

بسم الله الرحمن الرحيم



جامعة عمان العربية للدراسات العليا
كلية الدراسات الإدارية و المالية العليا
قسم التمويل

أثر تركيبية الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي في القيمة السوقية للأسهم 2000 -
2005

**Effect of Capital Structure on Market Value of Corporations Listed on Amman Stock
Market (for the Period from 2000 - 2005**

إعداد

راتب محمد حمد القطامين

إشراف

الأستاذ الدكتور هشام صالح غرابية

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل بكلية الدراسات
الإدارية و المالية العليا في جامعة عمان العربية للدراسات العليا .

2007

التفويض

أفوض أنا الموقع أدناه راتب محمد حمد القطامين جامعة عمان العربية للدراسات العليا بتزويد نسخ من هذه الاطروحة إلى المكتبات، المعاهد، الوكالات و إلى أي أقسام بناء على طلبها.

الاسم: راتب محمد حمد القطامين

التوقيع: 

التاريخ: ٦ / ٩ / ٢٠٢٠

أثر تركيبة الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

على القيمة السوقية للأسهم 2005-2000

إعداد

مراتب محمد حمد القطامين

إشراف

الأستاذ الدكتور هشام صالح غرايبة

نوقشت هذه الأطروحة وأجيزت بتاريخ 2007/8/8م

لجنة المناقشة:

- الدكتور محمد وهيب العلمي رئيساً
- الأستاذ الدكتور مؤيد الدوري عضواً
- الأستاذ الدكتور هشام غرايبة المشرف/عضواً

الإهداء :

إلى من علماني العزة و قوة الإرادة ، درتا فؤادي أبي وأمي ينبوع الرحمة و الحب و الحنان .
إلى إخوتي عرفانا بالإخوة الصادقة فخرا واعتزازا .
إلى زوجتي و رفيقة دربي وفاء للمحبة و الصبر و الإيثار .
إلى نواره القلب ابنتي رغد موضع الأمل و الرجاء .
إلى آخرين أحببتهم حد الاحتراق اكتب لكي لا نسى .

الشكر و التقدير :

الحمد و الشكر لله أولا و أخرا الذي منحني العزيمة و الهمة على السير في طريق العلم واسأله علما نافعا و قلبا خاشعا و يقينا صادقا و بعد .

يسرني إن أتقدم بجزيل الشكر و عظيم الامتنان و صادق المودة و التقدير لأستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور هشام صالح غرابية لإشرافه على هذه الأطروحة و على توجيهاته المستمرة ، و ملاحظاته القيمة التي كان لها الأثر الكبير في إخراجها بهذه الصورة، حيث إنني أقف عاجزا عن إيفاء حقه من الشكر و العرفان و الامتنان سائلا الله إن يجزيه خير الجزاء .

و في الوقت الذي أتقدم فيه بالشكر و التقدير للأساتذة الأفاضل رئيس و أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الأطروحة و على ملاحظاتهم القيمة التي ساهمت في إثراء هذه الأطروحة، كما أتوجه بالشكر و التقدير إلى جامعة الطفيلة التقنية هذه الجامعة التي اعتز بالانتماء إليها ممثلة برئيسها الأستاذ الدكتور سلطان توفيق أبو عرابي لما وفرته لي من وقت طيلة فترة الدراسة .

وأتوجه بالشكر إلى الصديق الوفي فراس القطامين الذي ما تواني عن تقديم المساعدة كلما احتجت لها ، و أتوجه بالشكر الجزيل لكل أستاذ علمني و لو حرفا واحدا عبر سني عمري الدراسية ، ولكل من قدم إلي يد العون و المساعدة .

و ختاماً فان الباحث وهو يعرب عن امتنانه العظيم لكل من ساهم في مساعدته في هذه الدراسة ، ليرجو الله إن تكون هذه الأطروحة في مستوى تلك المساعدة .

و الله ولي التوفيق

الباحث

قائمة المحتويات

ب	التفويض
ت	قرار لجنة المناقشة
ث	الإهداء :
ج	الشكر و التقدير :
ح	قائمة المحتويات
د	قائمة الجداول
ذ	قائمة الملاحق
ر	الملخص
س	ABSTRACT
1	الفصل الأول مقدمة الدراسة
2	1-1 تمهيد :
4	2-1 مشكلة الدراسة :
4	3-1 فرضيات الدراسة :
5	4-1 نموذج الدراسة :
5	المتغير التابع
5	المتغيرات المستقلة
6	5-1 منهجية الدراسة :
6	6-1 مجتمع و عينة الدراسة :
9	7-1 محددات الدراسة :
9	8-1 حدود الدراسة :
10	9-1 التعريفات الإجرائية:
13	الفصل الثاني الإطار النظري و الدراسات السابقة
14	1-2 مفهوم الهيكل المالي و هيكل رأس المال :
15	2-2 هيكل رأس المال :
16	3-2 الهيكل المالي الأمثل (Optimal Capital Structure) :
25	4-2 العوامل المؤثرة في الهيكل المالي :

27.....	5-2 الرافعة المالية Financial Leverage :
30.....	6-2 الدراسات السابقة :
34.....	7-2 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة :
35.....	الفصل الثالث عناصر الهيكل المالي
36.....	1-3 مقدمة :
36.....	2-3 التمويل عن طريق حقوق الملكية و هي :
48.....	3-3 التمويل المقترض :
52.....	4-3 الكلفة المرجحة للأموال (WACC) Weighted Average Cost of Capital :
54.....	الفصل الرابع التحليل الإحصائي
55.....	1-4 عينة الدراسة ومجتمع الدراسة :
56.....	2-4 النتائج الإحصائية :
58.....	3-4 اختبار الفرضيات:
62.....	4 4 الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة: MULTICOLLINEARITY :
64.....	الفصل الخامس النتائج و التوصيات
65.....	1-5 النتائج:
66.....	2-5 التوصيات :
68.....	المراجع
68.....	أولا قائمة المراجع باللغة العربية :
70.....	ثانيا قائمة المراجع باللغة الانجليزية :
72.....	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الجدول	اسم الجدول	رقم الصفحة
1	حجم عينة الدراسة التي تم اختيارها لكل قطاع من القطاعات الفرعية للشركات الصناعية .	9
2	مقارنة بين التمويل عن طريق حقوق الملكية و التمويل عن طريق السندات .	64
3	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	69
4	نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط (المديونية و القيمة السوقية) .	70
5	نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط (الكلفة المرجحة للأموال و القيمة السوقية) .	71
6	نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط (الإرباح المحتجزة و القيمة السوقية) .	72
7	نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط (الهيكل التمويلي و القيمة السوقية) .	73
8	نتائج اختبار تحليل الانحدار المتعدد (العوامل المستقلة مجتمعة و القيمة السوقية) .	74
9	معامل VIF للعناصر المستقلة في الدراسة .	75

قائمة الملحق

رقم الملحق	اسم الملحق	رقم الصفحة
1	شركات قطاع الصناعة المدرجة في سوق عمان المالي	87
2	المؤشرات المالية للشركات الصناعية عينة الدراسة	91

الملخص

أثر تركيبة الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي على القيمة السوقية للأسهم 2000

- 2005 .

إعداد

راتب محمد حمد القطامين

إشراف

الأستاذ الدكتور هشام صالح غرابية

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على اثر تركيبة الهيكل المالي للشركات موضوع الدراسة وهي الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي على القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات و من اجل تحقيق أهداف هذه الدراسة تم الاعتماد على التقارير المالية للشركات عينة الدراسة و هي الشركات الصناعية حيث كانت (54) شركة من أصل (88) شركة و كانت سنوات الدراسة هي الفترة الواقعة بين (2000 - 2005) .

و قد تم استخدام اختبار الانحدار المتعدد (Multiple Regression) لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة للدراسة وهي (المديونية ، الإرباح المحتجزة ، الكلفة المرجحة للأموال ، الهيكل التمويلي) و المتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم) .

هذا فضلا عن استخدام تحليل التباين الأحادي (ANOVA) و استخدام الحزمة الإحصائية (SPSS - Version 11) و هي الحزمة الإحصائية الاجتماعية و الإنسانية (Statistical Package for Social Sciences) و استخدمت كلا من الأساليب الإحصائية التالية :

- 1 - الإحصاء الوصفي (الوسط الحسابي ، الانحراف المعياري ، اعلي قيمة ، اقل قيمة) .
- 2 - تحليل الانحدار البسيط (Simple Regression Analysis) .
- 3 - مقياس (VIF) لقياس مدى الارتباط الداخلي بين المتغيرات المستقلة .
- 4 - معامل ارتباط بيرسون لقياس مدى العلاقة بين المتغيرات المستقلة .

5 - مستوى الدلالة لاختبار الفرضيات .

و لقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

1 - لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المديونية و القيمة السوقية للأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي .

2 - لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكلفة المرجحة للأموال و القيمة السوقية للأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي .

3 - توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإرباح المحتجزة و القيمة السوقية للأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي .

4 - توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي و القيمة السوقية للأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي .

5 - توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوامل المستقلة مجتمعة و هي (المديونية ، و الكلفة المرجحة للأموال ، و الإرباح المحتجزة ، و الهيكل التمويلي) من جهة و القيمة السوقية للأسهم الشركات من جهة أخرى .

و قد اقترح الباحث في ضوء نتائج هذه الدراسة مجموعة من التوصيات فيما يلي أهمها:

1 - ضرورة الاهتمام بالإرباح المحتجزة لمالها من انعكاس مباشر على الاستثمار و المستثمرين ، حيث إن الشركات الصناعية التي تحتجز الإرباح لغايات التمويل و التوسعة تعتبر مؤشراً جيداً لأداء الشركة الصناعية من خلال قيمتها السوقية .

2 - أهمية الأخذ بتركيبية الهيكل المالي و النظر إليه من قبل المحللين و المستثمرين على حدٍ سواء عند النظر إلى القيمة السوقية لأسهم الشركات ، إذ إن الهيكل المالي بما يحوي من الأموال الذاتية (حقوق المساهمين) و الالتزامات طويلة الأجل (القروض طويلة و قصيرة الأجل) يعتبر مؤشراً لمدى قوة أو ضعف الشركة .

3 - إجراء المزيد من الدراسات الميدانية في هذا المجال .

ABSTRACT

Effect of Capital Structure on Market Value of Corporations Listed on Amman
Stock Market (for the Period from 2000-2005

Prepared by:

Rateb Mohammed Al Qatamin

Supervised by:

Prof . Dr Hisham Saleh Gharaiba

This thesis aims at evaluating the effects caused by the capital structure of companies, which are listed in Amman Stock market, on the market values of their shares. To achieve the goals of this study, I heavily relied on analyzing the financial reports of 88 sample companies which included 54 industrial firms. The study lasted from 2000 to 2005.

The Multiple Regression Test was used to signify relations among the independent variables of the study. These variables included: debts, retained earnings, weighted average cost and financial structure. However the market value represents the dependent variable.

ANOVA and the statistical package for social sciences (SPSS – Version 11) in addition to the following statistical techniques have been employed too:

descriptive analysis: (mean, standard deviation, maximum value and minimum value)

simple regression analysis

VIF for measuring internal integration among independent variables

Pearson's correlation coefficient to diagnose relationships among independent variables

Conceptual level for testing hypotheses .

The study concluded that:

There is no statistical relation between debts and the market value of shares owned by the industrial companies that are registered in Amman Stock market .

There is no statistical relation between the weighted average cost I and the market value of shares which belong to the industrial companies in Amman Stock market.

There is a statistically significant relation between the financial structure and the market value of shares owned by the industrial companies in Amman Stock market.

There is a statistically significant relation between retained earnings and market value of industrial companies in Amman Stock market.

There is a statistically significant relation between the independent variables (debt, weighted average cost , retained earnings and financial structure) on one hand and the market value on the other hand.

In the light of these results, the researcher proposed the following recommendations:

It is essential to take the retained earnings into account because of their direct effects on investments and investors. retained earnings by industrial companies for funding and expansion purposes indicate that their performance is good.

It is important for both analysts and investors to consider the financial structure when the market value of companies is counted. In fact, the financial structure which includes personal fortune (Equity) and long term commitments (long term loans) indicates the status of companies.

It is necessary to conduct more field studie about this topic.

الفصل الأول

مقدمة الدراسة

- 1 - 1 تهييد .
- 2 - 1 مشكلة الدراسة .
- 3 - 1 فرضيات الدراسة .
- 4 - 1 نموذج الدراسة .
- 5 - 1 منهجية الدراسة .
- 6 - 1 مجتمع وعينة الدراسة .
- 7 - 1 محددات الدراسة .
- 8 - 1 حدود الدراسة .
- 9 - 1 التعريفات الإجرائية .

الفصل الأول

مقدمة الدراسة

1-1 تمهيد :

يعد توفير مصادر الأموال اللازمة للقيام بالعمليات المختلفة في الشركات من أهم الأمور التي يجب التركيز عليها عند نشوء فكرة تأسيس أي شركة مهما بلغ حجمها، ومهما كانت طبيعة أعمالها .
لذا يعد التحدي الذي تواجهه الشركات خاصة الكبيرة منها هو الوصول إلى المزيج الأمثل من بين جميع مصادر التمويل المتاحة سواء مصادر التمويل الطويلة الأجل منها أم القصيرة الأجل (long or short - term).
و بالتالي فإن من ضرورات القيام بهذه المهمة هو وجود إدارة مالية ذات كفاءة عالية (الراوي وآخرون،2002،ص.11) .

ومن الأسئلة الأساسية والمهمة التي تطرح عند تمويل أي شركة هو كيف للشركة أن تختار مصادر تمويلها المناسبة التي من خلالها تزيد استثماراتها ؟ وبالتالي فإنه على هذه الشركات عند اختيار أي مصدر تمويل أن تنظر إلى كلفة ومدى توافر كل مصدر من هذه المصادر (Berk and Demarzo , 2007 , PP:426,427).
و من هنا تبرز أهمية قدرة الإدارة المالية في الشركات الصناعية على الاختيار والمزج بين جميع هذه المصادر أخذة بعين الاعتبار مزايا وعيوب وكلفة ومدى توافر كل مصدر من هذه المصادر مع إمكانية الاستغلال الأمثل لمصدر التمويل الذي تم اختياره ، بحيث ينعكس أثره على القيمة السوقية للشركة مما يعظم ثروة حملة الأسهم في الشركة وهو الهدف الأساسي للإدارة المالية بالشركة .
لذا جاءت هذه الدراسة لتبين أثر تركيبية الهيكل المالي المختارة في قيمة الشركة السوقية (market value) من خلال دراسة كل مصدر متاح وبيان مدى ملاءمته من حيث الكلفة ، الاستخدام الأمثل ،التوقيت الملائم للحصول على التمويل ، والأثر النهائي على قيمة الشركة .

كما تحاول هذه الدراسة وضع أسس محددة للمفاضلة و الاختيار بين مصادر التمويل المتاحة

التي يمكن تقسيمها إلى :

أولاً : مصادر التمويل الخارجية التي يقصد بها تلك المصادر المتاحة من خارج المنظمة التي تشمل مصادر التمويل قصير الأجل Short -Term Financing ، و تتمثل هذه المصادر في الأموال التي تحصل عليها المنظمة من مصادر خارجية تستحق السداد خلال سنة أو أقل و من أهم أشكال هذه المصادر الائتمان التجاري Trade Credit و الائتمان المصرفي Bank Credit .

ثانياً : مصادر التمويل متوسط الأجل Intermediate-Term Financing و هي عبارة عن الالتزامات التي تستحق السداد خلال عام وتقل عن عشرة أعوام، و تقسم إلى القروض المباشرة Term Loans التمويل بالاستئجار Lease Financing .

ثالثاً : مصادر التمويل طويل الأجل Long-Term Financing وتتكون من حقوق الملكية والديون طويلة وقصيرة الأجل (القروض الطويلة والقصيرة والسندات) (مطاوع ، 2001، ص 369) .

ثانياً : المصادر الداخلية للتمويل وهي عبارة عن الأموال الناتجة من العمليات الجارية للمنظمة و يمكن تقسيمها إلى ما يلي :

1 - الأرباح المحتجزة و تشمل كل الاحتياطيات المكونة لحظة توزيع الأرباح والمخصصات التي لها شكل الاحتياطيات .

2 - الإهلاك وهو عبارة عن تدفق مالي لا يترتب عليه تدفق نقدي يحتجز لأغراض الاستثمار (المنيماوي ، 1999، 104) .

و تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي :

- 1 - دراسة و تحليل جميع مصادر التمويل .
- 2 - دراسة و تحليل جميع العوامل المحددة لمصادر التمويل .
- 3 - دراسة أثر مصادر التمويل المختلفة في القيمة السوقية للأسهم .
- 4 - التوصل إلى الخليط الأمثل للتمويل حيث تكون الكلفة بحدودها الدنيا .

5 - التوصل إلى التوصيات و المقترحات في ضوء نتائج الدراسة .

