

**دراسة العلاقة التآثيرية بين هيكل رأس المال وحجم الشركة
ومعدل نمو المبيعات وتعظيم قيمة الشركة
(دراسة تطبيقية)**

د/ علاء محمد عبد الله ملو العين

أستاذ مساعد قسم المحاسبة

كلية إدارة الأعمال بالخرج

جامعة الخرج - المملكة العربية السعودية

دراسة العلاقة التأثيرية بين هيكل رأس المال وحجم الشركة ومعدل نمو المبيعات وتعظيم قيمة الشركة

دراسة تطبيقية

علاء محمد عبد الله ملو العين

أستاذ مساعد، قسم المحاسبة

كلية إدارة الأعمال بالخرج، جامعة الخرج، المملكة العربية السعودية

الرمز البريدي: ١١٩٤٢ ص. ب: ١٦٥

البريد الإلكتروني: maloain@yahoo.com

الجوال: ٠٠٩٦٦٥٠٧٢٦٠٨٠١

١٤/٥/١٤٣٢هـ

المخلص:

هدفت الدراسة الحالية إلى قياس العلاقة التأثيرية على قيمة الشركة من خلال تسليط الضوء على عدد من العوامل (هيكل رأس المال، حجم الشركة، ومعدل نمو المبيعات) وذلك لشركات الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة ما بين ٢٠٠٥ - ٢٠١٠م. وقد شملت عينة الدراسة جميع شركات الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية وعددها ٨ شركات. استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار البسيط لقياس تأثير متغيرات الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين هيكل رأس المال، حجم الشركة، ومعدل نمو المبيعات كمتغيرات مستقلة على قيمة الشركة كمتغير تابع، كما تبين أيضًا من خلال التقدير الإحصائي للعلاقات الانحدارية البسيطة بين متغيرات الدراسة وجود علاقة إيجابية بين كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. كما أظهرت نتائج الدراسة أيضًا أن معدل نمو المبيعات هو أقوى المتغيرات تأثيراً على قيمة الشركة، وقد ثبتت معنوية هذا التقدير الإحصائي عن مستوى المعنوية (١%).

الكلمات الدالة: هيكل رأس المال، قيمة الشركة، الهيكل المالي، تكلفة رأس المال.

An Study of Influencing Relationship Between Capital Structure, Companies Size, Growth Rate of Sales , and Maximising Value of Companies - An Empirical Study

Alaa Mohammad A Malo-AIain,
Assistant Professor, Dept of Accounting,
University of Al-Kharj ,Kingdom of Saudi Arabia
E mail: maloain@yahoo.com
Mobile: 0096650726080!

Abstract: the present study aimed to measure factors affecting companies value through focusing on number of variables i.e (capital structure, company size, and growth rate of sales) for Cement Companies listed in Saudi stock market during the period of 2005-2010 .The study sample consisted of 8 authorized companies in Saudi security Market. The study applied simple regression analysis to measure the impact between variables. The study has arrived at a number of results among them : The study showed a positive relation with statistically significant between the companies value and other variables e (capital structure, company size, and growth rate of sales) . Moreover, the study showed that the growth rate of sales was the highest affected factor on companies value.

Key Words : Capital Structure , Company Value , Financial Structure , Cost of capital,

مقدمة:

إن الجدوى من اختيار هيكل تمويلي مناسب، تكمن في التأثير المحتمل لتركيبته على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا بالرغم من الجدل الفكري القائم حول مدى تأثير قرارات التمويل على قيمة الشركة بين مختلف المفكرين الاقتصاديين.

ومن الجدير بالذكر أن الغالبية العظمى من الكتاب والباحثين أوصوا بضرورة الاهتمام والتركيز على خلق القيمة ومن ثم التركيز على مفهوم تعظيم ثروة المالكين كهدف استراتيجي للإدارة المالية (Eakins,2002)، كما أن هناك العديد من الدراسات كدراسة (Bandyopadhyay, 2000) ودراسة (Donald H..Lehmann, 2002) والتي توصلت إلى أن الشركات التي قامت بإعادة هيكلتها دون الأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال لم تسهم في تحقيق أي قيمة مضافة للمالكين، كما لم يلاحظ أي تغيير وتطوير وتحسين على أدائها المالي. وعليه إذا ما رغبت الوحدات الاقتصادية في تعظيم ثروة مالكيها فيجب أن تهتم بالعلاقة بين العائد والمخاطرة وتأخذ بنظر الاعتبار هيكل رأس المال.

ومن القرارات المهمة التي تهتم بها الإدارة المالية في الوحدات الاقتصادية وتقوم باتخاذها القرار المتعلق باختيار هيكل التمويل في تحديد المزيج المناسب من مصادر أموال الاقتراض وأموال الملكية أي تركيبة رأس المال، إذ تتوقف قيمة الشركة على مستوى التدفقات النقدية التي يولدها الأصل الاقتصادي، وعلى أساس المعدل الذي يتم به رسملة تلك التدفقات، والمتمثل في تكلفة الأموال، وعلى هذا الأساس فإن للهيكل المالي تأثير على قيمة الشركة (مصطفى، ١٩٩٧). وعند النظر إلى مصادر التمويل المتمثلة بأموال الملكية كمصدر من مصادر التمويل الرئيسية، فإننا نلاحظ أن لهذا المصدر تكلفة مالية يجب أخذها بعين الاعتبار، والمتمثلة بأن تكون نتائج أعمال الشركة أعلى من الفرص البديلة لمقدمي التمويل بالأسهم وسيجد المديرين صعوبة في التمويل مستقبلاً من قبل ممالي رأس المال في حالة عدم استطاعتهم تحقيق ما يطالب به المساهمين من عوائد، مما سيؤدي في الأمد الطويل إلى انهيار أسعار أسهم تلك الشركات. فزيادة رأس مال الشركة بالتمويل من الملاك سلاح ذو حدين يستوجب من القائمين على إدارة الشركات التروي والدراسة قبل اتخاذهم أي قرار يتعلق بالتمويل عن طريق الأسهم من عدمه. على الصعيد الآخر نلاحظ أن مصادر التمويل الناتجة عن أموال الاقتراض تعتبر إيجابية إذا ما كانت عوائد الاستثمار أعلى من تكلفة التمويل، إلا أن هذا النوع من التمويل أيضاً لا يخلو من المخاطرة، فقد تواجه الشركات الاقتصادية التي تمول جزء من أصولها عن طريق الاقتراض مخاطر الإفلاس الناجمة عن التماطل في دفع فوائد القروض عند توارخ استحقاقها؛ الأمر الذي يدفع الدائنين والمقرضين إلى اتباع المسلك القانوني ضد الشركة الاقتصادية المعنية والذي قد يؤدي بنهاية الأمر إلى إشهار إفلاسها. وهنا تبرز قدرة المدير المالي المهني على تحليل وتقييم وتحديد البدائل المتاحة للتمويل من خلال مقارنة تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل واختيار

الأقل تكلفة بالإضافة إلى مخاطر كل بديل وتكوين الهيكل الرأسمالي للشركة بعد اختيار البديل المناسب.

مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة الدراسة الرئيسة في أن بعض إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي أصبحت تفضل المشاريع قصيرة الأجل بهدف تحقيق أرباحا سريعة ولجذب استثمارات ضخمة، ولنيل التعويضات والمستحقات، دون النظر إلى المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل والتي قد تكون أكثر نفعاً لزيادة قيمة الشركة على المدى الطويل والتي تعتبر مهمة جداً للمالكي الشركات مما قد يؤدي بالنهاية إلى ظاهرة تضارب المصالح بين المدراء والملاك.

