين مديونية الشّركة (الرفع المالي) وأثرها على ستة من المؤشرات المالية التقليدية المُستخدمة في قياس الأداء المالي، وهي: العائد على السهم العادي الواحد؛ ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة؛ والقيمة الدفترية للسهم؛ والقيمة السوقية للسهم؛ والعائد على الاستثمار؛ والعائد على حق الملكية. ولتحقيق هدا الهدف، اعتمد الباحث على المدخل الاستنباطي لصياغة فرضيات البحث، ومن أجل اختبار هذه الفرضيات اعتمد الباحث على تحليل الانحدار الخطي البسيط باستخدام نموذجين: نموذج السّلسلة الزمنية المقطعية؛ ونموذج التباطؤ الزمني. توصلت الدّراسة إلى وجود أثر إيجابي للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على مقاييس الأداء الأتية: معدل العائد على الاستثمار؛ ومعدل العائد على حقوق الملكية، وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة. في حين لم تُقدم نتائج الدّراسة أية أدلة على وجود أثر للهيكل التّمويلي على عائد السهم الواحد؛ وتوزيعات السهم الواحد؛ والقيمة الدفترية للسهم؛ والقيمة السوقية للسهم، كمقاييس للأداء المالي للشّركات محل الدّراسة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل التّمويلي؛ الأداء المالي؛ الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

* أستاذ مساعد-قسم ادارة الأعمال-كلية الاقتصاد-جامعة تشرين-اللاذقية-سورية.

مُقدمة:

يتمثل الهدف الرئيس لمنظمات الأعمال في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية، وعليه فهي مُلزمة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة. ويحكم هذا الهدف نوعان من القرارات، هما: قرار الاستثمار وقرار التّمويل.

ويعدّ القرار التّمويلي في الشّركات عامة، والمساهمة خاصة من القرارات الهامة التي تؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وعلى ربحيتها، وسيولتها، ويتعلق هذا القرار بتحديد نسبة التّمويل من المصادر قصيرة الأجل، وطويلة الأجل، وكذلك تحديد المزيج المناسب من مصدري الديون وأموال الملكية. ويعدّ استخدام مزيج التّمويل الأمثل مهماً لأنه يخفض تكلفة رأس المال في الشّركة ومن ثم يعظم قيمتها السوقية من ناحية، ومن ناحية أخرى يزيد فرص الاستثمار الرابحة المتاحة أمام الشّركة (لأن التكلفة المنخفضة لرأس المال تؤدي إلى ارتفاع صافي القيمة الحالية للمشاريع مما يجعلها مقبولة)، الأمر الذي يجعل من قرار التّمويل وتصميم الهيكل التّمويلي إحدى المواضيع الأساسية ضمن مجال أبحاث التّمويل التنظيمي (Corporate Finance) (Hirigoyen et Pichard–Stamford, 2003).

إن موضوع الربط بين الهيكل التّمويلي ممثلاً بالرفع المالي من جهة والعوائد المالية والقيمة السوقية لمنظمات الأعمال من جهة أخرى، مازال موضوعاً جدلياً ومعقداً لدى المهتمين بالفكر المالي، فهناك أكثر من نظرية حاولت توضيح العلاقة بين الرفع المالي وأثره على أهداف الإدارة المالية والمتمثلة في زيادة ثروة الملاك، وتحقيق عوائد محاسبية، وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والعوائد المالية والقيمة السوقية. لذلك يحاول الباحث في هذه الدّراسة اختبار الأثر الذي يتركه الرفع المالي على الأداء المالي للشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، خلال الفترة بين عاميّ (2007–2016)، معبراً عنه بمؤشرات الأداء المحاسبية المتمثلة بـ: عائد السهم الواحد؛ وتوزيعات السهم الواحد؛ والقيمة الدفترية للسهم؛ والقيمة السوقية للسهم؛ والعائد على الاستثمار؛ والعائد على حق الملكية.

الدِّراسات السّابقة:

عند دراسة الأدبيات المتعلقة بقرار التّمويل في منظمات الأعمال، لا يمكن إغفال أقدم وأهم دراسة تتعلق بهيكل رأس المال، وهي دراسة (Modigliani et Miller, 1958) والتي تُعتبر أول دراسة علمية عن الهيكل التّمويلي في علاقته بكل من تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للشركة، حيث توصل الباحثان إلى أن قيمة الشّركة لا تتأثر بهيكلها التّمويلي، بشرط توفر سوق مالي كفؤ مع توفير المعلومات للجميع؛ وأيضاً عدم وجود ضرائب من أي نوع؛ وافتراض ثبات أسعار الفائدة على الدين بغض النظر عن نسبته. ولكن في دراسة أخرى لهما في عام (1963) والتي كانت نتائجها مغايرة لدراستهما السابقة، استنتج (Modigliani et Miller) أنه في ظل وجود الضريبة على أرباح الشّركات، فإن قيمة الشّركة المُقترضة تفوق قيمة الشّركة المُمولة بالكامل بالاعتماد على الأموال الخاصة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية (أن قيمة الشّركة تزداد كلما اعتمدت على الدين نتيجة لانخفاض الضرائب على الدخل وبالتالي سوف يزداد الدخل، وهذا يعني زيادة قيمة الشّركة). وقد مضى حتى الآن حوالي (60) عاماً على أبحاث (Modigliani et Miller) حول أهمية تركيبة رأس المال، ولا زال السؤال الرئيس الذي طرحته هذه الأبحاث حول المزيج الأمثل لتركيبة الهيكل التّمويلي وتأثيره على قيمة الشّركة محل جدل ونزاع كبيرين.

فيما يتعلق بالدراسات العربية، تناولت دراسة (**عمار، 2016**) مُحددات الهيكل التّمويلي لعينة من (33) شركة من الشّركات المُساهمة العامة السّورية خلال الفترة (2007–2011). وتوصلت الدّراسة إلى النتائج الأتية: بلغت نسبة المديونية في الشّركات محل الدّراسة حوالي (48%)، وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في العديد من الدول، كما أشارت الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التّمويلي وكل من حجم الشّركة؛ وربحيتها؛ وهيكل ملكيتها. ومن ناحية أخرى، أن العلاقة بين الهيكل التّمويلي، وكل من سيولة الشّركة؛ ومخاطرها؛ وهيكل أصولها؛ هي علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية. هدفت دراسة (**النجار، 2013**) إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي لعينة مكونة من (20) شركة من الشّركات المُدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2004–2011). وباستخدام الانحدار الخطي البسيط، توصلت الدّراسة إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على عدة من مقاييس الأداء المحاسبية: العائد على الاستثمار؛ والعائد على حق الملكية؛ والعائد على المبيعات؛ ومعدل نمو المبيعات؛ والقيمة السوقية للشركة، وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة. اختبرت دراسة (**السبيعي، 2012**) العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار على مستوى كل قطاع من القطاعات الاقتصادية الثلاث للاقتصاد الكويتي (المالي والصناعي والخدمي)، حيث أجريت الدّراسة على عينة من (54) شركة من الشّركات المساهمة العامة الكويتية خلال الفترة (2009–2011)، وتوصلت هذه الدّراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار لجميع القطاعات الاقتصادية. أما دراسة (**النعيمي وأخرون، 2011**) والتي أجريت على عينة من (25) شركة تأمين مُدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2004–2009) بهدف اختبار أثر الرفع المالي على كل من العائد على السهم العادي؛ وتوزيعات السهم الواحد؛ والعائد على حق الملكية؛ والقيمة السوقية للشركة، وقد استخدمت الدّراسة أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد وتحليل المسار بهدف اختبار العلاقة بين المتغيرات، وتوصلت الدّراسة إلى أن للرفع المالي أثر ذو دلالة احصائية على عائد السهم العادي؛ وتوزيعات السهم الواحد، في حين ليس له أثر على العائد على حق الملكية؛ والقيمة السوقية لأسهم الشّركات محل الدّراسة.