2-1 مشكلة الدراسة :

تباينت الآراء و المداخل حول تأثير الهيكل المالي في القيمة السوقية للأسهم . و في الواقع تمثل قضية الهيكل المالي وتأثيره في القيمة السوقية للأسهم إحدى القضايا الهامة في نظريات الإدارة المالية . و بالتالي فإن مشكلة هذه الدراسة هو بيان أثر تركيبة الهيكل المالي في القيمة السوقية و يمكن تحقيق ذلك عن طريق الإجابة على الاستفسارات التالية :

- 1 - هل هنالك أثر للكلفة المرجحة للأموال في القيمة السوقية للأسهم ؟
- 2 - هل هنالك أثر لاعتماد الشركة على المديونية في القيمة السوقية للأسهم؟
- 3 - هل هنالك أثر لاعتماد الشركة على الإرباح المحتجزة في القيمة السوقية للأسهم ؟
- 4 - هل هنالك أثر لتغيير أو اختلاف الهيكل التمويلي في القيمة السوقية للأسهم ؟
- 5 - هل هنالك أثر للعوامل أعلاه مجتمعة في القيمة السوقية للأسهم ؟

3-1 فرضيات الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار الفرضيات التالية التي تم صياغتها بالصورة العدمية :

- 1 - الفرضية الأولى
HO : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكلفة المرجحة للأموال في الشركات الصناعية وبين القيمة السوقية للأسهم.
- 2 - الفرضية الثانية :
HO : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اعتماد الشركة على المديونية والقيمة السوقية للأسهم .
- 3 - الفرضية الثالثة :

HO : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين اعتماد الشركة على الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للأسهم .

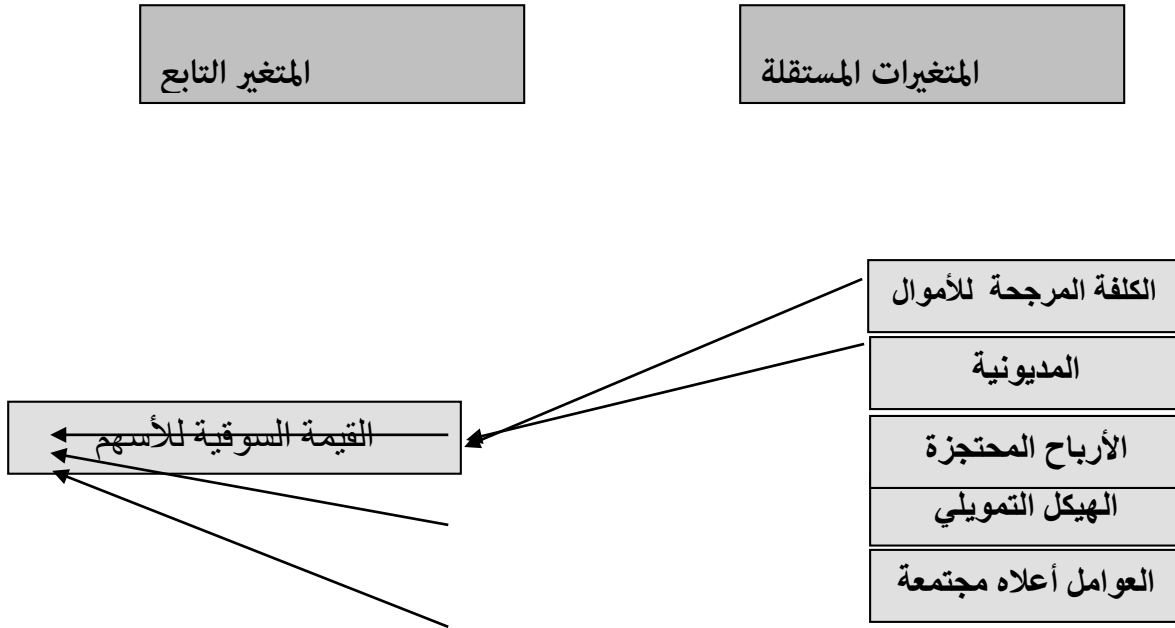
4 - الفرضية الرابعة :

HO : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل التمويل والقيمة السوقية للأسهم .

5 - الفرضية الخامسة :

HO : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة أعلاه و القيمة السوقية للأسهم .

4-1 نموذج الدراسة :



5-1 منهجية الدراسة :

سوف يتم الاعتماد على المنهج الإحصائي الوصفي في عرض و تحليل البيانات و في تقييمها و تفسيرها من خلال إعداد الجداول اللازمة لذلك ، حتى يتم منها استخراج المؤشرات التي تغطي مقاصد الدراسة كما سيتم استخدام معادلات الارتباط لبيان العلاقة بين متغيرات الدراسة وأسلوب الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression Analysis) لبيان الأثر واختبار الفرضيات .

6-1 مجتمع و عينة الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية في الأردن المدرجة في سوق عمان المالي البالغ عددها (88) شركة مصنفة ضمن أحد عشر قطاعاً فرعياً على النحو التالي : (دليل بورصة عمان ، 2006، ص.ص. 3-5) انظر الملحق رقم (1)

الصناعات الدوائية و تشمل الشركات التي تصنع الأدوية و المستلزمات الطبية و تضم (8) شركات .
الصناعات الكيماوية و تشمل الشركات التي تصنع المواد الكيماوية و مواد التنظيف و تضم (13) شركة .
الورق و الكرتون و تشمل الشركات التي تصنع الورق و الكرتون بمختلف أنواعه و تضم (5) شركات .
الطباعة و التغليف و تشمل الشركات التي تقوم بعمليات الطباعة على العبوات التي تستخدم في التغليف وتضم شركتين .

الأغذية والمشروبات و تضم الشركات التي تصنع الغذاء مثل الزيوت و أغذية الأطفال و كذلك الشركات التي تصنع المشروبات و العصائر و تضم (17) شركة .
التبغ و السجائر و تشمل الشركات التي تصنع السجائر و تضم (3) شركات .

التعدين والصناعات الاستخراجية و تشمل الشركات التي تستخرج المواد الاولية مثل البوتاس و الاسمنت و الفوسفات و تضم (13) شركة .

الصناعات الهندسية و الإنشائية و تشمل الشركات التي تصنع الحديد و الألمنيوم و شركات الباطون و تضم (10) شركات .

الصناعات الكهربائية و تشمل الشركات التي تصنع الأجهزة الكهربائية و الكوابل و المواد و الأدوات الكهربائية و تضم (5) شركات .

الصناعات الزجاجية و الخزفية و تشمل الشركات التي تصنع المواد الخزفية و السيراميك التي تستخدم في البناء و شركات الصناعات الزجاجية و تضم (3) شركات .

الأنسجة و الجلود و تشمل شركات الألبسة و الجلود و الصناعات النسيجية و السجاد و تضم (9) شركات .

أما عينة الدراسة فتتكون من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي التي حققت شروط العينة، من حيث حجم رأس المال وتوافر البيانات المالية عنها في سوق عمان المالي بالإضافة إلى عدم توقف تداول أسهمها لمدة تزيد عن ستة أشهر البالغ عددها (54) من أصل (88) شركة موزعة على القطاعات الفرعية لقطاع الصناعة أعلاه بالنسب التالية (دليل بورصة عمان ، 2006، ص 6):

جدول رقم (1)

حجم عينة الدراسة التي تم اختيارها لكل قطاع من القطاعات الفرعية للشركات الصناعية

اسم القطاع	العينة المختارة	نسبة هذه العينة إلى إجمال العينة
الأدوية والصناعات الطبية	4	7 %
الصناعات الكيماوية	8	15 %
الصناعات الكرتونية	2	4 %
الطباعة و التغليف	2	4 %
الأغذية و المشروبات	9	16 %
التبغ و السجائر	2	4 %
الصناعات الاستخراجية و التعدينية	10	19 %
الصناعات الهندسية والإنشائية	6	11 %
الصناعات الكهربائية	4	7 %
صناعات الملابس و الجلود و النسيج	5	9 %
الصناعات الزجاجية و الخزفية	2	4 %
المجموع	54	100 %

7-1 محددات الدراسة :

عدم وجود إفصاح كامل و مفصل ضمن التقارير السنوية الموجودة في سوق عمان المالي التي تصدرها الشركات الصناعية ، مما تطلب مراجعة بعض الشركات أكثر من مرة للحصول على هذه البيانات الخاصة بالدراسة .
التباعد المكاني لإدارات الشركات الصناعية عينة الدراسة ، و توزيعها في مناطق متباعدة مما ترتب عليه صعوبة في الوصول إلى هذه الإدارات من أجل الحصول على البيانات المالية غير المتوافرة في سوق عمان المالي .
مجتمع وعينة الدراسة كبيران ، حيث بلغت الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي (88) شركة موزعة على احد عشر قطاعا فرعيا، و لم يستطع الباحث الحصول على البيانات و التقارير المالية اللازمة لأغراض الدراسة إلا لـ (54) شركة من هذه الشركات، حيث كانت هذه الشركات هي الشركات الممثلة للعينة بنسبة (61.36%) من شركات القطاع الصناعي .

8-1 حدود الدراسة :

تتكون هذه الدراسة من خمسة فصول بما فيها الفصل الأول التمهيدي ، والفصل الثاني الذي يتناول بشيء من التفصيل الهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل من حيث المفهوم و العوامل المؤثرة فيه و مداخل صياغته ، والفصل الثالث تناول موضوع عناصر الهيكل المالي حيث يستعرض هذا الفصل التمويل عن طريق حقوق الملكية و التمويل المقترض و مزايا و عيوب كل مصدر من هذه المصادر بالإضافة إلى طرق احتساب كلفة كل من هذه المصادر ، والفصل الرابع من هذه الدراسة يتناول موضوع التحليل الإحصائي للدراسة حيث تضمن هذه الفصل اختبار صحة فرضيات الدراسة ، والفصل الخامس و الأخير فقد تضمن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة و مناقشتها بالإضافة لأهم التوصيات التي يراها الباحث مناسبة لمعالجة مشكلة الدراسة .

9-1 التعريفات الإجرائية:

1- الهيكل المالي: Financial Structure

وهو مصادر التمويل عن طريق حقوق الملكية و القروض طويلة وقصيرة الأجل ومحاسبيا هي الخصوم أو المطلوبات في الميزانية العمومية (الراوي وآخرون ، مصدر سابق ، ص 17) .

الهيكل المالي = التمويل المقترض + التمويل الممتمك .

التمويل المقترض = التمويل المقترض طويل و قصير الأجل .

التمويل الممتمك = رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة .

2- القيمة السوقية: Market Value

هي القيمة التي تمثل سعر السهم المتداول في سوق الأوراق المالية وهي أهم من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية، وذلك لأنها تعبر مباشرة عن قيمة ثروة المساهم (علي، 2005 ، ص 3) .

3- التمويل طويل الأجل : Long Term- Financing

هو مصادر التمويل التي تستحق الدفع بعد مضي عام واحد و تزيد عن عشر سنوات وعادة تستخدم لتمويل الموجودات الثابتة و تمويل الجزء الثابت من الأصول المتداولة وتنحصر في الأسهم الممتازة و الأسهم العادية و السندات و الأرباح المحتجزة .

4- التمويل متوسط الأجل: Intermediate-Term Financing

هي القروض التي يتم سدادها في فترة تزيد عن سنة وتقل عن عشر سنوات وتقسّم إلى تمويل مباشر و تمويل بالاستئجار، و تتمثل كلفتها بأسعار الفائدة الدارجة في السوق .

5- التمويل قصير الأجل : Short-Term Financing

وهو مجموعة الالتزامات التي لا تتجاوز فترة استحقاقها سنة واحدة وغالبا ما تلجأ إليها الشركات من أجل دفع البرامج التشغيلية و تمويل الأصول المتداولة وذلك على عكس مصادر التمويل طويلة الأجل التي تستخدم في تمويل الاستثمارات الثابتة (الموجودات الثابتة) .

6- التمويل الداخلي: Internal Sources

وهو عبارة عن الأموال الناتجة من العمليات الجارية للشركة مثل الأرباح المحتجزة

7 - التمويل الخارجي: External Sources

هو الأموال التي تحصل عليها الشركات من مصادر تمويلية خارجية مثل البنوك و مؤسسات التمويل

8- الأرباح المحتجزة Retained Earnings :

هي الإرباح المتراكمة سنويا والتي تمثل الفائض المتوافر لدى الشركة بعد إجراء التوزيعات اللازمة وفقا لقانون الشركات ، و يمكن احتسابها من خلال الصيغة التالية:

$$\text{الأرباح المحتجزة} = \text{الأرباح الموزعة لكل سهم} + \text{نسبة النمو في الأرباح الموزعة}$$

القيمة السوقية للسهم

9 - الكلفة المرجحة للأموال : Weighted Average cost

هي عبارة عن مجموع الأوزان الترجيحية لكل مصدر من مصادر التمويل مضروب بكلفة ذلك المصدر و

تحسب بالمعادلة التالية (Watson and Head , 2001,P 191)

$$WACC = \frac{K_e \times E}{(D + E)} + \frac{K_{id}(1 - C_T) \times D}{(D + E)}$$

الفصل الثاني

الإطار النظري و الدراسات السابقة

- 1 - 1 مفهوم الهيكل المالي و هيكل رأس المال .
- 2 - 2 هيكل رأس المال .
- 3 - 2 الهيكل المالي الأمثل .
- 1 - 3 - 2 خصائص الهيكل المالي الأمثل .
- 2 - 3 - 2 مداخل صياغة الهيكل المالي .
- 4 - 2 العوامل المؤثرة في الهيكل المالي .
- 5 - 2 الرافعة المالية .
- 6 - 2 الدراسات السابقة .
- 7 - 2 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة .

الفصل الثاني

الإطار النظري و الدراسات السابقة

أولاً : الإطار النظري :

1- الهيكل المالي وهيكل رأس المال

1-2 مفهوم الهيكل المالي و هيكل رأس المال :

يعرف الهيكل المالي (Financial structure) بأنه مجموع الأموال التي من خلالها تستطيع الشركة تمويل موجوداتها ، و يتمثل ذلك بالجانب الأيسر من الميزانية أي جانب المطلوبات و حقوق الملكية حيث يتضمن التمويل المقترض (Debt Financing . D)، و التمويل عن طريق حقوق الملكية (Equity Financing . E) (James C. and Van Horne ,2002,P.253)

كما يعرف بأنه تركيبة أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول حيث إن الأصول يمكن تمويلها من مصادر متعددة ، مثل رأس المال ، القروض طويلة الأجل (المرسي و اللحلح ، 2006 ، ص 244) .

أي أن الهيكل المالي يتكون من نوعين من التمويل هما :

التمويل المقترض (Debt) الذي يتضمن التمويل المقترض طويل و قصير الأجل .

التمويل عن طريق حقوق الملكية (Equity) الذي يتضمن رأس المال المدفوع و الأرباح المحتجزة

و بالتالي يمكن صياغة الهيكل المالي رياضياً بالشكل التالي :

الهيكل المالي = التمويل المقترض + التمويل عن طريق حقوق الملكية

Financial structure = Debt Financing + Equity Financing

التمويل المقترض = التمويل المقترض قصير الأجل + التمويل المقترض طويل الأجل

Debt Financing = Short-Term Debt Financing + Long-Term Debt Financing

التمويل المقترض قصير الأجل = القروض قصيرة الأجل + الحسابات الدائنة

$$\text{Short-Term Debt Financing} = \text{Short-Term Loans} + \text{Account Payables}$$

التمويل عن طريق حقوق الملكية = رأس المال المدفوع + الإرباح المحتجزة .

2-2 هيكل رأس المال :

هيكل رأس المال (Capital Structure) هو عبارة عن التمويل الدائم الذي يتكون من التمويل الممتمك والتمويل المقترض طويل الأجل، ويعبر عنه رياضياً بالشكل التالي : هيكل رأس المال = التمويل المقترض طويل الأجل + التمويل عن طريق حقوق الملكية .

$$\text{Capital Structure} = \text{Long-Term Debt Financing} + \text{Equity Financing}$$

أي أنه يتكون من القروض طويلة الأجل و الأسهم الممتازة و الأسهم العادية و الأرباح المحتجزة ، و بذلك فإن الهيكل المالي يختلف عن هيكل رأس المال بأنه أعم وأشمل منه وأن هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي، حيث إن الهيكل المالي يتكون من العديد من العناصر مثل القروض والالتزامات طويلة وقصير الأجل (الشحات ، 2000،ص.175) .

من أهم أهداف الإدارة المالية تعظيم ثروة حملة الأسهم عن طريق الإدارة الحكيمة للهيكل المالي للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل من خلال تخفيض الكلفة المرجحة للأموال، مما يؤدي إلى زيادة الأرباح لحملة الأسهم حيث يتم حساب العائد على حقوق الملكية على النحو التالي (مطواع ، 2001 ، ص . 58) :

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح} \div \text{حقوق الملكية.}$$

و من أجل تعظيم ربحية الشركة من خلال تعظيم ثروة المساهمين التي يعبر عنها بارتفاع القيمة السوقية للأسهم ، يجب تحديد مزيج التمويل الذي يؤدي لذلك عن طريق تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل عن طريق الاقتراض و التمويل عن طريق حقوق الملكية في الهيكل المالي، و ذلك لاختلاف درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركة باختلاف نسبة كل من المصدرين في الهيكل المالي (James C. and Van Horne ، 2002،P.254) .