من هنا- تكمن مشكلة الدراسة متمثلة في التساؤل الرئيسي حول الوقوف على أهم العوامل المؤثرة في تعظيم قيمة المنشأة، ويتفرع عن هذا التساؤل الرئيسي ضرورة الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

١. هل هناك علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة؟

٢. هل هناك علاقة بين حجم الشركة وقيمة الشركة؟

٣. هل هناك علاقة بين معدل نمو المبيعات وقيمة الشركة؟

ويتوقع أن تساعد الإجابة على هذه الأسئلة في العديد من التطبيقات الهامة سواء في مجال اتخاذ القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال أو مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل متخذي القرار.

أهمية الدراسة:

لاشك أن الأداء المالي الإيجابي للمؤسسة المالية يتوقف على مدى قدرتها في تشكيل التوليفة والتوازن الأمثل للهيكل المالي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، بالإضافة إلى تحقيق عائد يزيد عن معدل تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى تحسين الوضعية المالية للمؤسسة مع ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها، وبالتالي تحقيق قيمة مضافة لأصحاب المصالح.

ولا شك أن تحديد الهيكل المالي الأمثل يعد من أهم القرارات التي تتخذها الشركة، وذلك لتأثيره المباشر في تحقيق أهدافها وممارسه أنشطتها المختلفة، وهو يتعلق بالمفاضلة بين مصادر الأموال المتاحة للمنشأة سواء كانت أموال الملكية أو أموال الديون، وسواء كانت مصادر طويلة الأجل أو متوسطة الأجل أو قصيرة الأجل، واختيار تلك المصادر التي تسهم في تقليل التكاليف وتعظيم قيمة الشركة وبيان المؤشرات المالية التي يمكن أن تستخدمها الشركات في دراسة هياكلها المالية.

أهداف الدراسة:

من خلال العرض السابق لمشكلة الدراسة وما تحاول الإجابة عليه من أسئلة يمكن الاستدلال على الأهداف التالي للدراسة:

١. قياس واختبار العلاقة بين هيكل رأس المال للشركات محل الدراسة وقيمتها.
٢. قياس واختبار العلاقة بين حجم الشركات محل الدراسة وقيمتها.
٣. قياس واختبار العلاقة بين معدل نمو المبيعات للشركات محل الدراسة وقيمتها.
٤. تحديد أقوى العوامل تأثيراً على قيمة الشركة.

فرضيات الدراسة:

تسعى الدراسة الحالية لاختبار الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: هناك علاقة تأثيرية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال كمتغير مستقل وقيمة الشركة كمتغير تابع عند مستويات المعنوية المألوفة ٥% أو ١%.

الفرضية الثانية: هناك علاقة تأثيرية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة كمتغير مستقل وقيمة الشركة كمتغير تابع عند مستويات المعنوية المألوفة ٥% أو ١%.

الفرضية الثالثة: هناك علاقة تأثيرية ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو المبيعات كمتغير مستقل وقيمة الشركة كمتغير تابع عند مستويات المعنوية المألوفة ٥% أو ١%.

التعريفات الإجرائية للدراسة:

• **هيكل رأس المال:** وهو عبارة عن مصطلح يطلق على الطريقة التي تمول الشركة بها أصولها من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونية، ويتم وصف هيكل رأس المال بحساب نسبة كل من حقوق الملكية والمديونية إلى رأس المال، ويمكن وصفه أيضاً بحساب معدل الرفع المالي للشركة، وهيكل رأس المال علاقة مباشرة بمتوسط تكلفة رأس المال وهو أحد عناصر تقييم الشركات، فبتغيير الهيكل يتغير المتوسط وبالتالي تتغير قيمة الشركة.

• **الهيكل المالي:** وهو عبارة عن تشكيلة المصادر التي حصلت منها الشركة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها مكونا الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل (هندي، ١٩٩٧م).

• **قيمة الشركة:** يعبر هذا المصطلح عن إجمالي القيمة السوقية للأصول المنتجة في الشركة ويحسب من خلال إجمالي قيمة الديون وقيمة حقوق المساهمين السوقية مطروحا منها قيمة الأصول التي تم الاستغناء

عنها. ومن الممكن الاعتماد على قيمة الشركة لحساب بعض النسب الهامة التي تستخدم في تقييم أداء الأسهم ومنها نسبة قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب ونسبة قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك وكذلك يستخدمها بعض المحللين في حساب بعض النسب عند مقارنتها بالتدفقات النقدية وتحسب هذه النسب بطرق مختلفة يتم التركيز فيها على تقييم حقوق الملكية وحدها.

• **تكلفة رأس المال:** هي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تعتبر الشركة على أساسه كل استثمار جديد عملاً مجزياً، وهو المعدل الذي يساوي على الأقل معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمون في الشركة (عبد الله، ١٩٩٩).

• **مدخل خلق القيمة:** هو مدخل لإدارة الشركة يركز على الإطار العام للنظرية الحديثة للتمويل والإدارة المالية، ويجعل مفهوم القيمة الاقتصادية هي المعيار الأساسي الذي يحكم جميع القرارات بالشركة، وبحيث يتم الحكم على أي قرار من خلال مدى مساهمته في تعظيم ثروة ملاك المنشأة.

تحديد متغيرات الدراسة وقياسها:

١. **هيكل رأس المال:** استخدمت عدة مقاييس لهيكل رأس المال عن طريق نسب الرفع المالي في الدراسات السابقة وكتب التحليل المالي، حيث تعتمد مقاييس الرفع المالي بشكل عام على ثلاثة متغيرات رئيسية وهي الديون، وحقوق الملكية وإجمالي الأصول ولكن باستخدام تعريفات مختلفة لكل من الديون (إجمالي الديون)، والديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل، القيمة الدفترية للديون، والقيمة السوقية للديون، وحقوق الملكية بالقيمة السوقية، وحقوق الملكية بالقيمة الدفترية وسيتم اختبار المقاييس التالية في هذا الدراسة:

- نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية (Nikolas, 2002).

- نسبة إجمالي الديون إلى الأصول (Kaifeng, 2002).

٢. **حجم الشركة:** هناك العديد من المقاييس التي استخدمت لقياس هذا المتغير مثل: حجم المبيعات، ومجموع الموجودات الثابتة، ومجموع الموجودات الكلية، ولأغراض هذه الدراسة فقد استخدم مجموع الموجودات الكلية لقياس هذه المتغير والذي استخدم في دراسة (Kaifeng, 2002).

٣. **معدل نمو المبيعات:** وهي عبارة عن مبيعات الشهر الحالي - مبيعات الشهر السابق / مبيعات الشهر السابق × ١٠٠.

٤. **قيمة الشركة:** سوف يتم قياس هذا المتغير كالتالي:

قيمة الشركة = القيمة السوقية / القيمة الدفترية للأسهم (حقوق المساهمين).

وقد تم استخدام هذا المؤشر في دراسة (Kaifeng, 2002).

هذا وتعتمد هذه الدراسة في اختبارها للفرضيات الأساسية على استخدام نموذج الانحدار البسيط وذلك لصلاحيته استخدامه في مثل هذه الدراسات.

الإطار النظري للدراسة:

إن اختلاف وتباين مصادر التمويل في وقتنا الحاضر يمنح الشركات الاقتصادية فرصة كبيرة للتنوع والمفاضلة بين تلك المصادر لغايات تحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في الشركة، ولا تقتصر المفاضلة على اختيار طبيعة التمويل وتحديد نسبته في الهيكل التمويلي، بل تتعداه لتشمل التحليل العلمي الدقيق لبدائل التمويل المتاحة ودراسة تأثيراتها المحتملة على الشركة، بالإضافة إلى دراسة أهم محددات القرار التمويلي ودراسة سلوك المانحين وكفاءة سوق الأموال بصفة عامة، كونها تمارس تأثيرا مباشرة على فعالية التمويل المفترض.

