

The Islamic University–Gaza  
Research and Postgraduate Affairs  
Faculty of Commerce  
Master of Accounting and Finance



الجامعة الإسلامية- غزة  
شئون البحث العلمي والدراسات العليا  
كلية التجارة  
ماجستير المحاسبة والتمويل

مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي.  
"دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين"

## The Impact of Liquidity and Investment Opportunities on Financial Structure: An Empirical Study of The Manufacturing Companies Listed in Palestine Stock Exchange.

إعدادُ البَاحِثِ  
وليد زهير أبو شعبان

إشرافُ  
الأستاذ الدكتور  
علي عبد الله شاهين

قُدِّمَ هَذَا البَحْثُ اسْتِكْمَالًا لِمُتَطَلَبِ الحُصُولِ عَلى دَرَجَةِ المَاجِسْتِيرِ فِي المَحَاسِبَةِ وَالتَّمْوِيلِ بِكُلِّيَّةِ  
التِجَارَةِ فِي الجَامِعَةِ الإِسْلَامِيَّةِ بِغَزَّةِ

فبراير/2017م - جمادي أول/1438هـ

## إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان

مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي.  
"دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين"

### **The Impact of Liquidity and Investment Opportunities on Financial Structure: An Empirical Study of The Manufacturing Companies Listed in Palestine Stock Exchange.**

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه حيثما ورد، وأن هذه الرسالة ككل أو أي جزء منها لم يقدم من قبل الآخرين لنيل درجة أو لقب علمي أو بحثي لدى أي مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

### **Declaration**

I understand the nature of plagiarism, and I am aware of the University's policy on this.

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted by others elsewhere for any other degree or qualification.

Student's name:	وليد زهير أبو شعبان	اسم الطالب:
Signature:	وليد زهير أبو شعبان	التوقيع:
Date:	2017/2/7	التاريخ:



## نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة شئون البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ وليد زهير العايدي أبوشعبان لنيل درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل وموضوعها:  
مدي تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين

### The Impact of Liquidity and Investment Opportunities on Financial Structure An Empirical Study of The Manufacturing Companies Listed in Palestine Stock Exchange

وبعد المناقشة العلنية التي تمت اليوم الثلاثاء 11 جمادي الأولى 1438هـ، الموافق 2017/02/07 الساعة الواحدة ظهراً في قاعة المؤتمرات مبنى القدس، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

.....	مشرفاً و رئيساً	أ.د. علي عبد الله شاهين
.....	مناقشاً داخلياً	د. وائل حمدي الدايدة
.....	مناقشاً خارجياً	أ.د. صبري ماهر مشتهى

وبعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل.

واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بنقوى الله ولزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة دينه ووطنه.

والله ولي التوفيق ،،،

نائب الرئيس لشئون البحث العلمي والدراسات العليا

أ.د. عبدالرؤوف علي المناعمة

## ملخص الدراسة

### مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي "دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين"

**هدف الدراسة:** هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين واعتمدت الدراسة أربعة مقاييس للسيولة تمثلت بـ(صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول، وصافي التدفق النقدي إلى حقوق الملكية، وصافي التدفق النقدي إلى صافي الربح، وصافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول)، كما استخدمت أربعة مقاييس للفرص الاستثمارية تم التعبير عنها بـ(القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية، والقيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية، وحصصة السهم من الأرباح إلى السعر السوقي للسهم، ومعدل نمو الأصول الثابتة)، بينما تم قياس المتغير التابع المتمثل في هيكل رأس المال بـ (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول). وقد تكونت عينة الدراسة من (11) شركة صناعية مدرجة في البورصة للفترة من (2011-2015). وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات واختبار الفرضيات.

وكان من أهم نتائج الدراسة عدم وجود أثر لمتغير السيولة المقاس بمؤشرات التدفق النقدي على هيكل رأس المال بالإضافة إلى أن الشركات الصناعية تعاني من ضعف في التدفق النقدي التشغيلي وصافي التدفق النقدي ككل، بينما توصلت الدراسة إلى وجود إثر لمتغير الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال ويدل ذلك على وجود فرص استثمارية مستقبلية لدى الشركات الصناعية محل الدراسة ولكنها تستخدم كمية أقل من الدين لتمويل تلك الفرص بالنظر إلى استخدامها للمصادر الداخلية.

وعليه فقد أوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بقائمة التدفق النقدي كمؤشر لتقييم السيولة والعمل على إدارتها بكفاءة، كما خلصت إلى العمل على تحديد المزيج المناسب من مصدري الدين والملكية حيث أن الاستخدام الأمثل لهذا المزيج قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال بما يخدم تمويل فرص الاستثمار الناجعة، إلى جانب الاهتمام برفع الكفاءة التشغيلية لموجوداتها وذلك لتحقيق عوائد مرتفعة من الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية للمساهمة في تعظيم قيمتها السوقية.

## Abstract

### **The Impact of Liquidity and Investment Opportunities on Financial Structure: An Empirical Study of The Manufacturing Companies Listed in Palestine Stock Exchange.**

This study aimed to investigate the impact of liquidity and investment opportunities on capital structure. The study was applied on manufacturing sector companies listed in Palestine Stock Exchange including (11) firms, from 2011 to 2015. In this research, the capital structure was used as the dependent variable and liquidity ratios (the ratio of cash flows to total assets, the ratio of cash flows to net income, the ratio of cash flows to equity, and the ratio of operating cash flow to total assets) and investment opportunities ratios (the ratio of market value of assets to book value of assets, the ratio of the market to book value of equity, and the earning / price (EP) ratio and the growth rate in fixed assets (GFA)) were considered to be the independent variables. The study used multiple regressions to analyze data and to test research hypothesis.

The results of the first hypothesis test showed insignificant effect of liquidity on capital structure. In addition, manufacturing companies are suffering from a problem with cash flow, while the second hypothesis showed the existence of significant effect of investment opportunities on capital structure. This indicates that while the Palestinian manufacturing companies use lower amounts of debt to finance their investment opportunities; they prefer equity finance.