و تعد أفضل نسبة من بين كلا النوعين من التمويل في تكوين الهيكل المالي هي التي تحقق التوازن بين المخاطر والعائد .

و من أبرز المشاكل التي تواجه الإدارة المالية فيما يخص أطار الهيكل المالي ما يلي (الحناوي، 2006، ص 312) :

- 1- وضع سياسة مالية كفؤة للشركة .
 - 2- العمل على اختيار الهيكل المالي الأمثل للشركة بحيث يعمل على تخفيض كلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن.
 - 3- المقدرة على قياس أثر الرافعة المالية في اختيار الهيكل المالي الأمثل .
 - 4- قياس كلفة الأموال بشكل دقيق .
- و بطبيعة الحال فإن لسياسة التمويل أثر كبير في تحديد الهيكل المالي و كلفته ، إذ إن الكلفة تعتمد على تشكيلة الهيكل المالي ، أي بتعبير آخر تعتمد على مساهمة كل نوع من أنواع التمويل في الهيكل المالي ، حيث إنه كلما تم تخفيض كلفة الأموال كلما أدى ذلك إلى زيادة تعظيم أرباح الشركة و بالتالي تعظيم ثروة حملة الأسهم ، الأمر الذي يستوجب حساب المعدل الموزون للكلفة المتمثل بكلفة مزيج الهيكل المالي و العمل على تخفيضها إلى أدنى حد من خلال اختيار أفضل توليفة للهيكل المالي .

3-2 الهيكل المالي الأمثل (Optimal Capital Structure) :

يعرف الهيكل المالي الأمثل بأنه المزيج التمويلي المكون من التمويل عن طريق التمويل الممتمك (E) و التمويل عن طريق الاقتراض (D) الذي يجعل الكلفة المرجحة للأموال في حدودها الدنيا (الحناوي ، 2006 ، ص 312) .

حيث إنه عندما تصل الشركة إلى هذا المستوى تكون قد تمكنت من تعظيم ثروة حملة الأسهم ، و تحديد هيكل مالي أمثل يحقق مجموعة من المزايا للشركة منها (النعيمي وآخرون ، 2007، ص 26-29) :
تخفيض الكلفة المرجحة للأموال.

تعظيم ثروة حملة الأسهم من خلال زيادة قدرة الشركة على إيجاد فرص استثمارية جديدة .

تعظيم العائد على حقوق الملكية .

من وجهة النظر الاجتماعية يحقق منافع عامة من خلال الاستخدام الأمثل للموارد و بالتالي زيادة ثروة المجتمع الكلية عن طريق استغلال الفرص الاستثمارية للمنشات و بالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

و من هنا يتضح أن تحديد الهيكل المالي الأمثل يشكل أمراً على قدر كبير من الأهمية بالنسبة للإدارة المالية ، و بالتالي يترتب عليها اختيار هيكل مالي أمثل يستهدف تحقيق المزايا السابقة ، حيث إن معايير المخاطرة هي :
العائد ، و الكلفة ، و تحدد المزيج الأمثل للهيكل المالي .

2-3-1 خصائص الهيكل المالي الأمثل :

تتمثل خصائص الهيكل المالي الأمثل بما يلي :

1 - الربحية : يقصد بالربحية استخدام الأموال بشكل يجعل العائد المتحقق منها أعلى من كلفة الحصول عليها .

2 - السيولة أو القدرة على خدمة الدين : وهو عدم الاعتماد على الاقتراض لحد يعرض الشركة لحالات العسر المالي و عدم المقدره على سداد الفوائد و أقساط القروض .

3 - المرونة : و تعني عدم جمود الهيكل المالي أي أن يتصف بالقدرة على التعديل بما يسمح بإمكانية تغيير أو تعديل مصادر الأموال وفقاً لما يطرأ من ظروف .

4 - الرقابة أو القدرة على السيطرة على عناصر الهيكل المالي : يقصد بذلك أن تكون لدى الإدارة القدرة على الرقابة على مصادر التمويل و شروطها و تكلفتها حيث يجب أن تعمل هذه الشروط على تقليل درجة الرقابة التي يفرضها المقرضون على أعمال الشركة .

2-3-2 مداخل صياغة الهيكل المالي :

يعد موضوع تحديد الهيكل المالي المناسب وارتباطه بالقيمة السوقية للشركة و كلفة الأموال المرجحة و مدى تأثير ذلك الهيكل في القيمة السوقية للشركة و كلفة الأموال المرجحة موضوعاً جدلياً حيث إن الموضوع يتسم بعدم الوضوح والخلاف في وجهات النظر من قبل المهتمين بالإدارة المالية، حيث إن هنالك أكثر من نظرية حاولت أن توضح العلاقة بين الهيكل المالي ومزيجه من الأموال المقترضة وحقوق الملكية و القيمة السوقية للشركة و كلفة الأموال المرجحة (Watson and Head , 2001 , P.199) .

و بما أن القيمة السوقية تعتمد على كلفة الأموال المرجحة فكلما كانت كلفة الأموال في حدودها الدنيا كانت القيمة السوقية للشركة في حدودها العظمى .

و رغم التناقض والاختلاف بين المدخل التقليدي و مدخل مودكلياني و ميلر حول الرافعة المالية المثلى ، إلا أن معظم مداخل ونظريات الإدارة المالية ركزت بشكل كبير على هذين المدخلين ، وفيما يلي عرض للمداخل الأربعة :

المدخل التقليدي (Traditional Approach)

مدخل مودكلياني و ميلر (Modigliani-Miller Approach)

مدخل صافي الربح (Net Income Theory)

مدخل صافي ربح العمليات (Net Operating Income Theory)

1- المدخل التقليدي (Traditional Approach) :

يطلق مصطلح المدخل التقليدي فيما يخص الهيكل المالي و هيكل رأس المال على تلك الدراسات التي تفترض وجود هيكل مالي أمثل ، حيث إن كل دراسة في هذا المجال تصنف من قبل الباحثين على أنها ضمن المدخل التقليدي وكونها وصفت بالتقليدية لا تعني أنها اكتسبت صفة القدم، بل إن الوصف يستند إلى أن هذه الدراسات افترضت ودون برهنة على صحة الفرضية ، إن الشركة تحدد هيكلها مالياً أمثل يتضمن نسبة مثالية للتمويل المقترض تجعل كلفة التمويل عند حدودها الدنيا (الزبيدي ، 2004 ، ص ، 778) .

ووفقاً للمدخل التقليدي يعترف أنصار هذا المدخل أن كلفة الأموال للشركة يمكن أن تصل إلى أدنى حد لها، وذلك عند مستويات مقبولة من الاقتراض ، وبالتالي فهم يؤيدون فكرة هيكل مالي أمثل يجعل قيمة الشركة السوقية في أقصى حدودها (الحناوي، 2006 ، ص . 330) .

ومن الافتراضات التي يستند عليها المدخل التقليدي أن كلفة التمويل الممتلك تزداد مع كل زيادة في نسبة الاقتراض (الرفع المالي) و السبب في ذلك هو زيادة المخاطرة التي يتعرض لها حملة الأسهم و بالتالي فإن معدل العائد المطلوب الذي يمثل كلفة التمويل الممتلك من قبل حملة الأسهم، يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة الهيكل المالي بسبب زيادة المخاطرة التي يتعرض لها عائد حملة الأسهم (الزبيدي ، 2004 ، ص ، 778) .

و الافتراض الثاني وفق المدخل التقليدي يقول إن كلفة التمويل المقترض تبقى ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي ، ولكن هذه الكلفة تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا تجاوزت الشركة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها .

و بسبب ارتفاع كلفة التمويل عن طريق حقوق الملكية مع تناقص قيمته في تشكيلة الهيكل المالي ، و زيادة مقدار التمويل المقترض بسبب انخفاض كلفته فإن كلفة الأموال المرجحة تبدأ بالانخفاض حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي (Watson and Head , 2001 , P.201 -202) .

ووفقاً للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في الهيكل المالي يمكن أن تنقسم إلى ثلاثة مراحل (الحناوي ، 2006 ، ص.330) :

المرحلة الأولى :

في هذه المرحلة تظهر تغيرات بسيطة في كلفة الأموال المملوكة مع زيادة في مقدار الاقتراض ، ولكن الزيادة في كلفة الأموال المملوكة تكون أقل من المزايا الناتجة عن زيادة الاقتراض ، و في هذه المرحلة فإن كلفة الاقتراض تبقى ثابتة ، ولذلك فإن القيمة السوقية للشركة تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في الهيكل المالي بسبب التغيرات التي تحصل في كلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض (الزبيدي ، 2004 ، ص.781)

المرحلة الثانية :

في هذه المرحلة تكون الشركة قد استخدمت نسبة من الاقتراض بحيث لا تؤثر في القيمة السوقية للشركة وذلك لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على الاقتراض والمتمثلة في انخفاض كلفته سوف يقابله ارتفاع بنفس المقدار في كلفة الأموال المملوكة (الحناوي ، 2006 ، ص.332) . و بالتالي تشكل هذه النقطة ما يعرف بنقطة الاقتراض المثلى .

المرحلة الثالثة :

تتصف هذه المرحلة بأن الشركة تتجاوز في اقتراضها النقطة المثلى، هذا الأمر يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القروض كمصدر رخيص الكلفة وزيادة معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم بسبب زيادة المخاطرة ، وبالتالي ترتفع كلفة الأموال المرجحة و تنخفض القيمة السوقية للشركة (الزبيدي ، 2004 ، ص. 782) .

مدخل مودكلياني - ميلر (Modigliani - Miller Approach) :

يعد مدخل مودكلياني - ميلر من أهم المداخل في الإدارة المالية حيث إنه يشكل اتجاها فلسفيا في الإدارة المالية المعاصرة أساسه و منذ أن نشر الباحثان نظريتهم عام 1958 أنه - وفي ظل غياب الضريبة - فإن القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي، وبالتالي فهم من أكدوا حقا عدم وجود هيكل مالي أمثل (Brigham E.F etal , 1999,P.408).

و حدد الباحثان في سياق نظريتهم علاقة الهيكل المالي بكلفته ، أي أن كلفة الأموال لا تتأثر بتغيير نسبة الاقتراض التي يتضمنها الهيكل المالي، وبذلك فقد استندنا على مجموعة من الافتراضات في صياغة نظريتهم (Gallagher and Andrew , 2001 , P.339) :1- أن شركات الأعمال تتداول الأوراق

المالية في ظل سوق المنافسة الكاملة .

2 - المعلومات متوافرة و متاحة عن جميع الشركات العاملة في السوق المالية (Gallagher .T.J and Andrew J.D ,2001 , P.338)

3 - يمكن للمستثمرين أن يشتروا ما يحتاجون إليه من استثمارات مالية مهما صغر المقدار الذي يرغبون بشرائه والاقتراض بأسعار الفائدة نفسها وبالشروط نفسها التي تحصل فيها شركات الأعمال على القروض (Brigham and Ehrhardt, 2002 , P.642) .

- 4 - يتصف المستثمرون بدرجة عالية من الرشد والعقلانية (الحناوي ، 200 ، ص.336)
- 5 - يمكن تبويب و تصنيف الشركات في مجموعات و ذلك على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط الذي تنتمي إليه ، و بالتالي فان كل شركة داخل كل مجموعة تتعرض للدرجة نفسها من المخاطر (Van Horne) (J.C , 2002 , P.258)
- 6 - تتبع شركات الأعمال سياسة توزيع الأرباح، تقضي بتوزيع كل أرباحها و بالتالي لا يوجد أرباح محتجزة ، إضافة إلى انه لا يوجد ضريبة على دخل الشركات (Van Horne J.C , 2002 , P.253)
- أهم الانتقادات التي وجهت لمدخل مودكلياني- ميلر :
- 1 - بالنسبة للافتراض الأول الذي مفاده أن شركات الأعمال تعمل في ظل سوق منافسة كاملة هو غير موضوعي و ذلك لعدة أسباب منها :
- * عرض الأموال غير مرن .
- * القواعد التي تحكم المعاملات و التصرفات في سوق الأوراق المالية تختلف عنها في سوق السلع .
- * حالة التوازن في سوق المنافسة قد لا تستمر طويلا (الزبيدي ، 2004 ، ص 789) .
- أيضاً فإن المعلومات لا تكون متاحة بالصورة التي وصفت بها وفقاً لمدخل مودكلياني - ميلر وذلك لأن الشركات حذرة في الإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بها و ذلك خوفاً من الضرر بمصلحتها .
- 2 - بالنسبة للافتراض القائل بأن الأشخاص يمكن أن يقترضوا بسعر الفائدة نفسه للشركات، وجه له انتقاد مفاده أنه لا يوجد دليل يدعم ذلك ، كون سعر الفائدة يتحدد بناء على عدة عوامل مثل الظروف الاقتصادية و المالية والمركز المالي للمقترض و مدة القرض (Brigham and Ehrhardt, 2002 , P.677) .

3 - وجود عدد من الشركات بدرجة المخاطر نفسها التي تتعرض لها ، معنى ذلك أن هذه الشركات تتساوي في معدل العائد المطلوب ، و هذا العائد يتأثر بنسبة المديونية حيث كلما ارتفعت نسبة المديونية أدى ذلك إلى ارتفاع معدل العائد لحقوق الملكية، و بالتالي انخفاض كلفة التمويل ، حتى تصل إلى الهيكل المالي الأمثل، لذلك تنعكس هذه النتائج على قيمة الشركة السوقية التي تختلف قيمتها باختلاف نسبة المديونية (Brigham and Ehrhardt, 2002 , P .677)

4 - عدم وجود ضريبة على الدخل هو في الحقيقة أمر غير واقعي بالرغم من أن مودكلياني و ميلر أهملوا هذا الفرض من نظريتهما فيما بعد (Brigham and Ehrhardt, 2002 , P 691)
مدخل صافي الربح (Net Income Approach (NI) :

يفترض مؤيدو هذا المدخل أن الاعتماد على نسبة الاقتراض في الهيكل المالي يعمل على خفض كلفة الأموال و بالتالي زيادة القيمة السوقية للشركة ، و ذلك بسبب أن الانخفاض في كلفة الأموال الناتج عن زيادة نسبة الاقتراض أكبر من الارتفاع في كلفة الأموال المملوكة (الحناوي ، 2006 ، ص. 316) .
يقوم هذا المدخل على مجموعة من الفروض منها (الزبيدي ، 2004 ، ص. 761-762) .
أن الزيادة في استخدام القروض لا يغير من أدراك المستثمرين للمخاطر و نتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك و معدل العائد على السندات و القروض تظل ثابتة و لن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي .
زيادة نسبة الاقتراض (الرفع المالي) في صياغة الهيكل المالي في الشركة يؤدي إلى انخفاض كلفة الأموال المرجحة و بالتالي ارتفاع القيمة السوقية للشركة ، و يعني ذلك من الناحية النظرية الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100% في الشركة ، ستكون الكلفة المرجحة للأموال في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى.
مدخل صافي ربح العمليات Net Operating Income Approach :

يرى مؤيدو هذا المدخل أن القيمة السوقية مستقلة تماما و لا تتأثر بالتغيرات التي تحدث على تشكيلة الهيكل المالي، و السبب في ذلك هو أن القيمة السوقية تتأثر بمخاطر الأعمال التي تؤثر بدورها في الكلفة المرجحة للأموال، وهذا يعني أن كل من ربح العمليات و تكلفة الأموال المرجحة مستقلة عن الهيكل المالي ، لذا تبقى قيمة الشركة ثابتة و مستقلة عن التغيرات في الهيكل المالي وهذا يدل على عدم وجود هيكل مالي مثالي و هو

ما ينادي به أصحاب هذا المدخل (Van Horne J.C , 2002 , pp.254-256)

و يستند هذا المدخل على الافتراضات التالية (الزبيدي ، 2004 ، ص . ص 770-771) :

تحدد القيمة السوقية للشركة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي كلفة الأموال المرجحة ، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية .

يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم يظل ثابتا لا يتغير أيضا .

زيادة مستويات الرفح المالي من خلال الاقتراض بطرح سندات يترتب عليه زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم كونها تمثل مصدر تمويل منخفض الكلفة فان المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض تضيع بسبب مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها ، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع كلفة التمويل الممتمك كلما زادت مستويات الاقتراض .

أن معدل الفائدة على القروض ثابتة .

لا يوجد ضريبة على دخل الشركة .

4-2 العوامل المؤثرة في الهيكل المالي :

هنالك العديد من الاعتبارات و العوامل منها ما هو داخلي و منها ما هو خارجي يجب أخذها بالحسبان عند إقرار الهيكل المالي للشركة ، حيث إن من الأمور الهامة في تحديد الهيكل المالي الوصول إلى درجة مناسبة في نسبة الأموال المقترضة و نسبة الأموال المملوكة، و ذلك من أجل تخفيض الكلفة المرجحة للأموال و الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل، و من هذه العوامل و الاعتبارات التي يجب مراعاتها عند تحديد مزيج الهيكل المالي ما يلي :

1 - معدل استقرار و نمو المبيعات :

يمكن للشركة التي تتصف بنمو في قيمة مبيعاتها أن تعتمد على التمويل المقترض بدرجة أكبر ، إذ من المتوقع أن يترتب على ذلك زيادة العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها المالية بأقل درجة من الخطر، و ذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات و الإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد الشركة صعوبة في دفع هذه الالتزامات (Brigham E.F , 2002 , P .648) .