إن إشكالية الهيكل المالي الأمثل تبقى دائما مطروحة ولو نظريا، كما أن اختلاف الشركات في كيفية وضع هياكلها المالية يعزى للعديد من العوامل، فمن الشركات ما يعتمد على الأموال الخاصة أكثر في عمليات تمويل أصولها، وهناك من الشركات ما يعتمد على الأموال المقترضة أكثر، إضافة إلى أن هناك ما يعتمد على المزج بين الطرق السابقة في تمويل عمليات الشركات.

مفهوم الهيكل المالي: يعكس الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الصورة التي تمثل المصادر

التمويلية بمختلف أنواعها، فتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن الشركة في وضع مخاطرة، نظراً لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال، عندئذ نقول أن الشركة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة. بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فإن الأمر يختلف تماما، حيث أن الشركة في هذه الحالة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأس مال الشركة، وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين، وعليه فإن الشركة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم، كما قد يكون مصدر التمويل للمؤسسة مزيجا من الموردين السابقين، وهي الحالة الأكثر شيوعا، ومن ثم تتحمل الشركة النوعين من التكلفة (تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة)، عندها تكون أمام ما يسمى بتكلفة رأس المال (دادن، ٢٠٠٦). يلاحظ مما سبق، أن هناك سيناريوهات عديدة متعلقة بنمط التمويل، ويتضح بالتالي جليا أن درجة المخاطرة تختلف من نمط إلى آخر من أنماط التمويل، وعليه فإنه من باب الرشادة أن تحسن

الشركة اختيارها لهيكلها المالي، وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمؤسسة للحصول على هيكل مالي أمثل.

كافة التمويل:

تعبر كلفة التمويل عن معدل الخصم، فهي تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب على الاستثمارات التي تقوم بها الشركة، ولذلك ينبغي على الشركات رفض أي استثمار لا يحقق عائد يساوي على الأقل كلفة التمويل لأنه يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية في السوق المالي.

ومما لا شك فيه أن كلفة التمويل ترتفع بشكل طردي كلما زادت مخاطر المشاريع الاستثمارية للمنشأة وعليه فإن معدل العائد المطلوب (كلفة التمويل) على الاستثمار وقيمة الشركة مرتبطة مع بعضها (Peterson 1994).

هناك العديد من التعاريف لمفهوم كلفة التمويل، فقد عرفت بأنها معدل العائد الأدنى الذي يجب أن تحققة الشركة على استثماراتها الجديدة لكي لا تنخفض قيمتها (Glenn, et. al., 1984). كما عرفت بأنها معدل الخصم المستخدم لتحويل التدفقات النقدية المستقبلية إلى القيمة الحالية، وبعبارة أخرى معدل الخصم هو معدل العائد المطلوب (النعمي وآخرون، ٢٠٠٧). كما عرفت أيضاً بمعدل العائد المطلوب على استثمارات مشاريع الشركة والتي تحافظ على القيمة الحالية لثروة مالكي الأسهم (Pandey, 1995).

من الدراسات الرائدة في أدبيات المالية والتي أهتمت بدراسة العلاقة بين الرافعة المالية أو الاقتراض الموجود في الهيكل المالي وكلفة التمويل، ومعرفة مدى تأثير هذه الكلفة على قيمة المنشأة هي دراسة موديكلياني وميلر Modigliani & Miller سنة ١٩٥٨، والتي مفادها ومضمونها بأن الشركة لا تنمو بدون نمو صافي الاستثمارات الجديدة في عالم خالي من الضرائب، وأن القيمة السوقية لأي منشأة تتأثر برسمة أو خصم صافي الربح التشغيلي المتوقع وذلك من خلال معدل خصم يتلائم مع درجة مخاطرة الأعمال التي تواجه المنشأة، ولا تتأثر بالرافعة المالية (الاقتراض) أو الهيكل المالي (Weston and Copeland 1986).

وهذا التفسير يجسد الفرضية الأولى لموديكلياني وميلر والتي مفادها بأن كلفة رأس المال لأي منشأة تبقى ثابتة (مستقلة) عن هيكل رأس المال أو مستوى الاقتراض Modigliani & Miller 1958.

أما الفرضية الثانية لموديكلياني وميلر مفادها بأن القيمة السوقية لأي منشأة لا تتأثر بهيكل رأس مالها، وإنما تتحدد بخصم إيراداتها المتوقعة بمعدل خصم يناسب درجة مخاطرة الأعمال الخاصة بها Modigliani & Miller 1958.

يلاحظ من الفرضية الثانية أن كلفة رأس مال الشركة لا تتأثر بمستوى الاقتراض، ولهذا نجد أن قيمة الشركة غير متأثرة أيضًا بمستوى الاقتراض، حتى لو وصلت هذه النسبة إلى ١٠٠% في هيكلها المالي، وهذا يعني أن الشركة لو كان هيكلها المالي يتكون من أموال مملوكة أو من أموال مملوكة ومقترضة، فإن قيمتها ثابتة لا تتأثر بتركيب الهيكل المالي، وبناء على طروحات M&M فإن قيمة الشركة تتأثر بصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن أعمال الشركة ولن تتأثر بمستوى الاقتراض، لذلك قيمة الشركة ستبقى ثابتة (Peter, 2005).

مصادر تمويل الشركات الاقتصادية:

تلجأ الشركة عادة لتمويل نشاطها من مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل، وهو ما يسمى اصطلاحًا بالهيكل المالي، تمييزًا له عن هيكل رأس المال الذي يشتمل على مصادر التمويل طويلة الأجل فقط.

كما تتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة تختلف من كاتب لآخر حسب الهدف المنتظر من التصنيف، فهناك من يعتمد على معيار الملكية، وبذلك يفرق بين الأموال الخاصة والديون (Jobard, et al., 1994)، وهناك من يقسم هذه المصادر إلى تقليدية وحديثة وذلك حسب ظهورها آخذًا في الاعتبار الاتجاهات الحديثة في شأن الأوراق المالية التقليدية. هذا ويمكن تصنيف مصادر التمويل حسب منشأ الأموال إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية، حيث أن اللجوء إلى الديون سيساهم دون شك في خلق تبعية مالية اتجاه الدائنين، وأن زيادة رأس المال عن طريق إدخال مساهمين جدد يؤدي إلى فقدان الرقابة لصالح هؤلاء، وفي المقابل تظهر القدرة على التمويل الذاتي كمصدر يسمح بالحفاظ على الاستقلالية المالية (هندي، ١٩٩٨).

الأموال الخاصة:

تمثل الأموال الخاصة في وسائل التمويل طويلة الأجل سواء كانت داخلية أم خارجية، ويدل ضمن التمويل الداخلي للمؤسسة كل من التمويل الذاتي والتنازل عن الاستثمارات، أما التمويل الخارجي في هذا الإطار فيتمثل في الزيادة في رأس المال سواء عن طريق طرح أسهم للاكتتاب أو الدعم والمساعدات التي تعطيها الدولة بقصد تشجيع قطاعات اقتصادية معينة.