The study recommends the companies to:

1. use the cash flow as an indicator to assess the cash liquidity and to manage it efficiently.
2. determine appropriate mix of debt and equity sources as the optimal use of this combination, which may lead to lowering the cost of capital in order to serve the financing of viable investment opportunities.
3. raise the operational efficiency of assets in order to achieve high returns of profits and operational cash flows, which may contribute to maximizing their market value.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ﴾

[المجادلة: 11]

## الإهداء

إلى اللذين جعلهما الله عوناً لي فأبياً إلا أن أقف على القمة .. إلى من قال فيهما  
ربي من فوق سبع سماوات ﴿ وَأَخْفِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ ﴾ ..

إلى روح والدي الطاهرة رحمه الله رحمه واسعة

إلى والدتي العزيزة أطال الله في عمرها

إلى زوجتي الغالية التي ساندتني النجاح حفظها الله

إلى أبنائي الصغار حلاً وعمر زادهم الله ديناً وعلماً

إلى الذين تقاسمت معهم الحلوة والمرّة أخوتي وأختي الاعزاء

إلى روح أخي الشهيد محمد زهير أبو شعبان أسكنه الله الجنة

إلى أنسابي الأفاضل وإلى روح عمي الشيخ المربي زياد عنان رحمه الله

إلى زملائي الاعزاء في الدائرة المالية ودائرة التدقيق بالجامعة الإسلامية رعاهم الله

إلى السائرين إلى الله بصمت، الداعين إليه بحكمة، العاملين لدينه بصدق ووفاء

إليهم جميعاً .. أهدي جهدي المتواضع هذا

## شكر وتقدير

الحمد لله الذي أسبغ علي نعمه ظاهرة وباطنة حتى وفقني لإتمام هذه الدراسة، فلك الحمد ربي حتى ترضى، فالشكر لله أولاً وأخيراً، فله الحمد والمنة، ألا بفضل الله تتم الصالحات.

وبعد أتوجه بالشكر الجزيل والتقدير والعرفان الجميل إلى أستاذي الكريم الدكتور/ علي عبد الله شاهين الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث، فكان لي نعم المعلم والمرشد والموجه، فله علينا دين سنبقى عاجزين على أدائه.

وكذلك الشكر موصول إلى عضوي لجنة المناقشة، كل من:

الدكتور الفاضل/ وائل حمدي الداية حفظه الله.

الدكتور الفاضل/ صبري ماهر مشتحي حفظه الله.

لتفضلهما مناقشة هذه الرسالة، وجهودهما الطيبة في إثرائها بنصائحهم وتوجيهاتهم حتى وصلت إلى هذه الصورة البهية.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى أساتذتي في قسم المحاسبة والتمويل وإدارة الأعمال الذين تعلمت واستفدت من خبراتهم، وكان لهم الفضل بعد الله في انجازي لهذا العمل.

## الباحث

وليد زهير أبو شعبان

## قائمة المحتويات

أ	إقرار	.....
ب	نتيجة حكم على أطروحة	.....
ت	ملخص الدراسة	.....
ث	Abstract	.....
ج	اقتباس	.....
ح	الإهداء	.....
خ	شكر وتقدير	.....
د	قائمة المحتويات	.....
ز	قائمة الجداول	.....
س	قائمة الملاحق	.....
2	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة	.....
2	المقدمة:	.....
3	أولاً: مشكلة الدراسة:	.....
4	ثانياً: أهداف الدراسة:	.....
4	ثالثاً: أهمية الدراسة:	.....
5	رابعاً: متغيرات الدراسة:	.....
8	خامساً: فرضيات الدراسة:	.....
9	سادساً: الدراسات السابقة:	.....
24	التعقيب على الدراسات السابقة:	.....
25	ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:	.....
27	الفصل الثاني: إدارة السيولة النقدية	.....
27	تمهيد:	.....
27	أولاً: مفهوم السيولة:	.....
30	ثانياً: أهداف إدارة السيولة النقدية:	.....

31	ثالثاً: أهمية إدارة السيولة النقدية:
31	رابعاً: مصادر السيولة:
32	خامساً: أنواع السيولة النقدية:
32	سادساً: مشكلات تقلبات السيولة النقدية:
33	سابعاً: أثر السيولة على استمرارية المؤسسة:
34	ثامناً: العلاقة بين السيولة والربحية:
35	تاسعاً: مقاييس السيولة النقدية:
43	الفصل الثالث: الفرص الاستثمارية:
43	تمهيد:
43	أولاً: مفهوم الفرص الاستثمارية:
45	ثانياً: أنواع الاستثمارات:
47	ثالثاً: المجالات والفرص الاستثمارية المتاحة للمنشأة:
51	رابعاً: مصادر تمويل الفرص الاستثمارية:
57	خامساً: مقاييس الفرص الاستثمارية:
62	الفصل الرابع: الهيكل المالي:
62	تمهيد:
63	أولاً: مفهوم الهيكل المالي:
64	ثانياً: النظريات المفسرة للهيكل المالي:
68	ثالثاً: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي:
71	رابعاً: مقاييس الهيكل المالي:
75	الفصل الخامس الإطار العملي للدراسة:
75	تمهيد:
75	أولاً: نبذة عن بورصة فلسطين:
76	ثانياً: منهجية الدراسة:
76	ثالثاً: أساليب ومصادر جمع البيانات:
77	رابعاً: مجتمع وعينة الدراسة:

78.....	خامساً: متغيرات الدراسة:
78.....	سادساً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات:
79.....	سابعاً: التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات:
94.....	الفصل السادس: النتائج والتوصيات
94.....	أولاً: النتائج:
95.....	ثانياً: التوصيات:
96.....	المصادر والمراجع
97.....	أولاً- المراجع العربية:
102 .....	ثانياً- المراجع الأجنبية:
106 .....	الملاحق

## قائمة الجداول

- جدول (1.1): جدول يوضح نسب الديون موزعة على القطاعات المدرجة في بورصة فلسطين..... 3
- جدول (1.2): مقاييس المتغيرات المستقلة والتابعة..... 6
- جدول (5.1): الشركات الصناعية محل الدراسة..... 77
- جدول (5.2): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة..... 80
- جدول (5.3): الوسط الحسابي للمتغيرات المستخدمة في التحليل الإحصائي للشركات الصناعية من الفترة (2011-2015)..... 83
- جدول (5.4): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة..... 85
- جدول (5.5): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لمعرفة تأثير السيولة على هيكل رأس المال..... 88
- جدول (5.6): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لمعرفة تأثير الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال..... 91

## قائمة الملاحق

- ملحق (1): البيانات المالية المستخدمة في حساب متغيرات الدراسة ..... I
- ملحق (2): التحليل الإحصائي ..... VIII

# الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

## الفصل الأول:

### الإطار العام للدراسة

#### المقدمة:

يحتوي الهيكل المالي في أي منشأة تجارية على مصدرين أساسيين يتمثل الأول في إصدار الأسهم والثاني في التمويل من خلال الاقتراض حيث يوفران رؤوس الأموال اللازمة لتسيير أداء المنشأة فالديون طويلة الأجل والأسهم تشكل الرافعة لهيكل الشركة وتطوير العائد لصالح مالكي الأسهم.

