

أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

هاني السويركي*

سامي أبو شمالة**

عاهد سرحان***

ملخص

هدفت الدراسة لفحص أثر السيولة في قيمة الشركة، مع تسليط الضوء على الدور التأثيري لهيكل رأس المال كمتغير وسيط على هذه العلاقة. ولتحقيق ذلك الهدف تم إتباع منهج تحليل المحتوى القياسي الكمي. تكون مجتمع وعينة الدراسة من (19) شركة غير مالية مدرجة في بورصة فلسطين، (تمثل جميع الشركات الصناعية والخدمية) عن الفترة الممتدة (2015-2023م). تم جمع البيانات من التقارير السنوية للشركات وتقارير التداول السنوية الصادرة من بورصة فلسطين. وقد اتبع نموذج التأثيرات العشوائية والثابتة، لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، وأسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للسيولة في هيكل رأس المال. كما أظهرت الدراسة وجود أثر سلبي للسيولة في قيمة الشركات. بالإضافة إلى أن هيكل رأس المال يتوسط كلياً أثر السيولة في قيمة الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

The Impact of Liquidity in Capital Structure and Its Reflection on Firm Value - Applied Study for non-financial companies listed on Palestine Exchange

Hani Elswairki

Sami Abushammala

Aahed Sarhan

Abstract

The study aimed to examine the impact of Liquidity on Firm Value, highlighting the mediating role of Capital Structure in this relationship. To achieve this objective, a quantitative content analysis approach was adopted. The study population and sample consisted of 19 non-financial companies listed on the Palestine Stock Exchange (representing all industrial and service companies) from 2015 to 2023. Data were collected from the companies' annual reports and annual trading reports issued by the Palestine Stock Exchange. The study employed the random and fixed effects models to analyze panel data and used multiple regression analysis to test the study hypotheses. The findings revealed a negative effect of Liquidity on Capital Structure, as well as a negative impact of Liquidity on Firm Value. Furthermore, it was found that Capital Structure fully mediates the impact of Liquidity on the Firm Value of non-financial companies listed on the Palestine Stock Exchange.

* أستاذ مساعد في المحاسبة والتمويل كلية فلسطين التقنية – دير البلح. البريد الإلكتروني:

helswairki@ptcdb.edu.ps

** أستاذ مساعد في الإدارة المالية – الكلية الجامعية للعلوم التطبيقية – غزة. البريد الإلكتروني:

sshammala@ucas.edu.ps

*** أستاذ مساعد في المحاسبة وزارة التربية والتعليم العالي – غزة. البريد الإلكتروني: ahed1979@hotmail.com

أنر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

1. مقدمة

تمثل قيمة الشركة انعكاس عن أدائها والتي يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرون فيما يتعلق بالتصور العام عن ذلك الأداء (Mahirun, et. al., 2024). وتمثل قيمة الشركة نقطة مهمة تجذب انتباه المستثمرين عند قيامهم في الاستثمار، ذلك أن ارتفاع قيمة الشركة يمثل مؤشر مباشر عن حالة الشركة الجيدة وقدرتها على توليد ثروة لهؤلاء المستثمرين، وبالتالي ارتفاع درجة الثقة لديهم، تلك الثقة تمثل الأداة الأكثر فاعلية لتخفيض حالة الشك والتي تعتبر محفز في انخفاض سعر السهم في سوق الأوراق المالية، وبالتالي انخفاض قيمة الشركة (Meini & Chotimah, 2022). ويعكس ارتفاع سعر السهم قيمة الشركة العالية، وهو ما يتماشى مع رغبات مالكي الشركة لأنه يمكن أن يزيد من اهتمام المستثمرين باستثمار رؤوس أموالهم (Hidayat, 2018). يمكن تحقيق تحسين قيمة الشركة من خلال التنفيذ الكفؤ لوظيفة الإدارة المالية، حيث إن أي قرار مالي يتم اتخاذه يؤثر على القرارات المالية الأخرى وبالتالي في قيمة الشركة (Fama & French, 1998).

من العناصر التي تؤثر في قيمة الشركة، السيولة والتي تشير إلى مقدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل من خلال أصولها المتداولة (Dewi & Fachrurrozie, 2021). فالشركات التي ترتفع فيها درجة السيولة، لن تستخدم الديون أو تصدر أسهم جديدة في تمويل أنشطتها التشغيلية، ولكن تستخدم أموالها الداخلية (Chasanah & Satrio, 2017). أن قدرة الشركة المتوقعة للوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل تؤثر ايجابياً على صورتها وعلى اهتمام المستثمرين المرتقبين، أي أن ارتفاع السيولة سيؤدي إلى ارتفاع سعر سهم الشركة، الأمر الذي ينعكس بزيادة قيمة الشركة (Dewi & Fachrurrozie, 2021). كما أن انخفاض سيولة الشركة يصعب عليها الحصول على رأس مال من قبل الدائنون والمستثمرون المرتقبون، وذلك بسبب عدم قدرتها على مقابلة التزاماتها المالية (Laili & Dalimunthe, 2022). وإذا كانت سيولة الشركة غير كافية على المدى الطويل، فقد يؤدي ذلك في النهاية إلى مشاكل في الملاءة المالية، وبالتالي يهدد بقاء الشركة، الأمر الذي ينعكس سلباً في قيمة الشركة (Rao, et. al., 2007). وبذلك توصلت دراسة (Jonathan, et. al., 2024) إلى التأثير الإيجابي للسيولة في قيمة الشركة. بينما توصلت دراسة (Priyatama &

(Pratini, 2021) إلى التأثير السلبي للسيولة في قيمة الشركة. ودراسة (Putri & Miftah, 2021) إلى عدم وجود تأثير للسيولة في قيمة الشركة.

أحد الجوانب الرئيسية التي يأخذها المساهمون بعين الاعتبار عند تقييم قيمة الشركة يتمثل في هيكل رأس المال (Adamu & Hamidah, 2024). يشير هيكل رأس المال إلى الخيارات التي تمول بها الشركة أنشطتها التشغيلية والاستراتيجية، سواء كان التمويل داخلياً من خلال الأرباح المحتجزة والتدفق النقدي، أو خارجياً كقروض البنك وسندات الشركات أو إصدار أسهم جديدة (Laili & Dalimunthe, 2022). يمكن أن يكون للقرار بين هذه الخيارات تأثير كبير على الاستقرار المالي للشركة وإمكانياتها الاستراتيجية (Sokołowska & Zargartalebi, 2024) وتشير العديد من الدراسات السابقة، إلى وجود أثر لهيكل رأس المال في قيمة الشركة، استناداً إلى نظرية (Modigliani-Miller theory) والتي توصلت إلى أن ارتفاع الدين سوف يزيد قيمة الشركة بسبب الدرع الضريبي (tax shield) الناتج من تخفيض مصروفات الفائدة الناتجة عن تلك الديون من الدخل الخاضع للضريبة (Febrianti & Malini, 2024). ومن ناحية أخرى توصلت دراسة إلى وجود أثر سلبي لهيكل رأس المال في قيمة الشركة، فارتفاع نسبة الديون إلى حقوق الملكية ستؤدي إلى زيادة خطر عدم مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية، مما يجعل الاستثمار في أسهمها أقل جذباً، وبالتالي يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة، إذ إن المستثمرين يميلون إلى تجنب الشركات التي تتمتع بمستوى عالٍ من الديون (Selly, et. al., 2024). وفيما يتعلق بأثر السيولة في هيكل رأس المال، كلما زادت سيولة الشركة، كلما انخفض هيكل رأس المال الممول من الأموال الخارجية، حيث تشير السيولة العالية إلى أن الشركة لديها موارد مالية داخلية كبيرة ويمكنها الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل (Septiani & Suaryana, 2018). ووفقاً لنظرية الترتيب الهرمي (Pecking order theory) تقوم الشركات باستخدام مواردها الداخلية لتلبية احتياجاتها المالية قبل استخدام التمويل الخارجي، مما يقلل من ديون الشركة (Muslimah, et. al., 2020). انخفاض تلك الديون ينتج عنه انخفاض هيكل رأس المال.

أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

إن سعي إدارة الشركات إلى تعظيم القيمة السوقية لشركاتهم، يتطلب البحث عن كل العوامل التي من شأنها التأثير إيجابياً أو سلبياً على هذه القيمة. وتوصلت دراسة (Astuti, et. al., 2024) بالاعتماد على التباين في نتائج الدراسات السابقة والمتعلقة بتأثير السيولة في قيمة الشركة، إلى أن السيولة بمفردها غير كافية للتأثير في قيمة الشركة. وتوصلت دراسة (Maria & Widjaja, 2023) إلى أن هيكل رأس المال يتوسط تأثير السيولة في قيمة الشركة. لذا جاءت الدراسة الحالية بإضافة هيكل رأس المال كمتغير وسيط كونه يزود الإدارة التنفيذية بخطة استراتيجية لتمويل أنشطة الشركات، سواء من خلال التمويل الداخلي أو من خلال الدين، وميلها إلى استخدام التمويل الداخلي بدلاً من الخارجي عند ارتفاع السيولة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض ديون الشركة. وبناءً على ما تقدم، فإن مشكلة الدراسة تتمثل في الإجابة على السؤال الرئيس الآتي: "ما أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة الشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين، وينبثق من السؤال الرئيس الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما أثر السيولة في هيكل رأس مال الشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين؟
2. ما أثر السيولة في قيمة الشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين؟
3. ما دور هيكل رأس المال كمتغير وسيط على تأثير السيولة في قيمة الشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين؟

2. مراجعة الأدبيات وتطوير الفرضيات أثر السيولة في هيكل رأس المال

يُعرف هيكل رأس المال أنه مزيج من الديون، والملكية، والمصادر الأخرى التي تستخدمها الشركة لتمويل أنشطتها التجارية (Laili & Dalimunthe, 2022). فهم هيكل رأس المال أمر بالغ الأهمية لأن الحالة المالية الجيدة أو السيئة للشركة تعتمد بشكل كبير على هذا المؤشر (Fahlevi, et. al., 2022). قد يؤدي الاستخدام المفرط للديون إلى تعرض الشركة إلى خطر الإفلاس أو التصفية، إذا كان الدين طويل الأجل للشركة يتجاوز الأرباح المحتجزة، فقد تواجه الشركة خسائر كبيرة (Pertwi, et. al., 2022). المؤشر المستخدم في الدراسة الحالية لهيكل رأس المال هو نسبة الديون إلى الملكية (DER).

تمثل السيولة وفقاً (Nyamekye, et. al., 2024) قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل عند حلول موعد استحقاقها، مما يساعد في تقييم قدرتها على التعامل مع المتطلبات المالية المتوقعة وغير المتوقعة على المدى القصير. تُعد قدرة الشركة على الوفاء بهذه الالتزامات مؤشراً على استقرارها واستدامتها المالية (Azra, et. al., 2024). يمكن لإدارة الشركة استغلال هذه الحالة لإرسال إشارات إيجابية إلى السوق حول حالة الشركة (Sipahutar, et. al., 2023). المؤشر المستخدم في الدراسة الحالية لقياس السيولة هو نسبة التداول، التي تشير إلى أنه كلما زادت النسبة بين الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة، زادت قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل (Alawiyah, et. al., 2023). السيولة لا ترتبط فقط بالحالة المالية العامة للشركة، بل تتعلق أيضاً بقدرتها على تحويل أصول معينة سائلة إلى نقد (Azra, et. al., 2024). تشير نسبة التداول المرتفعة جداً إلى أن الشركة تحتفظ بأصول أكثر من اللازم. على العكس، النسبة الجارية المنخفضة جداً، أو الأقل من 1، تُظهر أن الشركة معرضة لخطر عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المستحقة (Sofiani & Siregar, 2022).