اختبرت دراسة (**Ebrati, *et al.*, 2013**) أثر الهيكل التّمويلي (إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول؛ وإجمالي المطلوبات إلى حق الملكية) على الأداء المالي (العائد على حق الملكية؛ العائد على الاستثمار؛ نصيب السهم من الأرباح الصافية) لعينة من (85) شركة مُدرجة في سوق طهران باستخدام الانحدار المتعدد خلال الفترة (2006–2011)، توصلت الدّراسة إلى أن الهيكل التّمويلي له تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على العائد على حق الملكية، بينما له تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية على العائد على الاستثمار ونصيب السهم من الأرباح الصافية. كما اختبرت دراسة (**Umar*, et al.*, 2012**) أثر الهيكل التّمويلي (المطلوبات المتداولة إلى إجمالي الأصول؛ والمطلوبات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول؛ وإجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول) على الأداء المالي لعينة من (100) شركة باكستانية مُدرجة في بورصة كراتشي (2006–2009)، وقد أظهرت النتائج أن الأبعاد الثلاثة السابقة للهيكل التّمويلي تؤثر سلباً على الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب، والعائد على الاستثمار، وهامش الربح الصافي، والعائد على السهم الواحد. وفي دراسة (**Akhtar *et al.*, 2012**) والتي هدفت لقياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشّركات بالتطبيق على قطاع شركات البترول والطاقة الباكستانية، وقد قامت الدّراسة بفحص أثر الرفع المالي على مؤشرات العائد على الاستثمار؛ والعائد على حق الملكية؛ وعدد مرات تغطية الفوائد والديون؛ وصافي الربح التشغيلي؛ ومعدل نمو المبيعات، وقد أظهرت النتائج أن الرفع المالي يؤدي إلى تحسين الوضع المالي للشّركات محل الدّراسة. واختبر (**Shahid, 2012**) أثر الرفع المالي على أداء شركات النسيج والاسمنت والكيماويات الباكستانية للفترة

(2003–2009)، حيث بينت الدّراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية والعائد على الاستثمار، وعلاقة سلبية ذا دلالة إحصائية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والعائد على حقوق الملكية. تناولت دراسة (**Prahalathan et Ranjani, 2011**) أثر قرار التّمويل على أداء الشّركات السريلانكية المُدرجة في بورصة كولمبو للفترة (2003–2007)، لم تجد الدّراسة علاقة معنوية بين نسبة المديونية والأداء مقاساً بالعائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية. وقد تناولت دراسة (**Ebaid, 2009**) أثر الهيكل التّمويلي على أداء المنظمة في مصر كإحدى اقتصاديات الدول المتحولة، واستخدمت هذه الدّراسة الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين الرافع المالي مقاساً بالديون قصيرة الأجل؛ والديون طويلة الأجل، وإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، والأداء المالي للمنظمة مقاساً بالعائد على الاستثمار؛ والعائد على حق الملكية؛ وهامش الربح الاجمالي للشّركات المُدرجة في السوق المالي المصري للفترة (1997–2005). وقد وجدت الدّراسة بأن قرار اختيار هيكل التمويل له تأثير بين الضعيف وعدم التأثير على أداء الشّركات المدروسة. وأخيراً، تناولت دراسة (**Zeitun et Tian, 2007**) أثر الهيكل التّمويلي (إجمالي الديون إلى الأصول؛ وإجمال الديون إلى حق الملكية) على الأداء المالي لـ (167) شركة أردنية مُدرجة للفترة الزمنية (1989–2003) مستخدمة تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وقد توصلت الدّراسة إلى أن الهيكل التّمويلي له تأثير سلبي على الأداء المالي للشّركات محل الدّراسة.

من خلال المراجعة النقدية للدراسات السابقة، نلاحظ أنه لا توجد دراسات تتناول بيئة الأعمال السورية، حيث أن معظم هذه الدراسات أجريت في بيئات تختلف اختلافاً واضحاً عن البيئة السورية والتي لها خصوصيتها وظروفها الخاصة، لما تمر به من وضع سياسي، وبالتالي اقتصادي مضطرب بحكم ظروف الأزمة الراهنة. لذلك فقد جاءت هذه الدّراسة لاختبار أثر الهيكل التّمويلي على أداء الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية،

مشكلة البحث:

من خلال مراجعة الأدب النظري والعملي المتعلق بالإدارة المالية، نجد أن أحد أهم القرارات المالية التي تواجه الإدارة المالية لمنظمة الأعمال هو الاختيار بين التّمويل بالاعتماد على القروض المصرفية والتجارية قصيرة وطويلة الأجل والسندات من ناحية، أو الاعتماد على حقوق الملكية ممثلة بالأسهم العادية والاحتياطيات (الاجبارية والاختيارية) والأرباح المحتجزة من الناحية الأخرى. كما إن العلاقة بين الهيكل التّمويلي وقيمة الشّركة أثارت اهتمام الباحثين والأكاديميين وإدارة الشّركات والعاملين فيها. لذلك فقد جاءت هذه الدّراسة لاختبار العلاقة بين الهيكل التّمويلي مقاساً بالرفع المالي في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية على أداء تلك الشّركات. وعلى ضوء ما سبق، يمكن صياغة مشكلة البحث في السؤال الرئيس الآتي:

"هل يوجد أثر للهيكل التّمويلي (الرفع المالي) على الأداء المالي للشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2007–2016) وفقاً لستة من المؤشرات المالية التقليدية والمتمثلة بـ: العائد على السهم العادي الواحد (EPS)؛ ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة (DPS)؛ والقيمة الدفترية للسهم (BV)؛ والقيمة السوقية للسهم (MV)؛ والعائد على الاستثمار (ROA)؛ والعائد على حق الملكية (ROE)".

وسوف يقوم الباحث بتقسيم فترة الدّراسة إلى سلسلتين زمنيتين: السّلسلة الأولى قبل الأزمة الراهنة (2007–2011)؛ والسّلسلة الثانية خلال الأزمة (2012–2016). بالنسبة لمتغير القيمة السوقية للسهم، سيبدأ التحليل منذ عام (2009) العام الذي بدأت فيه سوق دمشق للأوراق المالية ممارسة نشاطها.

فرضيات البحث:

الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على عائد السهم الواحد في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2007–2016).

الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على توزيعات السهم الواحد في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2007–2016).

الفرضية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على القيمة الدفترية للسهم الواحد في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2007–2016).

الفرضية الرابعة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على القيمة السوقية للسهم الواحد في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2009–2016).

الفرضية الخامسة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على العائد على الاستثمار في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2007–2016).

الفرضية السادسة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على العائد على حق الملكية في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2007–2016).

أهمية البحث وأهدافه:

في الواقع، على الرغم من الأهمية الكبيرة التي حاز عليها موضوع هيكل التّمويل في البلدان المتقدمة، إلا أنه أُهمل في البلدان النامية، والسبب في ذلك يرجع إلى أن الشّركات في كثير من الدول النامية تواجه عدة قيود في اختيارها لمصادر التّمويل، كعدم وجود أسواق سندات فاعلة، وعدم توافر أسهم ممتازة على نطاق واسع، حيث إن الأسواق المالية حديثة العهد في هذه الدول (مثلاً، سوق دمشق للأوراق المالية أُحدثت عام 2009). وبالتالي فإن أهمية الدّراسة تتمثل في كونها من الدّراسات الأولى التي اهتمت بتفسير أثر السلوك التّمويلي للشّركات المساهمة العامة في سورية على أدائها المالي. ومن ناحية أخرى، يُمكن لنتائج هذه الدّراسة أن تسهم في تحقيق إضافة علمية متواضعة لسلسلة من الدِّراسات التي تم إجراؤها في الدول المتقدمة والنامية، كما أنها سوف تساعد الباحثين على إجراء المزيد من الدِّراسات للوصول إلى نتائج أكثر دقة في بيئة الأعمال السّورية.

أما أهداف البحث التي يرمي إلى تحقيقها، فيمكن تلخيصها بالنقطتين الآتيتين:

1. تقييم نسب المديونية للشّركات محل الدّراسة للتعرف على مدى اعتمادها على مصادر التّمويل الخارجية والمتمثلة في القروض.

2. اختبار العلاقة بين الهيكل التّمويلي لدى الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من جهة، والعوائد المالية لهذه الشّركات من جهة أخرى خلال فترتي الدّراسة: السّلسلة الزمنية الأول قبل الأزمة (2007–2011)؛ والسّلسلة الزمنية الثانية خلال الأزمة (2012–2016).

منهجية البحث:

لتحقيق أهداف البحث، تمّ استخدام المدخل الاستنباطي لصياغة فرضيات البحث، كما قام الباحث بجمع البيانات اللازمة للدّراسة من واقع التقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل الشّركات المساهمة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والبالغ عددها (24) شركة (أي ما نسبته 62% من إجمالي الشّركات المساهمة العامة السّورية).