فمن المحددات المهمة للهيكل المالي عامل السيولة الذي يمكن التعبير عنه بالعديد من المؤشرات المالية فأن هذا العامل له تأثير مزدوج على هيكل رأس المال، فان نظرية Trade- (TOT) ترى وجود علاقة ايجابية بين سيولة الشركة ونسبة المديونية في هيكل رأس المال، فيما ترى الـ Pecking Order Theory POT ان تمتع الشركة بسيولة مرتفعة يمكنها من استخدامها عند الحاجة للتمويل ولن تكون الشركة مضطرة للاقتراض لتمويل احتياجاتها ولذلك فهي تقترح وجود علاقة سلبية بين سيولة الشركة ونسبة المديونية في هيكل رأس المال (رمضان، والعقدة، 2009م، ص 233).

هذا وحول العلاقة التي تربط الهيكل المالي بالفرص الاستثمارية داخل المنشأة فإن نظرية الإشارة تشير لوجود علاقة طردية بين الفرص الاستثمارية والتمويل من خلال الدين، حيث تعتبر هذه النظرية أن هيكل رأس المال للمنشأة عبارة عن مرآة عاكسة لوضعها اتجاه المستثمرين، لذا فإن المنشأة التي تُقدم على الاقتراض لتمويل الفرص الاستثمارية التي تواجهها وتحمل الخطر المالي الناتج عن هذا الاقتراض، فإن ذلك لدليل واضح على أن المنشأة تنتظر عوائد مستقبلية عالية وبتقعة مرتفعة من وراء هذا الاستثمار فهي لم تلجأ إلى إصدار الأسهم لرفض مساهميتها القدامى تقاسم الأرباح المستقبلية مع مساهمين جدد، وهذا ما جاءت به نظرية التسلسل الهرمي للتمويل والتي رتبت للمنشأة استخدام مصادر التمويل المتاحة أمامها لتمويل أي فرص استثمارية متاحة، فعلى المنشأة اللجوء أولاً للتمويل الذاتي وبعدها إلى أموال الاستدانة وأخيراً التمويل من خلال إصدار الأسهم. (محمد، 2010م، ص 10).

ومن جهة أخرى أشارت دراسة (Bae, 2009, p.91) إلى أنه لا يوجد علاقة ثابتة ومنتظمة بين حجم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة وهيكل رأس المال بل أن هذه العلاقة تختلف لدى الشركات باختلاف طبيعة الأنشطة التي تنتمي إليها.

وفيما يتعلق بوضع الشركات العاملة في فلسطين يلاحظ من خلال الجدول التالي رقم (1.1) والاطلاع على ما انتهت إليه الدراسات السابقة والبيانات المالية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين بمختلف القطاعات فإن العديد منها يعتمد على التمويل بالديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل بنسب متفاوتة في تمويل أصولها الثابتة وتغطية عملياتها التشغيلية والتوسعية، وبالتالي فإن هذه الدراسة تستدعي تحليل أوضاع التمويل بتلك الشركات وبحث تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي من خلال الربط بين المتغيرات المذكورة والوقوف على دلالاتها وإجراء التحليلات وتقييم المؤشرات المتعلقة ببيانات تلك المنشآت.

جدول (1.1): جدول يوضح نسب الديون موزعة على القطاعات المدرجة في بورصة فلسطين

القطاع	عدد الشركات	نسبة الديون قصيرة الأجل	نسبة الديون طويلة الأجل	نسبة إجمالي الديون
البنوك	7	66.2%	3.62%	69.82%
الصناعي	13	21.34%	4.68%	26.03%
التأمين	7	68.83%	6.15%	74.98%
الاستثمار	9	12.2%	6.82%	19.02%
الخدمات	12	37.28%	8.9%	38.81%
المجموع	48			

المصدر: (طالب ، 2015) البيانات المدرجة في بورصة فلسطين (2009-2014)

### أولاً: مشكلة الدراسة:

لازالت نتائج الدراسات السابقة مختلفة في تحديد أثر عامل السيولة وعامل الفرص الاستثمارية على الهيكل المالي فالنسبة لعامل السيولة فإن دراسة كلاً من (BIRJANDI, 2013) و (Khanqah, 2013) أشارت أن هناك أثر إيجابي للسيولة على الهيكل المالي، فيما أظهرت دراسة كلاً من (موسى، 2012م) و (عبد الحميد، 2011م) و (Ozkan, 2001) و (شلاش، والبقوم، والعون، 2004م) و (رمضان و العقدة، 2009) وجود

أثر عكسي للسيولة على هيكل رأس المال، وفيما يتعلق بعامل الفرص الاستثمارية فقد أشارت دراسة كلاً من (المومني وحسن، 2011م) و(عبد الله، 2008م) و (Odit & Gobardhun, 2011) و(Awan,et al, 2010) إلى وجود أثر إيجابي للفرص الاستثمارية على الهيكل المالي، بينما خلصت دراسة (عواد، 2012م) و (شلاش، وآخرون، 2004م) و (Ozkan, 2001) إلى وجود أثر عكسي للفرص الاستثمارية على الهيكل المالي، وفي ضوء ما تقدم تأتي هذه الدراسة في محاولة جادة للوقوف على نتائج تأثير مقاييس السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي.