الشركات التي ترتفع فيها نسبة السيولة، تميل إلى سداد الديون أو شراء الأوراق المالية، وإلى تخفيض أو حتى عدم استخدام الدين، لأنها تمتلك كمية كبيرة من الأموال الداخلية، وبالتالي تفضل تعظيم استخدام هذه الأموال (Pratiwi, et. al., 2024). وتوصلت دراسة (Pratiwi, et. al., 2024)، إلى التأثير السلبي لنسبة التداول على نسبة الدين إلى الملكية، بمعنى كلما ارتفعت نسبة التداول في الشركة، انخفضت نسبة الدين إلى الملكية لتلك الشركات. ويعود هذا التأثير إلى امتلاكها أموالاً داخلية كافية لتغطية التزاماتها قصيرة الأجل، وهو ما يؤثر بدوره في نسبة الدين في هيكل رأس المال. وبالتالي، يكون التركيز على تقليل الاعتماد على الديون في هذه الشركات مفيداً لتفادي المخاطر المرتبطة باستخدام الديون. يمكن استنتاج أن الشركات التي تمتلك مستوى منخفضاً من السيولة في أسهمها قد تواجه تكاليف إصدار أعلى، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال مقارنةً بالشركات التي تتمتع بسيولة أكبر في أسهمها (Amahalu, 2019).

أظهرت نتائج معظم الدراسات السابقة أن الشركات ذات السيولة العالية تميل إلى تقليل استخدام الديون، مما يشير إلى أن السيولة تلعب دوراً مهماً في تحديد هيكل رأس مال الشركة، وتؤثر

أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

سلبياً في هيكل رأس المال (Cahyani& Handayani, 2017)، (Sheikh& Wang, 2011)، (Dewi & Fachrurrozie, 2014)، (Jahanzeb, et. al., 2014)، (Liang, et. al., 2014) (2021). في حين توصلت دراسات (Ridloah, 2010)، (Sabir & Malik, 2012) إلى التأثير الإيجابي للسيولة في هيكل رأس المال. ودراسات (Firmanullah & Darsono, 2017)، (Chadha & Sharma, 2015) إلى عدم تأثير السيولة في هيكل رأس المال.

وبناءً على ما تقدم، يمكن اشتقاق الفرض الأول للبحث في صورته البديلة على النحو

التالي:

H1: تؤثر السيولة سلبياً في هيكل رأس مال الشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين

أثر السيولة في قيمة الشركة

تمثل قيمة الشركة وفقاً (Hery, 2016) حالة معينة تم تحقيقها من قبل الشركة، وهي تعبير عن ثقة الجمهور في الشركة بعد مرورها بعملية من الأنشطة على مدار عدة سنوات، بدءاً من تأسيس الشركة وحتى الوقت الحاضر. كما يشير (Hermuningsih, 2012) إلى أن قيمة الشركة تُعبر عن تصور المستثمرين لها، ويرتبط ذلك بأسعار الأسهم في السوق المالي، هذه الأسعار تمثل القيمة السوقية للأسهم التي يتم تداولها في الأسواق المالية. المؤشر المستخدم في الدراسة الحالية لقياس قيمة الشركة هي نسبة Tobin's Q، تُعتبر هذه النسبة من أفضل وسائل تقديم المعلومات لأنها تشمل ليس فقط جميع عناصر ديون الشركة ورأس مالها، ولكن أيضاً جميع أصول الشركة (Asmawati, 2013). ووفقاً (Coff, 2016) تُمثل مقياساً مستقبلياً يتسم بحساسية تجاه الغموض المعلوماتي الناتج عن السلوك الإداري الانتهازي. ووفقاً لنظرية Q، فإن الشركة التي تتمتع بنسبة Tobin's Q مرتفعة تمثل فرصة استثمارية مربحة لأصحاب المصلحة، والعكس صحيح (Nyamekye, et. al., 2024). وقد ذكر (Ibhagui and Olokoyo, 2018) أن النسبة المرتفعة لـ Q تضع الشركة غالباً في موقف إيجابي لجذب مصادر تمويل إضافية، سواء من خلال الدين أو حقوق الملكية. وهذا يعني أن المستثمرين أكثر استعداداً لوضع أموالهم في شركات تتمتع بنسبة Tobin's Q مرتفعة.

وفقاً لنظرية الوكالة (Agency Theory)، يمكن أن يؤثر الصراع بين الإدارة والمساهمين على قرارات تمويل الشركة. وذلك في أن الإدارة تكون عادة أكثر حرصاً على تجنب المخاطر، مما يدفعها إلى بناء مستوى عالٍ من السيولة (Evinemi & Emengini, 2024). فإن ارتفاع السيولة تدفع كبار المساهمين إلى مراقبة إدارة الشركة، مما يساهم في اتخاذ المديرين قرارات تتماشى مع مبدأ تعظيم القيمة (Edmans, 2009). ووفقاً للنظرية، سيولة الأسهم تمنح المستثمرين القدرة على شراء عدد كبير من الأسهم، مما يتيح لهم التأثير في نتائج التصويت داخل الشركة، مثل اختيار أعضاء مجلس الإدارة أو اتخاذ قرارات هامة (Mukherjee, et. al., 2023). في محاولة للاستفادة من زيادة الأسعار يعزز المستثمرون الرقابة والسيطرة بشكل أكبر (Li, et. al., 2012). يمكن أن تساهم هذه الرقابة في تعزيز الأداء الاقتصادي وبالتالي زيادة قيمة الشركة من خلال تمهيد الطريق لتحسين الحوكمة (Nguyen, et. al., 2012).

وفقاً لنظرية الإشارة (Signaling Theory)، تساهم السيولة العالية في تعزيز قدرة الشركة على تسديد الديون وحل المشكلات المتعلقة بها، مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة وجذب اهتمام المستثمرين (Astuti, et. al., 2024). هذا يشير إلى قدرة الشركة على سداد ديونها قصيرة الأجل بفضل السيولة العالية، مما يساهم أيضاً في تقليل المخاطر على مساهمي الشركة (Fadillah and Noormansyah, 2023).

تشير نظرية المنفعة (Trade-off theory) إلى أن الشركات تسعى لتحقيق توازن بين فوائد استخدام الديون والتمثلة بتخفيض تلك المصروفات من الضرائب، والتكاليف المرتبطة بذلك والتمثلة بمخاطر الإفلاس (Azra, et. al., 2024). الشركات قد تميل إلى تجنب استخدام ديون إضافية، السبب في ذلك هو أن الشركات ذات السيولة المنخفضة قد تواجه صعوبة في الوفاء بالتزاماتها المتمثلة في مصروفات الفوائد أو تسديد الدين في الأوقات المحددة (Azra, et. al., 2024). إذا كانت وضعية هيكل رأس المال أقل من النقطة المثلى، فإن أي زيادة في الديون ستزيد من قيمة الشركة، والعكس صحيح (Selly, et. al., 2024).

توصلت العديد من الدراسات السابقة إلى أن مستوى سيولة الشركة يؤثر في قيمتها، ذكر (Fang, et. al., 2009) أن السيولة تؤثر إيجابياً في قيمة الشركة نتيجة للمكافآت الممنوحة إلى

أنر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

الإدارة التنفيذية وزيادة شفافية سعر سهم الشركة، أي أن سعر سهم الشركة يعكس بشكل أفضل قيمة الشركة بناء على معلومات دقيقة وموثوقة. وتوصل (Surmadewi & Saputra, 2019) إلى أن السيولة تؤثر على حجم الأرباح الموزعة على المساهمين، بما أن توزيعات الأرباح هي تدفق نقدي خارج، فإن زيادة كمية النقد المتاحة للشركة تعتبر مؤشراً على سيولة جيدة. كما توصلوا إلى أن الشركات التي تدفع ديونها وتوزيعات الأرباح في الوقت المحدد، تجعل المستثمرين غير مترددين في إعادة إقراض أموالهم للشركة، مما يعزز من قيمة الشركة في نظر كل من المستثمرين والدائنين. وبذلك فالشركة التي تتأخر أو تعجز عن الوفاء بديونها، فإن ذلك سيؤدي إلى تراجع قيمة الشركة في نظر المستثمرين، مما يؤثر على استعدادهم للاستثمار فيه (Fauzi & Setiawati, 2023). وبالتالي زادت احتمالية ارتفاع سعر السهم، مما سيؤثر إيجاباً على قيمة الشركة، وعلى العكس فإن انخفاض قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها سيؤثر بالتأكيد على انخفاض السعر السوقي للسهم، مما سيؤدي إلى تقليل قيمة الشركة (Selly, et. al., 2024). انخفاض السعر السوقي يعد إشارة للنشاط تقوم به إدارة الشركة لتقديم تصور للمستثمرين حول مستقبل الشركة، نظراً لامتلاكها معلومات دقيقة عن قيمة الشركة لا يمتلكها الأطراف الخارجية، بما في ذلك المستثمرون (Selly, et. al., 2024). توصلت دراسات (Mahaeswari, 2019) أن الشركات ذات السيولة العالية يمكنها سداد ديونها الحالية على الفور باستخدام أصولها الحالية دون التأثير على أنشطتها التشغيلية، وما ينتج عنه التأثير إيجابياً في قيمة الشركة. في حين توصلت دراسة (Tandanu & Suryadi, 2020) بأنه لا يوجد تأثير للسيولة في قيمة الشركة. ودراسة (Astuti, et. al., 2024) التي توصلت إلى التأثير السلبي للسيولة في قيمة الشركة.

وبناءً على ما تقدم، يمكن اشتقاق الفرض الثاني للبحث في صورته البديلة على النحو

التالي:

H2: تأثير السيولة إيجابياً في قيمة الشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين

الدور الوسيط لهيكل رأس المال

هيكل رأس المال يمثل العنصر الأساسي في تحسين إنتاجية الشركة وأدائها، وتحقيق هيكل رأس مال مثالي يُعتبر الهدف الأساسي للشركة لتعزيز قيمتها (Pertwi, et. al., 2022). توضح نظرية هيكل رأس المال السياسة المالية للشركة التي تهدف إلى تحقيق توازن مثالي بين الديون والملكية، مما يسهم في زيادة قيمة الشركة (Chasanah, 2018). يمكن تحقيق هيكل رأس المال الأمثل من خلال تحديد المزيج الصحيح من الأموال بحيث تتمكن الشركة من تنفيذ أنشطتها التشغيلية وتحقيق أعلى ربحية ممكنة (Sari & Haryanto, 2013). وفقاً (Brigham & Houston, 2010) تعتبر زيادة أسعار الأسهم نتيجة إيجابية لهيكل رأس المال الجيد. عندما تكون نسبة (DER) مرتفعة، فهذا يعني أن الشركة تعتمد بشكل كبير على التمويل بالدين، مما يزيد من احتمالية مواجهة صعوبات في سداد التزاماتها المالية، خاصة إذا كانت التدفقات النقدية غير مستقرة أو الأرباح غير كافية. هذا يعني أن الشركة تواجه مخاطر مرتفعة نسبياً، مما يجعل الاستثمار في أسهمها أقل جاذبية ويؤثر على انخفاض قيمة الشركة. المعلومات الكاملة والدقيقة ذات العلاقة، تُعد إشارة مهمة يحتاجها المستثمرون في سوق رأس المال كأداة تحليلية لاتخاذ قرارات الاستثمار، لتحديد ما إذا كانت الشركة تتمتع بآفاق جيدة أم لا (Selly, et. al., 2024). بالمقابل، نسبة DER المنخفضة تعني أن الشركة تعتمد أكثر على الملكية، مما يقلل من مخاطر التعثر المالي.