2 - هيكل الموجودات :

تؤثر تركيبة الموجودات في طريقة التمويل، فالشركة التي تتميز بكثافة موجوداتها من الأصول الثابتة تفضل التمويل المقترض طويل الأجل ، بينما تمتاز الشركات ذات رأس المال العامل الكثيف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الأجل (Brigham .E.F. , P 648) .

3 - درجة المنافسة :

استقرار أرباح الشركات يعتمد بالدرجة الأساس على درجة المنافسة التي تتعرض لها الشركات في سوق الصناعة، حيث كلما زادت درجة المنافسة التي تتعرض لها قل هامش الربح ، وبالتالي تنحسر قدرة الشركة على الاقتراض و ذلك نتيجة انخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من احد مقاييسها عدد مرات تغطية الإرباح للفائدة المدفوعة (الميداني،2004، ص،620) .

4 - الملائمة :

و يقصد بالملائمة أن تكون الأموال مناسبة لمجال الاستخدام ، فيجب أن تحدد الشركة أولا الأصول أو مجال الاستخدام المستقر عليه، و بعد ذلك يتم تدبير الأموال بما يتناسب مع مجالات الاستخدام (الشحات ، 2000 ، ص. 176) .

5 - الخطر :

يقسم الخطر هنا إلى قسمين هما :

أ - الخطر التشغيلي : وهو الخطر المرتبط بطبيعة النشاط و الظروف الاقتصادية و درجة المنافسة ، حيث يتوجب على الشركة الاعتماد على رأس مالها في حالة ارتفاع المخاطر التشغيلية و عدم الاعتماد على القروض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في إمكانية الشركة من خدمة ديونها، و قد تتعرض للإفلاس إذا كانت

أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها المالية (Gitman L.J, 2000,P.450)

ب - الخطر التمويلي : ينتج عن زيادة الاعتماد على القروض في تمويل عمليات الشركة ، و يؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين مما قد يعرض الشركة للفشل في حالة عجزها عن السداد (الراوي وآخرون ، 2002 ، ص.23) .

6 - التوقيت :

المقصود بالتوقيت هو تحديد الوقت المناسب للدخول للسوق من أجل الاقتراض و ذلك بأدنى كلفة ممكنة و أفضل شروط ، و لكن حاجة الشركة للأموال قد تلغي هذه النقطة أحيانا ، و لكن في جميع الأحوال يجب على الشركة أن تكون قادرة على الإلمام بالأسواق المالية و الأحداث المتوقعة (رشاد العصار وآخرون ، 2001 ، ص، 113-114) .

7 - المرونة :

و المقصود بالمرونة هو مقدرة الشركة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في حاجتها للأموال ، أيضا تعني المرونة تعدد البدائل المتاحة أمام الشركة في الحصول على الأموال ، و يتيح توافر المرونة للشركة الأمور التالية (عقل ، 2000 ، ص، 185) :

يكون أمام الشركة حرية الاختيار من بين البدائل المتاحة لمصادر الأموال عندما تقرر التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال المراد استخدامها .
استخدام الأموال عند الحاجة .
القدرة على المساومة مع مصادر الأموال .

5-2 الرافعة المالية *Financial Leverage* :

1 - المفهوم والأهمية :

الرافعة المالية هي عبارة عن استخدام القروض في الهيكل المالي مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية ، وذلك لان الاقتراض مصدر تمويل رخيص نسبيا (الميواني ، 2004 ، ص.599) .

كما يمكن تعريف الرافعة المالية بأنها تمويل الشركة لموجوداتها عن طريق الاقتراض و ذلك لتعظيم معدل العائد المطلوب (Keown and Martin , 2001 , P.402) .

و يعد التمويل المقترض (الدين) أقل كلفة و ذلك بسبب الوفراضريبي الناتج عن طرح الفائدة على الديون كنفقة الأمر الذي يؤدي بالنتيجة إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة ، حيث يؤثر في القيمة السوقية للشركة و هذا يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية (Biernat , 2001 , P.369)

و يتضمن التمويل بالدين التمويل المقترض طويل الأجل و التمويل المقترض قصير الأجل الذي يضم بدوره القروض قصيرة الأجل و الحسابات الدائنة .

و من هذا التقسيم يتبين أن التمويل بالاقتراض ينطوي على التزامات مالية تتمثل بالفوائد ، حيث إن هذه الفوائد هي كلفة هذا النوع من مصادر التمويل .

وبما أن التمويل المقترض يتكون من التمويل طويل الأجل و الذي يرمز له (DL) و التمويل قصير الأجل و يرمز له بالرمز (DS) فإن معادلة التمويل المقترض تكون بالشكل التالي :

$$D1 = DL + DS$$

و لقد حظي التمويل المقترض بالكثير من الاهتمام من قبل الباحثين و ذلك للأسباب التالية :
انخفاض كلفة التمويل المقترض مقارنة بكلفة التمويل الممتلك و بالتالي انخفاض كلفة الأموال المرجحة كلما زادت نسبة التمويل المقترض في الهيكل المالي .

سهولة احتساب و تقدير كلفة التمويل المقترض و المتمثلة بالفوائد .

تخصم الفوائد المدفوعة على القروض من الدخل الخاضع للضريبة .

ارتباط المخاطرة المالية بالتمويل المقترض حيث إن استخدام الدين في الهيكل المالي يقابله ارتفاع معدل العائد على حقوق الملكية مما يترتب عليه زيادة في درجة مخاطر الشركة بمقدار المخاطرة الناتجة عن التمويل المقترض و هي المخاطرة المالية، الأمر الذي يستلزم تحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يوصل إلى التوازن بين العائد و المخاطرة (Shapiro A.C and Balbirer S.D 2000 , P.464)

2 - قياس الرافعة المالية :

هنالك مجموعة من النسب تستخدم في قياس الرافعة المالية هي (النعيمي وآخرون ، 2007 ، ص 102-103

):

أولاً: نسبة الاقتراض :

هذه النسبة هي النسبة الرئيسية في قياس الرافعة المالية و ذلك لأنها تحدد المخاطر المالية، حيث إن ارتفاعها يدل على ارتفاع المخاطر المالية، وهي تبين مدى مساهمة الدائنين في مجموع أموال الشركة ، تحسب وفق الصيغة التالية :

الرافعة المالية = التمويل المقترض / التمويل عن طريق حقوق الملكية

ثانيا : نسبة التمويل قصير الأجل :

تقيس هذه النسبة مدى مساهمة التمويل قصير الأجل في مجموع الأموال و تكمن أهميتها في تخفيض

كلفة الأموال المرجحة و تقاس بالصيغة التالية :

الرافعة المالية = التمويل قصير الأجل / مجموع التمويل

ثالثا : نسبة التمويل المقترض طويل الأجل :

احتساب هذه النسبة يفيد في تقدير كلفة الهيكل المالي و تقاس الرافعة المالية وفق هذه النسبة حسب

الصيغة التالية :

الرافعة المالية = التمويل المقترض طويل الأجل / مجموع التمويل

3 - درجة الرافعة المالية (DFL) Degree of Financial Leverage :

تعرف درجة الرافعة المالية بأنها النسبة المئوية للتغير الحاصل في صافي الدخل مقسوم على النسبة المئوية

للتغير الحاصل في الأرباح قبل الفائدة و الضريبة (Gallagher T.J and Andrew J.D , 2001 P. 333)

$$DFL = \% \Delta NI / (\% \Delta EBIT)$$

حيث إن

$$\Delta \% NI = \text{النسبة المئوية للتغير في الدخل} .$$

$$\Delta \% EBIT = \text{النسبة المئوية للتغير الحاصل في الأرباح قبل الضريبة و الفائدة}$$

يساعد هذا المقياس في تفسير التغير الذي يحدث في العائد على حقوق الملكية الناجم عن استخدام الرافعة

المالية في الهيكل المالي، ففي حالة عدم استخدام الرافعة المالية فإن النسبة أعلاه تكون مساوية إلى واحد صحيح

، و عند استخدام الرافعة المالية تزيد النسبة عن الواحد صحيح ، و هذه الزيادة تعني ارتفاع معدل العائد،

وبالتالي فإن درجة الرافعة المالية تقيس معامل التعظيم للعائد على حقوق الملكية (P.P, 2001, J. Biernet

(369-370) .

6-2 الدراسات السابقة :

2 - 6- 1 دراسة ديرانية، 1992، بعنوان " محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن .

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين بعض المؤشرات المحاسبية وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية في الأردن خلال الفترة 1981 ولغاية 1989 حيث مثلت هذه الشركات مجتمع الدراسة وبلغ عددها (46) شركة، في حين كانت عينة الدراسة (24) شركة، وتم استخدام اختبار ديربن واتسون و اختبار كلموجروف - سميير نوف و التحليلات الوصفية و تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة التي صيغت بالصورة العدمية، و كانت جميعها منبثقة من متغيرات الدراسة التابعة ممثلة بالهيكل المالي والمستقلة (الأصول القابلة للرهن ، التذبذب بالدخل ، النمو ، الربحية ، التميز ، الحجم ، الإعفاءات و الوفورات الضريبية) و قد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية :

1 - وجود علاقة عكسية بين الأصول القابلة للرهن و النمو والحجم والإعفاءات و الوفورات الضريبية و بين نسبة المطلوبات قصيرة الأجل في الهيكل المالي، وبالتالي تم قبول الفرضية الأولى و الثالثة والسادسة والسابعة .

2 - وجود علاقة طردية هامة إحصائياً بين التذبذب بالدخل والربحية و التميز و بين نسبة المطلوبات في الهيكل المالي .

وقد توصلت الدراسة إلى أنه يوجد علاقة بين الأصول القابلة للرهن والدخل وربحية الشركات وحجم الشركات و تمييز الشركات والنمو المتوقع للشركات والإعفاءات والوفورات الضريبية و بين الهيكل المالي. هذا وقد أوصت هذه الدراسة بضرورة العناية بتصنيف مطلوبات الشركات من حيث كونها طويلة الأجل أو قصيرة الأجل ، كما أوصت على ضرورة قيام الشركات بمراجعة سياساتها التمويلية وتقدير إمكاناتها ودراسة مدى مناسبة الاقتراض قصير الأجل أو طويل الأجل لها ومقدرتها على خدمة كلا النوعين وتغطية تكاليفها .

لقد بحثت الدراسة السابقة في مدى تأثير النسب المالية والعوامل الخارجية في الهيكل المالي، في حين جاءت هذه الدراسة لدراسة نسب الاقتراض والأموال المملوكة في الهيكل المالي و تأثيرها في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي .

2 - 6 - 2 دراسة العمارة ، 1992، بعنوان "العوامل التي تحدد تكلفة أموال الملكية في الشركات الصناعية وشركات الخدمات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي .

تناولت هذه الدراسة العوامل التي تؤثر في تكلفة أموال الملكية لشركات قطاعي الصناعة والخدمات المساهمة العامة والمدرجة في سوق عمان المالي، حيث كانت هذه الشركات هي مجتمع الدراسة . وتم استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) capital asset pricing model لحساب تكلفة أموال الملكية .

كما تم استخدام معامل الارتباط و معادلة خط الانحدار من أجل دراسة أثر المتغيرات المستقلة (نسبة أموال الغير إلى حقوق الملكية ، نسبة المبيعات ، نسبة التداول ، مضاعف سعر السهم) على المتغير التابع (تكلفة أموال الغير) وعلاقتها بفرضيات الدراسة التي صيغت بالصورة العدمية .

أما أهم ما خلصت إليه هذه الدراسة من نتائج فهو وجود علاقة موجبة بين تكلفة الأموال المملوكة و بين كل من نسبة أموال الغير إلى حقوق الملكية و نسبة المبيعات إلى حقوق الملكية وعدم وجود علاقة بين نسبة التداول و مضاعف سعر السهم على تكلفة أموال الغير .

وقد توصلت الدراسة إلى توصيات متعددة أهمها التركيز على نسبة المبيعات إلى حقوق المساهمين، ونسبة أموال الغير إلى حقوق المساهمين عند اتخاذ أي قرار يختص بتكلفة أموال الملكية، وكذلك التركيز على توحيد القوائم المالية للشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالي بشكل يساعد على تسهيل عمليات الدراسة والتحليل لهذه الشركات .

يلاحظ على دراسة العمارة بأنها أخذت فقط تكلفة الأموال المملوكة لبيان أثرها في سياسة توزيع الأرباح لقطاعي الصناعة والخدمات ، في حين هذه الدراسة أخذت كلفة مصادر التمويل المقترض والممتلك من اجل بيان أثرها على الهيكل المالي

2 - 6 - 3 دراسة رمضان ، 2004، بعنوان " أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية " .

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة المحتملة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة و معرفة الأسباب التي تدعو المستثمرين الأردنيين إلى تفضيل الأرباح النقدية على الأرباح الرأسمالية .
تكون مجتمع الدراسة من الشركات الأردنية المساهمة المحدودة حيث بلغ عددها (163) شركة في حين كانت عينة الدراسة (69) شركة ، و قد هدفت الدراسة إلى قياس أثر المتغيرات المستقلة (سياسة توزيع الإرباح ، متبقي التوزيعات ، توزيع الأرباح النقدية ، الأرباح النقدية) في المتغير التابع (القيمة السوقية لسعر السهم) حيث تم جمع البيانات المتعلقة بالشركات الواقعة ضمن عينة الدراسة من خلال التقارير الإحصائية الصادرة عن هذه الشركات بشكل سنوي و من منشورات و مطبوعات بورصة عمان للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي الأردني .

وقد توصلت الدراسة إلى عدم اتباع الشركات الأردنية لمنهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية و ذلك بسبب وجود عوامل متعددة تؤثر في قرار توزيع الأرباح النقدية و بالتالي فإن الإدارة تستخدم العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح، والقيمة السوقية للشركة من أجل تعظيم ثروة حملة الأسهم ، عن طريق خلق طلب على أسهم الشركة .

هذا وقد أوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات الأردنية بدراسة رغبات المستثمرين فيها والمتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وتحديد مستوى من الأرباح الموزعة لا يؤثر في ملاءة الشركة المالية و على سعيها لتحقيق البقاء والنمو و الازدهار و تجنب التخفيض المفاجئ للتوزيعات النقدية

جاءت دراسة رمضان لبحث سياسة توزيع الإرباح على القيمة السوقية للشركات لمدة زمنية بلغت عشرة سنوات، في حين هذه الدراسة تسعى إلى تأثير الهيكل المالي بشكل عام في القيمة السوقية للشركات، وبالتالي فإنها تتفق مع الدراسة السابقة في قياس القيمة السوقية للشركات و تختلف عنها في أنها تأخذ الهيكل المالي ككل .

2 - 6 - 4 دراسة (Pattenden ، 2006 ، بعنوان (Capital Structure Decisions Under Classical and Imputation Tax Systems)

لقد تطرقت هذه الدراسة إلى العوامل التي لها الأثر الأكبر في تحديد الهيكل المالي لبعض الشركات الأسترالية ، وقد استخدمت تصميماً تجريبياً و تقنيات إحصائية لإلقاء الضوء على المشاكل الرئيسية التي ظهرت في الدراسات و الأبحاث النظرية لهيكل رأس المال ، كما وأن هذه الدراسة اختبرت بعض العوامل التي تؤثر في الهيكل المالي مثل الضريبة وتأثيرها في نسبة الديون .

2 - 6 - 5 دراسة (Kguyen and Ramachandran ، 2006 ، بعنوان (Capital Structure In Small and Medium-Sized Enterprises)

هدفت هذه الدراسة إلى تعريف و تحديد العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي للمشاريع المتوسطة والصغيرة في فيتنام حيث أظهرت نتائج هذه الدراسة أن معظم هذه المشاريع تستخدم مصادر الأموال قصيرة الأجل في تمويل عملياتها، وأن ملكية الشركة تؤثر في طريقة التمويل المتبعة، كما بينت الدراسة أن حجم مخاطر الأعمال و النمو و حجم الشركة و عدد الفروع والعلاقات مع البنوك لها علاقة إيجابية بتركيبة الهيكل المالي للشركة، كما بينت هذه الدراسة أن الربحية لا علاقة لها بتركيبة هيكل رأس المال .

2 - 6 - 6 دراسة (Omet and Khasawneh ، 2002 ، بعنوان (The Stability Of Dividend Policy and The Importance Of Dividends and Earnings in Share Valuation , A Study Of Jordanian ..(Non-Financial Companies , 2002

تناولت هذه الدراسة سياسات توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركات غير المالية والمدرجة في سوق عمان المالي و ذلك على عينة مكونة من (26) شركة غير مالية وذلك للسنوات 1991-1998 .

و قد توصلت هذه الدراسة إلى أن الشركات الأردنية تتبع سياسات توزيع أرباح مستقرة ، وقد أظهرت أنه ليس فقط قيمة السهم هي ما يحدد و يؤثر في التوزيعات الحالية على الأسهم، بل إن معدل العائد (EPS) وهو من أهم العوامل المؤثرة في توزيعات الأرباح في أسهم الشركات .