ومن هنا تتبلور مشكلة الدراسة في الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

ويتفرع منه الأسئلة التالية:

1. ما مدى تأثير السيولة على الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

2. ما مدى تأثير الفرص الاستثمارية على الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

ثانياً: أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف هذه الدراسة في الوقوف على مدى تأثير درجة السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين من خلال تحقيق الأهداف التالية:

1. بيان أهمية السيولة ومؤشرات قياسها وأثرها على الهيكل المالي.

2. تحليل أبعاد الفرص الاستثمارية داخل المنشأة ومؤشرات قياسها.

3. توضيح مفهوم الهيكل المالي والنظريات المفسرة له والعوامل المؤثرة عليه.

ثالثاً: أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة من خلال تعرضها لموضوع متعلق بمدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية داخل الشركة على الهيكل المالي وهو من الموضوعات الجديدة التي تستدعي الدراسة والاهتمام

بالنظر إلي دور كل منهما في التأثير على الهيكل المالي في الشركات خاصة في ضوء التوجهات الحالية التي تتساوى فيه أهمية رأس المال المملوك مع رأس المال المقترض، وبالتالي تستمد تلك الدراسة أهميتها من الفائدة المستقبلية الذي يمكن أن تحققه من توصيات ومقترحات لصناع القرار بالشركات عينة الدراسة وانعكاس ذلك على دعم القرارات المالية والإدارية الرشيدة والتي بدورها ستقود لتحسين الكفاءة المالية في اختيار الهيكل المالي، الأمر الذي ينعكس أثره على تطوير الأداء المالي والإداري للشركات دعماً لمسيرة الاقتصاد الوطني، كما يتوقع أن تسهم هذه الدراسة في فتح آفاق جديدة للباحثين والمتخصصين في نفس المجال حيث تعتبر دافعاً مهماً لتطوير البحث في نفس المجالات.

#### رابعاً: متغيرات الدراسة:

من خلال مراجعة العديد من الأدبيات السابقة والخاصة بالهيكل المالي تم دراسة مجموعة من العوامل التي تؤثر على قرارات الشركة فيما يتعلق بهيكل رأس المال وتحديداً عامل السيولة والفرص الاستثمارية، حيث يتم قياس أثر السيولة كمتغير مستقل من خلال مقاييس التدفق النقدي التي تعكسها قائمة التدفقات النقدية، كما يتم قياس الفرص الاستثمارية داخل الشركة من خلال نسب السوق (القيمة السوقية للأسهم والقيمة السوقية للأصول ومقدار ربحية السهم الواحد) ومعدل نمو الأصول الثابتة.

#### (1) المتغيرات المستقلة:

1. يتم قياس درجة السيولة من خلال المؤشرات التالية:

أ. صافي التدفق النقدي من كافة الأنشطة / إجمالي الأصول (NCF/TA) CASH  
FLOW/TOTAL ASSETS

ب. صافي التدفق النقدي من كافة الأنشطة / إجمالي حقوق الملكية (NCF/TE) CASH  
FLOW/TOTAL EQUITY

ت. صافي التدفق النقدي من كافة الأنشطة / صافي الربح (NCF/IN) CASH FLOW/NET  
INCOME

ث. صافي التدفق النقدي التشغيلي/ إجمالي الأصول.(NOCF/TA) OPRATING CASH  
FLOW/TOTAL ASSETS

2. يتم قياس الفرص الاستثمارية من خلال المؤشرات التالية:

أ. القيمة السوقية للأصول / القيمة الدفترية للأصول MTBA  
The market value of assets to book value

ب. القيمة السوقية لحقوق الملكية/ القيمة الدفترية لحقوق الملكية.MTBE  
The market value of equity to book value

ت. حصة السهم من الأرباح/ السعر السوقي للسهم (سعر الإغلاق). E/P\Price Earning

ث. معدل نمو الأصول الثابتة (الأصول الثابتة في آخر المدة-الأصول الثابتة في أول المدة)  
Growth Fixed Assets GFA/الأصول الثابتة في أول المدة

## (2) المتغير التابع:

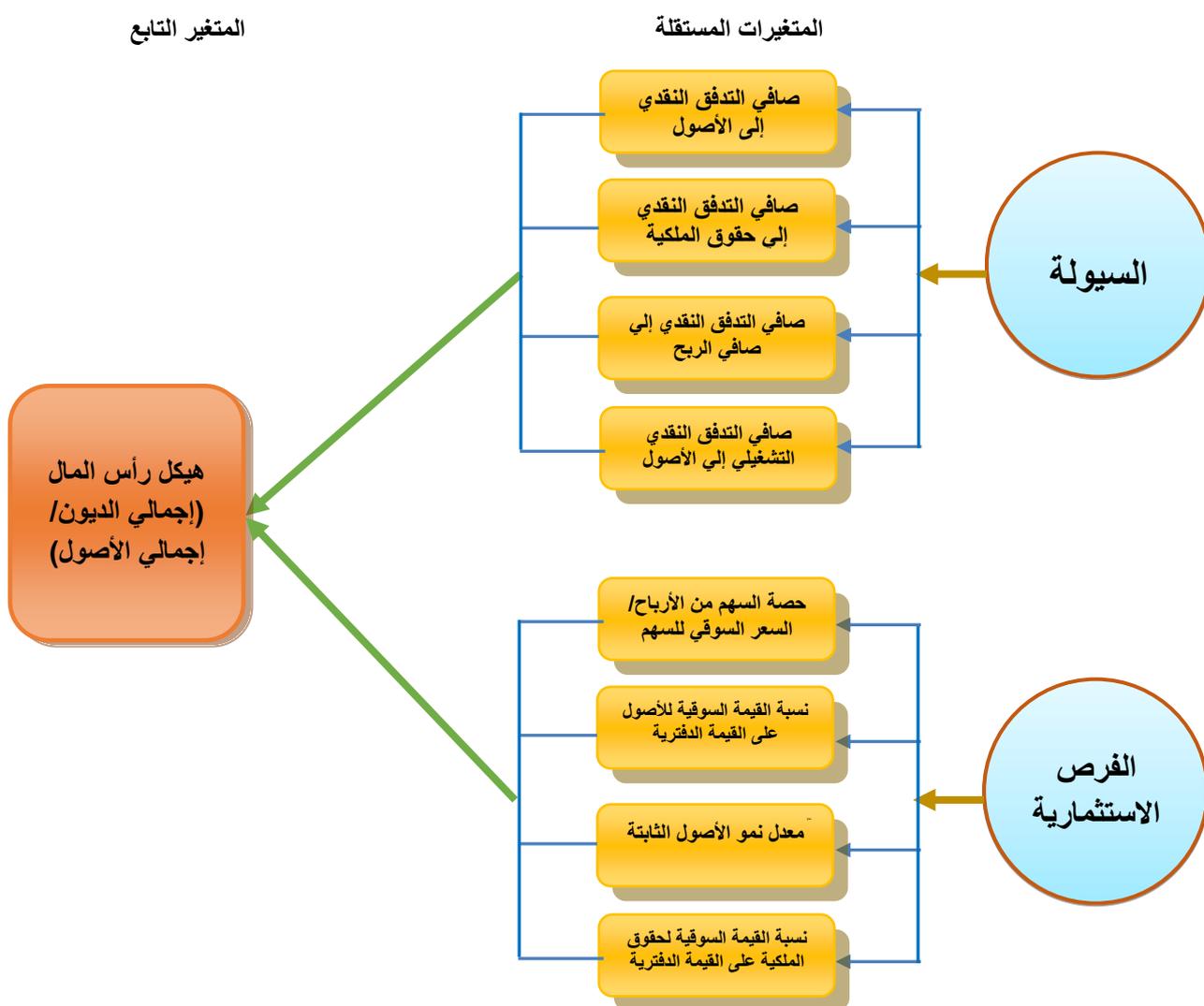
يتمثل المتغير التابع في الهيكل المالي وسيتم قياسه من خلال النسبة التالية:

• نسب الديون = (إجمالي الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل) / (إجمالي الأصول). TDTA.

جدول (1.2): مقاييس المتغيرات المستقلة والتابعة

المتغير	المقياس	رمز المقياس	المصدر
الهيكل المالي	إجمالي الديون قصيرة وطويلة الأجل على إجمالي الأصول.	TD/TA	(Titman & Wessels, 1988)، (طالب، 2015)، (Chen, 2004)، (Akhtar, 2005)
السيولة	صافي التدفق النقدي على إجمالي الأصول.	NCF/TA	(Khanqah, 2013)، (Aghaee & Shakeri, 2010)
	صافي التدفق النقدي على حقوق الملكية.	NCF/TE	(Khanqah, 2013)، (Aghaee & Shakeri, 2010)
	صافي التدفق النقدي التشغيلي على إجمالي الأصول.	NOCF/TE	(عود، 2012)، (Singhania & Seth, 2010)، (Aivazian, et al, 2005)
الفرص الاستثمارية	صافي التدفق النقدي على صافي الربح.	NCF/NI	(Khanqah, 2013)، (Aghaee & Shakeri, 2010)
	القيمة السوقية للأصول على القيمة الدفترية للأصول.	MTBA	(Goyal, et al, 1999)، (Gul, 1999)، (عبد الله والصادق، 1998)، (طالب، 2015)

المتغير	المقياس	رمز المقياس	المصدر
	القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	MTBE	(Gul, 1999)
	حصة السهم من الأرباح إلى السعر السوقي للسهم.	E/P	(Chung & Gul, 1999), Charoenwong, 1991)
	معدل نمو الأصول الثابتة.	GFA	(عواد، 2012)



شكل (1.1): يوضح المتغير التابع والمستقل في الدراسة

(المصدر: اعداد الباحث استناداً إلى الدراسات السابقة.)

## خامساً: فرضيات الدراسة:

بناء على مشكلة الدراسة ومتغيراتها تم صياغة الفرضيات التالية:

### الفرضية الرئيسية الأولى:

يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين السيولة والهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، ويتفرع منها الفرضيات الأربعة التالية:

1. يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين نسبة صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول وبين الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

2. يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين نسبة صافي التدفق النقدي إلى إجمالي حقوق الملكية وبين الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

3. يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين نسبة صافي التدفق النقدي إلى صافي الربح وبين الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

4. يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول وبين الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

### الفرضية الرئيسية الثانية:

يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين الفرص الاستثمارية والهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، ويتفرع منها الفرضيات الأربعة التالية:

1. يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين نسبة حصة السهم من الأرباح إلى السعر السوقي للسهم وبين الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

2. يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية الأصول وبين الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

3. يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين معدل نمو الأصول الثابتة وبين الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

4. يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha=0.05$  بين نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية وبين الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

#### سادساً: الدراسات السابقة:

##### ( أ ) الدراسات العربية:

1. دراسة (طالب، 2015م) بعنوان: "محددات هيكل التمويل - دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "

هدفت الدراسة للتعرف على محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، من خلال دراسة تأثير محددات هيكل رأس المال على أداء الشركات، وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في تحليل البيانات المالية (الميزانية العمومية وقائمة الدخل) خلال الفترة (2009-2014) من خلال برنامج E-Views.

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال (TD،LTD،STD) والعمر، السيولة، الربحية، الملموسية، والمخاطر والحجم والنمو وذلك في كافة قطاعات الشركات محل الدراسة (قطاع البنوك، والاستثمار، والخدمات، والصناعة، والتأمين).

وكان من أهم توصياتها: ضرورة توجيه التمويل لتغطية عمليات التوسع المستقبلي لاستثمارات الشركات، كما أوصت إلى عدم الاستفادة من الرفع المالي إلا في حالات الحاجة له، وأظهرت أيضاً أن الشركات الكبيرة ذات الرفع المالي قادرة على الحد من خطر الإفلاس لقدرتها على الحصول على التمويل بسهولة أكبر من الشركات الصغيرة.

## 2. دراسة (موسى، 2012م) بعنوان " محددات هيكل التمويل لدى شركات الاتصالات النقالة الوطنية في الوطن العربي دراسة مقارنة.

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال لدى شركات الاتصالات النقالة الوطنية في الوطن العربي، وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في تحليل البيانات المالية (الميزانية العمومية وقائمة الدخل) خلال الفترة (2006-2011) ومن خلال برنامج E-views لأن طبيعة البيانات هي من نوع panel data وقد بلغت عينة الدراسة (7) شركات من الدول (فلسطين، مصر، اليمن، السعودية، سوريا).