توصلت نظرية (Modigliani–Miller theory) إلى أن استخدام الديون سوف يزيد من قيمة الشركة بسبب ان مصروفات المدفوعة لتلك الديون سوق تخفض من الضرائب المدفوعة (Selly, et. al., 2024). تميل الشركات إلى زيادة مستويات الدين في هيكل رأس المال بهدف تعزيز قيمة الشركة، فالدين يتيح للشركات تحقيق وفورات ضريبية يمكن أن تساهم في زيادة أرباحها (Huang, 2006).

أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

تعتبر نظرية الأولوية في التمويل (Pecking order theory) من النظريات التي تستند إليها قرارات تمويل الشركة (Selly, et. al., 2024). وفقاً لهذه النظرية تفضل الشركات تمويلها من المصادر الداخلية بدلاً من المصادر الخارجية، ويُستخدم التمويل الخارجي فقط عندما لا تكفي الأموال الداخلية للشركة، ويكون ترتيب مصادر التمويل هو الأرباح المحتجزة أولاً، ثم الديون، فالأسهم الممتازة، وأخيراً الأسهم العادية (Pertiwi, et. al., 2022). ويعكس هذا الترتيب تفضيل الشركات للمصادر الأقل تكلفة والأقل مخاطرة، حيث يتم اللجوء إلى التمويل الأكثر تكلفة بناءً على زيادة المخاطر والتكاليف المرتبطة به (Pertiwi, et. al., 2022). تقترض هذه النظرية نظراً لحالة عدم تماثل المعلومات، تمتلك الإدارة التنفيذية للشركات معرفة أكبر عن أدائها الحالي وأفاقها المستقبلية مقارنة بالمستثمرين المرتقبين، مما يعني أن المستثمرين الخارجيين ينظرون إلى تمويل الأسهم كإشارة على وجود معلومات سلبية. فإذا قررت الشركة إصدار أسهم جديدة (تمويل الأسهم)، فقد يظن المستثمرون أن الشركة ترى نفسها في وضع ضعيف مالياً أو أن أرباحها المستقبلية قد تكون منخفضة، هذا التفسير يؤدي إلى انخفاض في قيمة الأسهم الحالية، وبالتالي في قيمة الشركة. ونتيجة لذلك، تُفضّل الشركات تمويل استثماراتها باستخدام الموارد الداخلية والديون قبل اللجوء إلى تمويل الأسهم (Naranjo, et. al., 2022).

تباينت نتائج الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير هيكل رأس المال في قيمة الشركة. فبعض الدراسات توصلت إلى وجود تأثير إيجابي لهيكل رأس المال في قيمة الشركة، (Hirdinis, 2019)، (Selly, et. al., 2024)، (Astuti, et. al., 2024)، (Mahirun, et. al., 2024)، (Dewi, et. al., 2024). والبعض الآخر توصل إلى وجود تأثير سلبي لهيكل رأس المال في قيمة الشركة، (Jonathan, et. al., 2024)، (Febrianti & Malini, 2024)، (Evelyne, et. al., 2024). ودراسة (Adamu & Hamidah, 2024) التي توصلت بعدم وجود تأثير لهيكل رأس المال في قيمة الشركة.

يمثل اختيار هيكل رأس المال عاملاً حيويًا يسهم في تقليل الفجوة بين السيولة وقيمة الشركة، حيث تؤثر قرارات تمويل الشركة، سواء من خلال الديون أو الملكية، بشكل كبير على قدرتها على تحقيق قيمة أعلى (Amihud & Mendelson, 1986). وعلى الرغم من اختلاف نتائج

الدراسات السابقة بشأن تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة، إلا أن هناك إجماعاً على أهمية خيارات التمويل في تحديد قيمة الشركة.

من جهة أخرى، تلعب السيولة دوراً رئيسياً في تشكيل هيكل رأس المال (Lipson & Mortal, 2009; Udomsirikul et al., 2011). فحين تكون سيولة الأسهم منخفضة، يرتفع خطر الاختيار العكسي (Adverse Selection)، مما يدفع المستثمرين إلى طلب علاوة مخاطر أعلى على تلك الأسهم لتعويض المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها (Weston et al., 2005). ونتيجة لذلك، تميل الشركات إلى تقليل اعتمادها على الملكية واللجوء بشكل أكبر إلى الديون (Dang et al., 2019).

توصلت دراسات (Maria & Widjaja, 2023)، (Astuti, et. al., 2024)، (Jonathan, et. al., 2024)، (Sari & Sedana, 2020)، (Resita & Susetyo, 2022) إلى أن هيكل رأس المال يتوسط أثر السيولة في قيمة الشركة. ونظراً لقلة الدراسات السابقة التي تتناول الدور الوسيط لهيكل رأس المال في تأثير السيولة في قيمة الشركات بشكل عام، وعدم وجود دراسات في البيئة العربية بشكل خاص، تبرز الحاجة إلى المزيد من الدراسات لفهم الدور الوسيط لهيكل رأس المال في تأثير السيولة في قيمة الشركات.

وبناءً على ما تقدم، يمكن اشتقاق الفرض الثالث للبحث في صورته البديلة على النحو

التالي:

**أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين**

H3: تأثير السيولة في قيمة الشركات من خلال هيكل رأس مال الشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين

منهجية الدراسة

1. عينة الدراسة

تتألف عينة الدراسة من جميع الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الزمنية من (2015-2023م)، والمتمثلة في شركات القطاع الصناعي وعددها (11)، وشركات القطاع الخدمي وعددها (9) (<https://web.pex.ps>).

2. منهج الدراسة وطرق جمع البيانات

اعتمدت الدراسة الحالية على منهج تحليل المحتوى القياسي الكمي، الذي يمتاز بمصادقية عالية، نظراً لاعتماده على بيانات خضعت للتدقيق من مكاتب تدقيق الحسابات المعتمدة. حيث تم جمع كافة البيانات اللازمة والخاصة بمتغيرات الدراسة من التقارير السنوية لشركات عينة الدراسة، وتم الحصول على بيانات تلك التقارير السنوية من خلال موقع بورصة فلسطين والشركة المتحدة للأوراق المالية. تم استخدام البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، حيث أنها تجمع بين بيانات الشركة الواحدة (Cross-Section)، ولفترة زمنية محددة (Time Series). وتم استخدام برنامج (E-Views12) الإحصائي لتحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة. كما تم الاعتماد على المصادر الثانوية والمتمثلة بالدراسات السابقة والأدبيات ذات العلاقة بموضوع الدراسة، وذلك من أجل تغطية الجانب النظري للدراسة.

3. توصيف متغيرات الدراسة وأليات القياس المتغير التابع (قيمة الشركة)

اعتمد الباحثون عند قياس قيمة الشركة على نسبة Tobin's Q والتي تم استخدامه من قبل معظم الدراسات، (Seth & Mahenthiran, 2022; Das & Kumar, 2023; Fuente, et. al., 2008; Syamsudin, et. al., 2022). أعتبر (Singh, et. al., 2024) نسبة Tobin's Q أكثر منطقية لأنه يتضمن أيضاً عنصر الالتزامات عند حسابه، مما يوفر رؤية أكثر دقة وواقعية لقيمة الشركة مقارنة بقياس القيمة استناداً إلى الأصول فقط. واكتسب نسبة Tobin's Q قبولاً واسعاً بين الباحثين لكونه أداة مستقبلية وقابلة للمقارنة بين الصناعات المختلفة، واعتمادهم على تقديرات Tobin's Q لتقييم الأداء المالي للشركات (Hikmah & Daljono, 2023). وكلما كانت نسبة Tobin's Q أكبر من الواحد، كلما كان ذلك مؤشر على قدرة الشركة على الاستثمار، ووجود فرص أفضل للنمو في المستقبل، وبالتالي زيادة قيمة الشركة (عبد الغني، 2023).

المتغير المستقل (سيولة الشركة)

اعتمد الباحثون عند قياس سيولة الشركة على نسبة التداول، والتي تم استخدامها في عدة دراسات، (Fadillah and Noormansyah, 2023; Selly, et. al., 2024; Firdaus, et. al., 2022). تكشف هذه النسبة عن مقدار تغطية الأصول المتداولة لكل وحدة نقد من الالتزامات المتداولة. ولتحقيق التجانس مع المتغيرات المستقلة الأخرى الواردة في نموذج الدراسة تم اعتماد اللوغاريتم الطبيعي لتلك النسبة.

المتغير الوسيط (هيكل رأس المال)

اعتمد الباحثون عند قياس هيكل رأس مال الشركة على نسبة الدين إلى الملكية، والتي تم استخدامها في عدة دراسات، (Dewi & Fachrurrozie, 2021; Laili & Dalimunthe, 2022; Azraet. al., 2024). ولتحقيق التجانس مع المتغيرات المستقلة الأخرى الواردة في نموذج الدراسة تم اعتماد اللوغاريتم الطبيعي لتلك النسبة.

المتغيرات الرقابية

لتجنب النتائج المتحيزة، قام الباحثون بتضمين عدد من المتغيرات الرقابية أو الضابطة ضمن نموذج الدراسة القياسية لتحديد أثرها، ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة محل البحث، وتم إضافتها للدراسة بناءً على الدراسات السابقة التي أثبتت أنها تؤثر على المتغير التابع بهدف ضبط إيقاع التحليل الإحصائي، ومن ثم زيادة القدرة التفسيرية للنموذج القياسي والحد من الخطأ في النتائج. ومن أهم هذه المتغيرات والتي وردت بالدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة الحالية: حجم الشركة (Uyar, 2010; Cheung et al., 2012; Kilic &؛)، عمر الشركة (Jackling & Johl, 2009)، الرفع المالي (Cheung et al., 2010; Hassan et al., 2009).

■ **حجم الشركة:** وهو متغير يهدف للتحكم في أثر اختلاف حجم شركات عينة الدراسة على المتغير التابع. تشير الدراسات السابقة إلى تأثير الشركات كبيرة الحجم على أداء وقيمة تلك الشركات، نظراً لتضخم وتنوع مواردها والتي من خلالها تتفوق على الشركات صغيرة الحجم (Lehn, et. al., 2009)، وانخفاض تكلفة الوحدة المنتجة بسبب ارتفاع حجم الإنتاج (Inam Bhutta, et. al., 2021). كما أن ارتفاع حجم الأصول يمنح الإدارة التنفيذية للشركات خيارات متعددة في استخدام تلك الأصول، وتسهل عملية الرقابة الفعالة في إدارة تلك الشركات مما يؤدي إلى زيادة قيمتها (Rajgopal & Venkatachalam, 2011). تم قياس هذا المتغير من خلال استخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول نهاية العام (Sadaa et al., 2023; Wu et al., 2023).

■ **عمر الشركة:** وهو متغير يعطي مؤشراً على نجاح الشركة من خلال قدرتها على الاستمرارية في ممارسة أنشطتها. وتشير معظم الدراسات السابقة إلى التأثير الإيجابي لعمر الشركات في قيمتها، فالشركات قديمة التأسيس أكثر معرفة وخبرة في السوق، وتخلق انطباع دائم في أذهان العملاء (Ayuba, et. al., 2019). كما تمتلك أرباحاً متراكمة تمثل مصدر مستقر لتمويل الاعمال التشغيلية للشركات، وتتمتع بمزايا متعددة كالشهرة والسمعة والحصة السوقية بالمقارنة مع الشركات حديثة التأسيس (Islam, et. al., 2023; Minh, et. al., 2021). وعلى الجانب الآخر،

تمتلك الشركات حديثة التأسيس القدرة على التنافس مع نظيراتها الأقدم بحكم قدرتها على التكيف لتبني أفكار جديدة وجاذبيتها لقاعدة العملاء الأصغر سناً (Akram, et. al., 2020). تم قياس هذا المتغير من خلال حساب اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة بالسنوات من تاريخ التأسيس وحتى سنة القياس (D'Amato and Falivena, 2020; Abdi, et.al., 2022).