ومن أجل اختبار العلاقات المُفترضة بين متغيرات البحث، تمّ استخدام الانحدار الخطي البسيط باستخدام نموذجين: نموذج السّلسلة الزمنية المقطعية (النموذج السكوني)؛ ونموذج التباطؤ الزمني (النموذج الحركي)، وقد تم اعتماد مستوى المعنوية (5%) (أي فترة الثقة 95%) لقبول الفرضيات أو رفضها.

الجدول رقم (1): الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

المصارف	14	المصرف الدولي للتجارة والتّمويل	بنك بيمو السعودي الفرنسي	بنك سورية والمهجر
		البنك العربي	بنك عودة	بنك بيبلوس
		بنك سورية والخليج	بنك الشرق	بنك الأردن
		مصرف فرنسبنك	بنك قطر الوطني	بنك سورية الدولي الإسلامي
		بنك البركة – سورية	بنك الشام	
التأمين	6	المتحدة للتأمين	السّورية الدولية للتأمين (أروب)	السّورية الكويتية للتأمين
		السّورية الوطنية للتأمين	الاتحاد التعاوني للتأمين	العقيلة للتأمين التكافلي
الخدمات	2	الأهلية للنقل	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان	
الصناعة	1	الأهلية للزيوت		
الزراعة	1	الهندسية الزراعية للاستثمارات– نماء		

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية: http://www.dse.sy/ ؛ تم الاطلاع على المرجع في: 24 تموز 2017 ،

الاطار النظري للهيكل التّمويلي:

يشير مصطلح الهيكل التّمويلي إلى كافة أنواع مصادر التّمويل المستخدمة في تمويل إجمالي أصول الشّركة، وهو بذلك يختلف عن هيكل رأس المال الذي يتعلق فقط بمصادر التّمويل طويلة الأجل والدائمة، كالديون الطويلة الأجل، والأسهم العادية، والأرباح المحتجزة، من هنا فإن هيكل رأس المال للشركة هو جزء من هيكلها التّمويلي (الهندي، 2000). وحسب (Rajan et Zingales, 1995)، يمكن قياس مفهوم الهيكل التّمويلي باستخدام نسبة المديونية أو ما يُعرف بالرفع المالي (Leverage)، وليس هناك اتفاق تام في الأدبيات المالية على طريقة لحساب نسبة المديونية، فتبني طريقة دون غيرها يرجع بالأساس إلى الهدف المراد تحقيقه من التحليل، إلا انه يمكن تلخيص الطرق الثلاث الأكثر شيوعاً لحساب نسبة المديونية في:

1. طريقة المجموع الإجمالي: حيث ان نسبة المديونية هي مجموع الالتزامات بجميع أنواعها مقسوماً على مجموع الأصول.

2. نسبة القروض إلى مجموع الأصول: حيث يعبر عن نسبة المديونية بمجموع القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل دون حساب الالتزامات الأخرى مقسمة على مجموع الأصول.

3. نسبة القروض إلى رأس المال: ونسبة المديونية تساوي مجموع القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل مقسومة على رأس المال.

وفي هذه الدّراسة، سيتم قياس مفهوم الهيكل التّمويلي باستخدام الرفع المالي (نسبة المديونية) حسب الطريقة الأولى، وهو نسبة مجموع الالتزامات (من غير حقوق الملكية) إلى مجموع الأصول.

ويسعى المديرون الماليون إلى تحقيق هيكل تمويلي مثالي للشركة وذلك عن طريق استخدام مزيج تمويلي مناسب يؤدي إلى تقليل تكلفة التّمويل إلى حدودها الدنيا وزيادة القيمة السوقية للسهم. وهناك عدة عوامل تؤثر على تكوين هيكل التّمويل، منها ما هو داخلي ويقوم على أساس استخدام مزيج تمويلي يشمل الديون وأموال الملكية وذلك وفق لاحتياجات الشّركة بالإضافة إلى نوعية الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها، ويتم ذلك من خلال اتباع سياسة المبادلة بين العوائد والمخاطر والقيام بدراسات معمقة لاحتياجات الشّركة التّمويلية والبدائل التّمويلية الاستثمارية المتاحة؛ ودراسة تكلفة كل بديل تمويلي؛ بالإضافة إلى دراسة مخاطر التشغيل ودرجة تقبل الإدارة للمخاطر. وفي المقابل فأن هناك عوامل خارجية تؤثر في الهيكل التّمويلي وتشمل حساسية الجهات المُقرضة لارتفاع مديونية الشّركة، وطبيعة الصناعة التي تعمل بها تلك الشّركة من حيث المنافسة والنمو واستقرار المبيعات والأرباح.

من الناحية النظرية، يعد قرار الهيكل التّمويلي من القرارات التي وقف عندها علماء المالية والاقتصاد، منذ البدايات الأولى للأبحاث المالية والاقتصادية، بنوع من الاختلاف في وجهات النظر. ولايزال الموضوع إلى الآن مثار جدل واسع حول كيفية اختيار الشّركة لهيكلها المالي؛ وما هي العوامل التي يجب أن تأخذها بعين الاعتبار عند المفاضلة بين المصادر الداخلية والخارجية للتّمويل؛ وما إذا كان هيكل التّمويل يؤثر على القيمة السوقية للشركة. فمنذ العمل الرائد للعالمين (Modigliani et Miller) عام (1958)، شهدت النظرية المالية الحديثة تطوراً جوهرياً، إذ تحولت من نظرية معيارية (Normative Theory) تحدد ما يجب أن يكون، إلى نظرية إيجابية (Positive Theory) تسعى إلى تفسير السلوك التّمويلي للشّركات في الواقع العملي، حيث تُعتبر أطروحة (Modigliani et Miller, 1958) أول دراسة علمية عن الهيكل التّمويلي في علاقته بكل من تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة، والتي خلصا من خلالها إلى حيادية تأثير تركيبة الهيكل التّمويلي، وإن استخدام أي مصدر من مصادر التّمويل لا يؤثر مطلقاً على القيمة السوقية (أن الشّركات المتماثلة في كل أوجه أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها تتساوى في القيمة السوقية)، وكل ذلك في ظل افتراضات سوق المنافسة الكاملة (سوق مالي كفؤ؛ عدم وجود ضرائب من أي نوع، وافتراض ثبات أسعار الفائدة). ولكن أن القيمة العلمية لدّراسة (Modigliani et Miller, 1958) لا تكمن في النتائج التي توصلت إليها، بقدر ما تكمن في الافتراضات التي بُنيت عليها والتي أوضحت للباحثين فيما بعد العوامل والمتغيرات التي يجب الاهتمام بها لفهم محددات الهيكل المالي. ولذلك فإن جميع النظريات التي جاءت بعد ذلك ما هي إلا نتيجة لإسقاط تلك الافتراضات، بحيث كانت البداية مع الدّراسة الجديدة لـ (Modigliani et Miller, 1963) التي أوضحا فيها، أنه في ظل وجود الضريبة على أرباح الشركات، فإن قيمة الشّركة المُقترضة تفوق قيمة الشّركة المُمولة بالكامل بالاعتماد على الأموال الخاصة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

وقد أجريت العديد من الدراسات لاحقاً لما قدمه (Modigliani et Miller) وغالبية هذه الدراسات توصلت إلى نتيجة مهمة وهي أن التوصل إلى هيكل تّمويلي مثالي للمشروع يقوم على أساس الموازنة بين المنافع والتكاليف عند

اتخاذ القرار المتعلق باستخدام الرفع المالي، حيث تتمثل منافع الرفع المالي في الميزة الضريبية للاقتراض والتي تقوم على أساس أن جميع الفوائد على القروض المستخدمة في التّمويل تعتمد كنفقة ضريبية تخصم قبل التوصل للربح الخاضع للضريبة، في المقابل فان تكاليف استخدام الرفع المالي في التّمويل تتمثل في الآتي:

1. عدم القدرة على خدمة الدين، والتي تتمثل في عدم القدرة على سداد أقساط القروض والفوائد في تاريخ استحقاقها، مما يعرض الشّركة إلى مخاطر إشهار الإفلاس من قبل المقرضين. حيث قام العديد من الباحثين بإسقاط افتراض أن الديون خالية من المخاطر، وبالتالي أصبح هناك احتمال لظهور تكلفة الإفلاس كأثر سلبي للاقتراض، وبذلك تمت صياغة نظرية التوازن الأمثل (Trade–Off Theory)، التي تفترض وجود معدل تمويل أمثل (نسبة مستهدفة) عن طريق الموازنة بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس (Myers, 1984).