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن 64.9% من التغيير في العائد على الأصول تم تفسيره من خلال هيكل رأس المال، كما أظهرت أن 62.4% من التغيير في العائد على حقوق الملكية تم تفسيره من خلال هيكل رأس المال، كذلك خلصت الدراسة إلى أن 76.8% من التغيير في نسبة السيولة تم تفسيره من خلال هيكل رأس المال وأن الشركات ذات العمر الأكبر والتي تحافظ على نموها تحتفظ بسيولة تساعد على المحافظة على مواجهة التغيرات المفاجئة.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة زيادة التمويل عبر التركيز على حقوق الملكية الذي يتمتع بانخفاض نسبة المخاطر كما أشارت الدراسة إلى الابتعاد قدر الإمكان عن التمويل بالقروض وخاصة طويلة الأجل لأن العلاقة عكسية بين تكلفة الديون والديون طويلة الأجل وهيكل رأس المال، وخلصت الدراسة أيضاً إلى توجيه السيولة لتمويل الاستثمارات المستقبلية التوسعية للشركات حيث أن العلاقة عكسية بين السيولة وبين هيكل رأس المال.

## 3. دراسة (الساعدي، 2012م) بعنوان " هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه" دراسة على سوقي أبو ظبي ودبي للأوراق المالية.

هدفت الدراسة إلى التعرف على مستويات هيكل رأس المال (الرفع المالي) وأثر طبيعة النشاط الاقتصادي وبعض المتغيرات على تلك المستويات، وقد استخدمت المنهج الوصفي التحليلي من خلال أسلوب Panel Data في دراسة عينة مكونة من (35) شركة خلال الفترة (2005-2010) وقد تم إتباع نموذج Fixed-effect (within) regression لاختبار تلك العينة.

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن هناك أثراً لنوع النشاط الذي تمارسه الشركة على مستويات هيكل رأس المال، وأن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الموجودات الثابتة وحجم الشركة مع الرفع المالي، وعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة

والرفع المالي مما يعني أن الشركات التي تمتلك موجودات ثابتة كبيرة تسعى الي الرفع المالي من أجل زيادة نشاطها التشغيلي، ولكن تلجأ إلى الاقتراض كخيار ثان بعد أن تستخدم أموال الملكية كخيار أول.

وكان من أهم توصياتها: التأكيد على أهمية هيكل رأس المال بالنسبة للشركات المساهمة العامة في دولة الإمارات العربية المتحدة، حيث أن ما توصلت إليه من نتائج يوفر أساسا من الأسس المهمة عند التعامل مع تلك الشركات عند التقييم والمقارنة سواء بالنسبة للمحليين الماليين أو المقرضين أو المستثمرين حيث أن المقرضين يأخذون بعين الاعتبار مستويات الموجودات الثابتة وحجم الشركة عندما يقومون بعملية الاقتراض.

#### 4. دراسة (مصعب، 2012م) بعنوان " قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال " دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية.

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال للشركات الجزائرية، وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال استقراء آراء المسؤولين لمعرفة التقنيات التي تستخدم في اتخاذ القرار التمويلي، وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لمعالجة المعطيات وتحليل النتائج وقد تكونت العينة من (25) شركة صناعية مسجلة لدى المركز الوطني للسجل التجاري متمركزة في ولاية الجزائر خلال الفترة من (2007-2010).

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن هيكل رأس المال يتمثل في تركيبة من المصادر التي حصلت عليها المؤسسة من خلال التمويل، فمنها ما هو داخل متولد من نشاطها ومنها ما هو خارجي يكون في صورة قروض أو سندات، كما أظهرت أيضا الدراسة أن هناك عدة محددات تتحكم في مدى اعتماد المؤسسة على القروض في هيكل رأس المال تتمثل في معدل المردودية الاقتصادية، حجم الضمانات، معدل نمو المؤسسة، حجم المؤسسة.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة الاعتماد على مصادر التمويل من خلال حقوق الملكية حيث أثبتت الدراسة انخفاض تكلفتها لانخفاض نسبة مخاطرتها، بالإضافة إلى أن تكلفة هذا النوع من التمويل مرتبط بشكل كبير بمدى تحقيق الأرباح، كما أوصت على ضرورة الابتعاد قدر الإمكان عن التمويل من خلال القروض حيث أثبتت الدراسة أن العلاقة عكسية بين نسبة الاستدانة ومعدل المردودية الاقتصادية.

5. دراسة (عواد، 2012م) بعنوان " أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وقد استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل نموذج الانحدار المتعدد في دراسة عينة مكونة من (46) شركة خلال الفترة (2001-2009)، وقد تم التعبير عن الفرص الاستثمارية كمتغير تابع بثلاث مقاييس.

وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود أثر عكسي بين الفرص الاستثمارية مقاسة بنسبة التدفقات النقدية المتولدة من الأصول الثابتة ومعدل نمو الأصول الثابتة وبين هيكل رأس المال، بينما خلصت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بين الفرص الاستثمارية مقاسة بنسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية وبين هيكل رأس المال، كما أظهرت النتائج أن الشركات محل الدراسة تستخدم كمية أقل من الدين لتمويل الفرص الاستثمارية الجديدة حيث أنها تميل إلى استخدام التمويل من خلال حقوق الملكية بشكل أكبر.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة توجيه المدراء إلى استخدام المصادر الخارجية وخصوصا في حالات توفر الفرص الاستثمارية، بالإضافة إلى استخدام التمويل من خلال الأرباح المحتجزة كمصدر للشركات التي تتميز بمستويات عالية من النمو لا نها تعتبر أقل مصادر التمويل تكلفة، كما أوصت الدراسة اتباع سياسة المواءمة بين الاقتراض والاستثمار بحيث يتم تمويل الاستثمارات طويلة الأجل من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل وهكذا.

6. دراسة (عبد الحميد، 2011م) بعنوان " دراسة محددات الهيكل المالي لشركات الأعمال باستخدام " نموذج كمي " بالتطبيق على الشركات الصناعية العامة المصرية.