وقد خرجت هذه الدراسة بعدة توصيات تم صياغتها على شكل أسئلة ليتمكن الباحثون الآخرون من البحث بها وهي : ما هي محددات التوزيعات للسهم؟ ما هي تركيبة الشركة التي يمكن أن تؤثر في سياسات التوزيعات المتبعة؟ كما أثار الباحث السؤال التالي :

هل لسياسة توزيعات الأرباح غير المستقرة أثر في سياسات إعلان توزيعات الأرباح؟

7-2 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة :

تعتمد هذه الدراسة على الدراسات السابقة و تختلف عنها وتكملها من حيث النقاط التالية :

1 - إن بعض الدراسات السابقة اقتصرت على دراسة بعض العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للشركات و لم تتطرق لدراسة الهيكل المالي بنسبه المختلفة من الاقتراض و الأموال المملوكة على القيمة السوقية .

2 - إن بعض الدراسات السابقة اقتصرت على جانب واحد من الهيكل المالي و هو نسبة الاقتراض دوها اخذ نسبة التمويل المملوكة، في حين هذه الدراسة قامت بأخذ كلا المصدرين من التمويل لبيان مدى تأثير الهيكل المالي في القيمة السوقية لأسهم الشركات .

الفصل الثالث

عناصر الهيكل المالي

- 1- مقدمة .
- 2 - 3 التمويل عن طريق حقوق الملكية .
- 3 - 3 التمويل المقتـرض .
- 3 - 2 - 1 الأسهم العادية .
- 3 - 2 - 2 الأسهم الممتازة .
- 3 - 2 - 3 الإرباح المحتـجزة .
- 3 - 3 - 1 السندات المضمونة و غير المضمونة .
- 3 - 3 - 2 القروض طـويلة الأجل .
- 3 - 4 - الكلفة المرجحة للأموال .

الفصل الثالث

عناصر الهيكل المالي

1-3 مقدمة :

سبق و تم تعريف الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها الشركة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها ، و من ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم ، سواء أكانت تلك العناصر طويلة الأجل أم قصيرة الأجل (هندي ، 1999 ، ص.531)

تلجأ معظم الشركات لمصادر التمويل طويل الأجل من أجل تغطية الإنفاق اللازم لشراء الأصول الثابتة إضافة إلى تمويل الجزء الدائم من الأصول المتداولة ، و بالتالي يمكن تعريفها بأنها تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من مصادر تكون مدتها أكثر من سنة حيث يكون الهدف منها الاستثمار في تمويل الموجودات الثابتة و مواجهة الإنفاق في تمويل الجزء الدائم من الموجودات المتداولة (آل شبيب ، 2007 ، ص.200) .

و تنحصر مصادر التمويل طويلة الأجل في :

2-3 التمويل عن طريق حقوق الملكية و هي :

- 1 - الأسهم العادية .
- 2 - الأسهم الممتازة .
- 3 - الأرباح المحتجزة .

3-3 : التمويل المقترض :

1 - السندات .

2 - القروض المصرفية طويلة الأجل.

التمويل عن طريق حقوق الملكية :

3 - 2 - 1 الأسهم العادية Common Stock :

تعرف الأسهم العادية بأنها مستند يثبت حصة في ملكية الشركة لحامله، لذلك فإن هؤلاء الملاك لا يحصلون أي عائد على أموالهم المستثمرة قبل أن تقوم الشركة بالوفاء بالتزاماتها تجاه الجهات الخارجية مثل الحكومة والدائنين .

و تعد الأسهم العادية بالنسبة للشركة وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل ، حيث إن الشركات المساهمة تعتمد بشكل كبير عليها في تمويل موجوداتها الثابتة (الشحات ، 2000 ، ص.216) .

و ذلك لأن استخدام الأسهم العادية لا يحمل الشركة كلفة أو التزاماً اتجاه الغير ، إلا في حالة أن الشركة حققت أرباحاً و اتخذت قراراً بتوزيع نسبة من هذه الأرباح على المساهمين (آل شبيب ، 2007 ، ص.201) .

و تصدر الأسهم العادية عادة عند تأسيس الشركات و لكن قد تلجأ الشركات إلى إصدار أسهم عادية فيما بعد التأسيس، و ذلك لزيادة رأسمالها المكتتب به و يكون لهذه الأسهم عدة قيم هي : (Van Horne

and John , 1999 , P.P556-557)

1- القيمة الاسمية للسهم Par Value :

يقصد بالقيمة الاسمية تلك القيمة المنصوص عليها في أنظمة و تعليمات و قوانين الشركة في عقد تأسيسها ، وهي عادة القيمة التي يصدر بها السهم عند عقد تأسيس الشركة.

و يعتمد على القيمة الاسمية في تحديد نسبة الربح الموزع على مالكي الأسهم العادية ، و لا يوجد علاقة بين القيمة الاسمية و القيمة السوقية للسهم .

2 - القيمة الدفترية Book Value :

و هي تلك القيمة التي تعكسها سجلات الشركة المحاسبية و يتم احتسابها بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة و حسب الصيغة التالية :

$$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

3 - القيمة التصفية للسهم Liquidation Value :

هي القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حال تصفية أموال الشركة و بالتالي فهي تمثل نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد تسديد كافة التزامات الشركة الخارجية ، ويمكن احتسابها من خلال المعادلة التالية (آل شبيب ، 2007 ، ص. 204) :

$$\frac{\text{صافي المحصل من البيع}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} = \text{قيمة السهم عند التصفية}$$

- القيمة السوقية Market Value :

تمثل القيمة السوقية سعر بيع السهم في السوق، و بالتالي فإنها تتحدد نتيجة التقاء قوى العرض والطلب و بذلك فهي تمثل القيمة الحقيقية للشركة ، ففي حالة أن الشركة تحقق أرباحا تكون القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة الدفترية و القيمة الاسمية و العكس صحيح (Van Horne and John , 1999 , P.557)

5 - قيمة إصدار السهم :

هي القيمة التي بناءً عليها يتم تحديد سعر إصدار السهم و سعر بيعه في الأسواق المالية ، و تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الاسمية و أقل من القيمة السوقية .

مزايا و عيوب الأسهم العادية :

التمويل عن طريق الأسهم العادية كغيره من مصادر التمويل طويلة الأجل له مجموعة من المزايا و العيوب.

مزايا الأسهم العادية :

تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من المزايا منها (Besley and Brigham, 2000 , P.641).
الشركة المصدرة للأسهم العادية لا تتحمل أعباء ثابتة و ذلك لأنها غير ملزمة قانونيا بتوزيع أرباح لحاملي هذه
الأسهم .

لأن الأسهم العادية هي حقوق ملكية و السندات و القروض هي أموال مقترضة فإنها بالتالي كلما زادت عززت
ثقة الشركة أمام الدائنين، و أيضا فإن حامل السهم مالك في حين حامل السند دائن و الفرق واسع بين الاثنين.
الأسهم العادية لا يوجد لها تاريخ استحقاق محدد و بالتالي فهي تشكل مصدر تمويل دائم يمنح الشركة القدرة
على الاستقرار و الاستثمار في وقت واحد ، وهذا يؤدي إلى تقليل درجة المخاطر مقارنة مع مصادر التمويل
الأخرى .

عيوب الأسهم العادية :

على الرغم من هذه المزايا التي تحققها الأسهم العادية إلا أن الاعتماد عليها كمصدر للتمويل طويل الأجل
لا يخلو من بعض العيوب التي من أهمها (Besley and Brigham, 2000 , P.642).

التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية يؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية و بالتالي زيادة عدد من لهم حق
الرقابة على الشركة مما يشكل زيادة في القيود و حرية الحركة للإدارة .

زيادة التكاليف حيث يشكل إصدار أسهم عادية جديدة زيادة في التكاليف وذلك بسبب أن الأرباح التي توزع
على حاملي هذه الأسهم لا تقتطع من الوعاء الضريبي على عكس الفوائد المترتبة على القروض و السندات حيث
إنها غير خاضعة للضريبة .

كلفة إصدار هذه الأسهم أعلى من كلفة إصدار السندات و الأسهم الممتازة و ذلك بسبب عمولات و مصاريف
تدفعها الشركة لقاء إصدار هذه الأسهم .

حقوق حملة الأسهم العادية :

يتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق التالية :

1 - حق التصويت :

بموجب هذا الحق يستطيع حملة هذه الأسهم الإدلاء بأصواتهم في انتخابات أعضاء مجلس الإدارة ، و مجلس الإدارة هو الذي بدوره من ينتخب مديري الشركة و بالتالي تظهر أهمية هذا الحق في مشاركة حملة هذه الأسهم في اختيار إدارة الشركة (Block and Hirt , 2000 , P.P 500-501) .

2 - حق المشاركة :

بمقتضى هذا الحق و عند إقرار سياسة توزيع الأرباح يستطيع حملة هذه الأسهم المشاركة في الحصول على نصيبهم من الأرباح الموزعة بالإضافة إلى نصيبهم من قيمة موجودات الشركة في حالة التصفية و بعد تسديد التزامات الشركة الأخرى (الشنطي وشقر ، 2005 ، ص 86) .

3 - حق الأولوية في الاكتتاب :

يمثل حق الأولوية بالاكتتاب (Pre-emptive Rights) الوسيلة التي بمقتضاها يستطيع حامل السهم أن يحافظ على ملكيته النسبية للشركة و بموجب هذا الحق يستطيع حامل السهم الاكتتاب في الأسهم العادية التي تصدرها الشركة من جديد .

4 - حق نقل ملكية الأسهم :

نظراً لأن هذه الأسهم تمثل حق ملكية لحاملها في الشركة و لأن الشركة لا تعيد قيمة هذه الأسهم لحاملها فإنه إذا رغب حامل السهم التخلص من هذه الأسهم يستطيع نقل حق الملكية إلى مالك آخر ببسر وسهولة .

كلفة الأسهم العادية Cost of Common Stock

يرتبط قياس كلفة الأسهم العادية بالعديد من الصعوبات من أهمها ما يلي (المرسي و اللحلح ، 2006 ص 282-283) :

لا يوجد اتفاق تعاقدي بين الشركة مصدرة الأسهم العادية و حملة الأسهم يحدد بصراحة مقدار العائد المطلوب (تكاليف إصدار الأسهم) خلافا لما يحدث في الأسهم الممتازة و السندات و القروض طويلة الأجل .
إصدار أسهم عادية جديدة يكون له أثره الملموس في مركز حملة الأسهم العادية الحاليين سواء من حيث السيطرة و الرقابة على الشركة أو من حيث التأثير في قيمة الأسهم الحالية و قيمة الإرباح المحتجزة .

إصدار أسهم عادية جديدة يترتب عليه تكاليف إضافية مثل عمولات التسجيل و التسويق و الاكتتاب ، حيث يؤدي هذا الأمر إلى تخفيض القيمة الصافية التي تحصلها الشركة من عملية إصدار هذه الأسهم، و بالتالي تخفيض سعر بيع الأسهم الجديدة عن سعر السوق الحالي للأسهم العادية المتداولة بهدف ضمان تسويق الأسهم الجديدة .

بعض الشركات لا يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية مما يترتب عليه صعوبة تقدير قيمتها السوقية الحقيقية .

الشركات الجديدة التي ترغب في إصدار أسهم عادية يكون هنالك صعوبة في تقدير حجم الأرباح و المخاطر و العوائد المطلوبة لاستثمارات هذه الشركات بسبب عدم وجود بيانات تاريخية حول ذلك و يمكن حساب كلفة الأسهم العادية حسب طريقة الأرباح الموزعة بالصيغة التالية (الصياح و آخرون 2003، ص227) :

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية (1-كلفة إصدار السهم)}} + \text{نسبة النمو المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}$$

3 - 2 - 2 الأسهم الممتازة Preferred Stock :

تعرف الأسهم الممتازة بأنها حصة في ملكية الشركة بموجب هذه الملكية يستطيع حامل الأسهم الممتازة الحصول على عائد محدد يوزع سنويا و لكن بشرط أن تحقق الشركة أرباحا كافية لتغطية مثل هذه التوزيعات . من هنا يتضح أن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية في أن كل منهما يمثل حصة في ملكية الشركة (الحناوي ، 2000 ، ص 308) .

ولكن هنالك بعض الاختلافات بين الأسهم الممتازة و الأسهم العادية هي (الشحات ، ص 222)
 لحملة الأسهم الممتازة حق الأسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على الأرباح .
 غالباً لا يكون لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت الدائم .

أسباب إصدار الأسهم الممتازة :

هنالك مجموعة من الأسباب التي تدعو الشركة لإصدار الأسهم الممتازة فيما يلي أهمها :

1 - المرونة Flexibility :

في حالة أن الشركة تتعرض لمصاعب مالية يتعذر معها تحقيق أرباح فإنها تمتنع عن توزيع عوائد الأسهم الممتازة دون أن تتعرض لمساءلة قانونية كإشهار الإفلاس كما يحدث في حالة عدم مقدرة الشركة على دفع فوائد السندات ، وتقوم بتأجيل توزيع هذه الأرباح للسنوات التالية التي تحقق فيها أرباح و تقوم بتوزيعها.

2 - الرفع المالي Financial Leverage :

المقصود بالرفع المالي هو مقدرة الشركة على استخدام الأموال ذات التكلفة الثابتة من اجل تعظيم أثر التغيير في الربح التشغيلي على التغيير في ربح السهم ، ولان عائد الأسهم الممتازة يشكل عبئاً ثابتاً على الشركة فإن ذلك يحقق لها القدرة على استخدام الرفع المالي (الشنطي و شقر، 2005، ص 93).

3 - جذب فئات معينة من المستثمرين :

بسبب أن عوائد الأسهم العادية هي عوائد غير مؤكدة و تتغير من عام لآخر و لان الشركة غير ملزمة بتوزيع هذه العوائد، و أيضا بسبب أن عوائد الأسهم الممتازة أعلى من عوائد السندات و ذلك لأن مخاطر الأسهم الممتازة تعد في الغالب أعلى من مخاطر السندات لزيادة درجة المخاطر التي يتحملها حملة الأسهم الممتازة، فإن المستثمرين يتوجهون باستثماراتهم نحو العائد الأعلى و شراء الأسهم الممتازة

4 - تمويل عمليات الاندماج Mergers :

عندما ترغب شركة كبرى الاندماج مع شركة أخرى غالبا ما تكون أصغر حجماً من الشركة طالبة الاندماج تحاول الشركة الكبرى إقناع حملة الأسهم العادية في الشركة الصغرى بالمزايا التي تتحقق لهم بعد الاندماج حيث تقوم هذه الشركة بإصدار أسهم ممتازة يحصل عليها أصحاب الشركة الصغرى مما يؤمن لهم عائد سنوي ثابت يحدد هذا العائد على ضوء العوائد التي كان يحصل عليها حملة الأسهم العادية في الشركة الصغرى.

5 - عدم وجود تاريخ استحقاق :

الأسهام الممتازة لا يوجد لها وقت استحقاق محدد و بالتالي فإن الشركة المصدرة لهذه الأسهم تكون غير ملزمة بسداد قيمة هذه الأسهم في وقت معين، مما يعفيها من تحمل أعباء مالية إضافية .

6 - استخدام أموال الغير دون السماح لهم بالاشتراك في إدارة الشركة :

لأن حملة الأسهم الممتازة لا يتمتعون بحق التصويت و بالتالي فهم لا يستطيعون التصويت في انتخابات مجلس إدارة الشركة و من ثم فإن هذا الأمر يترتب عليه عدم التدخل في إدارة الشركة مما يجعل الشركات تلجأ إلى إصدار أسهم ممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية في حالة زيادة رأس مال الشركة، و ذلك خوفاً من دخول عناصر جديدة لها حق التدخل في سياسة الشركة .

حالات إصدار الأسهم الممتازة :

تلجأ الشركات في الغالب لإصدار أسهم ممتازة و تفضيلها عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل الأخرى في الحالات التالية (أل شبيب ، 2007 ، ص 208) :

في حالة عدم مقدرة الشركة الحصول على القروض من المؤسسات المالية بسبب ارتفاع معدلات الفائدة أو بسبب ارتفاع مديونية الشركة .

الاستفادة من المتاجرة بالملكية أي إذا كانت كلفة إصدار الأسهم الممتازة اقل من كلفة إصدار الأسهم العادية . تفضل الشركات إصدار الأسهم الممتازة على القروض و السندات و ذلك لأنه لا يترتب على الشركة فوائد أو أقساط تكون مجبرة على سدادها .

مزايا و عيوب الأسهم الممتازة :

الأسهام الممتازة كغيرها من مصادر التمويل لها مجموعة من المزايا والعيوب يمكن أن نوجزها كالآتي :

أولا : مزايا الأسهم الممتازة (Block and Hirt , 2000 , P.513) :

إصدار الشركة للأسهم الممتازة يمنح الشركة الحق في استدعاء هذه الأسهم في حال رغبت بذلك ، و عادة ما تلجأ الشركات لاستدعاء هذه الأسهم إذا لم تعد بحاجة لأموال هذه الأسهم أو أرادت التخلص من الأعباء السنوية التي تفرضها هذه الأسهم أو في حال أنها حصلت على مصدر تمويل جديد.

إن الأسهم الممتازة لا يلزم الشركة إجراء توزيعات سنوية ، حيث انه بإمكان الشركة تأجيل التوزيعات دون تعرضها لعقوبات قانونية .