إن المكافأة التي تدفعها الشركة للمساهمين على شكل أرباح للأسهم لا تعتبر بمثابة تكلفة، وبالتالي لا تحقق وفورات ضريبية، ومن الناحية الجبائية، تعتبر الاحتياطات التي تحتفظ بها الشركة عبارة عن أرباح غير موزعة، وبالتالي تسمح هذه الطريقة بتجنيد هذه الأرباح المحقق ازدواجية الإخضاع الضريبي عند توزيعها.

كما أن الاهتلاكات التي تقتطعها الشركة سنويا على عناصر الأصول القابلة للاهلاك نتيجة الاستخدام والتطور التكنولوجي، تعتبر مصاريف استغلال تخصم من النتيجة المحققة، ومن الناحية الجبائية، يسمح هذا الاقتطاع أيضاً بتحقيق وفورات ضريبية. أما بالنسبة للمخصصات التي تكونها الشركة لمواجهة الخسائر المحتملة تطبيقاً لمبدأ الحيطة والحذر، فهي بالمثل تخصم من النتيجة الخاضعة للضريبة عندما لا يتم استخدامها، وهي بذلك تساعد الشركة في تدعيم تمويلها الذاتي.

أموال الاستدانة:

بما أن التمويل الداخلي بصفة عامة لا يكفي لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، وحتى تحافظ هذه الأخيرة على مستوى الاستثمارات عند الحدود المقبولة، وتتجاوز أزمات السيولة الظرفية، فإنها تلجأ إلى مصادر أجنبية للحصول على الأموال، ويتم ذلك بشروط وإجراءات تختلف باختلاف المصدر الذي تلجأ إليه، أضف إلى ذلك، أن التمويل بواسطة الأموال الخاصة ليست الإستراتيجية المالية المثلى، فكل شيء يتوقف على ضمان مردودية اقتصادية جيدة ومستمرة، وهذا لا يعني الإفراط في الاستدانة نظراً للتكلفة التي تتحملها الشركة والمخاطر التي قد تتعرض لها، كالتماطل في دفع فوائد القروض عند توارخها المحددة؛ الأمر الذي يدفع الدائنين والمقرضين لإتباع المسلك القانوني وقد يؤدي الأمر إلى إشهار إفلاسها. أحيانا تعطي الاستدانة للمؤسسة أثر إيجابي من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بالقدر التي تحققه من الوفورات الضريبية (هندي، ٢٠٠٣)، ولكن بالمقابل زيادة الاستدانة تصل إلى حد معين، ثم تبدأ مخاطر الإفلاس بالظهور مصطحبة معها تكاليف الإفلاس، حيث تتضمن تكلفة الإفلاس مجمل الخسائر وانخفاض الأرباح بسبب تدهور الكفاءة قبل إشهار إفلاسها، أضف إلى ذلك انخفاض قيمة الأصول نتيجة تدهور قيمتها السوقية مقارنة بالدفترية، ولا تنتهي التكاليف عند هذا الحد، بل تشمل أيضاً النفقات وكافة الإجراءات القانونية والإدارية الناجمة من تبعات الأمر.

وحرصاً من الدائنين والمقرضين لحماية أنفسهم من خطر الإفلاس، فإنهم يلجئون منذ الوهلة الأولى بنقل تكاليف الإفلاس نحو المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات الشركة أو رفع فوائد القروض منذ البداية، مما ينذر بارتفاع تكلفة الأموال، ولكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلاتهم مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال، ويتجلى مما سبق وجود علاقة تأثيرية بين نسبة الاستدانة/ حقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطالب به المساهمون (دادن، ٢٠٠٨).

ومن الأهمية بمكان أن يشتمل هيكل التمويل على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، وهنا يرى البعض (الشامي، ١٩٩٦) أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير، وعلى الديون بشكل محدود يضمن الأمان المالي للمؤسسة، إلا أنه لا يساعد على تحقيق

مستوى رفيع من الربحية، وأن الحالة المعاكسة قد تؤدي إلى زيادة الربحية مع عدم تحقيق الأمان المالي نتيجة زيادة درجة المخاطر المالية. وحتى يمكن تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية، يجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين، وإلا وقعت الشركة في دائرة الفشل المالي.

العوامل المحددة لمصادر التمويل المستخدمة:

١. الخصائص الاقتصادية

على الإدارة المالية الناجحة أن تأخذ بعين الاعتبار التطورات المستقبلية المتوقع حدوثها في النواحي الاقتصادية للدولة وبالتالي التنبؤ بها والتعامل معها حسب مدلولاتها وانعكاساتها على الشركة.

٢. خصائص الصناعة

في ظل وجود المنافسة الشديدة فعلى الشركة الاهتمام بمبدأ المخاطرة واللجوء إلى الملاك، أما في حالة استقرار وثبات القطاع الصناعي وعدم تأثره بالتقلبات الاقتصادية فيمكن للشركة أن تلجأ للتمويل عن طرق الاقتراض.

٣. خصائص الشركة

ومنها الخصائص التالية:

- حجم الشركة: فالشركات الصغيرة تجد صعوبة في الاقتراض وتقبل التمويل بأموال الملكية والعكس بالنسبة للشركات الكبيرة.
- نوع الشركة: فالشركات الخاصة تعطي مبدأ السيطرة أهمية قصوى لذا لا تلجأ إلى إصدار الأسهم إلا في الحالات النادرة.
- استقرار المبيعات: عادة ما تلجأ الشركة إلى التمويل عن طريق الاقتراض في حالة استقرار المبيعات ونسبة الدين.
- نوع الأصول: الشركة ذات الأصول الثابتة تتميز بالاستمرارية خاصة عندما يكون الطلب على منتجاتها مضموناً مثل شركة الماء والكهرباء والهاتف ويكون تمويلها قروض طويلة الأجل.
- السمعة الائتمانية للشركة: فالشركات ذات المركز المالي الجيد ونسبة نمو عالية أقدر من غيرها في جذب الاستثمارات والاقتراض من غيرها.
- موقف الإدارة: إن عاملي المخاطرة والسيطرة من أكثر العوامل التي تشكل موقف الإدارة عند

اختيار مصدر التمويل للشركة.

- معدل نمو المبيعات: نمو المبيعات يعظم نصيب السهم من الأرباح وبذلك تزداد الرغبة لدى المستثمر في شراء أسهم تلك الشركة.

- نظرة المقرضين للمنشأة الصناعية: كلما زادت ديون الشركة كلما رفع الدائنون من سقف مطالبهم (الضمانات التي يطلبونها لقاء إقراض تلك الشركة) والعكس صحيح.

الدراسات السابقة:

لقد حظي موضوع العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة اهتمام العديد من الباحثين في دول العالم الغربي، أما على مستوى الدول العربية فالدراسات قليلة، لذا فإن الباحث سيعرض في هذه الفقرة أهم الدراسات الأجنبية والعربية للاستفادة من نتائجها في المقارنة والتحليل على النحو الآتي:

١. دراسة (عبد الرحمن، ١٩٨٧) بعنوان: "أثر التغيير في هيكل التمويل على ربحية المنشأة" حيث هدف هذه الدراسة إلى قياس أثر التغيير في هيكل التمويل على ربحية المنشأة، وقد أجريت على).