2. تكاليف الوكالة المتعلقة بالمقرضين والمتمثلة في زيادة حدة الرقابة والتحكم ببعض الأمور داخل الشّركة، وذلك من خلال القيود التي تفرض ضمن اتفاقيات القروض المبرّمة بين الشّركة والمقرضين، وهذا يؤدي إلى تقليل مرونة هيكل التّمويل الحالي للمنظمة. حيث جاءت نظرية الوكالة (Agency Theory) لترفض فرضية تماثل دالة الهدف لكل من المساهمين والدائنين، حيث يقترح (Jensen et Meckling, 1976) أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دوراً هاماً في قرار التّمويل، ومنه أصبح هيكل التّمويل الأمثل يتحدد بتحقيق التوازن بين الوفر الضريبي للفوائد من جهة، وبين تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة من جهة أخرى.

بعد ذلك ظهرت نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التّمويل (Pecking–Order Theory)، والتي لا تفترض وجود معدل تمويل أمثل كما هو الحال بالنسبة لنظرية التوازن الأمثل، وإنما تخلص هذه النظرية إلى ضرورة التزام الشركة الراغبة في التّمويل بترتيب هرمي لمصادر التّمويل المتاحة أمامها. تعتمد هذه النظرية على افتراض المعلومات المتباينة (Asymmetric Information) لتفسير الهيكل المالي، حيث إن تباين المعلومات بين الشّركة (المديرين) ومصادر التّمويل (المستثمرين) يؤدي إلى اختلاف في تكاليف التّمويل، الأمر الذي يدفع المديرين إلى تفضيل واختيار مصادر التّمويل الأقل حساسية لتباين المعلومات، لأن تكاليف التّمويل تزداد مع زيادة التباين في المعلومات. وبالتالي، فإن الشّركات عادة تستخدم أولاً أرباحها المحتجزة، حيث لا وجود لتباين في المعلومات، ثم تلجأ إلى الاقتراض إذا ما احتاجت إلى أموال إضافية، وأخيراً قد تلجأ إلى التّمويل بأموال الملكية كخيار أخير (Myers et Majluf, 1984).

عرض وتحليل نتائج الدّراسة:

يستعرض هذا الجزء من الدّراسة نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات وذلك على قسمين: القسم الاول يتناول التحليل الاحصائي الوصفي، والقسم الثاني يتناول مناقشة واختبار الفرضيات باستخدام الانحدار الخطي البسيط على أساس نموذج السّلسلة الزمنية المقطعية؛ وعلى أساس نموذج التباطؤ الزمني.

أولاً. المقاييس الإحصائية الوصفية:

يوضح الجدول رقم (2) الوسط الحسابي لمتغيرات الدّراسة، حيث نلاحظ ما يأتي:

الجدول رقم (2): الوسط الحسابي لمتغيرات الدّراسة

	المديونية	EPS	DPS	BV	MV	ROA	ROE
الوسط الحسابي قبل الأزمة (2007–2011)	% 51.51	11.95	5.90	208.50	132.76	% 1.59	% 5.18
الوسط الحسابي خلال الأزمة (2012–2016)	% 65.13	46.58	2.74	214.34	197.91	% 5.21	% 16.08

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

1. الوسط الحسابي لحجم المديونية (51,51%) (لفترة الدّراسة قبل الأزمة)؛ و(65,13%) (لفترة الدّراسة خلال الأزمة)، وهذا المعدل يشير إلى أن تركيبة الهيكل التّمويلي للشّركات السّورية محل الدّراسة تُقارب الصيغة النظرية المثلى (50% أموال خاصة، 50% ديون)، والتي تُعتبر نسبة مقبولة من قبل الدائنين، لأن هذه النسبة كلما انخفضت كلما زاد هامش الأمان لهم في حال إشهار إفلاس الشّركة وبيع أصولها.

2. الوسط الحسابي للعائد على الاستثمار (ROA) (1,59%) (لفترة الدّراسة قبل الأزمة)؛ و(5,21%) (لفترة الدّراسة خلال الأزمة)، وهذا المعدل يُعتبر غير كافي كعائد على الأموال المستثمرة لدى الشّركات السّورية محل الدّراسة إذا ما قورن بمعدل الفائدة التي تتقاضاها المصارف في سورية والتي تصل إلى (7% – 13%).

ثانياً. اختبار فرضيات البحث باستخدام نموذج السّلسلة الزمنية المقطعية:

في هذا القسم من البحث، تم اختبار فرضيات البحث باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression) على مستوى كل سنة من سنوات الدّراسة بشكل فردي، ومن ثم بشكل إجمالي على مستوى السّلسلة الزمنية قبل الأزمة (2007–2011)؛ والسّلسلة الزمنية خلال الأزمة (2012–2016). حيث تعتمد الدّراسة على نموذج رياضي للتعبير عن العلاقة بين المتغير المستقل (الهيكل التّمويلي) ومجموعة من المتغيرات التابعة على النحو الآتي: $Yit = œ + \beta\ LEVit + eit$ حيث أن:

i = (1 ،2 ،3 ،4 ،5……، 24) هي عبارة عن الشّركة (i) في السّلسلة المقطعية (Cross–Section).

t = (1 ،2 ،3.،4، 5) وهي عبارة عن الزمن (t) في السّلسلة الزمنية الأولى والثانية.

LEV: المتغير المستقل، تم قياسه بنسبة المديونية (نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول).

Y: المتغيرات التابعة التي تقيس العائد المالي للشركة كما يأتي:

–عائد السهم الواحد (EPS): تم قياسه من خلال (صافي الربح بعد الضريبة / رأس المال المدفوع).

–توزيعات السهم الواحد (DPS): تم قياسه من خلال (التوزيعات / رأس المال المدفوع).

–القيمة الدفترية للسهم الواحد (BV): تم قياسه من خلال (حقوق الملكية / عدد الأسهم).

–القيمة السوقية للسهم الواحد (MV): تم قياسه من خلال (سعر الإغلاق في نهاية كل سنة).

–العائد على الاستثمار (ROA): تم قياسه من خلال (صافي الربح بعد الضريبة / مجموع الأصول).

–العائد على حقوق الملكية (ROE): تم قياسه من خلال(صافي الربح بعد الضريبة / حقوق الملكية).

تم حساب معامل الارتباط (R) حتى يمكن التعرف على نوع ودرجة العلاقة بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة، وأيضاً معامل التحديد (R^2) للتعرف على مدى تأثير المتغير المستقل على المتغيرات التابعة؛ واختبار(F) بهدف قبول أو رفض الفرضيات من خلال قيمة (Sig).

حيث يمكن صياغة الفرضية العدمية التي تسعى الدّراسة لاختبارها على النحو الآتي:

الفرضية العدمية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) لتركيبة الهيكل التّمويلي للشّركات السّورية محل الدّراسة على مقاييس الأداء المالي لهذه الشّركات.

$H0 : \beta = 0$ حيث β : معامل انحدار المتغير المستقل في النموذج السابق.

تُظهر الجداول (6.5.4.3) نتائج التحليل الإحصائي لمعادلة الانحدار البسيط بين نسبة المديونية كمتغير مستقل، وكل من عائد السهم الواحد (EPS)؛ ونصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة (DPS)؛ والقيمة الدفترية للسهم الواحد (BV)؛ والقيمة السوقية للسهم الواحد (MV) كمتغيرات تابعة. نلاحظ عدم وجود علاقة بين نسبة المديونية والمتغيرات السابقة، معامل الارتباط بين هذه المتغيرات ونسبة المديونية منخفض جداً، حيث وصل إلى أعلى قيمة له (25,9%) للعلاقة بين نسبة المديونية والقيمة السوقية للسهم الواحد للفترة (2012–2016)، وكذلك فأن قيمة (Sig) لجميع هذه العلاقات كانت أكبر من (5%) وهي نسبة المعنوية المعتمدة في الدّراسة، لذلك فإننا نستطيع قبول الفرضية العدمية التي تنص على عدم وجود معنوية لمعاملات الارتباط والانحدار بين للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) والمتغيرات التابعة (EPS؛ DPS؛ BV؛ MV)، سواء كان ذلك بالنسبة للسلسلة الزمنية السابقة للأزمة (2007–2011) أو بالنسبة للسلسة الزمنية المتخللة للأزمة (2012–2016). مما يعني أننا نرفض فرضيات البحث الأولى والثانية والثالثة والرابعة.