إصدار أسهم ممتازة يسهم في تخفيض نسبة مديونية الشركة و بالتالي يمنحها زيادة الطاقة الافتراضية إذا اضطرت لذلك مستقبلا .

ثانيا : عيوب الأسهم الممتازة (العصار و آخرون، 2001 ، ص 98) :

الارتفاع النسبي لكلفة الأسهم الممتازة مقارنة بكلفة الاقتراض و ذلك بسبب الوفورات الضريبية و بسبب أن حملة الأسهم الممتازة يتحملون مخاطر أعلى من المقرضين و بالتالي فإنهم يطلبون عوائد أعلى .
أن حملة الأسهم الممتازة في حالة إفلاس الشركة يحصلوا على عوائدهم بعد المقرضين .

كلفة الأسهم الممتازة Cost of Preferred Stock :

تعرف كلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة و هذا المعدل هو توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي السعر الذي تحصل الشركة عليه من بيع سهم واحد من إصدار جديد للأسهم الممتازة .

و يتم حساب كلفة الأسهم الممتازة حسب المعادلة التالية (Gallagher and Andrew , 2001 P.299)

$$K_p = \frac{D_p}{(P_p - F)}$$

حيث أن :

K_p : كلفة الأسهم الممتازة المصدرة .

D_p : صافي الربح الموزع للسهم .

P_p : السعر السوقي .

F : مصاريف الإصدار.

3 - 2 - 3 الأرباح المحتجزة Retained Earnings:

هي أرباح تحققت و لكن الشركة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، و ذلك من أجل إعادة استثمارها في التوسع أو زيادة الطاقة الإنتاجية للشركة عن طريق إضافة خطوط إنتاجية جديدة ، والأرباح المحتجزة في هذه الحالة تعد مصدراً من مصادر التمويل الداخلية و من ضمن حقوق الملكية وتلجأ الشركات لهذا المصدر لتمويل استثماراتها عندما تتوقع عوائد استثمار تفوق العائد المتحقق في حالة توزيعها على حملة الأسهم.

و بالتالي فإن الأرباح المحتجزة تمثل أحد مصادر التمويل طويل الأجل الهامة و تظهر كجزء من حقوق الملكية في الميزانية (العصار و آخرون ، 2001 ، ص 99) .

مزايا الأرباح المحتجزة :

يمكن إيجاز مزايا الأرباح المحتجزة بما يلي (الشنطي و شقر ، 2005 ، ص ، 98) :

1 - مصدر متاح لكل الشركات الرابعة .

2 - توافرها بسهولة دون جهد الدخول في مفاوضات أو وضع شروط .

3 - لا تؤثر في السيطرة على إدارة الشركة .

نظريات سياسة توزيع الأرباح :

هنالك ثلاث نظريات تطرقت لسياسة توزيع الأرباح هي (النعيمي وآخرون، 200، ص45-456) :

نظرية عدم ملاءمة التوزيعات (Dividend Irrelevance Theory) : هنالك جدل حول ملاءمة سياسة توزيع الأرباح على تحديد سعر السهم ، حيث إن (Miller and Modiglian) قالوا إن سياسة توزيع الأرباح غير ملاءمة لتحديد سعر السهم على اعتبار أن سعر السهم يتحدد وفقاً للقدر الإيرادية للشركة ووفقاً لمخاطر أعمال الشركة ، و بالتالي فإن السعر هو أثر للأرباح الناتجة عن أعمال الشركة و ليس للطريقة التي تقسم بها الأرباح بين التوزيعات و الاحتجاز .

نظرية عصفور باليد (Bird in the hand Theory) : إن الفرض الذي نص على (عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع و معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية) أثار جدلاً كبير حيث جادل كل من جوردن و لنتنر بأن معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية ينخفض بازدياد التوزيعات النقدية لأن المستثمر أقل تأكيداً من استلام العوائد الرأسمالية الناتجة من احتجاز الأرباح من تأكده من الأرباح المستلمة (الموزعة) نقداً ، لكن (M&M) جادلا بأن المستثمر لا يفرق بين قيمة ما يتم توزيعه من عوائد و ما يتم احتجازه ، وأطلقا على وجهة نظر جوردن و لنتنر اسم عصفور باليد وذلك لأن (M&M) يعتقدان أن معظم المستثمرين يخطئون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في أسهم الشركة أو في أسهم شركة أخرى مماثلة، و بالتالي فالخطورة في المدى الطويل هي خطورة أعمال الشركة و ليس سياسة توزيع الأرباح .

نظرية التفضيل الضريبي (Tax Preference Theory) : هنالك ثلاثة أسباب للتفكير بأن المستثمرين يفضلون التوزيعات القليلة على التوزيعات العالية :

في أغلب الأحيان فإن ضريبة الأرباح الرأسمالية أقل من ضريبة الأرباح الموزعة و بالتالي فإن المستثمرين الذين يملكون معظم الأسهم قد يفضلون قيام الشركة بحجز الأرباح وإعادة استثمارها من جديد، و بالتالي فإن احتجاز الأرباح قد يؤدي إلى زيادة سعر السهم ، حيث يتم استبدال العوائد الجارية ذات الضريبة الأعلى بالعوائد الرأسمالية ذات الضريبة الأقل .

أن الضرائب المستحقة على العوائد الرأسمالية لا تدفع إلا في حالة بيع السهم ، و بسبب القيمة الزمنية للنقود فإن تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلاً أقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة حالياً .

إذا تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وفاته فإن الورثة لن يدفعوا ضريبة أرباح رأسمالية لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم .

العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح :

هنالك العديد من العوامل التي يتوقف عليها اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو بعضها أو احتجازها و من هذه

العوامل ما يلي (الشحات ، 2000 ، ص 107-109) :

متطلبات النمو :

يعد النمو هدفاً لكل شركة وبالتالي التوسع و النمو في نشاط الشركة يحتاج إلى مصادر تمويل ، كذلك فكلما زادت معدلات النمو ارتفعت نسبة الأرباح المحتجزة و العكس صحيح

2 - استقرار الأرباح :

عندما تتمتع الشركة بميزة استقرار الأرباح ترتفع نسبة الأرباح المحتجزة وذلك لأنها تكون قادرة على التنبؤ بحجم أرباحها المستقبلية و لكن في حالة عدم استقرار الأرباح يحدث العكس.

3 - القدرة الائتمانية للشركة :

كلما كانت الشركة قادرة على الحصول على الأموال عن طريق الاقتراض انخفضت نسبة الأرباح المحتجزة، وذلك لان اعتبارات السيولة تكون أقل تأثيراً، ولكن إذا كانت قدرة الشركة الائتمانية ضعيفة يؤدي ذلك إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة لكي تتمكن من توفير السيولة اللازمة لتمويل استثماراتها .

4 - متطلبات الديون :

على الرغم من الأولوية في حالة تحقق أرباح سداد التزامات الشركة للمقرضين قبل توزيع عوائد الأسهم الممتازة و الأسهم العادية إلا أن بعض المقرضين يشترطون سداد القروض قبل توزيع الأرباح و بالتالي ففي هذه الحالة ترتفع نسبة الأرباح المحتجزة .

كلفة الأرباح المحتجزة Cost of Retained Earnings :

ينظر لتكلفة الأرباح المحتجزة من الناحية النظرية بأنها تكلفة ضمنية تساوي تكلفة التمويل عن طريق حقوق الملكية و ذلك لأنها تشكل جزءاً من حقوق المساهمين ، و بالتالي فإن تكلفة هذه الأرباح تساوي العائد المطلوب من قبل المساهمين ، أي أن $K_r = K_e$.

أما من الناحية العملية فقد تكون كلفة الأرباح المحتجزة أقل من كلفة التمويل عن طريق حقوق الملكية وذلك إذا كان دخل المساهمين خاضع للضريبة هذا من ناحية، و من ناحية أخرى إذا كانت إعادة استثمار هذه الأرباح من قبل المساهمين يتطلب عمولات للوساطة (Gitman L.J , 2000 P.462) .

و يمكن احتسابها من خلال الصيغة التالية (الميداني ، ص 647-648) (الإدارة المالية ، عبد الستار الصياح ، 2003 ، ص 230) :

$$\text{كلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم} + \text{نسبة النمو في الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم}}$$

3-3 التمويل المقترض :

3 - 3 - 1 السندات Bonds :

السندات عبارة عن وثيقة تنشأ علاقة بين طرفين الأول الشركة مصدرة السندات و الثاني حامل السند و تعد السندات من أهم مصادر التمويل طويلة الأجل (Besley S. and Brigham E.F , 2000 , P.666) أيضا من التعاريف الأخرى للسندات أنها أداة دين تصدرها الشركة و تحمل قيمة اسمية و تاريخ استحقاق محدد و يحدد العائد حتى الاستحقاق على السند عن طريق معدل الخصم و سعر السند في السوق (الميداني ، 2004 ، ص 541) .

السندات المضمونة و غير المضمونة :

يمكن تقسيم السندات حسب الضمان إلى نوعين هما :

1 - السندات المضمونة بعقار Mortgage Bonded :

هذا النوع من السندات يكون مغطى برهن عادة ما يكون عقارات و تكون القيمة الاسمية للرهن أعلى من القيمة الاسمية للإصدار وذلك حتى يكون هنالك هامش ضمان أكبر ، و في حالة عدم مقدرة الشركة على سداد الفائدة أو قيمة السندات وقت الاستحقاق عادة ما يتم تصفية الرهن لسداد الالتزام (Brigham E.F, 2002, P.1028) .

2 - السندات غير المضمونة Unsecured Bonds :

هذا النوع من السندات يكون مصدر ضمانته قوة الشركة الإيرادية و مركزها المالي ، ولكن في حالة إفلاس الشركة فإن حملة السندات الغير مضمونة يدرجون مع المقرضين العامين للشركة ، و من أجل حماية هؤلاء عادة ما يوجد في عقد إصدار هذا النوع من السندات بعض البنود التي توفر الحماية لهم كأن يمنع رهن موجودات الشركة لمقرضين آخرين (Brigham E.F, 2002, P.1028)

مزايا و عيوب السندات :

السندات مثلها مثل باقي مصادر التمويل طويلة الأجل لها مجموعة من المزايا و العيوب يمكن إيجازها بالشكل التالي :

أ - مزايا السندات :

إصدار السندات لا يترتب عليه إشراك حاملها في أرباح الشركة حيث إنه في حالة أن الشركة حققت أرباحاً فإن حامل السند لا ينال سوى الفوائد المترتبة على السندات .

بسبب أن السندات لها فوائد وبالتالي فإنها تشكل تكاليف و تستقطع من الوعاء الضريبي و هي بهذه الصورة تخفض من الكلفة المرجحة للأموال(رشاد العصار وآخرون، 2001، ص 90) .

الرقابة المفروضة على إدارة الشركات في حالة السندات تكون أقل بكثير منها في حالة الأسهم، و ذلك لأنها لا تمنح حامل السندات حق المشاركة في إدارة الشركة (رشاد العصار وآخرون، 2001، ص 90) .

كلفة السندات و المتمثلة بالفوائد تكون معروفة و محددة مسبقا و بالتالي عادة ما تكون أقل من العائد المطلوب للأسهم العادية .

وجود شرط الاستدعاء للسندات يتيح للشركة مرونة أكثر في تعديل هيكلها المالي المناسب (الشنطي و شقر ، 2005 ، ص 103) .

ب - عيوب السندات :

بسبب أن السندات طويلة الأجل يترتب على ذلك مخاطر مالية و ذلك نتيجة تغير التوقعات و الخطط حيث قد تصبح عبئا على الشركة .

الفوائد المترتبة على السندات هي في حقيقة الأمر التزام على الشركة و في حالة عدم تحقق أرباح أو تذبذبها فإن ذلك يشكل تهديداً للشركة بعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها .

في حالة مغالاة الشركة بإصدار سندات برهان قد يحول دون حصولها على أموال مستقبلية بضمانة موجوداتها إذا احتاجت لذلك .

خصائص السندات :

السندات هي من الديون طويلة الأجل ، فهي صكوك مديونية تتضمن وعدا بالدفع خلال مدة طويلة (تزيد عن سنة مالية واحدة) تصدرها شركات أو جهات حكومية ، فالسند هو حصة في قرض طويل الأجل مدفوع لتلك الجهة ، ومن أهم خصائص السندات ما يلي (النعيمي وآخرون ، 2007 ، ص 203-204) :

لها قيمة اسمية (Nominal Value) : هي القيمة التي تعد الجهة المصدرة للسند بدفعها في المستقبل لحامل السند رداً لأصل الدين و تعد القيمة القانونية للسند و تثبت على وجه السند ولا يمكن تغييرها مهما تبدلت الظروف الاقتصادية .

تحمل معدل فائدة اسمي (كوبوني) (Nominal Rate of Return) : الفائدة الدورية تحدد كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند مقابل استخدام المدين (الجهة المصدرة) المال المدفوع من قبل الدائن (حامل السند) ، و تحسب تلك الفائدة بضرب معدل الفائدة الاسمي في القيمة الاسمية .

لها تاريخ استحقاق (Maturity Date) : هو التاريخ الذي تعد الجهة المصدرة للسند برد القيمة الاسمية فيه ، و هناك استحقاق أصلي وهو المدة الواقعة بين تاريخ الإصدار و تاريخ الرد و تنخفض هذه المدة بانقضاء الوقت .

القابلية للاستدعاء (Call Provision) : بعض السندات يتضمن عقد الإصدار شرطا يعطي للمصدر حق رد السندات في تاريخ قبل تاريخ الاستحقاق الأصلي ، حيث يستفيد المصدر للسند من هذا الشرط في حالة انخفاض أسعار الفائدة السوقية .

كلفة التمويل عن طريق السندات :

يمكن إجمال عناصر كلفة السندات فيما يلي (رشاد العصار وآخرون ، 2001 ، ص91) :

- 1 - الفائدة السنوية التي تدفع بمعدل ثابت على قيمة السندات الاسمية .
 - 2- مصاريف وعمولات إصدار السندات .
 - 3 - عمولات توزيع السندات .
 - 4 - خصم إصدار السندات و هو إصدار السند بقيمة أقل من قيمته الاسمية .
- و يمكن حساب تكلفة السندات من خلال الصيغة التالية :

$$\text{تكلفة التمويل للسند الواحد} = \frac{\text{إجمالي الكلفة السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار للسند}} \times 100\%$$

حيث أن :

1 - أجمالي الكلفة للسند الواحد = الفائدة السنوية على السند + نصيب السند من عمولة الإصدار بعد توزيعها على السنوات .

2 - متوسط الاستثمار للسند = القيمة الاسمية للسند + قيمة إصدار السند

2

3 - 3- 2 القروض طويلة الأجل :

هي أموال تحصل عليها الشركة من السوق المصرفي مثل البنوك و المؤسسات المالية و شركات التأمين ، و تتمثل تكلفتها بسعر الفائدة الذي يتم الاتفاق عليه بين الشركة و مصدر القرض و تتسم هذه القروض بطول الأجل، و في بعض الأحيان قد يتم الاتفاق بين المقرض و المقترض على عدم تحديد سعر الفائدة خاصة إذا كانت أسعار الفوائد تتجه نحو الارتفاع ، هذا من ناحية و من ناحية أخرى قد يتم الاتفاق على سداد القرض دفعة واحدة أو على شكل دفعات متعددة بتواريخ محددة (أيمن الشنطي و وآخرون ، 2005 ، ص. 99-100) .

العوامل المحددة للتمويل بالاقتراض :

لا تستطيع الشركات الاقتراض بشكل مفتوح و دون حدود و ذلك للأسباب التالية :

وجود بعض النصوص في أنظمة الشركات (أحياناً) تحدد مقدار ما تستطيع اقتراضه و كذلك الحال بالنسبة لمقدار ما يمكن اقتراضه .

عدم وجود ضمانات كافية لدى الشركات تقدم كنوع من التأمين لصالح المقرض .

محدودية القدرة على خدمة الدين .

3-4 الكلفة المرجحة للأموال (WACC) *Weighted Average Cost of Capital* :

بالرغم من أن الإدارة المالية في الشركات تهتم بكلفة كل مصدر من مصادر الأموال المكونة لهيكلها المالي ، إلا أن الاهتمام الأكبر هو حساب كلفة المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ، و سبب هذا الاهتمام يرجع إلى تباين مساهمة كل مصدر من مصادر التمويل في الهيكل المالي بالإضافة إلى تباين كلفة كل مصدر ، و ذلك من أجل الوصول للهيكل المالي الأمثل للشركة ، و بالتالي تظهر أهمية البحث عن الكلفة الكلية للأموال المكونة للهيكل المالي ، و الذي يتمثل في شكل متوسط مرجح أو موزون لكلفة كل عنصر من عناصر مصادر التمويل و هو ما يقصد به كلفة الأموال المرجحة و المعروفة (WACC) حيث يمثل هذا المعدل الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل الإدارة المالية أو هو العائد الذي يجب إن تحققه الشركة على استثماراتها للمحافظة على قيمة الأسهم لديها (Besley and Brigham , 2000 , P.433) .

$$WACC = \Sigma [WdKdT + WpsKps + WsKs]$$

حيث إن :

$$Wd = \text{نسبة القروض} .$$

$$Wps = \text{نسبة الأسهم الممتازة} .$$

$$Ws = \text{نسبة الأسهم العادية} .$$

$$KdT = \text{كلفة القروض بعد الضرائب} .$$

Kps = كلفة الأسهم الممتازة .