(١٢) شركة من شركات القطاع العام الصناعي بجمهورية مصر العربية، وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن متوسط نسبة الرافعة المالية لعينة الدراسة كانت (٤٧%) حيث كانت موزعة كالتالي: نسبة التمويل بالديون طويلة الأجل (١٩%) ونسبة الديون قصيرة الأجل ٢٨%، كما خلصت الدراسة إلى أن الشركات التي كانت فيها نسبة الديون أعلى من نسبة حقوق الملكية كانت أكثر عرضة لتحقيق الخسائر، أي أن العلاقة كانت عكسية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

٢. دراسة (Barniv & Samuel, 1988) بعنوان «الهيكل الأمثل لرأس المال» حيث أجريت هذه الدراسة على (٧١) شركة من شركات الأعمال العاملة في المملكة المتحدة بهدف تحديد المزيج الأمثل لمصادر التمويل اللازمة لتمويل الاستثمارات، وقد توصلت الدراسة إلى أن شركات الأعمال العامة مقارنة بالشركات الخاصة تعتمد على مصادر التمويل طويلة الأجل وخاصة (القروض، الأسهم) مما يجعل تكلفة التمويل نسبياً معتدلة مقارنة بالمنظمات الخاصة التي تكون تكلفة التمويل منخفضة فيها نتيجة اعتمادها بشكل كبير على مصادر التمويل المقترضة الطويلة والقصيرة الأجل. كما أظهرت النتائج (من خلال استخدام تحليل الانحدار) وجود تأثير معنوي إيجابي لكل من نسبة الاقتراض وتكلفة التمويل في مستوى العائد على الاستثمار، بينما كان التأثير سلبياً على المخاطرة النظامية وغير النظامية التي تتعرض لها شركات الأعمال الخاصة على وجه التحديد.

٣. دراسة (النعمي، ١٩٩٢) بعنوان «النمو والهيكل المالي» حيث هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد

العلاقة بين النمو والهيكل المالي وخصوصا فيما يتعلق بمصادر التمويل المملوكة والمقتضة اللازمة لتمويل الاستثمار، وذلك من خلال اختبار الفرضية الرئيسية التي تنص على أن نمو الشركة هو دالة للتفاعل بين الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه، وتم اختبار هذه الفرضية في (١٠) شركات صناعية تعمل في القطاع الصناعي المختلط بالعراق، وقد أظهرت النتائج بأن النمو يمثل دالة للتفاعل بين الهيكل المالي ومجموعة العوامل المؤثرة فيه، كما أثبتت الدراسة أن هناك تباينا في استراتيجيات النمو المالي المتبعة من قبل الشركات قيد الدراسة.

٤. دراسة (محمد، ١٩٩٧) بعنوان «هيكل رأس المال وأثره على قيمة الشركة السوقية» دراسة

تطبيقية، حيث استهدفت الدراسة إلقاء الضوء على المشكلات التي تعترض تكوين الهيكل المالي النموذجي في الشركات، وبيان أسباب عدم استخدام الطرق العلمية عند تكوينه، كما تلخصت مشكلة الدراسة في عدم استخدام الطرق العلمية عند تكوين هيكل رأس مال الشركات مما يفوت فرصة زيادة الناتج القومي والدخل القومي. استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي في إطار جمع وتحليل البيانات من المصادر الأولية والثانوية. ومن خلال الدراسة توصل الباحث إلى النتائج التالية: التمويل بالاستدانة بنسبة تناسب مع حجم وطبيعة الشركة يرفع من قيمتها السوقية. زيادة نسبة التمويل بالاستدانة عن الحد المعقول لكل شركة يؤدي إلى نتائج سلبية تؤدي إلى مخاطر قد تتسبب في انهيار الشركة. يمكن تخفيض تكلفة رأس المال المستخدم في تمويل أصول ومشروعات الشركات إلى أدنى نسبة ممكنة باستخدام التمويل الدائن مما يساعد هذه الشركات للوصول إلى نموذج رأسمالي مناسب.

٥. دراسة (Hova Kimian, et. al., 2001) والتي هدفت للبحث في العوامل المؤثرة على القيمة

المثلى لنسبة الديون إلى أموال الملكية، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك عدة معوقات تحول بين الوصول إلى هذه القيمة وذلك بسبب تغيرها نتيجة للتغير في أرباح الشركة وأسعار الأسهم. وأن الفرق بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية المستخدمة فعلاً والنسبة المطلوبة يلعب دوراً مهماً في تحديد إصدار أسهم جديد أو استخدام الدين.

٦. دراسة (Kaifeng, 2002) والتي هدفت إلى دراسة العلاقة ما بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، حيث تم التعبير عن قيمة الشركة بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأسهم (Tobin's q) كعامل تابع ونسبة الديون إلى مجموع الموجودات، هامش الربح قبل الضريبة إلى المبيعات، نسبة الضريبة، حجم الشركة مقاسه بمجموع الأصول، المصروفات الرأسمالية إلى مجموع الأصول كعوامل مستقلة وتم إجراء فحص اختبار الانحدار الخطي المتعدد مرتين، كانت الأولى على مستوى الشركات قليلة النمو والثانية على مستوى الشركات عالية النمو، وقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة بالنسبة للشركات عالية النمو إيجابية ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية.

٧. دراسة (Nikolas, et. al., 2002) والتي بحثت في العلاقة ما بين هامش الربح وهيكل رأس المال لعدد من القطاعات في الفترة الواقعة ما بين (١٩٩٥ - ١٩٩٦م)، حيث استخدم الباحث هامش الربح كعامل تابع ونسبة الدين إلى حقوق الملكية، حجم الشركة، ونسبة التركيز كعوامل مستقلة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين هيكل رأس المال وهامش الربح. كما توصلت الدراسة إلى أن على الشركات استخدام التمويل الذاتي حيث أنه أكثر ربحاً لها من الديون وأن تكاليف الدين أعلى من الأرباح المتحققة من استثماراته.

٨. دراسة (المحجوب، ٢٠٠٧) حيث استهدفت دراسة أثر الهيكل المالي في قيمة الشركة لشركات القطاع التجاري والخدمي في السودان للفترة ما بين (٢٠٠٠ - ٢٠٠٤م). وقد توصلت الدراسة إلى نتائج من خلال الدراسة النظرية والميدانية، منها أن الهيكل المالي الأمثل يسهم في تعظيم قيمة الشركة، ويتحقق من خلال تقليل التكلفة الإجمالية للأموال وتعظيم العائد المتاح للمساهمين، وإن تنوع مصادر الهيكل المالي تتيح للمنشأة القدرة على تعديل مصادر الأموال تبعاً للتغيرات الأساسية في الاحتياجات المالية، وأن التوسع في استخدام الديون يؤدي إلى مواجهة الشركة لصعوبات ناجمة من عدم القدرة على سداد الأعباء

٩. دراسة (القذافي، ٢٠٠٨) حيث استهدفت دراسة هيكل التمويل وأثره على الأداء المالي للشركات المساهمة، دراسة حالة الشركة السودانية للاتصالات المحدودة، وذلك من خلال تسليط الضوء على أثر تشكيلة مصادر التمويل في أداء الشركات، وتحديد الكيفية التي يتكون بها الهيكل المالي الأمثل، مع بيان ودراسة العوامل التي تؤثر على قرار المفاضلة بين مصادر التمويل واختيار أنسبها. وتوصلت الدراسة لعدة نتائج أهمها: يتأثر أداء الشركة بالتشكيلة التي يتكون منها هيكل التمويل، فهيكّل التمويل الأفضل يسهم في تعظيم قيمة الشركة السوقية من خلال تعظيم العائد المالي المتاح للمساهمين والقدرة على الوفاء بالأعباء الثابتة. كما توصلت الدراسة إلى أن زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للشركة قد يؤدي إلى تحمل الشركة للمخاطر المالية وتتسبب هذه المخاطر في إفلاس الشركة وتصفيتها. كما توصلت الدراسة إلى أن اعتماد الشركة على أموال الملكية بنسبة أكبر من أموال الاقتراض في تمويل استثماراتها قد يؤدي إلى الاستقرار في أداء الشركة ويقلل من المخاطر المالية.