الجدول رقم (3): نتائج التحليل الإحصائي بين نسبة المديونية (LEV) وعائد السهم الواحد (EPS)

سنوات الدّراسة	2007	2008	2009	2010	2011	الإجمالي	2012	2013	2014	2015	2016	الإجمالي
R	0.157	0.377	0.101	0.011	0.032	0,096	0.407	0.093	0.033	0.378	0.459	0.170
R^2	0.024	0.142	0.010	0.000	0.001	0.009	0.166	0.008	0.001	0.143	0.210	0.029
Sig	0.461	0.069	0.637	0.957	0.879	0.297	0.047	0.662	0.877	0.068	0.024	0.062
نتيجة الفرضية (1)	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الجدول رقم (4): نتائج التحليل الإحصائي بين نسبة المديونية (LEV) وتوزيعات السهم الواحد (EPS)

سنوات الدّراسة	2007	2008	2009	2010	2011	الإجمالي	2012	2013	2014	2015	2016	الإجمالي
R	0.157	0.168	0.076	0.137	0.149	0.035	0.120	0.01	0.008	0.611	0.162	0.168
R^2	0.024	0.028	0.005	0.018	0.022	0.001	0.014	0.000	0.000	0.374	0.026	0.028
Sig	0.461	0.432	0.723	0.521	0.484	0.701	0.574	0.929	0.969	0.071	0.087	0.065
نتيجة الفرضية (2)	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الجدول رقم (5): نتائج التحليل الإحصائي بين نسبة المديونية (LEV) والقيمة الدفترية للسهم الواحد (BV)

سنوات الدّراسة	2007	2008	2009	2010	2011	الإجمالي	2012	2013	2014	2015	2016	الإجمالي
R	0.067	0.129	0.188	0.378	0.155	0.066	0.277	0.381	0.223	0.099	0.307	0.025
R^2	0.004	0.016	0.035	0.143	0.024	0.004	0.076	0.145	0.049	0.009	0.094	0.000
Sig	0.754	0.547	0.378	0.068	0.467	0.470	0.189	0.065	0.294	0.642	0.143	0.781
نتيجة الفرضية (3)	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الجدول رقم (6): نتائج التحليل الإحصائي بين نسبة المديونية (LEV) والقيمة السوقية للسهم الواحد (MV)

سنوات الدّراسة	2009	2010	2011	الإجمالي	2012	2013	2014	2015	2016	الإجمالي
R	0.081	0.038	0.124	0.125	0.124	0.312	0.193	0.223	0.202	0.259
R^2	0.006	0.001	0.015	0.015	0.015	0.097	0.037	0.049	0.040	0.067
Sig	0.703	0.858	0.562	0.170	0.562	0.136	0.365	0.294	0.293	0.074
نتيجة الفرضية (4)	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض	رفض

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

أما فيما يتعلق بتحليل الانحدار البسيط للهيكل التّمويلي على العائد على الاستثمار (ROA)، تُظهر نتائج الجدول (7) وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة المديونية على العائد على الاستثمار على مستوى سنوات الدّراسة بشكل إفرادي وإجمالي، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (R = %16,8) ومستوى المعنوية (Sig = 0,035)، وإن التغيّر في نسبة المديونية تُفسّر ما قيمته (R^2 = %7.9) من التغيّر في العائد على الاستثمار للفترة (2007–2011).

الجدول رقم (7): نتائج التحليل الإحصائي بين نسبة المديونية (LEV) والعائد على الاستثمار (ROA)

سنوات الدّراسة	2007	2008	2009	2010	2011	الإجمالي	2012	2013	2014	2015	2016	الإجمالي
R	0.042	0.177	0.228	0.454	0.515	0.168	0.643	0.627	0.679	0.527	0.337	0.534
R^2	0.001	0.031	0.052	0.206	0.266	0.079	0.413	0.393	0.462	0.277	0.113	0.285
Sig	0.044	0.046	0.013	0.025	0.009	0.035	0.000	0.001	0.000	0.008	0.007	0.000
نتيجة الفرضية (5)	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

أما بالنسبة للفترة (2012–2016)، بلغت قيمة معامل الارتباط لهذه العلاقة (%53,4) ومستوى المعنوية (0,000)، وإن التغيّر في نسبة المديونية يُفسّر ما قيمته (R^2 = %28,5) من التغيّر في العائد على الاستثمار. الأمر الذي يعني قبول الفرضية الخامسة التي تنص على: وجود أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على العائد على الاستثمار في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2007–2016).

وأخيراً، من خلال الجدول رقم (8)، نلاحظ وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة المديونية على العائد على حق الملكية (ROE)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (%40,7 ؛ %13,9) ومستوى المعنوية (0,000 ؛ 0,029)، وقيمة معامل التحديد (16.5% ؛ 1.9%) خلال فترتي الدّراسة على التوالي. الأمر الذي يعني قبول الفرضية السادسة التي تنص على: وجود أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على العائد على حق الملكية في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2007–2016).

الجدول رقم (8): نتائج التحليل الإحصائي بين نسبة المديونية (LEV) والعائد على احق الملكية (ROE)

سنوات الدّراسة	2007	2008	2009	2010	2011	الإجمالي	2012	2013	2014	2015	2016	الإجمالي
R	0.489	0.703	0.342	0.015	0.055	0.407	0.483	0.152	0.059	0.457	0.457	0.139
R^2	0.239	0.494	0.117	0.000	0.003	0.165	0.233	0.023	0.003	0.209	0.209	0.019
Sig	0.015	0.017	0.001	0.003	0.007	0.000	0.016	0.077	0.082	0.024	0.024	0.029
نتيجة الفرضية (6)	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

ثالثاُ. اختبار فرضيات البحث باستخدام نموذج التباطؤ الزمني:

بسبب الأثر المتوقع للزمن وأهميته في الحياة الاقتصادية والمالية، حيث من الممكن أن يكون هناك فجوة زمنية بين حركات المتغيرات المستقلة التي تؤثر على المتغيرات التابعة، بمعنى أن المتغير المستقل الذي حدث في زمن سابق قد لا يظهر أثره مباشرة على المتغير التابع في نفس الفترة التي تم بها، بل يمكن أن ينعكس هذا الأثر ويظهر في فترات زمنية لاحقة، وهذا يعني تأثّر المتغيرات التابعة بمتغيرات مستقلة حصلت في زمن سابق وهو ما يطلق عليه التباطؤ الزمني. وبما أن الهيكل التّمويلي (الرفع المالي) يمكن أن تنعكس أثاره تدريجياً مع مرور الزمن، الأمر الذي يتعذر على المقاييس والنماذج الساكنة قياسه بشكل دقيق، لذلك فأنه تم في هذا الجزء من البحث، الاعتماد على دراسة وتحليل الأثر المتوقع للرفع المالي على العوائد المالية باستخدام نموذج التباطؤ الزمني (Distributed lag model)، وهو أسلوب يتناسب مع هذا النوع من الدراسات، وذلك لأن الفترة بين استخدام الرفع المالي والمتغيرات المتأثرة به طويلة نسبياً، على أساس أن الرفع المالي يمثل في الغالب مصادر تمويل طويلة الأجل تمتد آثاره إلى أكثر من فترة مالية واحدة. وبناءً على هذه الطريقة سوف يتم تحليل الانحدار على أساس أن الرفع المالي متغير مستقل متباطئ زمنياً، والمتغير التابع هو الأداء المالي للشركة وفقاً المقاييس المحاسبية المعتمدة في هذه الدّراسة، وذلك لفحص مدى وجود أثر للمتغير المتباطئ على المتغيرات التابعة خلال السلسلتين الزمنيتين للدراسة، وذلك باعتبار أن سنة (2011) هي الفترة الاخيرة في السّلسة الأولى (2007–2011)؛ وسنة (2016) هي الفترة الاخيرة في السّلسلة الثانية (2012–2016)، ومن ثم يتم الرجوع إلى الخلف وفقاً لهذه الطريقة. وبالتالي يمكن تحديد معادلة الانحدار مع التباطؤ الزمني كما يأتي: $\mathbf{Yt = \alpha + \beta 1Xt + \beta 2Xt-1 + \beta 3Xt-2 +\dots}$

ويتم تحليل الانحدار وفقاً لهذه الطريقة كما يأتي:

–تحليل انحدار Yt على Xt ؛

–تحليل انحدار Yt على Xt و Xt–1 ؛

–تحليل انحدار Yt على Xt و Xt–1 و Xt–2 ..... ؛ وهكذا حتى نهاية النموذج بحيث يتم التوقف عن إجراء التحليل عندما يكون غير معنوي (السيفو ومشعل، 2003).

تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني) بين نسبة المديونية (LEV) وعائد السهم الواحد (EPS)

1. يبين الجدول رقم (9) عدم وجود أثر للهيكل التّمويلي (نسبة المديونية) على عائد السهم الواحد مع مرور الزمن خلال الفترة قبل الأزمة (2007–2011)، وهذا واضح من النموذج الأول الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة (2007–2011)، حيث أن قيمة (Sig) لاختبار (F) تعادل (0,879729) وهي أكبر من (0,05).

الجدول رقم (9): نتائج تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني للفترة 2007–2011) بين نسبة المديونية (LEV) وعائد السهم الواحد (EPS)

المتغير التابع: EPS	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.032620	0.001064	0.023434	0.879729
الثابت	18.540259				
نسبة المديونية 2011	2.902430-				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

2. في المقابل، من خلال الجدول رقم (10)، نلاحظ أن الأثر الايجابي للرفع المالي يظهر مع الزمن على المتغير التابع (ربحية السهم)، حيث نلاحظ أن الأثر يمتد من عام 2014 ولغاية 2016، وذلك لأن قيم اختبار فيشر معنوية عند مستوى أقل (0,05) للسنوات المذكورة. ويبين الجدول أيضاً أن قيمة (F) معنوي للنموذج الثالث الذي يُظهر الرفع المالي في الأعوام من 2014 وحتى 2016، حيث بلغت قيمة (Sig) لاختبار (F) (0,014864)، وهي أصغر من (0,05)، كما نلاحظ تزايد قيمة معامل التحديد (R^2) في النموذج الأول من (0,459) إلى (0,596) في النموذج الثالث، وهي قوة تفسير قوية إلى حد ما.

الجدول رقم (10): نتائج تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني للفترة 2012–2016) بين نسبة المديونية (LEV) وعائد السهم الواحد (EPS)

المتغير التابع: EPS	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.459048	0.210725	5.873698	0.024044
الثابت	24.653864				
نسبة المديونية 2016	143.493431				
نموذج 2		0.569565	0.324404	5.041837	0.016282
الثابت	23.489266				
نسبة المديونية 2016	180.640269-				
نسبة المديونية 2015	325.920808				
نموذج 3		0.586091	0.343503	3.488237	0.014864
الثابت	18.512943				
نسبة المديونية 2016	440.581163-				
نسبة المديونية 2015	464.719373				
نسبة المديونية 2014	128.204823				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

وعليه واعتماداً على تحليل الانحدار السابق يتوفر دليل احصائي لقبول الفرضية الأولى والتي تقول أن الرفع المالي يؤثر على عائد أسهم الشّركات السورية المُدرجة خلال فترة الأزمة (2012–2016) ولكن مع الزمن وعلى أساس التباطؤ الزمني، وبالتالي يمكن صياغة العلاقة بين الرفع المالي وعائد السهم على أساس التباطؤ الزمني كما يأتي:

EPS2016 = 18.513 – 440.581LEV2016 + 464.719LEV2015 + 128.205LEV2014

تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني) بين نسبة المديونية (LEV) وتوزيعات السهم الواحد (DPS)

من خلال الجدولين (11،12)، نلاحظ عدم وجود أثر للرفع المالي على توزيعات السهم الواحد مع مرور الزمن سواء قبل الأزمة (2007–2011)، أو خلال الأزمة (2012–2016)، وهذا واضح من خلال:

1. النموذج الأول في الجدول (11) الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة (2007–2011)، حيث أن قيمة (Sig) لاختبار (F) تعادل (0,484258) وهي أكبر من (0,05).

2. النموذج الأول في الجدول (12) الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة (2012–2016)، حيث أن قيمة (Sig) لاختبار (F) تعادل (0,441096) وهي أكبر من (0,05).

الجدول رقم (11): نتائج تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني للفترة 2007-2011) بين نسبة المديونية (LEV) وتوزيعات السهم الواحد (DPS)

المتغير التابع: DPS	β (Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.149974	0.022492	0.506216	0.484258
الثابت	14.890160				
نسبة المديونية 2011	9.750437-				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الجدول رقم (12): نتائج تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني للفترة 2012-2016) بين نسبة المديونية (LEV) وتوزيعات السهم الواحد (DPS)

المتغير التابع: DPS	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.164970	0.027215	0.615486	0.441096
الثابت	7.287231				
نسبة المديونية 2016	5.099135-				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

تحليل الانحدار(التباطؤ الزمني) بين نسبة المديونية (LEV) والقيمة الدفترية للسهم الواحد (BV)

باستخدام تحليل الانحدار التسلسلي لفحص واختبار أثر الرفع المالي كمتغير متباطئ زمنياً على القيمة الدفترية للسهم الواحد، يبين الجدولان (13،14) أدناه نتائج هذا التحليل، حيث نلاحظ عدم وجود أثر للرفع المالي على القيمة الدفترية لأسهم الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع مرور الزمن سواء قبل الأزمة (2007-2011)، أو خلال الأزمة (2012-2016)، وهذا واضح من خلال:

1. النموذج الأول في الجدول (13) الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة (2007-2011)، حيث أن قيمة (Sig) لاختبار (F) تعادل (0,467203) وهي أكبر من (0,05).

2. النموذج الأول في الجدول (14) الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة (2012-2016)، حيث أن قيمة (Sig) لاختبار (F) تعادل (0,165503) وهي أكبر من (0,05).

الجدول رقم (13): نتائج تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني للفترة 2009-2011) بين نسبة المديونية (LEV) والقيمة الدفترية للسهم الواحد (BV)

المتغير التابع: BV	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.155814	0.024278	0.547403	0.467203
الثابت	271.130447				
نسبة المديونية 2011	109.870306-				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الجدول رقم (14): نتائج تحليل الانحدار(التباطؤ الزمني للفترة 2012-2016) بين نسبة المديونية (LEV) والقيمة الدفترية للسهم الواحد (BV)

المتغير التابع: BV	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.292457	0.085531	2.057687	0.165503
الثابت	230.441105				
نسبة المديونية 2016	192.785708				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة،

تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني) بين نسبة المديونية (LEV) والقيمة السوقية للسهم الواحد (MV)

من خلال الجدولين (15،16)، نلاحظ عدم وجود أثر للرفع المالي على القيمة السوقية للسهم الواحد مع مرور الزمن سواء قبل الأزمة (2009–2011)، أو خلال الأزمة (2012–2016)، وهذا واضح من خلال:

1. النموذج الأول في الجدول (15) الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة (2009–2011)، حيث أن قيمة (Sig) لاختبار (F) تعادل (0,562889) وهي أكبر من (0,05).

2. النموذج الأول في الجدول (16) الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة (2012–2016)، حيث أن قيمة (Sig) لاختبار (F) تعادل (0,297319) وهي أكبر من (0,05).

الجدول رقم (15): نتائج تحليل الانحدار(التباطؤ الزمني للفترة 2009–2011) بين نسبة المديونية (LEV) والقيمة السوقية للسهم الواحد (MV)

المتغير التابع: MV	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.124272	0.015444	0.345088	0.562889
الثابت	299.731690				
نسبة المديونية 2011	128.161529–				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الجدول رقم (16): نتائج تحليل الانحدار(التباطؤ الزمني للفترة 2012–2016) بين نسبة المديونية (LEV) والقيمة السوقية للسهم الواحد (MV)

المتغير التابع: MV	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.221918	0.049248	1.139566	0.297319
الثابت	287.479305				
نسبة المديونية 2011	152.344465–				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني) بين نسبة المديونية (LEV) والعائد على الاستثمار (ROA)

يبين الجدول رقم (17)، أن أثر الرفع المالي على العائد على الاستثمار واضحاً مع مرور الزمن خلال الفترة (2007–2011)، وهذا وما يتوافق مع نتائج بعض الدراسات السابقة (النجار، 2013) (Ebrati, *et al.*, 2013)، لأن الرفع المالي يمثل في الغالب مصادر تمويل طويلة الأجل تنعكس أثاره على سنوات لاحقة وليس من الضروري أن يكون له أثر في نفس السنة، وهذا واضح من النموذج الخامس الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة (2007–2011)، حيث أن قيمة (Sig) لاختبار (F) تعادل (0.010956) وهي أصغر من (0,05).