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم محددات هيكل رأس المال للشركات الصناعية العامة المصرية حيث تم تحليل بيانات عدد (58) شركة صناعية للسنة 2010، ثم دراسة الطاقة الاستيعابية للديون في تلك الشركات وتحديد قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات المقرضة، وقد استخدمت الدراسة المنهج الوصفي والتحليلي في دراسة العوامل المؤثرة على قرار تمويل المنشأة الاقتصادية إلى جانب استخدام نموذج تحليل الانحدار المتعدد في تحليل متغيرات الدراسة.

وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود علاقة هامة إحصائية بين نسب الرفع المالي في السنة الحالية وكل من نسب الرفع المالي في السنة السابقة، والسيولة، والربحية، ومعدل النمو،

كما أظهرت الدراسة أن نسب السيولة والنمو قد شكلت القدر الأكبر في تفسير نسبة الرفع المالي الحالية للشركات الصناعية العامة المصرية، حيث كانت العلاقة سلبية بين الرفع المالي الحالية والسيولة، كما وجدت الدراسة أن متوسط نسب الرفع المالي في الشركات الصناعية المصرية هي 36% وهي منخفضة مقارنة مع نفس الشركات في دول الولايات المتحدة وألمانيا ودول شرق آسيا.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة تشجيع المنشآت نحو التوجه للأرباح المحتجزة لأغراض النمو، مما يحسن الهيكل المالي، ويقلل من الاعتماد على الاقتراض، حيث أن زيادة الاقتراض يتطلب زيادة نسبة السيولة بمعنى زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة مما يعني زيادة الأموال غير المستثمرة، كما أوصت الدراسة أخذ عينة طبقية بناء على حجم الشركة وذلك لوجود تفاوت كبير في حجم الشركات الصناعية العامة المصرية وذلك من أجل تحسين المعلومات المستقاة من العينة.

#### 7. دراسة (أبو معمر، 2011م) محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية.

هدفت الدراسة إبراز العلاقة بين هيكل رأس المال وعمر الديون في الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، وقد تم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي في وصف وتحليل وتفسير محددات هيكل رأس المال المختلفة، وتحليل البيانات المقطعية عبر الزمن Panel Data وتضمنت عينة الدراسة البيانات المالية المنشورة لـ (28) شركة للفترة 2000-2004.

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن تصنيف الشركات محل الدراسة ووفقاً لأعلى نسبة مديونية فكانت: شركات الخدمات (53.69%) ثم الشركات الصناعية (50.86%) ثم الشركات التجارية (34.11%) ثم الشركات الزراعية (24.02%) كما تبين وجود علاقة كبيرة بين الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل من ناحية وبين عمر وحجم ونمو مبيعات الشركات من ناحية أخرى.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة عمل دراسات مستقبلية عن محددات نسب توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وكذلك دراسة مدي تأثير هيكل رأس المال على ربحية الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

8. دراسة (المومني وحسن، 2011م). بعنوان: "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان"

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة في اختيار مدراء الشركات لنسب الديون بهيكل رأس المال، وقد طبقت على شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي والبالغ عددها (54) شركة خلال الفترة 1996-2007، وقد تم استخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي ومعادلة الانحدار الخطي (Regression) ومصفوفة الارتباط (بيرسون) في ضبط وتحليل متغيرات الدراسة.

وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود علاقة ايجابية بين حجم الشركة وهيكل رأس المال وتم تفسير هذا الأثر الإيجابي بين حجم الشركة والهيكل المالي أن الشركات صغيرة الحجم تواجه صعوبات أكثر في الحصول على القروض من المؤسسات المالية حيث أن تكلفة تمويل الشركات الصغيرة أعلى مقارنة بالشركات الكبيرة، كما أظهرت الدراسة أيضاً قبول الفرضية التي تنص على وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين معدل نمو الشركة والهيكل المالي وأن اتجاه الأثر بين معدل النمو والهيكل المالي موجبة.

وكان من أهم توصياتها: أهمية تحسين مستوى أداء قطاع الخدمات بالتركيز على العوامل الخاصة بالشركات بهدف زيادة ربحية الشركات معدل نموها، كما توصى الدراسة أيضاً أن تضع شركات قطاع الخدمات في اعتبارها المؤشرات المالية المتعلقة بسوق رأس المال، لما لهذه المؤشرات من أهمية في تخفيض تكلفة رأس المال حيث إن لمعدلات الفائدة على القروض ومعدل الضريبة دوراً كبيراً في تخفيض تكلفة رأس المال والذي بدوره يؤدي إلي زيادة القيمة السوقية للشركات.

9. دراسة (رمضان والعفدة، 2009م) بعنوان " محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني "

هدفت الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال من خلال التركيز على المعلومات المالية عن الشركات ضمن الفترة 2000-2006 وذلك لاختبار ما إذا كانت محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية تنسجم مع نتائج الدراسات التي أجريت في الدول المتقدمة، وقد تم تحليل المعلومات من واقع مؤشر المائة شركة المستخدم في سوق الأوراق المالية الأردني لتحديد العلاقة بين نسبة المديونية للشركات الأردنية والعوامل المؤثرة به، وقد تم استخدام نموذج الـ least-Squares Dummy Variable Regression

Model بوجود تسعة متغيرات مستقلة كمتغيرات محتملة لمحددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية.

وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود علاقة سلبية بين هيكل رأس المال للشركات الأردنية وكل من ربحية الشركة، وسيولتها، وهيكل أصولها، ومخاطرها، كما أظهرت وجود علاقة بين هيكل رأس المال للشركات الأردنية وحجمها، فيما لم تقدم الدراسة أية أدلة على وجود علاقة بين هيكل رأس المال وكل من عمر الشركة والنمو المتوقع للشركة.

وكان من أهم توصياتها: اقتراح توسيع الدراسة من حيث الفترة الزمنية ومن حيث المتغيرات بحيث تشمل الدراسة متغيرات أخرى، إلى جانب إجراء دراسات لتفسير هذه العلاقات، فمثلاً من غير المعروف سبب العلاقة الطردية ذات الدلالة الإحصائية والدلالة الاقتصادية الهامة جداً بين حجم الشركة ونسبة المديونية وما إذا كان يعود إلى زيادة حجم الشركة، أم إلى زيادة العلاقات بين الشركة والمقرضين.