١٠. دراسة (مليكة، ٢٠٠٩) حيث تناولت هذه الدراسة البحث عن العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة الشركة في حالي الأسواق الكاملة والأسواق غير الكاملة لرأس المال. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تبايناً واضحاً في وجهات النظر حول العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة الشركة في الأسواق الكاملة، ففي الوقت الذي يرى فيه أصحاب الفكر التقليدي ومدخل صافي الربح إمكانية وجود هيكل مالي أمثل تبلغ عنده القيمة السوقية أقصاها، فإن مدخل صافي ربح العمليات ومدخل M&M يستبعدان ذلك. أما في حالة الأسواق غير الكاملة فإن تحليل العلاقة السابقة تبدو أكثر واقعية بإدخال كل من الضرائب، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، والتي يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد النسبة المثالية للاقتراض. ونظراً لعدم وجود إجابة نهائية حول وجود هذه العلاقة من عدمها، ظهرت نظريات بديلة لقرار الاقتراض وهي نظرية

العلاقة التوازنية، نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية عدم تماثل المعلومات.

١١. دراسة (Khrawish, Husni, 2010) حيث استهدفت الدراسة محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٥م) للتعرف على أفضل الأساليب المستخدمة في تمويل تلك الشركات، وذلك بإيجاد العلاقة بين كل من نسبة المديونية والديون طويلة الأجل إلى مجموع الديون بوصفهما متغيرات تابعة وبين كل من حجم الشركة، ومجموع الأصول، والربحية، والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، باعتبارها متغيرات مستقلة. تم اختبار العلاقات المفترضة باستخدام نموذج الانحدار الخطى المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة هامة وإيجابية بين كل من نسبة الديون والديون طويلة الأجل إلى مجموع الديون، وبين كل من حجم الشركة، ومجموع الأصول والديون طويلة الأجل. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة الديون والربحية من جهة، ووجود علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل إلى مجموعة الديون والديون قصيرة الأجل من جهة أخرى. إضافة إلى ذلك فقد توصلت الدراسة إلى أن أغلبية الشركات الصناعية الأردنية تعتمد بنسبة (٧٠%) من تمويلها على حقوق الملكية، و (٣٠%) على الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، بالإضافة إلى أن أغلبية الشركات الصناعية الأردنية تعتمد على الديون قصيرة الأجل أكثر من الديون طويلة الأجل، كما أن أغلبية الشركات الصناعية الأردنية ذات الربحية العالية قليلاً ما تعتمد على الديون بصفة عامة.

التعقيب على الدراسات السابقة:

من خلال السرد الأدبي للدراسات السابقة، نلاحظ أنها ركزت على الهيكل المالي الأمثل وعلاقته بعدد من المتغيرات كالربحية، معدل العائد على الاستثمار، قيمة الشركة، كما سعت بعض الدراسات السابقة إلى محاولة تحديد المزيج الأمثل لمصادر التمويل وتحديد المشكلات التي تعترض تكوين الهيكل المالي النموذجي

في الشركات. إن ما يميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات السابقة، هو أنها الدراسة الوحيدة حسب علم الباحث التي تناولت دراسة العلاقة التأثيرية بين هيكل رأس المال، حجم الشركة، معدل نمو المبيعات، قيمة الشركة لشركات الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي مما يعطي هذه الدراسة أهمية نسبية نظرا لقلة الدراسات التي ناقشت وتعرضت لمشكلة الدراسة.

منهجية الدراسة:

١ . مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من كافة شركات الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠١٠م) والبالغ عددها ٨ شركات، مما يعني أنه تم تطبيق أسلوب الحصر الشامل لعينة الدراسة وتحديد شركات الأسهم نظرا للأسباب التالية:

- تداول أسهم الشركات محل الدراسة خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٥ - ٢٠١٠م.
- عدم انقطاع التداول في أسهم هذه الشركات خلال فترة الدراسة ولم يتم تصفيتيها.
- توفر البيانات المتعلقة بالهيكل التمويلية خلال فترة الدراسة.
- عدم دمج بعض الشركات خلال فترة الدراسة.

٢ . مصادر جمع المعلومات

اعتمد الباحث على مجموعة من البيانات والمعلومات الأولية والثانوية ذات العلاقة حيث تم الحصول على البيانات من مصدرين هما:

- المصادر الأولية:

من خلال التقارير السنوية لشركات الأسهم المدرجة عبر الموقع الإلكتروني الرسمي لسوق الأوراق المالية السعودي (تداول)، بالإضافة إلى التقارير الخاصة بهيئة سوق الأوراق المالية.

- المصادر الثانوية:

تم جمعها من خلال المتاح من المصادر العربية والأجنبية، من كتب ودوريات وأبحاث ورسائل جامعية ودراسات ومقالات، ومن الانترنت والندوات المنشورة في الصحف.

٣. متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة

اشتملت الدراسة على ثلاثة متغيرات مستقلة ومتغيرا تابعا، وحددت المتغيرات المستقلة في هيكل رأس المال، حجم الشركة، معدل نمو المبيعات، أما المتغير التابع فتمثل في قيمة الشركة. وللإجابة على أسئلة الدراسة واختيار فرضياتها قام الباحث باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة والتي تتألف مما يلي:

- اختبار (Kolmogorov- Smirnov) للتحقق من التوزيع الطبيعي للبيانات.
- تحليل الانحدار البسيط، وذلك لقياس العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة.
- أسلوب الانحدار الانتقائي (Stepwise Regression) للوقوف على أقوى المتغيرات المستقلة تأثيرا على المتغير التابع.

٤. اختبار التحقق من ملائمة البيانات للتحويل الإحصائي

لإغراض التحقق من موضوعية نتائج الدراسة فقد تم إجراء اختبار (Kolmogorov- Smirnov)

وذلك للتحقق من خلو بيانات الدراسة من المشاكل الإحصائية التي قد تؤثر سلباً على نتائج اختبار فرضيات الدراسة، ويشترط هذا الاختبار توفر التوزيع الطبيعي في البيانات. وبالعكس ذلك ينشأ ارتباط مزيف بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة، وبالتالي يفقد الارتباط قدرته على تفسير الظاهرة محل البحث أو التنبؤ بها، وكما هو موضح بالجدول رقم (١).

الجدول رقم (١) يظهر التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

الرقم	المتغير	K-S	Sig.*	النتيجة
١	قيمة الشركة (تابع)	.568	.904	يتبع التوزيع الطبيعي
٢	هيكل رأس المال (مستقل)	.821	.510	يتبع التوزيع الطبيعي
٣	حجم الشركة (مستقل)	1.015	.255	يتبع التوزيع الطبيعي
٤	معدل نمو المبيعات (مستقل)	.633	.818	يتبع التوزيع الطبيعي

* يكون التوزيع طبيعياً إذا كان مستوى الدلالة أكبر من ٥%.

وبالنظر إلى الجدول رقم (١) وعند مستوى دلالة (0.05) فأكثر فإنه يتبين أن توزيع المتغيرات جميعها كان طبيعياً، حيث كانت نسبة التوزيع الطبيعي لكل الإجابات أكبر من (0.05) وهو المستوى المعتمد في المعالجة الإحصائية لهذه الدراسة.

اختبار الفرضيات

سيقوم الباحث في هذه الفقرة باختبار فرضيات الدراسة، حيث تتركز مهمة هذه الفقرة حول اختبار مدى قبول أو رفض فرضيات الدراسة التي تم تحديدها وذلك من خلال استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط Simple Regression كما يلي:

اختبار الفرضية الأولى:

"هناك علاقة تأثيرية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال كمتغير مستقل وقيمة الشركة كمتغير

تابع عند مستويات المعنوية المألوفة ٥% أو ١%.