الجدول رقم (17): نتائج تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني للفترة 2007–2011) بين نسبة المديونية (LEV) والعائد على الاستثمار (ROA)

المتغير التابع: ROA	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.515964	0.266219	7.981686	0.009855
الثابت	0.052355				
نسبة المديونية 2011	0.049449–				

نموذج 2	0.669018	0.447586	8.507474	0.001967	
الثابت	0.061285				
نسبة المديونية 2011	0.244927-				
نسبة المديونية 2010	0.182832				
نموذج 3	0.681177	0.464002	5.771184	0.005181	
الثابت	0.064268				
نسبة المديونية 2011	0.248363-				
نسبة المديونية 2010	0.151016				
نسبة المديونية 2009	0.033013				
نموذج 4	0.686680	0.471529	4.238199	0.012807	
الثابت	0.063403				
نسبة المديونية 2011	0.249177-				
نسبة المديونية 2010	0.162988				
نسبة المديونية 2009	0.012205				
نسبة المديونية 2008	0.012456				
نموذج 5	0.732101	0.535972	4.158148	0.010956	
الثابت	0.064176				
نسبة المديونية 2011	0.305440-				
نسبة المديونية 2010	0.214894				
نسبة المديونية 2009	0.007588-				
نسبة المديونية 2008	0.114337				
نسبة المديونية 2007	0.086749-				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

1. كما يبين الجدول رقم (18) أن أن للرفع المالي أثراً إيجابياً على العائد على الاستثمار لثلاث سنوات لاحقة خلال فترة الأزمة، وهذا واضح من النموذج الرابع الذي يضم التباطؤ لمتغير الرفع المالي للفترة (2012-2016)، حيث أن قيمة (Sig) لاختبار (F) تعادل (0.041714) وهي أصغر من (0,05)،

الجدول رقم (18): نتائج تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني للفترة 2012-2016) بين نسبة المديونية (LEV) والعائد على الاستثمار (ROA)

المتغير التابع: ROA	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.526125	0.276807	8.420667	0.008270
الثابت	0.186969				
نسبة المديونية 2016	0.153966-				

نموذج 2		0.527080	0.277813	4.039177	0.032796
الثابت	0.186786				
نسبة المديونية 2016	0.024164				
نسبة المديونية 2015	0.177053-				
نموذج 3		0.584608	0.341766	3.461445	0.035727
الثابت	0.178984				
نسبة المديونية 2016	0.260647-				
نسبة المديونية 2015	0.104728-				
نسبة المديونية 2014	0.222190				
نموذج 4		0.626249	0.392188	3.064918	0.041714
الثابت	0.183674				
نسبة المديونية 2016	0.596076-				
نسبة المديونية 2015	0.192332				
نسبة المديونية 2014	0.282731-				
نسبة المديونية 2013	0.534120				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

مما سبق يمكن القول أن للرفع المالي أثراً إيجابياً على العائد على الاستثمار، وأن هذا الاثر يكون واضحاً خلال أكثر من سنة كما هو واضح من النماذج السابقة، حيث تزايدت قيمة معامل التحديد (R^2) حتى وصلت إلى أعلى قيمة لها (0,534) في النموذج (5) (الجدول 17)؛ كما تزايدت قيمة معامل التحديد (R^2) حتى وصلت إلى أعلى قيمة لها (0,392) في النموذج (4) (الجدول 18)، وهي قوة تفسير قوية إلى حد ما في كلتا الحالتين.

وعليه واعتماداً على تحليل الانحدار السابق يتوفر دليل احصائي لقبول الفرضية الخامسة، والقول أن الرفع المالي يؤثر إيجابياً على العائد على الاستثمار ولكن مع الزمن وعلى أساس التباطؤ الزمني، وبالتالي يمكن تمثيل العلاقة القائمة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار مع أخذ الزمن بالاعتبار كما يأتي:

ROA2011 = 0.064 – 0.305LEV2011 + 0.215LEV2010 – 0.007LEV2009 + 0.114LEV2008 – 0.087 LEV2007

ROA2016 = 0.184 – 0.596LEV2016 + 0.192LEV2015 – 0.283LEV2014 + 0.534LEV2013

تحليل الانحدار(التباطؤ الزمني) بين نسبة المديونية (LEV) والعائد على حق الملكية (ROE)

يبين الجدولان رقم (19،20) عدم وجود أثر متباطئ للرفع المالي على العائد على حق الملكية مع مرور الزمن، وهذا واضح من قيمة (Sig) لاختبار (F) والتي تعادل (0,797915 ؛ 0,184412) خلال فترتي الدراسة على التوالي.

الجدول رقم (19): نتائج تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني للفترة 2007–2011) بين نسبة المديونية (LEV) والعائد على حق الملكية (ROE)

المتغير التابع: ROE	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمة(F)	Sig (F)
نموذج 1		0.055171	0.003044	0.067168	0.797915
الثابت	0.061644				
نسبة المديونية 2011	0.009009				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الجدول رقم (20): نتائج تحليل الانحدار (التباطؤ الزمني للفترة 2012–2016) بين نسبة المديونية (LEV) والعائد على حق الملكية (ROE)

المتغير التابع: ROE	β(Sig)	معامل الارتباط (R)	R^2	قيمةF	Sig (F)
نموذج 1		0.227994	0.209758	5.839584	0.184412
الثابت	0.112992				
نسبة المديونية 2016	0.292084				

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الاستنتاجات والتوصيات:

قامت هذه الدّراسة باختبار درجة تأثير الهيكل التّمويلي لدى الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية على العوائد المالية لهذه الشّركات خلال فترتين زمنيتين مختلفتين: السّلسلة الزمنية الأولى قبل الأزمة (2007–2011)؛ والسّلسلة الزمنية الثانية خلال الأزمة (2012–2016)، وقد توصلت الدّراسة إلى النّتائج الأتية:

1. أن تركيبة الهيكل التّمويلي للشّركات السّورية محل الدّراسة تُقارب الصيغة النظرية المثلى لتركيبة الهيكل التّمويلي (50% أموال خاصة، 50% ديون)، والتي تُعتبر نسبة مقبولة من قبل الدائنين، لأن هذه النسبة كلما انخفضت كلما زاد هامش الأمان لهم في حال إشهار إفلاس الشّركة وبيع أصولها.

2. أن الهيكل التّمويلي ليس له أي أثر ذو دلالة إحصائية على عائد السهم الواحد؛ وتوزيعات السهم الواحد؛ والقيمة الدفترية للسهم؛ والقيمة السوقية للسهم؛ كمقاييس للأداء المالي للشّركات السّورية محل الدّراسة، سواء كان ذلك قبل الأزمة أو خلال الأزمة. وهذا يتوافق مع دراسة (Ebaid, 2009) حول الشركات المُدرجة في السوق المالي المصري للفترة الزمنية (1997–2005). حيث وجدت الدراسة بأن قرار اختيار هيكل التّمويل له تأثير بين الضعيف وعدم التأثير على أداء الشركات المصرية.

3. أن للهيكل التّمويلي تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على العائد على الاستثمار للشّركات السّورية محل الدّراسة، حيث كانت قيمة معامل الارتباط (16,8%)، كما يُفسّر المتغير المستقل (نسبة المديونية) ما مقداره (7,9%) من التغيرات الحاصلة في العائد على الاستثمار خلال سنوات قبل الأزمة؛ وهذا يتوافق مع العديد من الدراسات السابقة: (Akhtar *et al.*, 2012)؛ (النجار، 2013)؛ (السبيعي، 2012). في المقابل، كان تأثير الهيكل التّمويلي أكبر خلال سنوات الأزمة، حيث كانت قيمة معامل الارتباط (53,4%) ويُفسّر المتغير المستقل (نسبة المديونية) ما مقداره (28,5%) من التغيرات الحاصلة في العائد على الاستثمار. ويعزي الباحث ذلك إلى زيادة مديونية الشركات محل الدراسة من (51.51 %) خلال الفترة (2007–2011) إلى (65,13%) خلال الفترة (2012–2016) (راجع الجدول رقم 2). وكما هو معروف أن زيادة المديونية تؤدي إلى زيادة الوفر الضريبي وبالتالي زيادة صافي الربح بعد الضريبة.