■ **الربحية:** وهو متغير يمثل أداة قياس لتقييم قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من نشاطها التشغيلي، (Bon and Hartoko, 2022). فكلما ارتفع مستوى ربحية الشركة، زاد اهتمام المستثمرين بالاستثمار في الشركة، وبالتالي ارتفاع سعر سهم الشركة، ونتيجة لذلك ستأثر قيمة الشركات إيجابياً (Jariah, 2016). وتشير معظم الدراسات السابقة إلى التأثير الإيجابي لربحية الشركات في قيمتها (Fajaria & Isnailita, 2018; Chen & Chen, 2011; Jihadi, et. al., 2021). تم قياس هذا المتغير من خلال معدل العائد على الأصول (ROA) والذي يتمثل في نسبة صافي الربح بعد الضريبة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Putra & Hatta, 2023; Lee, et.al. 2023).

يمكن تلخيص متغيرات الدراسة واختصاراتها وطريقة قياسها في الجدول رقم (1):

جدول رقم (1): تحديد وتعريف متغيرات الدراسة

أنواع المتغيرات	أسم المتغير	الاختصار	طريقة القياس	المراجع
المتغير التابع	Tobin's Q	TOQ	(القيمة الدفترية للالتزامات - القيمة السوقية حقوق الملكية) / القيمة الدفترية للأصول	Seth& Mahenthiran,) 2022; Das& Kumar, 2023; Fuente, et. al., 2022; (Syamsudin, et. al., 2008
المتغير المستقل	سيولة الشركة	CUR	اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الأصول المتداولة / الالتزامات المتداولة	Fadillah and) Noormansyah, 2023; Selly, et. al., 2024; (Firdaus, et. al., 2022
المتغير الوسيط	هيكل رأس المال	DER	اللوغاريتم الطبيعي لنسبة القيمة الدفترية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية	Dewi & Fachrurrozie,) 2021; Laili & Dalimunthe, (2022; Azraet. al., 2024
	حجم الشركة	TAS	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة	Sadaa et al., 2023; Wu) (et al., 2023

**أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين**

أنواع المتغيرات	أسم المتغير	الاختصار	طريقة القياس	المراجع
المتغيرات الرقابية	عمر الشركة	AGE	اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ تأسيس الشركة	(Abdi et al., 2022; D'Amato and Falivena, 2020)
	الربحية	ROA	صافي الدخل بعد الفوائد والضرائب / أجمالي الأصول	(Lee et al., 2023; Lehn et al., 2009)(Boateng, et. al., 2022)

4. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

بالاعتماد على بيانات عينة الدراسة للفترة (2013-2015) وعددها (19) شركة، يعرض الجدول رقم (2) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وذلك كما يلي:

جدول رقم (2): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة العليا	المتوسط الحسابي	عدد المشاهدات	المتغير
0.429	0.614	2.848	1.174	171	Tobin's Q
1.003	-8.112	-2.120	-4.087	171	لوغاريتم سيولة الشركة
0.929	-3.241	1.028	-0.727	171	لوغاريتم هيكل رأس المال
1.410	13.542	20.744	17.225	171	لوغاريتم حجم الشركة
0.544	1.609	4.357	3.355	171	لوغاريتم عمر الشركة
4.991%	-18.38%	21.445%	3.966%	171	الربحية

المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على المعلومات المستخرجة من برنامج E-Views 12.

وتشير نتائج التحليل الوصفي لشركات العينة خلال فترة الدراسة من عام (2015م وحتى عام 2023م) إلى أن المتوسط الحسابي لقيمة الشركة وفقاً لنموذج Tobin's Q للشركات غير المالية قد بلغ (1.174) وهي تزيد عن الواحد الصحيح، وبالتالي قيمة شركات عينة الدراسة في السوق عالية. وبانحراف معياري مقداره (0.429)، وقد تراوحت قيمة تلك الشركات من (0.614) إلى (2.848)،

وهذا يشير إلى تباين متوسط لقيمة Tobin's Q التي تُستخدم كمقياس لقيمة الشركة، بين شركات عينة الدراسة. هذا التفاوت قد يعود إلى تنوع القطاعات التي تنتمي إليها شركات عينة الدراسة.

وبالنسبة للمتغير سيولة الشركة، يلاحظ أن المتوسط الحسابي قد بلغ (-4.087) لوغاريتم والذي يعادل (2.512)، مما يشير إلى امتلاك شركات عينة الدراسة ما يكفي من الأصول المتداولة لتغطية التزاماتها المتداولة بمقدار (2.512)، وبانحراف معياري (1.003) لوغاريتم والذي يعادل (2.348)، مما يشير إلى عدم وجود تفاوت كبير في درجة السيولة بين الشركات عينة الدراسة، وهو ما يمكن تفسيره بإدراك إلى حد ما لإدارات الشركات غير المالية لأهمية السيولة كونها تُعد مكوناً أساسياً في الإدارة المالية للشركات، ولها أبعاد مترابطة تؤثر بشكل كبير على استقرارها وادائها المستقبلي. وبلغت أعلى قيمة (-2.120) لوغاريتم والتي تعادل (12) وأدنى قيمة (-8.112) لوغاريتم والتي تعادل (0.03).

وبالنسبة للمتغير هيكل رأس مال الشركة، يلاحظ أن المتوسط الحسابي قد بلغ (-0.727) لوغاريتم والذي يعادل (70.92%) مما يشير إلى اعتماد معظم الشركات غير المالية على الديون بشكل أكبر من الملكية لتمويل أنشطتها. وبانحراف معياري (1.003) لوغاريتم والذي يعادل (60.357%)، وبلغت أعلى قيمة (1.028) لوغاريتم والتي تعادل (279.612%) وأدنى قيمة (-3.241) لوغاريتم والتي تعادل (3.913%). مما يشير إلى تباين كبير في هيكل رأس مال شركات عينة الدراسة، فبعض الشركات تعتمد على الديون بشكل كبير، بينما شركات أخرى تعتمد عليها بشكل محدود.

بالنسبة للمتغيرات الرقابية فتشير نتائج الجدول إلى أن متوسط حجم الشركة لعينة الدراسة قد بلغ (17.225) لوغاريتم والتي تعادل (77378544) دينار، وبانحراف معياري مقداره (1.410) لوغاريتم بما يعادل (177873007) دينار. بينما بلغ متوسط أعمار الشركات عينة الدراسة (3.355) لوغاريتم والتي تعادل (33) عام، وبانحراف معياري مقداره (0.544) لوغاريتم بما يعادل (17.76) عام. وعلى مستوى ربحية شركات عينة الدراسة بلغ متوسط نسبة (ROA) (3.966%)، وبانحراف معياري (4.991%)، وبلغت أعلى نسبة (21.445%) وأدنى نسبة (-18.38%).

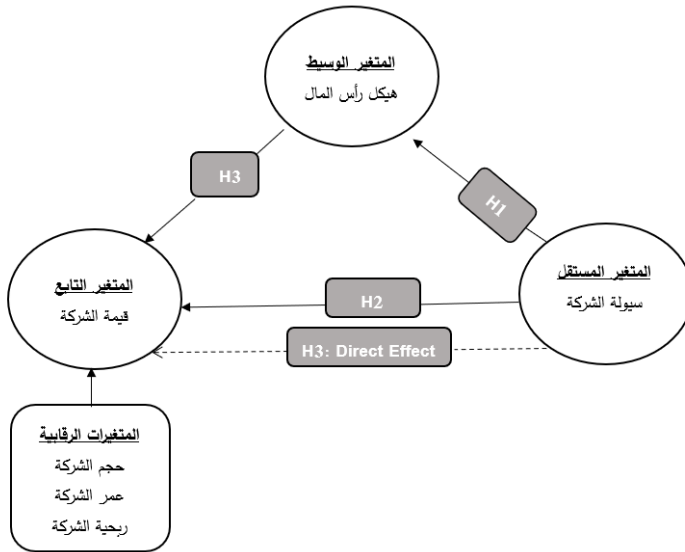
أنر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

5. صياغة وتقدير نماذج الدراسة القياسية

استخدمت العديد من الدراسات السابقة طريقة (Baron and Kenny's, 1986) لمعرفة الدور الوسيط في تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع, (Prasetyo, et. al., 2023; Zampone, et. al., 2023). ولمعرفة الدور الوسيط لهيكل رأس المال على تأثير السيولة في قيمة الشركة وفقاً لتلك الطريقة، يجب تحقق الشروط الثلاثة التالية:

1. يجب أن يؤثر المتغير المستقل على المتغير الوسيط.
 2. يجب أن يؤثر المتغير المستقل على المتغير التابع.
 3. يجب أن يؤثر المتغير الوسيط على المتغير التابع بوجود المتغير المستقل.
- يمثل الشكل رقم (1) أنموذج الدراسة، الذي يوضح ملخص للعلاقة بين متغيرات الدراسة:

الشكل رقم (1): أنموذج الدراسة، من إعداد الباحثين



بالاعتماد على الشروط السابقة، تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، لاختبار فروض الدراسة الرئيسي، وفقاً للتالي:

النموذج القياسي الأول

$$\text{Log}(\text{DER}) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{CUR})_{i,t} + \beta_2 \log(\text{TAS})_{i,t} + \beta_3 \log(\text{AGE})_{i,t} + \beta_4 (\text{ROA})_{i,t}$$

النموذج القياسي الثاني

$$\text{TOQ} = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{CUR})_{i,t} + \beta_2 \log(\text{TAS})_{i,t} + \beta_3 \log(\text{AGE})_{i,t} + \beta_4 (\text{ROA})_{i,t}$$

النموذج القياسي الثالث

$$\text{TOQ} = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{CUR})_{i,t} + \beta_2 \log(\text{DER})_{i,t} + \beta_3 \log(\text{TAS})_{i,t} + \beta_4 \log(\text{AGE})_{i,t} + \beta_5 (\text{ROA})_{i,t}$$

حيث أن

TOQ: قيمة الشركة.

$\log(\text{CUR})$: لوغاريتم سيولة الشركة.

$\log(\text{DER})$: لوغاريتم هيكل رأس المال.

$\log(\text{TAS})$: لوغاريتم حجم الشركة.

$\log(\text{AGE})$: لوغاريتم عمر الشركة.

(ROA): الربحية.

(β_0) : قيمة الثابت في معادلة الانحدار.

$(\beta_1 - \beta_5)$: معاملات الانحدار للمتغيرات التفسيرية.

(ε) : الخطأ العشوائي الناتج من نموذج الانحدار المتعدد.

i, t : الشركة (i)، السنة (t).

أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

كون بيانات نماذج الانحدار المتعدد الخاصة باختبار فروض الدراسة، من البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، التي تتضمن كل من بعد الزمن (Time Series Data) والمتضمنة (9) سنوات للفترة (2015-2023)، والبيانات المقطعية (Cross-Section Data)، وعددها (19) شركة غير مالية مدرجة في بورصة فلسطين، أي $(9 \times 19) = 171$ مشاهدة لكل متغير من متغيرات نماذج الدراسة، هناك عدة نماذج خاصة بها، ينبغي الاختيار فيما بينها لتقدير النموذج الملائم لاختبار تلك الفروض (Gujarati, 2004)، وذلك كما يلي:

- (1) نموذج الانحدار المشترك أو التجميعي (Pooled Regression Model).
- (2) نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect Model).
- (3) نموذج الآثار العشوائية (Random Effect Model).

ولتحديد أي من هذه النماذج يتم اختياره واستخدامه في التحليل، سيتم استخدام اختبار (Lagrange Multiplier, Breusch-Pagan) من أجل الاختيار بين نموذج الانحدار المشترك ونموذج الآثار العشوائية. كما سيتم استخدام اختبار (Hausman Test) في حالة معنوية اختبار (Breusch-Pagan)، من أجل الاختيار بين نموذج الآثار العشوائية والثابتة (Pasiouras & Gujarati & Porter, 2009; Kosmidou, 2007). وكانت النتائج على النحو التالي:

جدول رقم (3): اختيار النموذج الملائم لاختبار فروض الدراسة

اختبارات اختيار النموذج الملائم	Selection Criteria	Chi-Square	p-value	النموذج الملائم
النموذج القياسي الأول				
Breusch Pagan LM Test	Pooled Vs Random	456.9356	0.00	Random
Hausman Test	Random Vs Fixed	9.197924	0.06	Random
النموذج القياسي الثاني				
Breusch Pagan LM Test	Pooled Vs Random	19.65743	0.00	Random
Hausman Test	Random Vs Fixed	20.266901	0.00	Fixed
النموذج القياسي الثالث				
Breusch Pagan LM Test	Pooled Vs Random	402.2864	0.00	Random
Hausman Test	Random Vs Fixed	29.658177	0.00	Fixed

المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على المعلومات المستخرجة من برنامج E-Views 12

النموذج القياسي الأول: تشير نتائج اختبار (Breusch-Pagan)، أن نموذج الآثار العشوائية (Random Effect Model) يعتبر الملائم في تقدير نموذج الدراسة للفرضية الرئيسية الأولى، حيث كانت قيمة (χ^2) معنوية بمستوى دلالة أقل من (0.05). ولذلك تم إجراء اختبار (Hausman Test)، حيث كانت قيمة (χ^2) غير معنوية بمستوى دلالة أكبر من (0.05).

النماذج القياسية الثانية والثالثة: تشير نتائج اختبار (Breusch-Pagan)، أن نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect Model) يعتبر الملائم في تقدير نماذج الدراسة للفرضيات الثانية والثالثة والرابعة، حيث كانت قيمة (χ^2) معنوية بمستوى دلالة أقل من (0.05). ولذلك تم إجراء اختبار (Hausman Test)، حيث كانت قيمة (χ^2) معنوية بمستوى دلالة أقل من (0.05).

6. اختبار ملائمة النموذج القياسي

اختبار التوزيع الطبيعي (Normality Test)

استخدم الباحثين اختبار التوزيع الطبيعي لنماذج الدراسة، حيث تم استخدام قيم الالتواء (Skewness)، والتفلطح (Kurtosis) واختبار (Jarque-Bera) (Kline, 2023). حيث تعتبر البيانات خاضعة للتوزيع الطبيعي إذا كانت قيم (Skewness) لم تتجاوز (± 2) وقيم (Kurtosis) لم تتجاوز (± 7) والقيمة الاحتمالية (Probability) أكبر من (5%) بما يتعلق باختبار (Jarque-Bera) (Hair, et. al., 2021; Byrne, 2010; Gronemus, et. al., 2010). وقد كانت النتائج على النحو التالي:

جدول رقم (4): اختبارات التوزيع الطبيعي (Normality Test)

متغيرات الدراسة	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera
النموذج القياسي الأول	-0.251	2.544	0.195
النموذج القياسي الثاني	0.259	2.265	0.056
النموذج القياسي الأول	0.148	2.257	0.103

المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على المعلومات المستخرجة من برنامج E-Views 12.

أنر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

يتضح من الجدول رقم (4) أن جميع قيم الالتواء (Skewness) لنماذج الدراسة لم تتجاوز $(2\pm)$ ، أما قيم التفلطح (Kurtosis) لم تتجاوز $(7\pm)$ لجميع نماذج الدراسة، مما يشير إلى أن بيانات تلك المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي.

كما قام الباحثون باستخدام اختبار (Jarque-Bera) لاختبار ما إذا كانت بواقي معادلة الانحدار المتعدد (لنماذج القياسية) تتبع التوزيع الطبيعي من عدمه، وتكون البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة الاحتمالية (Probability) أكبر من 5(%)، وذلك كالتالي:

النموذج القياسي الأول: وقد بلغت الاحتمالية (0.195) وهي أكبر من 5(%)، وكانت قيمة الالتواء (Skewness) (-0.251) وهي لم تتجاوز $(2\pm)$ ، وقيمة (Kurtosis) (2.544) وهي لم تتجاوز $(7\pm)$ ، مما يعني أن بواقي معادلة الانحدار المتعدد تخضع للتوزيع الطبيعي.

النموذج القياسي الثاني: وقد بلغت الاحتمالية (0.056) وهي أكبر من 5(%)، وكانت قيمة الالتواء (Skewness) (0.259) وهي لم تتجاوز $(2\pm)$ ، وقيمة (Kurtosis) (2.265) وهي لم تتجاوز $(7\pm)$ ، مما يعني أن بواقي معادلة الانحدار المتعدد تخضع للتوزيع الطبيعي.

النموذج القياسي الثالث: وقد بلغت الاحتمالية (0.103) وهي أكبر من 5(%)، وكانت قيمة الالتواء (Skewness) (0.148) وهي لم تتجاوز $(2\pm)$ ، وقيمة (Kurtosis) (2.257) وهي لم تتجاوز $(7\pm)$ ، مما يعني أن بواقي معادلة الانحدار المتعدد تخضع للتوزيع الطبيعي.

وفي كل الأحوال وباعتماد على نظرية النهاية المركزية (Central Limit Theory)، والتي تنص على أنه: من الممكن افتراض تحقق شرط التوزيع الطبيعي للعينات الكبيرة ($n > 100$)، وبما أن عينة الدراسة تتكون من (171) مشاهدة، فإننا نستطيع افتراض التوزيع الطبيعي للبيانات بصرف النظر عن توزيع المجتمع الأصلي، وبالتالي فإن فرضية التوزيع الطبيعي تصبح أقل أهمية ولن تكون مؤثرة على صحة نتائج نموذج الانحدار للدراسة (Field, 2013; Wooldridge, 2019; Mishra, et. al., 2019; Toumeh, et. al., 2020).

اختبار الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity Test)

لا يمكن اعتبار نموذج الانحدار ملائماً لعملية تقدير معاملات الانحدار إلا بتحقق افتراض استقلال المتغيرات المستقلة في النموذج الخطي العام (General Linear Model) (Gujarati, 2004). وللتحقق من أن النموذج القياسي لا يعاني من وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة المفسرة، تم فحص ذلك بالاعتماد على قيمة معامل الارتباط بيرسون بين المتغيرات المستقلة، وقيمة معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor – VIF). يتضح من الجدول رقم (3) أن قيمة معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة لم تتجاوز (± 90) ، مما يعني خلو البيانات من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد (Gujarati and Porter, 2009). كما كانت قيمة (VIF) لكافة متغيرات الدراسة المستقلة، أكبر من العدد (1)، وأقل من العدد (10) (Kennedy, 2008; Montgomery, et. al., 2021)، هذا يعني خلو البيانات من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.

اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test) واختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity Test)

من شروط سلامة نتائج نموذج الانحدار المتعدد، خلو بيانات النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، والتي تعرّف بوجود ارتباط بين حدود الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار، مما ينتج عنه تحيز في قيمة المعلومات المقدرة (Estimated Parameters)، وبالتالي ضعف قدرة النموذج على التنبؤ (الأسعد، 2020).

يجب التأكد من عدم وجود مشكلة في التجانس في بيانات الدراسة، كشرط لصحة نتائج مخرجات تحليل الانحدار المتعدد للنموذج القياسي المراد اختباره. وتحدث هذه المشكلة إذا كان حجم الخطأ العشوائي غير متجانس مع حجم الخطأ العشوائي في متغير آخر مما يسبب عدم دقة في النتائج (Özkan, et. al., 2022).

أنر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

وتوصل الباحثون عند تقدير نماذج الدراسة كما موضح في الجدول رقم (3)، إلى ما يلي:

النموذج القياسي الأول: أن نموذج الآثار العشوائية يعتبر الملائم في تقدير النموذج، والذي يعتمد على طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Squares, GLS) في تقدير معادلة الانحدار المتعدد، والتي تعالج مشكلتي الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين (Anh and Khuong, 2022; Hansen, 2022; Al-Begali & Phua, 2023;) (Ghaleb, et. al., 2020).

النموذج القياسي الثاني والثالث: أن نموذج الآثار الثابتة يعتبر الملائم في تقدير النماذج، تم معالجة مشكلتي الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين من خلال تطبيق طريقة المربعات الصغرى المعممة الممكنة (Feasible Generalized Least Squares Estimation, FGLS)، (Pham, et. al., 2022; Le, et. al., 2020).

وبناءً على نتائج الاختبارات السابقة، توصل الباحثون إلى صلاحية النماذج القياسية، لاختبار فروض الدراسة الرئيسي.

جدول رقم (5): نتائج معامل ارتباط بيرسون ومعامل تضخم التباين VIF

Variables	TOQ	Log (CUR)	Log (DER)	Log (TAS)	Log (AGE)	ROA	VIF (Model 1)	VIF (Model 2)	VIF (Model 3)
TOQ	1								
Log (CUR)	-0.245*	1					1.03	1.04	1.86
Log (DER)	0.298*	-0.600*	1						2.13
Log (TAS)	-0.305*	0.109	-0.010	1			1.08	1.41	1.59
Log (AGE)	-0.219*	0.131	-0.407*	-0.063	1		1.09	1.42	1.30
ROA	0.150*	0.481*	-0.436*	0.165*	0.283*	1	1.14	1.56	1.18

*مستوى معنوية (5%).

المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على المعلومات المستخرجة من برنامج E-Views 12.

7. نتائج اختبار فروض الدراسة

يعرض الجدول رقم (6) نتيجة اختبار الانحدار المتعدد لنماذج الدراسة القياسية، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (6): نتائج نماذج الانحدار المتعدد

(عدد المشاهدات = 171)						المتغيرات التفسيرية
المتغير التابع: قيمة الشركة (Tobin's Q)				المتغير التابع: لوغاريتم هيكل رأس المال		
Method: Panel FGLS (Cross-section weights)				Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)		
النموذج القياسي الأول		النموذج القياسي الثاني		النموذج القياسي الثالث		
معامل	قيمة t	معامل	قيمة t	معامل	قيمة t	
الانحدار	المحسوبة	الانحدار	المحسوبة	الانحدار	المحسوبة	
-0.486	-10.381*	-0.143	-6.241*	-0.019	-0.770	لوغاريتم سيولة الشركة
0.253	3.191*	-0.285	-5.134*	0.237	8.193*	لوغاريتم هيكل رأس المال
-0.169	-1.098	0.489	4.707*	-0.449	-8.789*	لوغاريتم حجم الشركة
-0.707	-0.935	2.402	6.246*	2.397	7.052*	لوغاريتم عمر الشركة
-4.230	-3.074*	4.419	5.291*	7.311	8.969*	الربحية
0.410		0.899		0.936		ثابت الانحدار
1.231		1.219		1.154		معامل التصحيح Adj R ²
30.590*		70.078*		109.466*		Durbin-Watson stat
3.268		5.760		4.554		قيمة F المحسوبة
-0.251		0.259		0.148		Jarque-Bera
2.544		2.265		2.257		الالتواء (Skewness)
						التقلطح (Kurtosis)

*مستوى معنوية (5%).

المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على المعلومات المستخرجة من برنامج E-Views 12

**أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين**

نتائج اختبار الفرض الرئيس الأول

نلاحظ من الجدول (6)، أن أثر المتغيرات التفسيرية في هيكل رأس مال الشركات كان أثراً معنوياً، حيث بلغت قيمة (F=30.590) وبمستوى دلالة (Prob=0.000). وهو ما يثبت صحة الفرض الرئيس الأول، وعليه يمكن القول انه يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لسيولة الشركة في هيكل رأس مال الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ومما سبق يمكن صياغة النموذج القياسي الذي يمثل نتائج الفرض الرئيس الأول، على النحو التالي:

$$\text{Log(DER)} = -4.230 - 0.486 * \log(\text{CUR}) + 0.253 * \log(\text{TAS}) - 0.169 * \log(\text{AGE}) - 0.707 * (\text{ROA}) + \varepsilon$$

نتائج اختبار الفرض الرئيس الثاني

نلاحظ من الجدول (6)، أن أثر المتغيرات التفسيرية في قيمة الشركة كان أثراً معنوياً، حيث بلغت قيمة (F=70.078) وبمستوى دلالة (Prob=0.000). وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الرئيس الثاني، وعليه يمكن القول انه يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لسيولة الشركة في قيمة الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ومما سبق يمكن صياغة النموذج القياسي الذي يمثل نتائج الفرض الرئيس الثاني، على النحو التالي:

$$\text{TOQ} = 4.419 - 0.143 * \log(\text{CUR}) - 0.285 * \log(\text{TAS}) + 0.489 * \log(\text{AGE}) + 2.402 * (\text{ROA}) + \varepsilon$$

نتائج اختبار الفرض الرئيس الثالث

لمعرفة الدور الوسيط لهيكل رأس المال على تأثير السيولة في قيمة الشركة، وفقاً لطريقة (Baron and Kenny's, 1986)، يجب تحقق الشروط الثلاثة التالية:

1. يجب أن يؤثر المتغير المستقل (سيولة الشركة) على المتغير الوسيط (هيكل رأس المال)، وهذا قد تحقق في النموذج القياسي الأول، كما هم موضح في الجدول رقم (7).
 2. يجب أن يؤثر المتغير المستقل (سيولة الشركة) على المتغير التابع (قيمة الشركة). وهذا قد تحقق في النموذج القياسي الثاني، كما هم موضح في الجدول رقم (7).
 3. يجب أن يؤثر المتغير الوسيط (هيكل رأس المال) على المتغير التابع (قيمة الشركة) بوجود المتغير المستقل (سيولة الشركة). وهذا قد تحقق في النموذج القياسي الثالث، كما هم موضح في الجدول رقم (6).
- وطبقاً لطريقة (Baron and Kenny's, 1986)، تكون الوساطة كلية، في حال تحقق شرطان:

1. الأثر المباشر لسيولة الشركة على قيمة الشركة في النموذج القياسي الثالث، أقرب إلى الصفر منه في النموذج القياسي الثاني. وهذا قد تحقق (-0.019) أقرب إلى الصفر من (-0.143).

2. لا توجد دلالة إحصائية للأثر المباشر لسيولة الشركة على قيمة الشركة في النموذج القياسي الثالث. وهذا قد تحقق، حيث كانت قيمة ($t=-0.770$)، وهي أقل من (1.96) عند مستوى احتمالية أقل من (0.05).

وهو ما يثبت صحة الفرض الرئيس الثالث، وعليه يمكن القول انه هيكل رأس المال يتوسط كلياً أثر السيولة في قيمة الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويعزو الباحثون سبب النتيجة السابقة والمتمثلة في أن هيكل رأس المال يمكن أن يتوسط أثر السيولة على قيمة الشركة، فعندما تتخفض السيولة، تعتمد الشركة بشكل أكبر على الديون لتلبية احتياجاتها التشغيلية أو للاستثمار في مشاريع توسعية، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون في هيكل

أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين

رأس المال. وإذا تم استخدام هذه الديون بشكل فعال في تمويل مشاريع توسعية أو تحسين كفاءة أنشطتها التشغيلية، فإن ذلك يجذب المستثمرين ويعزز من قيمة الشركة.

تتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات: (Panjaitan, et. al., 2023). (Maria & Widjaja, 2023)، (Astuti, et. al., 2024)، (Jonathan, et. al., 2024)، (Sari & Sedana, 2020)، (Resita & Susetyo, 2022).

ومما سبق يمكن صياغة النموذج القياسي الذي يمثل نتائج الفرض الرئيس الثالث، على النحو التالي:

$$TOQ = 7.311 - 0.019 * \log(CUR) + 0.237 * \log(DER) - \\ 0.449 * \log(TAS) + 0.501 * \log(AGE) + 2.397 * (ROA) + \varepsilon$$

8. الخاتمة

أن العلاقة بين السيولة وقيمة الشركة لا تقتصر على التأثيرات المباشرة كما أشارت إليه معظم الأدبيات السابقة، بل تتسم بالتعقيد والتداخل مع متغيرات أخرى، من أبرزها هيكل رأس المال الذي يلعب دوراً وسيطاً في هذه العلاقة. ومن خلال تحليل بيانات 19 شركة غير مالية مدرجة ببورصة فلسطين للفترة ما بين 2015-2023م، أسفرت النتائج عن فهم أكثر شمولية لطبيعة هذه العلاقة المركبة.

توصلت الدراسة القياسية إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للسيولة في هيكل رأس مال الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين. ويعزو الباحثون السبب في العلاقة السلبية إلى أن زيادة السيولة المتوفرة لدى الشركة تؤدي إلى تقليل اعتمادها على الديون في تكوين هيكل رأس المال. فالشركات التي تتمتع بمستوى عالٍ من السيولة قادرة على تمويل احتياجاتها من مواردها الداخلية دون اللجوء إلى الاقتراض، مما يقلل من حجم الديون. وباستخدام السيولة بدلاً من الاقتراض، تخفض الشركة المخاطر المرتبطة بالتزامات الديون، مثل الفوائد المرتفعة أو خطر التعثر. وبالتالي، فإن مستوى السيولة المتاح يؤثر بشكل مباشر على قرارات تكوين هيكل رأس المال. ان انخفاض مستوى الدين في الشركات

ذات السيولة العالية يتماشى مع نظرية الأولوية في التمويل (Pecking order theory). تتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات: (Cahyani& Handayani, 2017)، (Sheikh& Wang, 2011)، (Liang, et. al., 2014)، (Jahanzeb, et. al., 2014)، (Septiani& Suaryana, 2018)، (Ahmad, et. al., 2017).

كما توصلت إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للسيولة في قيمة الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين. ويعزو الباحثون السبب في العلاقة السلبية إلى أن ارتفاع مستوى السيولة في الشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين، قد يشير إلى أن الشركة لا تستغل مواردها بشكل فعال، مما يقلل من القدرة على تحقيق الأرباح بسبب وجود أموال غير مستغلة مثل المخزون أو الذمم المدينة، تلك الأصول المتداولة تؤدي إلى زيادة مستوى السيولة، ولكنها لا تضيف قيمة للشركة. بل على العكس، قد تعطي انطباعاً مضللاً بأن وضع الشركة المالي مستقر. فالتركز على السيولة لتغطية الالتزامات المتداولة، قد يشير إلى سوء تخصيص الموارد، مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المتوقعة على المدى الطويل، وبالتالي انخفاض جاذبية الشركة للمستثمرين. مما ينعكس سلباً في قيمة الشركة. تتناقض هذه النتيجة مع نظرية (Signaling Theory)، التي تشير إلى أن ارتفاع السيولة يعتبر إشارة إيجابية تعكس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ودعم استقرارها المالي. تتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات: (Pardede, et. al., 2018)، (Astuti, et. al., 2024).

كما توصلت إلى أن هيكل رأس المال يتوسط كلياً أثر السيولة في قيمة الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين. ويعزو الباحثون السبب، إلى أنه عندما تنخفض السيولة، تعتمد الشركة بشكل أكبر على الديون لتلبية احتياجاتها التشغيلية أو للاستثمار في مشاريع توسعية، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون في هيكل رأس المال. وإذا تم استخدام هذه الديون بشكل فعال في تمويل مشاريع توسعية أو تحسين كفاءة أنشطتها التشغيلية، فإن ذلك يجذب المستثمرين ويعزز من قيمة الشركة. تتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات: (Panjaitan, et. al., 2023)، (Maria & Widjaja, 2023)، (Astuti, et. al., 2024).

**أنر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين**

(Sari & Sedana, 2020) ، (Jonathan, et. al., 2024) ، (et. al., 2024
، (Resita & Susetyo, 2022) .

وتوصي الدراسة بضرورة توجيه الشركات لاعتماد سياسات تمويل استراتيجية تعتمد على هيكل رأس مال فعال وتحقيق توازن مناسب بين التمويل بالدين والملكية، لتقليل المخاطر المالية وتحسين تأثير السيولة في زيادة قيمة الشركة، مما يعزز استقرارها المالي على المدى الطويل. وإجراء المزيد من الدراسات لتوسيع فهم العلاقة بين السيولة، هيكل رأس المال، وقيمة الشركات بالتطبيق على قطاعات أخرى في البيئة الفلسطينية، وتوسيع نطاق البحث ليشمل أسواقاً مالية في دول أخرى، وخاصة في البيئة العربية، مما يساعد في إجراء مقارنات دولية تسلط الضوء على الفروقات بين تلك الأسواق وتحقيق نتائج أكثر شمولاً. واستخدام مؤشرات بديلة لقياس كل من السيولة وهيكل رأس المال وقيمة الشركات، إلى جانب توسيع عدد المتغيرات الضابطة التي قد تؤثر في العلاقة.

المراجع العربية

الأسعد، هنادي جمال. (2020). الدور المعدل للهاكمية المؤسسية في العلاقة ما بين رأس المال الفكري والأداء المالي-دراسة تحليلية على البنوك الأردنية 2012-2019. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، 92.

عبد الغني، ندى عادل. (2023). أثر الخصائص التشغيلية على الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وانعكاسه على قيمة المنشأة (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة بنها، 108.

المراجع الأجنبية

Adamu, I., & Hamidah, H. (2024). Assessing The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Quantitative Study of Financial Ratios and Stock Prices of Nigeria Food and Beverage Companies. **The Indonesian Journal of Accounting Research**, 26(3), 483-516.

Adamu, I., & Hamidah, H. (2024). Assessing The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Quantitative Study of Financial Ratios and Stock Prices of Nigeria Food and Beverage Companies. **The Indonesian Journal of Accounting Research**, 26(3), 483-516.

Ahmad, G. N., Lestari, R., & Dalimunthe, S. (2017). Analysis of effect of profitability, asset's structure, size of companies, and liquidity to capital structures in mining companies listed in Indonesia stock exchange period 2012-2015. **JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia**, 8(2), 339-354.

Akram, F., Abrar ul Haq, M., Natarajan, V. K., & Chellakan, R. S. (2020). Board heterogeneity and corporate performance: An insight beyond agency issues. **Cogent Business & Management**, 7(1), 1809299.