من خلال الجدول رقم (٢) والذي يظهر نتائج الانحدار البسيط، يتبين أن هناك علاقة ارتباط بين هيكل رأس المال كمتغير مستقل وقيمة الشركة كمتغير تابع، إذ بلغ معامل الارتباط (R) (٨٨%)، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (R²) (٧٤%) الأمر الذي يشير إلى أن حوالي (٧٤%) من التغيرات في قيمة الشركة يعزى إلى التغير في هيكل رأس المال، بينما ترجع النسبة الباقية وهي تبلغ حوالي (٢٦%) إلى عوامل أخرى لم يتضمنها هذا التحليل. كما تبين من التقدير الإحصائي لهذه العلاقة الانحدارية البسيطة وجود علاقة إيجابية بين كل من المتغير المستقل والمتغير التابع وهو ما يؤكد صحة فرضية الدراسة التي ترى أن هناك تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع.

الجدول رقم (٢) يظهر نتائج تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة تأثيرية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة

Sig*	B1	F	(R ²)	(R)	البيان
0.001	0.88	26.97	0.74	0.88	العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية المألوفة ٥% أو ١%.

اختبار الفرضية الثانية:

هناك علاقة تأثيرية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة كمتغير مستقل وقيمة الشركة كمتغير تابع عند مستويات المعنوية المألوفة ٥% أو ١%.

من خلال الجدول رقم (٣) والذي يظهر نتائج الانحدار البسيط، يتبين أن هناك علاقة ارتباط بين حجم الشركة كمتغير مستقل وقيمتها، إذ بلغ معامل الارتباط (R) (٨٧%) كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (R²) (٧٣%) الأمر الذي يشير إلى أن حوالي (٧٣%) من التغيرات في قيمة الشركة تعزى إلى التغير في حجم الشركة، بينما ترجع النسبة الباقية وهي تبلغ حوالي (٢٧%) إلى عوامل أخرى لم

يتضمنها هذا التحليل. كما تبين من التقدير الإحصائي لهذه العلاقة الانحدارية البسيطة وجود علاقة إيجابية بين كل من المتغير المستقل والمتغير التابع وهو ما يؤكد صحة فرضية الدراسة التي ترى أن هناك تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع.

الجدول رقم (٣): يظهر نتائج تحليل الانحدار البسيط للتحقيق من وجود علاقة تأثيرية بين حجم

الشركة وقيمتها

Sig*	B1	F	(R ⁻²)	(R)	البيان
0.001	0.88	25.22	0.73	0.87	العلاقة بين حجم الشركة وقيمتها

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية المألوفة ٥% أو ١%.

اختبار الفرضية الثالثة:

"هناك علاقة تأثيرية ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو المبيعات كمتغير مستقل وقيمة الشركة كمتغير تابع عند مستويات المعنوية المألوفة ٥% أو ١%.

من خلال الجدول رقم (٤) والذي يظهر نتائج الانحدار البسيط، يتبين أن هناك علاقة ارتباط بين معدل نمو المبيعات كمتغير مستقل وقيمة الشركة كمتغير تابع، إذ بلغ معامل الارتباط (R) (٨٨%) كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (R⁻²) (٧٤%) الأمر الذي يشير إلى أن حوالي (٧٤%) من التغيرات في قيمة الشركة يعزى إلى التغير في معدل نمو المبيعات، بينما ترجع النسبة الباقية وهي تبلغ حوالي (٢٦%) إلى عوامل أخرى لم يتضمنها هذا التحليل. كما تبين من التقدير الإحصائي لهذه العلاقة الانحدارية البسيطة وجود علاقة إيجابية بين كل من المتغير المستقل والمتغير التابع وهو ما يؤكد صحة فرضية الدراسة التي ترى أن هناك تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع.

الجدول رقم (٤): يظهر نتائج تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة تأثيرية بين معدل

نمو المبيعات وقيمة الشركة

Sig*	B1	F	(R ²)	(R)	البيان
0.001	0.93	26.03	0.74	0.88	العلاقة بين معدل نمو المبيعات كمتغير مستقل وقيمة الشركة

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوي المعنوية المألوفة ٥% أو ١%

تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع:

للقوف على أقوى المتغيرات المستقلة تأثيرا والمتمثلة في كل من (هيكل رأس المال، حجم الشركة، معدل نمو المبيعات) في تأثيرها على المتغير التابع والذي يمثله (قيمة الشركة) فقد تم الاعتماد على أسلوب الانحدار الانتقائي (Stepwise Regression) حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي النتيجة التالية والتي يمكن التعبير عنها كالآتي:

$$Y = 137.779 - 0.391 X$$

$$(8.444) (-5.102)$$

$$R^2 = 0.74$$

$$F = 26.028$$

$$\text{Sig} = 0.001$$

حيث أن:

$$(y) = \text{قيمة الشركة.}$$

$$(X) = \text{معدل نمو المبيعات.}$$

ويتضح من المعادلة السابقة أن معدل نمو المبيعات هي أقوى المتغيرات تأثيرا على قيمة الشركة، كما

يتبين من المعادلة السابقة أيضاً أن ما يقرب من (٧٤%) من التغيرات في قيمة الشركة إنما يعزى إلى التغيرات في معدل نمو المبيعات. وقد ثبتت معنوية هذا التقدير الإحصائي للمعادلة السابقة عند مستوى المعنوية (١%)، كما يتضح من قيمة (F) والتي بلغت حوالي (٢٦,٠٢٨) معنوية التقدير الإحصائي للمتغيرات التي تضمنتها المعادلة.

النتائج:

جاءت هذه الدراسة لتبين أثر بعض العوامل (هيكل رأس المال، حجم الشركة ومعدل نمو المبيعات) على قيمة الشركة وذلك لشركات الأسمنت المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة ما بين عام ٢٠٠٥ - ٢٠١٠م.

ولفحص العلاقة التأثيرية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، استخدم الباحث أسلوب الانحدار البسيط لقياس أثر العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركات، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن هناك علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، وقد كانت هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية، حيث أنه بزيادة الدين تزيد قيمة الشركة شريطة أن يكون العائد أكبر من التكلفة، وقد اتفقت هذه النتيجة مع نتيجة دراسة كل من (النعمي، ١٩٩٢) (kaifeng, 2002)، (محمد ١٩٩٧)، وقد اعتمدت الدراسة على أكثر من متغير لقياس هيكل رأس المال (إجمالي الديون إلى حقوق المساهمين، وإجمالي الديون إلى مجموع الأصول) وذلك للتأكد من العلاقة الإيجابية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة.

كما أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وقيمتها، مما يعني أن الموجودات تستخدم بشكل فعال لزيادة قيمة الشركة وهذا يتفق كذلك مع دراسة (kaifeng, 2002) للشركات عالية وقليلة النمو.

كما أظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين معدل نمو المبيعات وقيمة الشركة، وهذا يعني أن معدل نمو المبيعات يرفع من قيمة الشركة، وهذا لا يتوافق مع نتائج دراسة (kaifeng, 2002) بالنسبة للشركات قليلة النمو ويتوافق معها للشركات عالية النمو.