Ks = كلفة الأسهم العادية .

جدول (2)

مقارنة بين التمويل عن طريق حقوق الملكية و التمويل عن طريق السندات (الشحات ، 2000 ، ص، 237) :

وجه المقارنة	الأسهم	السندات
صفة حامله	مالك للشركة	دائن للشركة
ما يحصل عليه حامل الورقة	أرباح غير محددة	فوائد محددة
درجة التأكد من الحصول على عوائد	الأرباح غير مؤكدة التحقق و غير مؤكدة التوزيع و تاريخها غير محدد	الفائدة ثابتة ومؤكدة الاستحقاق و تاريخها محدد
القابلية للسداد و الاستدعاء	غير قابلة للسداد أو الاستدعاء و ليس لها أجل	قابلة للسداد و الاستدعاء و لها أجل
التدخل في الإدارة و التصويت	يحق لحملة الأسهم في الغالب الأعم التدخل في الإدارة و التصويت	لا يحق لحملة السندات التدخل في الإدارة أو التصويت
الضمان	لا يقدم ضمان لها	في بعض الأحيان يقدم ضمان لحامل السند

الفصل الرابع التحليل الإحصائي

- 4- 1 عينة ومجتمع الدراسة .
- 4 - 2 النتائج الإحصائية .
- 4 - 3 اختبار الفرضيات .
- 4 - 4 الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة .

الفصل الرابع التحليل الإحصائي

1-4 عينة الدراسة ومجتمع الدراسة :

لدراسة بيانات البحث تم أخذ عينة مكونة من (54) شركة صناعية من أصل (88) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان ، وتشكل العينة المختارة ما نسبته (61.36%) من حجم عينة الدراسة الأصلي ، وهي نسبة ممثلة ، وقد أخذت البيانات المالية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للسنوات التالية (2000،2001،2002،2003،2004،2005) بناء على الأسس التالية:

1- توافر البيانات الكافية لاحتساب كل من :

* المديونية (debt) .

* الأرباح المحتجزة (Retained Earnings) .

* الكلفة المرجحة للأموال (WACC).

* الهيكل التمويلي (Capital Structure).

* القيمة السوقية للأسهم (Market Value) .

2- شملت الدراسة (54) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان (انظر الملحق (1)).

3- استمرار التداول على أسهم الشركات خلال فترة الدراسة ، وأن لا يكون قد تم إيقاف التداول عن أسهم هذه الشركات مدة تزيد عن (6) على شهور متتالية .

4 - اعتمدت الدراسة على الوسط الحسابي للشركات موضع الدراسة وعلى مدار فترة الدراسة (6) سنوات ، حيث اعتمدت البيانات النهائية والتي خضعت لعملية التحليل على المتوسطات الحسابية للمتغيرات المستقلة وهي المديونية ، الأرباح المحتجزة ، الكلفة المرجحة للأموال، الهيكل التمويلي والمتغير التابع - القيمة السوقية .

التعريفات الإجرائية وتحديد المتغيرات :

- *1- المديونية وهي مصادر تمويل الشركة ، والأموال التي اقترضتها الشركة وأعدمت هنا التمويلات طويلة الأجل .
- *2- الأرباح المحتجزة : هي الأرباح المتراكمة سنويا والتي تمثل الفائض المتوافر لدى الشركة بعد إجراء التعديلات اللازمة وفقا لقانون الشركات .
- *3- الكلفة المرجحة للأموال : وهي عبارة عن مجموع الأوزان الترجيحية لكل مصدر من مصادر التمويل مضروب بكلفة ذلك المصدر .
- *4- الهيكل التمويلي : وهي مصادر التمويل طويل الأجل و قصير الأجل ومحاسبيا هي الخصوم أو المطلوبات في الميزانية العمومية .
- *5- القيمة السوقية : وهي سعر إغلاق تداول أسهم الشركة في نهاية العام ، ورمز لها بالرمز . mkt .

2-4 النتائج الإحصائية :

تم إجراء الدراسة العملية باستخدام الحقيبة الإحصائية المعروفة (SPSS - VERSION .11) وهي الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية والإنسانية (STATISTICAL PACKAGES FOR SOCIAL SCIENCES) . وقد استخدمت كلا من الأساليب الإحصائية التالية:

- 1- الإحصاء الوصفي (الوسط الحسابي ، الانحراف المعياري ، أعلي قيمة ، أقل قيمة) .
- 2 - تحليل الانحدار البسيط (Simple Regression Analysis) .
- 3- تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) .
- 4- مقياس VIF لقياس مدى الارتباط الداخلي بين المتغيرات المستقلة .
- 5- معامل ارتباط بيرسون لقياس مدى قوة العلاقة بين المتغيرات .

6- مستوى الدلالة لاختبار الفرضيات .

ولإعطاء تصور عام عن قيم ومتغيرات الدراسة ، فقد تم استخدام الإحصاء الوصفي الذي يعد من الأساليب الإحصائية الناجحة لبيان المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية وأقل قيمة و أعلى قيمة، ويبين الجدول (3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة للأعوام موضع الدراسة وكما يلي :

جدول (3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	اقل قيمة	اعلى قيمة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
المديونية	0.015	0.646	0.288	0.169
الكلفة المرجحة للأموال	0.011	0.0895	0.042	0.186
الأرباح المحتجزة	0	2,847,710	391,721	656,000
الهيكل التمويلي	1,404,506	393,036,500	31,688,263	73,321,315
القيمة السوقية للسهم	0.39	12.15	2.453	2.176

يلاحظ من الجدول (3) أعلاه أن الوسط الحسابي لمديونية الشركات الصناعية الأردنية قد بلغ (0.288) ، في حين بلغت أقل مديونية لإحدى الشركات (0.015) ، و بلغت أعلي مديونية (0.646) بينما بلغ الانحراف المعياري (0.169) ، أما الكلفة المرجحة للأموال فقد بلغ وسطها الحسابي (0.042) وبانحراف قدره (0.186) ، أما الأرباح المحتجزة فقد بلغت بالمتوسط (391,721) ديناراً أردنياً ، في حين تراوحت الأرباح المحتجزة بين (0 - 2,847,710) ديناراً أردنياً ،

و بلغ الانحراف المعياري للأرباح المحتجزة حوالي (656,000) ديناراً أردنياً . أما بالنسبة للهيكل التمويلي فقد بلغ بالمتوسط (31,668,263) ديناراً وبانحراف قدره (73,321,316) ديناراً ، كما تراوح الهيكل التمويلي للشركات موضع الدراسة بين (1,404,506) في حده الأدنى ومبلغ (393,036,500) في حده الأعلى ، أما القيمة السوقية فقد بلغت بالمتوسط (2.453) ديناراً لكل سهم وانحراف قدره (2.716) وهذا دليل على الأداء الجيد الذي حققته الشركات الصناعية (54) شركة موضع الدراسة ، كما بلغت أقل قيمة سوقية لإحدى الشركات مبلغ (0.39) ، وبلغت أعلى قيمة سوقية (12.15) ديناراً أردنياً بالمتوسط .

4-3 اختبار الفرضيات:

* الفرضية الأولى:

H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المديونية والقيمة السوقية للأسهم .

H1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المديونية والقيمة السوقية للأسهم .

ولاختبار الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار والذي يقيس العلاقة بين المتغير المستقل (المديونية) ، والمتغير

التابع (القيمة السوقية) ، ويبين الجدول التالي (4) نتائج الفرضية :

جدول (4) نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط (المديونية*القيمة السوقية)

النتيجة	sig	R2	Pearson (R)
لا توجد علاقة	0.359	0.016	-0.127

تشير المعطيات الإحصائية في الجدول (4) ، إلى أن قوة العلاقة (R) تساوي (-12.7 %) بين المتغير المستقل (المديونية) والمتغير التابع (القيمة السوقية) ، وهي علاقة عكسية ضعيفة ، وبلغت قيمة R2 (1.60 %) ، أي أن المديونية تفسر ما نسبته (1.6 %) فقط من التباين الحاصل في القيمة السوقية للسهم ، و يلاحظ أن قيمة مستوى الدلالة SIG تساوي (0.359) وهي أعلى من (0.05) ، لذلك تقبل الفرضية العدمية H0 والتي تقتضي بعدم وجود علاقة بين المديونية والقيمة السوقية .

* الفرضية الثانية :

H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكلفة المرجحة للأموال وبين القيمة السوقية للأسهم .

H1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكلفة المرجحة للأموال وبين القيمة السوقية للأسهم .

ولاختبار الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط بين الكلفة المرجحة للأموال والقيمة السوقية ، والجدول (5) يبين نتائج التحليل وكما يلي:

جدول (5) نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط (الكلفة المرجحة للأموال*القيمة السوقية)

النتيجة	sig	R ²	Pearson (R)
لا توجد علاقة	0.074	0.06	-0.245

تبين النتائج الإحصائية الواردة في الجدول (5) ، أن قوة العلاقة (R) تساوي (24.50 - %) بين المتغير المستقل (الكلفة المرجحة للأموال) والمتغير التابع (القيمة السوقية) ،. ويلاحظ أن قيمة R² تساوي (6.0 %) بمعنى أن الكلفة المرجحة للأموال تفسر ما نسبته (6.0 %) فقط من التباين الحاصل في القيمة السوقية للسهم وهي نسبة ضعيفة ، وجاءت قيمة مستوى الدلالة SIG أعلى من (0.05) وهي (0.074) ، لذلك تقبل الفرضية العدمية (H0) والتي تنص على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكلفة المرجحة للأموال والقيمة السوقية .

* الفرضية الثالثة :

H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للأسهم .

H1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للأسهم.

واستخدم نفس الاختبار لتحليل نتائج العلاقة بين المتغير المستقل (الأرباح المحتجزة) والمتغير التابع (القيمة السوقية) ، ويبين الجدول (6) نتائج الفرضية على النحو التالي :

جدول (6) نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط (الأرباح المحتجزة*القيمة السوقية)

النتيجة	sig	R2	Pearson (R)
توجد علاقة	0.000	0.240	0.490

تبين نتائج التحليل أن قيمة مستوى الدلالة SIG تساوي (0.000) وهي أقل من (0.05) وهي دليل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة (المتغير المستقل) والقيمة السوقية للأسهم (المتغير التابع)، ومما يعزز ذلك أن معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين يساوي (49 %) ، وهي علاقة طردية جيدة ، و أن قيمة R2 تساوي (24%) ، بمعنى أن الأرباح المحتجزة تفسر ما نسبته (24 %) من التباين الحاصل في القيمة السوقية للسهم وهي نسبة جيدة لذلك تقبل الفرضية البديلة (H1) و التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة و القيمة السوقية للأسهم .

* الفرضية الرابعة :

H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية للأسهم .

H1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية للأسهم.

ولدى اختبار تحليل الانحدار البسيط والذي يقيس العلاقة بين المتغير المستقل الأرباح المحتجزة والمتغير التابع

القيمة السوقية و الجدول (7) يبين النتائج على النحو التالي :

جدول (7) نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط (الهيكل التمويلي*القيمة السوقية)

النتيجة	sig	R2	Pearson (R)
توجد علاقة	0.023	0.096	0.390

تبين نتائج التحليل إن قيمة مستوى الدلالة SIG تساوي (0.023) وهي أقل من (0.05)، وهي دليل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي (المتغير المستقل) والقيمة السوقية للأسهم (المتغير التابع)، ومما يعزز ذلك أن معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين يساوي (39 %) وهي علاقة طردية جيدة، وكما إن قيمة R2 تساوي (9.6 %)، أي أن الهيكل التمويلي للشركات الصناعية يفسر ما نسبته (9.6 %) من التباين الحاصل في القيمة السوقية للسهم. لذلك تقبل الفرضية البديلة (H1) و التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية للأسهم.

* الفرضية الخامسة:

H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوامل المستقلة والقيمة السوقية للأسهم .

H1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوامل المستقلة والقيمة السوقية للأسهم.

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد ، والذي يقيس العلاقة بين المتغيرات المستقلة مجتمعة والمتغير التابع القيمة السوقية ، ويبين الجدول (8) ذلك على النحو التالي :

جدول (8) نتائج اختبار تحليل الانحدار المتعدد (العوامل المستقلة مجتمعة*القيمة السوقية)

النتيجة	sig	R2	Pearson (R)
توجد علاقة	0.000	0.390	0.625

تبين نتائج التحليل الانحدار المتعدد إن قيمة مستوى الدلالة SIG تساوي (0.000) وهي أقل من (0.05) ، وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوامل المستقلة (المديونية ، الأرباح المحتجزة ، الكلفة المرجحة للأموال ، الهيكل التمويلي) من جهة والقيمة السوقية للأسهم من جهة أخرى ، وقد جاء معامل ارتباط بيرسون بدرجة طردية مرتفعة نسبيا (0.625) ، وتبين لدينا أن قيمة معامل التفسير قد بلغت R2 تساوي (0.39 %) ،

و بمعنى أن العوامل المستقلة آنفة الذكر للشركات الصناعية تفسر ما نسبته (39 %) من التغير الحاصل في القيمة السوقية للسهم ، وهذه نسبة ضعيفة نوعا ما وذلك بسبب وجود عوامل أخرى مؤثرة لذلك تقبل الفرضية البديلة (H1) و التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة و القيمة السوقية للأسهم .

4 4 الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة: *MULTICOLLINEARITY* :

لتحديد الارتباط المتداخل بين المتغيرات الدراسة المستقلة ، فقد تم استخدام مقياس (VIF) وهو اختصار (VARIANCE INFLATION FACTOR) والهدف منه تحديد ما إذا كان هنالك ارتباط عالٍ بين متغيرات الدراسة المستقلة ، فإذا كان معامل VIF أعلى من (5) فذلك يعني أن هناك تشابها في المعلومات التي تقدمها متغيرات الدراسة المستقلة ، الأمر الذي يضعف نموذج الدراسة ، وإذا كان معامل VIF أقل من (5) فذلك يعني أنه لا يوجد هناك ارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة ، ويبين الجدول (9) نتائج التحليل وكما يلي :

جدول (9) معامل VIF للعناصر المستقلة في الدراسة

المتغير	VIF معامل
المديونية	1.224
الكلفة المرجحة للأموال	1.142
الأرباح المحتجزة	1.037
الهيكل التمويلي	1.112

يتضح من تحليل معامل VIF أن الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة كان أقل من (5) وكما هو موضح أعلاه ، لذلك لا يمكن القول إن هنالك ارتباطاً عالياً بين متغيرات الدراسة المستقلة ، وبالتالي يمكن الوثوق والاعتماد على النموذج الذي تقدمه الدراسة .

الفصل الخامس النتائج و التوصيات

5 - 1 النتائج .

5- 2 التوصيات .

الفصل الخامس النتائج والتوصيات

1-5 النتائج:

1- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المديونية والقيمة السوقية للأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، ويعزو الباحث ذلك إلى أن المستثمر لا يتطلع لمديونية الشركات بقدر ما يتطلع لحجم نشاطها و سمعتها وحجم تداول أسهمها في السوق ، وبالتالي فإن عدم وجود علاقة ما بين المديونية و القيمة السوقية يكون منطقياً.

2- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكلفة المرجحة للأموال وبين القيمة السوقية للأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وذلك لأن كلفة الأموال لا تؤثر على القيمة السوقية للأسهم بالنسبة للشركات على الأقل على المستوى القريب، وهذه النتيجة تخالف ما توصلت إليه دراسة العمارنة ، ويعزو الباحث ذلك إلى أن هذه الدراسة أخذت تكلفة جميع عناصر الهيكل المالي، في حين أخذت الدراسة السابقة فقط تكلفة الأموال المملوكة، و من المعروف أن التمويل عن طريق حقوق الملكية أكثر كلفة من التمويل عن طريق الاقتراض .

3- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وذلك لأن الشركات التي تكون رابحة يكون مستوى الطلب على أسهمها مرتفعاً من قبل المستثمرين ، الذين يبحثون في استثماراتهم عن الشركات التي تحقق أرباحاً سنوية، و بالتالي ترتفع القيمة السوقية لهذه الزيادة في الطلب عليها ، وهذه النتيجة متفقة مع النتائج التي توصلت لها دراسة ديرانية و دراسة عباد حيث إن هذه الدراسات أوضحت أن الإدارة تستخدم العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للشركة من أجل تعظيم ثروة حملة الأسهم ، عن طريق خلق طلب على أسهم الشركة .

4- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية للأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، و هذه نتيجة منطقية حيث إن الشركة كلما كانت معتمدة على التمويل عن طريق الاقتراض كانت القيمة السوقية لأسهمها مرتفعة، وذلك بسبب تدني كلفة التمويل المقترض مقارنة مع التمويل عن طريق حقوق الملكية .

5- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوامل المستقلة مجتمعة وهي (المديونية ، والكلفة المرجحة للأموال، والإرباح المحتجزة ، والهيكل التمويلي) من جهة ، والقيمة السوقية للأسهم من جهة أخرى و يعزو الباحث وجود مثل هذه العلاقة لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة و الهيكل التمويلي من جهة كمتغيرين مستقلين و القيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة ديرانية فيما يخص الأرباح المحتجزة حيث توصلت الدراسة السابقة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح والهيكل التمويلي .

2-5 التوصيات :

- 1- توصي الدراسة بضرورة النظر إلى الأرباح المحتجزة لما لها من انعكاس مباشر على الاستثمار والمستثمرين ، حيث إن الشركات الصناعية التي تحتجز الأرباح لغايات التمويل والتوسعة تعد مؤشرا جيدا لأداء الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان من خلال قيمتها السوقية.
- 2- توصي الدراسة إلى أهمية الأخذ بالهيكل التمويلي والنظر إليه من قبل المحللين والمستثمرين على حد سواء عند النظر إلى القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية ، إذ إن الهيكل التمويلي بما يحوي من الأموال الذاتية للشركات (حقوق المساهمين) والالتزامات طويلة الأجل يعد مؤشرا لمدى قوة أو ضعف الشركة .
- 3- توصي الدراسة بعدم الاهتمام و التركيز على المديونية بتركيبه الهيكل المالي للدراسات ذات الفترات القصيرة و ذلك لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للمديونية على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان ، فاعتماد الشركات الصناعية على الديون طويلة الأجل لا يؤثر في القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية ، كما أن اعتماد الشركات الصناعية على الديون طويلة الأجل لا يهم المستثمرين أو حاملي أسهم هذه الشركات .

4- لم يثبت أن الكلفة المرجحة للأموال (Weighted Average Cost) وهي عبارة عن مجموع الأوزان الترجيحية لكل مصدر من مصادر التمويل مضروبة بتكلفة ذلك المصدر علاقة مع القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان ، فعوامل العرض والطلب واهتمامات المستثمرين لا علاقة لها بالكلفة المرجحة للأموال ، و بالتالي توصي الدراسة بأخذ متغيرات أخرى ذات علاقة بالقيمة السوقية لدراساتها في دراسات متعلقة بموضوع الهيكل المالي من قبل باحثين آخرين .

5- توصي الدراسة بإجراء المزيد من الأبحاث وخاصة في مجال العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم الشركات ، ودراسة عوامل أخرى ، أو إجراء الدراسة على قطاعات مختلفة أخرى كالبنوك أو شركات التأمين أو شركات الخدمات .

المراجع

أولا قائمة المراجع باللغة العربية :

- آل شبيب ، دريد كامل ، 2007 ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، عمان ، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة .
- الحناوي ، محمد صالح (2000) الإدارة المالية والتمويل ، مصر ، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع .
- الحناوي ، محمد صالح ، 2006 ، الإدارة المالية ، الإبراهيمية ، الدار الجامعية.
- الحناوي ، محمد صالح و العبد ، جلال إبراهيم ، 2006 ، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات ، الإبراهيمية ، الدار الجامعية .
- حنفي ، عبد الغفار و القايز ، رسمية ، 2000، أساسيات الإدارة المالية ، مصر ، المكتب العربي الحديث.
- ديرا نية ، رسلان نوري (1992) ، محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة الجامعة الأردنية : عمان ، الأردن .
- الراوي ، خالد و بركات ، عبد الله و الرمحي ، نضال ، 200 ، نظرية التمويل الدولي ، الأردن ، دار المناهج للنشر والتوزيع .
- رمضان ، عماد زياد (2004) ، أثر سياسات توزيع الإرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة عمان العربية : عمان ، الأردن .
- الزبيدي ، حمزة محمود ، 2004 ، الإدارة المالية المتقدمة ، عمان ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع والطباعة.
- الشحات ، نظير رياض محمد ، 2000 ، الإدارة المالية والعمولة ، المنصورة ، المكتبة العصرية.
- الشنطي ، أيمن و شقر ، عامر ، 2005 ، الإدارة و التحليل المالي ، عمان، دار البداية .

الصياح ، عبد الستار مصطفى و العامري ، سعود جايد ، 2005 ، الإدارة المالية ، الأردن ، دار وائل للنشر .
العصار ، رشاد و الأخرس ، عاطف والشريف ، عليان و الهنيني ، أيمن و الجعبري ، احمد ، 2001 ، الإدارة المالية
والتحليل المالي ، عمان ، دار البركة للتوزيع والطباعة .

عقل ، مفلح ، 2000 ، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي ، عمان ، دار المستقبل للنشر والتوزيع .
علي ، شريف حسن (2005) ، دليل المستثمر الصغير لاستثمار أمواله في سوق الأوراق المالية ، عمان ، الأردن .

العمارنة ، أسماء إبراهيم (1992) ، العوامل التي تحدد تكلفة أموال الملكية في الشركات الصناعية وشركات
الخدمات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الأردنية: عمان
، الأردن .

المرسى ، جمال الدين واللحج، احمد عبد الله ، 2006، الإدارة المالية،الإبراهيمية ،الدار الجامعية
مطاوع ، سعد عبد الحميد (2001) ، الإدارة المالية ، مصر ، دار الكتب للطباعة والنشر .
مطاوع ، سعد عبد الحميد ، (2001) ، الإدارة المالية ، الإبراهيمية ، الدار الجامعية .

المنياوي ، جاد (1999) . الإدارة المالية، الجزء الأول قرارات التمويل ، مصر : دار العلوم و الثقافة للنشر .
النعيمي،عدنان تايه و الساقى ، سعدون مهدي و سلام ، أسامة عزمي و موسى ، شقيري نوري ، 2007 ، الإدارة
المالية النظرية و التطبيق ، عمان ، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة .

الميداني ، محمد أيمن عزت ، 1999، الإدارة المالية في الشركات ، الرياض، مكتبة العبيكان
هنيدي ، منير إبراهيم ، 1998 ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، الإسكندرية ، منشأة المعارف .
هنيدي ، منير إبراهيم ، 1999 ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر ، الإسكندرية ، المكتب العربي الحديث .

ثانيا قائمة المراجع باللغة الانجليزية :

Berk , J. and Demarzo ,P. (2007) , Corporate Finance , Edition 1 , Addison – Wesley .

Besley S. and Brigham E.F (2000) Essentials of Managerial Finance , USA , Dryden Press .

Biernat .J. (2001) Essentials of Corporate Finance , New York , McGraw .

Block S.B and Hirt G.A (2000) Foundation of financial Management , New York , McGraw-Hall .

Brigham E.F and Ehrhardt M.C (2002) Financial Management Theory and Practice , South Western , Thomson Learning .

Brigham E.F and Gapenski L.C and Daves P.R (1999) Intermediate Financial Management , Dryden Press .

Gallagher T.J and Andrew J.D (2001) Financial Management Principles and Practice , New Jersey , Prentice Hall .

Gitman L.J (2000) Managerial Finance , USA , Pearson Education International .

Martin . K. and Scott . P. (2001) Foundations of Finance , -----

Nguyen, T.D. And Ramachandran , N. (2006)Capital Structure In Small and Medium – Sized Enterprises ,The Case Of Vietnam , Asean Economic Bulletin Vol.23 , N2 , p 192,208, 209 .

Omit, G , and Khasawneh, J , (2002) The Stability of Dividend Policy and The Importance of Dividends and Earnings in Share Evaluation , Abhath Alyarmouk Humanities and Social Sciences V18, N 4A , December , P .153-164 .

Pattenden , K (2006) , Capital Structure Decisions Under Classical and Imputation Tax Systems , Australian Journal Of Management , Vo 32 , Jun 2006

Shapiro A.C and Balbierer S.D (2000) Modern Corporate Finance ,New Jersey , Prentice Hall .

Van Horne J.C and Wachowicz J.M (2000) Fundamentals of Financial Management , New Jersey , Pearson Education , Prentice Hall .

Van Horne J.C (2002) Financial Management and Policy , New Jersey , Prentice Hall .

Van Horne J.C and Wachowicz J.M (1999) Fundamentals of Financial Management , New Jersey , Pearson Education , Prentice Hall .

Watson D. and Head A. (2001) Corporate Finance Principles and Practice , England , Pearson Education .

Watson D. and Head A. (2001) , Corporate Finance Principles and Practice Second Edition , Pearson Education , England .

الملاحق

ملحق رقم (1)

شركات قطاع الصناعة المدرجة في سوق عمان المالي

الرقم	اسم الشركة
الأدوية و الصناعات الطبية	
	العربية لصناعة الأدوية
	دار الدواء للتنمية و الاستثمار
	المركز العربي للصناعات الدوائية و الكيماوية
	الشرق الأوسط الدوائية
	المتكاملة للمشاريع المتعددة
	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية
	الأردنية لإنتاج الأدوية
	الحياة للصناعات الدوائية
الصناعات الكيماوية	
	مصانع المنظفات الكيماوية العربية
	الصناعات الكيماوية الأردنية
	العالمية للصناعات الكيماوية
	الوطنية لصناعة الكلورين
	الصناعات و الكبريت / جيمكو
	السلفوكيماويات الأردنية
	الموارد الصناعية الأردنية

الصناعات البتر وكيماوية الوسيطة	
الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية	
رافيا الصناعة للأكياس البلاستيكية	
الصناعية التجارية الزراعية / الإنتاج	
الأردنية الكويتية للمنتوجات الزراعية	
العربية لصناعة المبيدات و الأدوية البيطرية	
صناعات الورق والكرتون	
العربية لتصنيع و تجارة الورق	
مصانع الورق و الكرتون الأردنية	
الصناعات الوطنية	
العربية للاستثمار و التجارة الدولية	
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	
الطباعة و التغليف	
الاتحاد للصناعات المتطورة	
الإقبال للطباعة و التغليف	
الأغذية و المشروبات	
الألبان الأردنية	
الأردنية لتجهز و تسويق الدواجن	
الاستثمارات العامة	
العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية	
الكوثر للاستثمار	

المواشي و الدواجن	
الوطنية للدواجن	
المصانع العربية الدولية للأغذية و الاستثمار	
دار الغذاء	
العصرية الغذائية و الزيوت النباتية	
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	
مجموعة الشرق الأوسط للاستثمارات الدولية	
ملح الصافي الأردني	
أمانة للاستثمارات الزراعية و الصناعية	
اتحاد الصناعات الكيماوية و الزيوت النباتية	
الوطنية الأولى لصناعة و تكرير الزيوت النباتية	
عافية العالمية	
التبغ و السجائر	
مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ و السجائر	
الدخان و السجائر الدولية	
التبغ و السجائر الأردنية	
الصناعات الاستخراجية و التعدينية	
مناجم الفوسفات الأردنية	
مصانع الاسمنت الأردنية	
البوتاس العربية	
حديد الأردن	

العربية لصناعة الألمنيوم/ ارال	
الوطنية لصناعة الصلب	
الوطنية لصناعة الألمنيوم	
العامة للتعدين	
الاستثمارات و الصناعات المتكاملة	
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	
الدولية لصناعات السيليكا	
مغنيسيا الأردن	
الترافرتين	
الصناعات الهندسية و الإنشائية	
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	
العربية لصناعة المواسير المعدنية	
الباطون الجاهز و التوريدات الإنشائية	
الأردنية لصناعة الأنابيب	
الأردنية للصناعات الخشبية/جوا يكو	
الصناعات الهندسية العربية	
النيزك لصناعة القوالب و المعدات	
العامة للصناعات الهندسية	
الجنوب للفلاتر	
القدس للصناعات الخرسانية	

الصناعات الكهربائية	
الكابلات الأردنية الحديثة	
العربية للصناعات الكهربائية	
الوطنية لصناعة الكوابل و الأسلاك الكهربائية	
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية و الالكترونية	
الوطنية للصناعات الهندسية المتعددة / ناميكو	
صناعات الملابس و الجلود و النسيج	
الأردنية المركزية	
مجموعة العصر للاستثمار	
الزي لصناعة الألبسة	
مصانع الاجواخ الأردنية	
الدباغة الأردنية	
الصناعات الصوفية	
الدولية لنتاج الأقمشة	
الغزل و النسيج	
المجموعة المتحدة للنسيج	
الصناعات الزجاجية و الخزفية	
مصانع الخزف الأردنية	
المتحدة للصناعات الزجاجية	
الدولية للصناعات الخزفية	

رقم (2)

المؤشرات المالية للشركات الصناعية عينة الدراسة

الرقم	اسم الشركة	القيمة السوقية	المديونية	الإرباح المحتجزة	كلفة الأموال المرجحة	الهيكل التمويلي
1	العربية للصناعات الكهربائية	0.90	%18.24	99972	%4.70	6975094
2	مصانع الاسمنت الأردنية	6.31	%28.78	1815105	%2.01	192975043
3	الألبان الأردنية	3.34	%25.70	208912	%2.45	5433406
4	الأردنية لصناعات الصوف الصخري	1.34	%6.55	64968	%3.52	2812884
5	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	1.72	%21.15	18244	%2.91	16355448
6	الوطنية لصناعات الألمنيوم	1.40	%18.85	633028	%6.79	12168785
7	مصانع الورق والكرتون الأردنية	1.65	%27.07	336945	%5.81	12372120
8	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	1.72	%1.53	203897	%3.08	13049891
9	حديد الأردن	3.22	%28.96	584936	%5.45	30604888
10	المركز العربي للصناعات الدوائية	2.26	%8.77	267879	%8.95	8137361
11	الصناعات والكبريت الأردنية	1.01	%16.76	0	%3.40	1790180
12	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	1.65	%60.6	131491	%5.30	12917180
13	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	1.33	%10.91	171147	%2.50	9257900
14	الإقبال للطباعة و التغليف	1.24	%14.94	115921	%3.73	10506546
15	العالمية للصناعات الكيماوية	1.71	%17.15	16596	%2.60	3610678
16	الوطنية لصناعة الصلب	1.56	%14.49	189760	%5.40	6905230
17	البوتاس العربية	6.53	%33.79	0	%1.50	393036500
18	الجنوب لصناعة الفلاتر	1.01	%48.15	0	%4.01	2366712

7150351	%1.60	146287	%20.04	12.15	مصانع المنظفات الكيماوية العربية	19
64675776	%4.93	2141701	%27.62	8.15	مصانع الاجواخ الأردنية	20
5282278	%1.99	44199	%20.74	0.98	الشركة الأردنية المركزية	21
11249854	%1.23	0	%27.55	1.13	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	22
5103389	%5.80	0	%34.42	0.74	أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	23
14743049	%7.52	0	%47.60	1.14	مجموعة العصر للاستثمار	24
20229051	%5.19	0	%34.36	1.34	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	25
10174621	%4.61	0	%40.15	0.57	الأردنية لتجهيز و تسويق الدواجن و منتجاتها	26
9724636	3.87	161616	%26.80	1.92	الأردنية لصناعة الأنابيب	27
5161991	%1.70	0	%9.85	3.25	الدباغة الأردنية	28
7786762	%3.18	213415	%41.43	2.76	الأردنية للصناعات الخشبية/ جوا يكو	29
345196769	%7.45	0	%64.61	2.35	مناجم الفوسفات الأردنية	30
15623615	%3.88	470549	%17.39	3.23	العربية لصناعة المواسير المعدنية	31
1943776	%2.19	0	%4	1.51	الدولية لصناعات السيليكا	32
10081722	%3.03	362065	%44.89	1.83	الباطون الجاهز و التوريدات الإنشائية	33
26327830	%4.72	2118828	%42.53	7.25	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	34
36940364	%6.58	234179	%18.74	1.20	الوطنية للدواجن	35
5814251	%4.71	257418	%24.62	2.40	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	36

53899823	%4.00	1887577	%32.36	3.57	الدخان و السجائر الدولية	37
47180063	%3.06	2847710	%13.95	4.85	دار الدواء للتنمية و الاستثمار	38
8463626	%3.50	0	%47.74	1.60	دار الغذاء	39
102938007	%8.80	1622132	%58.94	1.35	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الالكترونية	40
3523709	%6.06	0	%51.86	0.79	المتكاملة للمشاريع المتعددة	41
5264110	%6.70	422641	%25.78	2.65	الاتحاد للصناعات المتطورة	42
18846333	%2.85	686721	%7.50	2.95	الاستثمارات العامة	43
6627479	%2.44	0	%57.13	0.39	السلفوكيماويات الأردنية	44
1404506	%4.32	0	%9.13	0.89	الصناعات الصوفية	45
16259933	%3.93	1311541	%29.11	3.43	الكابلات الأردنية الحديثة	46
18916104	%5.72	386805	%43.83	0.67	الموارد الصناعية الأردنية	47
13158216	%3.03	269065	%23.92	1.57	الوطنية لصناعة الكلورين	48
7230480	%1.10	217606	%37.64	0.94	الدولية للصناعات الخزفية	49
14663028	%3.49	226823	%9.66	1.73	مصانع الخزف الأردنية	50
2624912	%3.53	131847	%13.51	4.54	العامّة للتعددين	51
3713414	%3.89	133426	%17.81	3.92	الصناعات الكيماوية الأردنية	52
16361822	%5.01	0	%61.43	1.77	الصناعات الهندسية العربية	53
25604715	%5.97	0	%64.07	1.04	الصناعات التجارية الزراعية	54