4. أما فيما يتعلق بمدى تأثر العائد على حق الملكية بالهيكل التّمويلي، فقد أظهرت نتائج الدراسة، أن هناك أثر إيجابي معنوي، وهذا يتوافق مع دراسات (Ebrati, *et al.*, 2013)؛ (Akhtar *et al*,, 2012)؛ (النجار، 2013). ولكن نلاحظ انخفاض قيمة معامل الارتباط من (40,7%) خلال الفترة (2007–2011) إلى (13,9%) خلال الفترة (2012–2016)، ويعزي الباحث ذلك إلى انخفاض نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة (DPS) في الشركات السورية محل الدراسة من (5,9 ل.س) خلال الفترة (2007–2011) إلى (2,74 ل.س) خلال الفترة (2012–2016)، الأمر الذي يعني زيادة حجم الارباح المحتجزة وبالتالي زيادة حق الملكية، وبالنتيجة النهائية انخفاض معدل العائد على حق الملكية.

5. لا يوجد أثر مُتباطئ للهيكل التّمويلي على عائد السهم الواحد في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2007–2011). ولكن يوجد أثر مُتباطئ إيجابي للهيكل التّمويلي على عائد السهم الواحد خلال الفترة (2012–2016)، ويستمر هذا الأثر الإيجابي بشكل واضح لمدة ثلاث من السنة التي يتم فيها الرفع المالي.

6. لا يوجد أي أثر مُتباطئ زمنياً للهيكل التّمويلي على كل من المتغيرات التابعة الأتية: توزيعات السهم الواحد؛ القيمة الدفترية؛ القيمة السوقية؛ العائد على حق الملكية، سواء كان ذلك قبل وخلال الأزمة الراهنة. وهذه النتيجة تتطابق مع نتيجة التحليل السكوني (باستثناء المتغير ROE). ويُفسّر الباحث هذه النتيجة إلى أن المستثمرين في الأسواق المالية الناشئة وحديثة العهد (مثل سوق دمشق) لا يعتمدون بشكل رئيس على التحليل الأساسي للشّركات، ولكن تتصرف اهتماماتهم إلى التحليل الفني، لذلك تلعب المؤشرات التاريخية للشّركات دوراً كبيراً في تحديد أسعار أسهمها في السوق، ومن هذه المؤشرات: أسعار الاغلاق المتتالية، حجم التداول، أعلى سعر، أدنى سعر، وبالتالي فإن عدم وجود أثر للمزيج التّمويلي في القيمة السوقية يكون منطقياً.

7. وأخيراً، يوجد أثر مُتباطئ إيجابي للهيكل التّمويلي على العائد على الاستثمار في الشّركات المُدرجة في سوق دمشق خلال الفترة (2007–2011)، ويبدأ هذا الأثر في السنة التي يتم فيها الرفع المالي ويستمر أثره لغاية أربع سنوات. كما يوجد أثر مُتباطئ إيجابي للهيكل التّمويلي على العائد على الاستثمار خلال الفترة (2012–2016)، ويستمر هذا الأثر الإيجابي بشكل .واضح لمدة ثلاث سنوات من السنة التي يتم فيها الرفع المالي.

أما أهم التوصيات والآفاق المستقبلية للبحث:

1. يوصي الباحث الشّركات المساهمة السورية باستخدام كافة الوسائل للاعتماد قدر الإمكان على التّمويل عن طريق القروض حيث أثبتت الدّراسة وجود أثر إيجابي للتّمويل بالقروض ومعدل العائد عل الاستثمار ومعدل العائد على حق الملكية، وذلك من خلال بناء الثقة مع المصارف، والتركيز على تنفيذ على المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة.

2. إقرار قوانين اقتصادية تتيح المجال للشّركات المساهمة في سورية استخدام السندات وأدوات مالية أخرى تتيح المجال لبدائل متعددة أمام هذه الشّركات أثناء استخدام الرفع المالي في التّمويل.

3. يمكن اعتماد نتائج هذه الدراسة من قبل المستثمرين عند التعامل في سوق دمشق للأوراق المالية، لأن النتائج الخاصة بالأثار الايجابية لنسب المديونية على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية تعد مؤشرات دالة للمستثمر في السوق السورية.

4. نقترح إعادة الدراسة بحيث أن تشمل عينة الدراسة على جميع الشّركات السورية المساهمة؛ أو توسيع مجال التطبيق لتشمل قطاعات أخرى (مثل قطاع الشّركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، وشركات القطاع العام)؛ أو من حيث إعادة النظر في المتغيرات التي لم يكون لمتغير الرفع المالي أي أثر عليها.

المراجع:

- السبيعي، بداح محسن. العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشّركات المساهمة العامة الكويتية. جامعة الشرق الأوسط، رسالة ماجستير، 2012، <https://meu.edu.jo/uploads/1/58708fe1bb61a_1.pdf> ، تم الاطلاع على المرجع في: 24 2017 July،
- السيفو، وليد اسماعيل؛ ومشعل، أحمد محمد. الاقتصاد القياسي التحليلي بين النظرية والتطبيق. دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2003، 562.
- النجار، جميل حسن. مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشّركات المساهمة العامة المُدرجة في بورصة فلسطين– دراسة اختبارية. مجلة جامعة الأزهر، غزة، المجلد 15، العدد 1، 2013، 281–318.
- النعيمي، محمد عبد العال؛ الأعرج، عدنان شاهر؛ المحادين، حامد أحمد محمود. أثر المزيج التّمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المُدرجة في بورصة عمان (2004–2009). مجلة الفكر المحاسبي، القاهرة، المجلد 15، العدد 2، 2011، 283–301.
- عمار، قصي. العوامل المُحددة لقرار الهيكل المالي في الشّركات المساهمة العامة (دراسة ميدانية على الشّركات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّوريّة للفترة 2007–2011). مجلة جامعة تشرين، سورية، المجلد 38، العدد 3، 2016.
- هندي، منير إبراهيم. الإدارة المالية. الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2000.

AKHTAR, S.; JAVED, B.; MARYAM, A.; and SADIA, H. *Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Evidence from Fuel & Energy Sector of Pakistan*. European Journal of Business and Management, Vol. 4, N□. 11, 2012,.7-17.

EBAID, I. E. *The Impact of Capital-Stucture Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt*. The Journal of Risk Finance, Vol.10, N□.5, 2009, 477-487.

EBRATI, M. R. ; EMADI, F. ; BALASANG, R. S. ; and SAFARI, G.. *The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Tehran stock exchange*. Australian Journal of Basic and Applied Sciences. Vol.7, N□. 4, 2013, 1-8.

HARRIS, M. ; RAVIV, A. *Capital Structure and Information Role of Debt*. Journal of Finance, Vol. 45, N□. 2, 1990, 321-349.

HIRIGOYEN, G. ; PICHARD-STAMFORD, P. *Les Fondements et les Développements en Finance Organisationnelle: Une Synthèse Théorique et Empirique*, in Encyclopédie des Ressources Humaines, Vuibert, Paris, 2003, 528-552..

JENSEN, M.C. ; MECKLING, W.H. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Vol. 3, N□. 4, 1976, 305-360.

MODIGLIANI, F. ; MILLER, M. *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*. *American Economic Review*, Vol. 48, 1958, 261-97.

MODIGLIANI, F. ; MILLER, M. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review, Vol. 53, N□. 3, 1963, 433-344.

MYERS, S.C. *The capital structure puzzle*. Journal of Finance, Vol. 39, 1984, 575-92.

MYERS, S.C. *Capital structure*. Journal of Economic Perspective, Vol. 5, N□. 2, 2001, 81–102.

MYERS. C .S.; MAJLUF.N.S. C*orporate Financing and Investment decisions: When Firms Have Information That Investors do Not Have*. Journal of Financial Economics, Vol. 13, N□. 2, 1984, 187-221.

PRAHALATHAN, B.; RANJANI, R.P.C. *The Impact of Capital Structure-Choice on Firm Performance: Empirical Investigation of Listed Companies in Colombo Stock Exchange*. Srilanka, International Journal of Research in Commerce and Management, Vol. 2, N□. 4, 2011, 12-16.

RAJAN, R.G. ; ZINGALES, L. *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*. Journal of Finance, Vol. 50, N□. 50, 1995, 1421-1460.

SHAHID, I. *Leverage and Firm's Performance: Evidence from Selected Business Companies in Pakistan, Listed on Karachi Stock Exchange*. 2012, http://SSRN.com

TITMAN, S. ; WESSELS, R. *The determinants of capital structure choice*. Journal of Finance, Vol. 43, 1988, 1-19.

UMAR, M. ; TANVEER, Z. ; ASLAM, S. ; and SAJID, M. *Impact of capital structure on firms' financial performance: Evidence from Pakistan*. Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 3, N□. 9, 2012, 1-19.

ZEITUN, R. ; TIAN, G. G. *Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan*. Australasian Accounting Business and Finance Journal, Vol.1, Issue 4, 2007, 40-60.