كما أظهرت نتائج الدراسة أن متغير معدل نمو المبيعات هو أقوى العوامل المؤثرة على قيمة الشركة، فيما كان متغير هيكل رأس المال ومتغير حجم الشركة أقلها في تفسير قيمة الشركة. وقد تم التوصل إلى هذه النتيجة من خلال تحليل الانحدار بطريقة (Stepwise Regression) وللتأكد من العلاقة الإيجابية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، فقد استخدم الباحث نسبة أخرى للتعبير عن هيكل رأس المال (kaifeng, 2002) حيث تم استخدام نسبة المطلوبات للغير إلى الأصول للتعبير عن هيكل رأس المال، وقد أعطت هذه النسبة نفس النتيجة السابقة والتي تؤكد العلاقة الإيجابية ذات الدلالة الإحصائية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة.

التوصيات:

من خلال نتائج الدراسة، يوصي الباحث بما يلي:

تبين من خلال الدراسة وجود تفاوت في حجم الشركات المساهمة محل الدراسة، لذلك يوصي الباحث أنه من الضروري عند إعادة الدراسة، أخذ عينة طبقية بناء على الحجم، وذلك من أجل تحسين المعلومات المستقاة من العينة.

- ضرورة إجراء المزيد من الدراسات المتعمقة في مجال العوامل المؤثرة على قيمة الشركة، لتشمل القطاعات الاقتصادية الأخرى، كالبنوك، التأمين، والخدمات، للوقوف على أهم العوامل تأثيراً على قيمة الشركة في هذه القطاعات.

- يوصي الباحث بضرورة إجراء دراسات ميدانية تشمل المدراء الماليين للشركات المساهمة العامة للتعرف على الآلية المطبقة عند تحديد هيكل رأس المال والمعايير التي يتم اتخاذها بعين الاعتبار عند تحديد المزيج الأمثل لمصادر التمويل.

- ضرورة الإفصاح عن طرق التمويل وتكلفتها بالنسبة للمستثمرين الجدد والقدامى، وذلك لأهمية المحتوى الإعلامي لهيكل رأس المال لأصحاب المصالح.

- بصفة عامة، فإن أهم إجراء ينبغي المبادرة به لترشيد قرارات التمويل في الشركات الاقتصادية بشكل عام، وفي الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية بشكل خاص، يتمثل أساساً في تفعيل دور الوظيفة المالية في هذه الشركات؛ وتحديد دورها التحليلي، ومنح صلاحيات أكبر للإدارة المالية لاتخاذ قرارات التمويل بناءً على ما تسفر عليه نتائج الدراسة والتحليل العلميين لمختلف طرق التمويل المتاحة.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- الشامي، مصطفى، (١٩٩٦)، «تحليل الهيكل التمويلي وتحديد القيمة العادلة للمؤسسة لتحقيق أهداف الخصخصة»، دراسة نظرية تطبيقية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٢٤، ص ٧.
- القذافي محمد حسن يعقوب (٢٠٠٨)، «هيكل التمويل وأثره على الأداء المالي لشركات المساهمة في السودان»: دراسة حالة الشركة السودانية للاتصالات المحدودة، كلية الدراسات التجارية.
- المحجوب، فائزة عمر محمد، (٢٠٠٧)، «أثر الهيكل المالي في قيمة المنشأة»: دراسة ميدانية لعينة من شركات القطاع التجاري والخدمي في السودان للفترة (٢٠٠٠م - ٢٠٠٤م)، كلية الدراسات التجارية، السودان.
- النعيمي، عدنان، (١٩٩٢)، «النمو والهيكل المالي» رسالة دكتوراه كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.
- النعيمي، عدنان وآخرون، (٢٠٠٧) «الإدارة المالية؛ النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الميسرة، عمان، ص ٤١٣.
- حنفي، عبد الغفار، (٢٠٠٢)، «أساسيات التمويل والإدارة المالية»، الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر ص ١٠٠.
- دادن عبد الوهاب، (٢٠٠٦)، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الرابع، الجزائر.
- دادن، عبد الغني (٢٠٠٨)، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، مجلة الباحث - عدد ٦.

- عبد الله، عقيل جاسم، (١٩٩٩) «النقود والمصارف، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، ص ٣٤.
- عبد الرحمن، طلعت أحمد، (١٩٨٧)، «أثر التغير في الهيكل التمويلي على ربحية المنشأة» رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- مصطفى، محمد عبده محمد، (١٩٩٧)، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر، رسالة دكتوراه فلسفة إدارة الأعمال، غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، جمهورية مصر العربية، ص ٢١ - ٣٢.
- مليكة، زغيب (٢٠٠٩)، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية- دراسة نظرية تحليلية- مجلة العلوم الإنسانية، بحوث اقتصادية، العدد- ٣١ جوان ٢٠٠٩، المجلد ب، ص. ١٥٣ - ١٧٢.
- محمد، محمد أبكر أحمد، ١٩٩٧م «هيكل رأس المال وأثره على قيمة الشركة السوقية دراسة تطبيقية، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة، الخرطوم، السودان.
- هندي، منير إبراهيم، (٢٠٠٣)، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، ط ٥، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ص ٦٦٦.
- هندي، منير إبراهيم، (١٩٩٨) الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، ص ٥ - ٦٩.
- هندي، منير إبراهيم، (١٩٩٧)، «الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر»، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، ص ٥٧٤.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- **Atrill, Financial Management for Decision Makers, OP.Cit., P 338**
- Bandyopadhyay, (2000), "Economic Value Added an Alternative Performance Measure", Ph.D dissertation, University of Rajasthan
- Barniv, Ran; Samuel B." The Optimal Capital Structure"(1988), Managerial & Decision Economics, U.K. Vol: 9, No:7 .
- Donald R. Lehmann, (2002), "Linking Marketing to Financial Performance and Firm Value", Working paper, Marketing Science Institute
- Eakins, Stanley G. (2002). Finance, 2nd Ed. New York: Addison-Wesley.
- Glenn V. Henderson, JR, Gary L. Trennepohl & James E. Wert,(1984), An Introduction to Financial Management, Addison-Wesley- Publishing Company, [Reading, Mass], P 82.
- Hovakimian,Armen, Tim Opler, and S. Tit man,(2001), "The Debt-Equity Choice" Journal of financial and Quantitative Analysis, Vol.36,No.1,March 2001 P.P 1-24.
- Jobard, J.P, Navette, P, Raimbourg ,(1994), Finance : finance d'entreprise, finance de marchè, diagnostic financier, Dalloz, Paris, 1994, P. 115.
- Kaifeng, Chen,(2002), •" The influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities" , Paper for EFMA, Annual Meeting.
- Khrawish Husni, Khraiwesh Ali,(2010), "The Determinants of the Capital Structure: Evidence from Jordanian Industrial Companies", Journal of King Abdulaziz University : Economics and

<http://www.doai.org/doi?func=openurl&genre=article&issn=13190997&date=2010&volume=24&issue=1&spage=173>

- Modigliani F. & Miller M.H.,(1958), " The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, 48 , Pp 268 -269.
- Nikoiaos, P. Eriotis, Zoe F ., Zoe V ,(2002) " Profit Margin and Capital Structure : An Empirical Relationship ", The Journal of Applied Business Research , Volume 18, November 2.
- Pamela P. Peterson,(1994), Financial Management and Analysis, 1 th Edition, McGraw - Hill, New York, Pp 633 - 634.
- Pandey, I M, (1995), Financial Management. 7 th Edition, Vikas Publishing House Pvt Ltd, New Delhi, 1995, P441.
- -Peter Atrill,(2005), Financial Management for Decision Makers, 4th Edition, FT Prentice Hall, New Yourk, Pp 337 - 338.
- -Weston J. Fred & Thomas E., (1986, Managerial Finance, 8 th Edition, The Dryden Press, Chicago, pp 579 - 580.