Alamanda, Y., & Santosa, P. W. (2013). Growth value metric PT Summarecon Agung, Tbk pada sektor properti di bursa efek Indonesia. **Jurnal Manajemen IBII**, 2(2), 202-217.

Alawadi, H., & Rashid, N. (2023). Unveiling Earnings Management Strategies Through Financial Ratios: A Comprehensive Investigation of Audit Quality's Mediating Role in Jordan's Financial Landscape. **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, 13(2), 286-299.

Alawiyah, U. T., Senewe, S. P. D., & Paulina, E. (2023, August). The Effect of Liquidity, Profitability and Leverage on Firm Value. In **International Conference on Economics, Management and Accounting (ICEMAC 2022)** (pp. 473-486). Atlantis Press.

**أنثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين**

- Al-Begali, S. A. A., & Phua, L. K. (2023). Earnings management in emerging markets: The COVID-19 and family ownership. **Cogent Economics & Finance**, 11(1), 2220246.
- Alodat, A. Y., Al Amosh, H., Khatib, S. F., & Mansour, M. (2023). Audit committee chair effectiveness and firm performance: The mediating role of sustainability disclosure. **Cogent Business & Management**, 10(1), 2181156.
- Amahalu, N. (2019). Effect of Firm Characteristics on Capital Structure of Deposit Money Banks Listed on Nigeria Stock. **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, 9(2), 198-210.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. **Journal of financial Economics**, 17(2), 223-249.
- Anh, L. H. T., & Khuong, N. V. (2022). Gender diversity and earnings management behaviours in an emerging market: a comparison between regression analysis and FSQCA. **Cogent Business & Management**, 9(1), 2101243.
- Ar, D. P., Nurfadilah, N., Ramlah, R., Lawalata, I. L., & Panus, P. (2024). The Influence of Liquidity and Sales Growth on Capital Structure in Manufacturing Companies on The Indonesian Stock Exchange. **Golden Ratio of Finance Management**, 4(2), 142-150.
- Asmawati, L. A. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan, Profitabilitas sebagai Variabel Moderating. **Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi**, 2(4), 1-18.
- Astuti, D. P., Mahmudi, B., & Mulyani, A. S. (2024). The Mediating Role of Capital Structure in the Impact of Profitability and Liquidity on Firm Value. **Indonesian Journal of Innovation Multidiscipliner Research**, 2(3), 426-441.
- Ayuba, H., Bambale, A. J. A., Ibrahim, M. A., & Sulaiman, S. A. (2019). Effects of Financial Performance, Capital Structure and Firm Size on Firms' Value of Insurance Companies in Nigeria. **Journal of Finance, Accounting & Management**, 10(1).
- Azra, D. L., Nasution, Y. S. J., & Hasibuan, N. F. A. (2024). The Effect of Profitability, Liquidity on Capital Structure with Profit Growth as Moderating Variable. **Journal La Bisecoman**, 5(4), 662-681.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. **Journal of personality and social psychology**, 51(6), 1173-1182.
- Boateng, R. N., Tawiah, V., & Tackie, G. (2022). Corporate governance and voluntary disclosures in annual reports: a post-International Financial Reporting Standard adoption evidence from an emerging capital market. **International Journal of Accounting & Information Management**, 30(2), 252-276.
- Bon, S. F., & Hartoko, S. (2022). The effect of dividend policy, investment decision, leverage, profitability, and firm size on firm value. **European Journal of Business and Management Research**, 7(3), 7-13.

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2010). **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan: Essensial of Financial Management Buku 1**.
- Byrne, B. M. (2010). **Structural equation modeling with AMOS: basic concepts, applications, and programming (multivariate applications series)**. New York: Taylor & Francis Group, 396(1), 7384.
- Cahyani, N. I., & Handayani, N. (2017). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, size, kepemilikan institusional, dan tangibility terhadap struktur modal. **Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)**, 6(2).
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Determinants of capital structure: an empirical evaluation from India. **Journal of Advances in Management Research**, 12(1), 3-14.
- Chasanah, N. W. S., & Satrio, B. (2017). Pengaruh Profit-abilitas, Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Transportasi. **Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen**, 6(7), 1–17.
- Chasanah, A. N. (2018). Pengaruh rasio likuiditas, profitabilitas, struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bea tahun 2015-2017. **Jurnal Penelitian Ekonomi Dan Bisnis**, 3(1), 39-47.
- Chen, L. J., & Chen, S. Y. (2011). The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. **Investment Management and Financial Innovations**, (8, Iss. 3), 121-129.
- Cheung, Y. L., Jiang, P., & Tan, W. (2010). A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies. **Journal of Accounting and Public Policy**, 29(3), 259-280.
- Coff, R. W. (1999). When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. **Organization science**, 10(2), 119-133.
- D'Amato, A., & Falivena, C. (2020). Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27(2), 909-924.
- Das, J. P., & Kumar, S. (2023). The dynamic effect of corporate financial hedging on firm value: The case of Indian MNCs. **Borsa Istanbul Review**, 23(3), 696-708.
- De la Fuente, G., Ortiz, M., & Velasco, P. (2022). The value of a firm's engagement in ESG practices: Are we looking at the right side?. **Long Range Planning**, 55(4), 102143.
- Dewi, C. R., & Fachrurrozie, F. (2021). The effect of profitability, liquidity, and asset structure on capital structure with firm size as moderating variable. **Accounting Analysis Journal**, 10(1), 32-38.
- Dewi, C. R., & Fachrurrozie, F. (2021). The effect of profitability, liquidity, and asset structure on capital structure with firm size as moderating variable. **Accounting Analysis Journal**, 10(1), 32-38.
- Dewi, I. T. T., Utami, R., Jundrio, H., & Andri, S. (2024). The Influence of Capital Structure and Profitability on Firm Value in The Pharmaceutical Sub-Sector for The Period 2017-2021. **INFA International Journal of The Newest Finance and Accounting**, 2(1), 139-145.

**أنثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين**

- Edmans, A. (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. **The journal of finance**, 64(6), 2481-2513.
- Evelynne, T., Imelda, E., & Hidajat, N. C. (2024). THE EFFECT OF CAPITAL STRUCTURE ON FIRM VALUE WITH PROFITABILITY AS VARIABLE MEDIATOR IN INDUSTRIAL COMPANIES LISTED ON THE IDX. **International Journal of Application on Economics and Business**, 2(3), 227-235.
- Evinemi, E. A., & Emengini, S. E. (2024). The Evaluation of Liquidity and Capital Structure of Manufacturing Firms in Nigeria. **International Journal of Economics and Financial Issues**, 14(3), 212-218.
- Fadillah, S. N., & Noormansyah, I. (2023). The Influence of Sustainability Report, Intellectual Capital, Liquidity, and Firm Size on Firm Value. **Research of Finance and Banking**, 1(1), 22-33.
- Fahlevi, M., Moeljadi, M., Aisjah, S., & Djazuli, A. (2022, October). Blockchain security and corporate governance. In **2022 4th International Conference on Cybernetics and Intelligent System (ICORIS)** (pp. 1-5). IEEE.
- Fajaria, A. Z., & Isnalita, N. I. D. N. (2018). The effect of profitability, liquidity, leverage and firm growth of firm value with its dividend policy as a moderating variable. **International Journal of Managerial Studies and Research (IJMSR)**, 6(10), 55-69.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. **The journal of Finance**, 53(3), 819-843.
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. **Journal of financial Economics**, 94(1), 150-169.
- Fauzi, I. M., & Setiawati, E. The Effects of Liquidity, Leverage, Firm Size, and Profitability on Firm Value. **International Journal of Latest Research in Humanities and Social Science**, 6(4), 263-270.
- Febrianti, S., & Malini, H. (2024). Determinants of Capital Structure and the Effect on Firm Value: Evidence from Indonesia. **Asian Journal of Economics, Business and Accounting**, 24(6), 407-421.
- Field, A. (2013). **Discovering statistics using IBM SPSS statistics**. sage.
- Firdaus, D., Sudarmanto, E., & Hamzah, R. A. (2024). The Effect of Financial Performance, Risk, and Liquidity on Firm Value in the Manufacturing Industry Sector in Indonesia. **Sciences du Nord Economics and Business**, 1(02), 118-127.
- Firmanullah, N., & Darsono, D. (2017). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Di Perusahaan Indonesia (Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014). (**Doctoral dissertation, Fakultas Ekonomika dan Bisnis**).
- Ghaleb, B. A. A., Kamardin, H., & Tabash, M. I. (2020). Family ownership concentration and real earnings management: Empirical evidence from an emerging market. **Cogent Economics & Finance**, 8(1), 1751488.

- Gronemus, J. Q., Hair, P. S., Crawford, K. B., Nyalwidhe, J. O., Cunnion, K. M., & Krishna, N. K. (2010). Potent inhibition of the classical pathway of complement by a novel C1q-binding peptide derived from the human astrovirus coat protein. **Molecular immunology**, 48(1-3), 305-313.
- Gujarati, D. N. (2004). **Basic Econometrics**. (4th), New York: McGraw-Hill Companies.
- Gujarati, D., & Porter, C. (2009). **Basic Econometrics (5thed)**. Mc. Grow-Hill, New York.
- Hansen, B. (2022). **Econometrics**. Princeton University Press. 1-1019.
- Hassan, O. A., Romilly, P., Giorgioni, G., & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. **The International Journal of Accounting**, 44(1), 79-102.
- Hermuningsih, S. (2012). Pengaruh profitabilitas, size terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening. **Jurnal siasat bisnis**, 16(2).
- Hery, S. E. (2016). **Analisis Laporan Keuangan-Integrated and Comprehensive Edition**. Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Hidayat, M. (2018). Faktor yang mempengaruhi price to book Value. **Jurnal Bisnis Dan Akuntansi**, 20(2), 101-106.
- Hikmah, N., & Daljono, D. (2023). The Impact of ESG Disclosure, Liquidity, and Leverage on Firm Value Mediated by Profitability Performance. Kontigensi: **Jurnal Ilmiah Manajemen**, 11(2), 817-831.
- Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. **International Journal of Economics and Business Administration**, 7(1), 174-191.
- Huang, G. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. **China economic review**, 17(1), 14-36.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. **The North American Journal of Economics and Finance**, 45, 57-82.
- Inam Bhutta, A., Sheikh, M. F., Munir, A., Naz, A., & Saif, I. (2021). Managerial ability and firm performance: Evidence from an emerging market. **Cogent Business & Management**, 8(1), 1879449. 1-22.
- Islam, M. S. U., Wong, W. C., & Yusoff, M. Y. B. M. (2023). Types of political connections, election years, and firm performance in Pakistan: Moderating role of external monitoring. **Cogent Business & Management**, 10(2), 2224139.
- Jahanzeb, A., Bajuri, N. H., & Ghor, A. (2014). Do the Firm-level Variables and Human Capital Impact Capital Structure Decisions? A Study of Non-financial Firms in Pakistan. **Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology**, 8(23), 2350-2355.
- Jariah, A. (2016). Likuiditas, leverage, profitabilitas pengaruhnyaterhadap nilai perusahaan manufaktur di Indonesia melalui kebijakan deviden. **Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia**, 1(2), 108-118.
- Jonathan, R., Lumbantobing, R., & Tampubolon, L. D. (2024). Mediating Effect Of Capital Structure On The Influence Of Liquidity, Profitability, And Asset Growth On Firm Value In

**أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين**

Companies Listed In The Lq45 Index During The Period Of 2020-2022. MSJ: **Majority Science Journal**, 2(2), 128-132.

Kennedy, P. (2008). **A guide to econometrics**. John Wiley & Sons.

Kline, R. B. (2023). **Principles and practice of structural equation modeling**. Guilford publications.

Laili, R. N., & Dalimunthe, S. (2022). The impact of liquidity on the capital structure of construction companies. **Global Advances in Business Studies**, 1(2), 94-103.

Le, H. T. M., Nguyen, T. T., Pham, V. T., & Vo, T. T. (2020). The impacts of ceo age and education level on earnings management: Evidence from listed vietnamese real estate firms. **Institutions and Economies**, 71-91.

Lee, J., Kim, S., & Kim, E. (2023). The effect of managerial ability on voluntary disclosure of carbon emissions. **Borsa Istanbul Review**, 23(3), 685-695.

Lehn, K. M., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. **Financial management**, 38(4), 747-780.

Li, W. X., Chen, C. C. S., & French, J. J. (2012). The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia. **Emerging Markets Review**, 13(4), 465-477.

Liang, J., Fang Li, L., & Song, H. S. (2014). An explanation of capital structure of China's listed property firms. **Property Management**, 32(1), 4-15.

Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. **Journal of financial markets**, 12(4), 611-644.

Mahirun, M., Ayuningrum, A. P., Kushermanto, A., Prasetiani, T. R., Jannati, A., & Ardiyani, K. (2024). The Effect Of Capital Structure On Firm Value Of Lq45 Index Listed In Indonesia Stock Exchange. **Quality-Access to Success**, 25(202).

Maria, I., & Widjaja, I. (2023). Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediasi pada perusahaan food and beverage (F&B) di Bursa Efek Indonesia. **Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan**, 7(1), 50-64.

Maria, I., & Widjaja, I. (2023). Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediasi pada perusahaan food and beverage (F&B) di Bursa Efek Indonesia. **Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan**, 7(1), 50-64.

Meini, Z., & Chotimah, L. C. (2022). The Effect of Sustainability Reporting Disclosure and Liquidity on Company Value with Ownership Concentration Variables as Moderating. **Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)**, 5(3), 20417-20431.

- Minh Ha, N., Tuan Anh, P., Yue, X. G., & Hoang Phi Nam, N. (2021). The impact of tax avoidance on the value of listed firms in Vietnam. **Cogent Business & Management**, 8(1), 1930870.
- Mishra, P., Pandey, C. M., Singh, U., Gupta, A., Sahu, C., & Keshri, A. (2019). Descriptive statistics and normality tests for statistical data. **Annals of cardiac anaesthesia**, 22(1), 67.
- Montgomery, D. C., Peck, E. A., & Vining, G. G. (2021). **Introduction to linear regression analysis**. John Wiley & Sons.
- Mukherjee, T., Dutta, S. R., & Sen, S. S. (2023). Stock Liquidity and Firm Value: The Mediating Role of Capital Structure. **Colombo Business Journal**, 14(2).
- Muslimah, D. N., Suhendro, S., & Masitoh, E. (2020). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan property dan real estate yang terdaftar di BEI. **Jurnal ilmiah universitas batanghari jambi**, 20(1), 195-200.
- Naranjo, P., Saavedra, D., & Verdi, R. S. (2022). The pecking order and financing decisions: Evidence from changes to financial-reporting regulation. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 37(4), 727-750.
- Nguyen, T., Duong, H. N., & Singh, H. (2016). Stock market liquidity and firm value: An empirical examination of the Australian market. **International Review of Finance**, 16(4), 639-646.
- Nyamekye, M. B., Agbemabiase, G. C., Bukari, Z., & Ackon, S. K. (2024). Liquidity, Leverage and Firm Value Nexus of Banks Listed on the Ghana Stock Exchange: A Panel Granger Causality Analysis. **Journal of Applied Business & Economics**, 26(3).
- Nyamekye, M. B., Agbemabiase, G. C., Bukari, Z., & Ackon, S. K. (2024). Liquidity, Leverage and Firm Value Nexus of Banks Listed on the Ghana Stock Exchange: A Panel Granger Causality Analysis. **Journal of Applied Business & Economics**, 26(3).
- Özkan, T., Cengiz, S., & Karabayır, M. E. (2022, April). Impact of Ownership Concentration on the Profitability of the Banking Sector: The Case of Turkey. In *New Dynamics in Banking and Finance: 5th International Conference on Banking and Finance Perspectives, Famagusta, Cyprus* (pp. 1-14). Cham: Springer International Publishing.
- Panjaitan, F. R., Minan, H. K., & Arief, M. (2023). The effect of liquidity, profitability and company size on company value with capital structure as an intervening variable in manufacturing companies listed on the IDX in 2016-2020. **International Journal of Economics and Management**, 1(01), 21-32.
- Pardede, R., Siregar, L., Tarigan, P., & Supitriyani, S. (2018). PENGARUH LIKUIDITAS DAN PROFITABILITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN SUB SEKTOR KONSTRUKSI DAN BANGUNAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA. **SULTANIST: Jurnal Manajemen dan Keuangan**, 6(1), 90-95.
- Pasiouras, F., & Kosmidou, K. (2007). Factors influencing the profitability of domestic and foreign commercial banks in the European Union. **Research in international business and finance**, 21(2), 222-237.

**أثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين**

- Pertiwi, S., Rahmawati, I. Y., Darmawan, A., & Innayah, M. N. (2022). Effect of Profitability, Firm Size and Liquidity on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable (Case Study on Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2017-2020 Period). **Economic Media**, 22(2).
- Pham, N. H., Hoang, T. M., & Pham, N. T. H. (2022). The impact of capital structure on bank profitability: evidence from Vietnam. **Cogent Business & Management**, 9(1), 2096263.
- Prasetyo, I., Aliyyah, N., Endarti, E. W., Asyik, N. F., Rusdiyanto, R., Nuswantara, D. A., & Gazali, G. (2023). The role of leverage as mediator the effect of male CEO masculinity face on research & development. **Cogent Business & Management**, 10(1), 2167289.
- Priyatama, T., & Pradini, E. (2021). Pengaruh struktur modal, profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan (studi empiris pada perusahaan infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang terdaftar di bursa efek indonesia periode 2015-2018). Eksis: **Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis**, 12(1), 100-106.
- Putra, D. A., & Hatta, M. (2023). Corporate Governance, Voluntary Disclosure, Earning Quality, Information Asymmetric: A Conceptual Framework. **Open Access Indonesia Journal of Social Sciences**, 6(3), 989-997.
- Putri, A. S., & Miftah, D. (2021). Pengaruh Intellectual Capital, Leverage, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan. **Current**, 2(2), 259-277.
- Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. **Journal of Accounting and Economics**, 51(1-2), 1-20.
- Rao, N. V., Al-Yahyaee, K. H. M., & Syed, L. A. (2007). Capital structure and financial performance: evidence from Oman. **Indian Journal of Economics and Business**, 6(1), 1.
- Resita, N., & Susetyo, A. (2022). Analisis Nilai Perusahaan: Apakah Struktur Modal Berperan Sebagai Variabel Intervening. **Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen, Bisnis dan Akuntansi (JIMMBA)**, 4(3), 344-372.
- Ridloah, S. (2010). Faktor penentu struktur modal: studi empirik pada perusahaan multifinansial. **JDM (Jurnal Dinamika Manajemen)**, 1(2).
- Sabir, M., & Malik, Q. A. (2012). Determinants of capital structure—a study of oil and gas sector of Pakistan. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, 3(10), 395-400.
- Sadaa, A. M., Ganesan, Y., Yet, C. E., Alkhazaleh, Q., & Alnoor, A. (2023). Corporate governance as antecedents and financial distress as a consequence of credit risk. Evidence from Iraqi banks. **Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity**, 9(2), 100051.
- Sari, D. V., & Haryanto, A. M. (2013). Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Aset, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva Dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008–2010. (**Doctoral dissertation, Fakultas Ekonomika dan Bisnis**).

- Sari, I. A. G. D. M., & Sedana, I. B. P. (2020). Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable. **International research journal of management, IT and Social Sciences**, 7(1), 116-127.
- Selly, Y., Wiyono, G., & Kusumawardhani, R. (2024). Analysis of the Effect of Capital Structure, Dividend Policy, and Liquidity on Firm Value (Study on Building Construction Sub-Sector Companies Listed on the IDX in 2017-2019) Listed on the IDX in 2017-2019. **EKOMBIS REVIEW: Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis**, 12(1), 937-948.
- Septiani, N. P. N., & Suaryana, I. G. N. A. (2018). Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aset, risiko bisnis dan likuiditas pada struktur modal. **E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana**, 22(3), 1682-1710.
- Septriana, I., & Mahaeswari, H. F. (2019). Pengaruh likuiditas, firm size, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. **Jurnal Akuntansi Indonesia**, 8(2), 109-123.
- Seth, R., & Mahenthiran, S. (2022). Impact of dividend payouts and corporate social responsibility on firm value—Evidence from India. **Journal of Business Research**, 146, 571-581.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial finance*, 37(2), 117-133.
- Singh, T., Gupta, M., & Sharma, M. (2015). Stock market liquidity and firm performance. **Accounting**, 1(1), 29-36.
- Sipahutar, R. D., Yusrizal, Y., & Rahmani, N. A. B. (2023). Pengaruh Leverage, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap Earning Response Coefficient (ERC) pada PT BSI Tbk. *Reslaj: Religion Education Social Laa Roiba Journal*, 5(6), 3307-3325.
- Sofiani, L., & Siregar, E. M. (2022). Analisis Pengaruh ROA, CR dan DAR Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Makanan dan Minuman. **Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan**, 10(1), 9-16.
- Sokołowska, E., & Zargartalebi, M. (2024). **Capital Structure and Firm Performance: Global Financing Decisions among Listed Companies**. Taylor & Francis.
- Sondakh, R. (2019). The effect of dividend policy, liquidity, profitability and firm size on firm value in financial service sector industries listed in Indonesia stock exchange 2015-2018 period. **Accountability**, 8(2), 91-101.
- Surmadewi, N. K. Y., & Saputra, I. D. G. D. (2019). Pengaruh likuiditas, leverage, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan farmasi. **E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana**, 8(6), 567-593.
- Syamsudin, S., Setiadi, I., Santoso, D., & Setiany, E. (2021). Capitals structure and investment decisions on firm value with profitfability as a moderator. **Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia**, 5(3), 287-295.
- Tandanu, A., & Suryadi, L. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Terhadap Nilai Perusahaan. **Jurnal Paradigma Akuntansi**, 2(1), 108-117.

**أنثر السيولة في هيكل رأس المال وانعكاس ذلك على قيمة للشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين**

- Toumeh, A. A., Yahya, S., & Amran, A. (2020). Surplus free cash flow, stock market segmentations and earnings management: The moderating role of independent audit committee. **Global Business Review**, 0972150920934069.
- Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. **Journal of multinational financial management**, 21(2), 106-117.
- Uyar, A., & Kılıç, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. **Journal of Intellectual Capital**, 13(3), 363-376.
- Wooldridge, J. M. (2019). **Introductory Econometrics — A Modern Approach (7thed)**. Cengage.
- Wu, X., Dluhošová, D., & Zmeškal, Z. (2023). The moderating role of a corporate life cycle with the impact of economic value-added on corporate social responsibility: Evidence from China's listed companies. **Emerging Markets Review**, 55, 101021.
- Zampone, G., Nicolò, G., Sannino, G., & De Iorio, S. (2024). Gender diversity and SDG disclosure: the mediating role of the sustainability committee. **Journal of Applied Accounting Research**, 25(1), 171-193.