#### 10. دراسة (عبد الله، 2008م) بعنوان " هيكل رأس المال ومحددات استحقاق الديون أدلة من الشركات السعودية "

هدفت الدراسة إلى بحث محددات هيكل رأس المال بشكل عام ومحددات استحقاق الدين للشركات في المملكة العربية السعودية، وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وقد تضمنت عينة الدراسة البيانات المتعلقة بالمتغيرات التابعة، والمتغيرات المستقلة المستخرجة من القوائم المالية السنوية، وقائمة الدخل للعينة وعددها 56 شركة موزعة على أربعة قطاعات اقتصادية مختلفة في المملكة وقد تحليل البيانات المتوفرة للفترة 1995-2000.

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن إجمالي نسبة الديون إيجابية وذات صلة إلى حد كبير مع نمو إجمالي الموجودات، وعلاقة سلبية وبشكل كبير مع السيولة وهيكل الأصول. كما كانت فرص النمو ذات علاقة إيجابية مع الديون طويلة الأجل، وذات علاقة سلبية مع الديون قصيرة الأجل.

وكان من أهم توصياتها: أن يتم توجيه الدعم من قبل القطاع الحكومي والبنك المركزي لكافة القطاعات بشكل متساوي حيث إن منح الدعم ورفع الفوائد لقطاع معين عن باقي القطاعات يساهم بشكل كبير في اختلاف هيكل رأس المال بين تلك القطاعات حيث أن الشركات التي تتمتع بعدم دفع فوائد أو انخفاضها تزيد لديها نسب الديون عن باقي الشركات.

## 11.دراسة (شلاش وآخرون، 2004م) بعنوان " العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية، المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك للفترة من عام 1997م إلى 2001م. إضافة إلى تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المنشآت موضوع الدراسة، ومعرفة قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويلية، وقد تمّ تلخيص العلاقة بين المؤشرات المحاسبية وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة في الأردن، وقد استخدمت أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، حيث شمل نموذج الدراسة أربعة متغيرات مستقلة، وهي نسبة المديونية السابقة للشركة، والسيولة، والربحية ومعدل النمو، بينما تمثل نسبة الرفع المالي المتغير التابع في الهيكل المالي للشركة.

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن نسبة الرفع المالي، في الشركات الصناعية الأردنية كانت بالمتوسط 36%، وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في دول، مثل الولايات المتحدة، وألمانيا، ودول شرق آسيا، حيث تجاوزت النسبة 80%، إضافة إلى أن هنالك علاقة إحصائية هامة وموجبة، بين الهيكل المالي، ونسبة المديونية السابقة عند مستوى المعنوية 1%، وبينت أيضاً وجود علاقة هامة إحصائية وسالبة، بين الهيكل المالي وبين كل من الربحية، والسيولة، ومعدل النمو عند مستوى المعنوية 1%.

وكان من أهم توصياتها: أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل أرباحها ويتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة، نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض، كما أوصت ضرورة تشجيع المنشآت بالتوجه نحو الأرباح المحتجزة لأغراض النمو، مما يحسن هيكل رأس المال للشركات، ويقلل من الاعتماد على الاقتراض. وضرورة إجراء المزيد من الدراسات المتعمقة في مجال محددات الهيكل المالي لتشمل القطاعات الاقتصادية الأخرى مثل قطاع البنوك والتأمين.

( ب ) الدراسات الأجنبية:

1. دراسة (Bundala, 2014) بعنوان:

### **Does Capital Structure Influences Working Capital Intensity and Growth Opportunity of a Firm: An Evidence from Tanzanian Firms.**

"هل هيكل رأس المال يتأثر بكثافة رأس المال العامل ونمو الفرص في الشركة: أدلة من الشركات التنزانية "

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير هيكل رأس المال بكثافة رأس المال العامل وفرص النمو داخل الشركة حيث اشتملت عينة الدراسة على (10) شركات مدرجة في سوق دار السلام للأوراق المالية للسنة المالية 2012، وقد تم استخدام المنهج الوصفي لجمع البيانات من الموقع الرسمي للشركات بينما استخدم المنهج التحليلي من خلال نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لتحليل البيانات والمتغيرات التي تقيس كلاً من هيكل رأس المال وكثافة رأس المال العامل وفرص النمو داخل الشركة.

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن الشركات محل الفحص التي لا يوجد لديها رافعة مالية تنمو بسرعة ولكن تنخفض لديها السيولة، كما توصلت أيضاً إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال من جهة وكثافة رأس المال العامل وفرص النمو من جهة أخرى، وأن الشركات محل الفحص تميل إلى تمويل الأصول من خلال حقوق الملكية بدرجة أكبر من الاعتماد على الديون وتتمتع بمعدل نمو مستقر، كما أظهرت الدراسة أن أصول الشركات محل الدراسة لها قوة إيجابية في توليد المبيعات.

وكان من أهم توصياتها: أن يتم الاستثمار في الفرص المتاحة واستغلالها أفضل من البحث عن هيكل رأس المال الأمثل، كما أوصت بضرورة الاهتمام بالتمويل الداخلي كمصدر أفضل من التمويل الخارجي حتى تتجنب تكاليفه المرتفعة والشروط المفروضة على الحصول على الائتمان مع ضرورة أن تحافظ الشركات على عائد سنوي للمساهمين.

## 2. دراسة (Khanqah, 2013) بعنوان:

### **The Effect of Liquidity and Investment Growth Opportunity on Capital Structure in Tehran Stock Exchange.**

" تأثير السيولة وفرص نمو الاستثمار على هيكل رأس المال دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير السيولة وفرص نمو الاستثمار على هيكل رأس المال وذلك للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية، حيث تم تحليل البيانات المالية لعدد (75) شركة من البيانات المنشورة والرسمية للفترة 2006-2010، وقد تضمنت العينة محل الدراسة أنواع متعددة من شركات التصنيع والاستثمار والوساطة المالية، وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي ونموذج الانحدار في تحليل مغريات الدراسة.

وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود علاقة سلبية بين السيولة المقاسة بنسبة التدفقات النقدية إلى الأصول كمقياس أول وبين هيكل رأس المال، بينما أظهرت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين المقياس الثاني للسيولة نسبة التدفقات النقدية إلى صافي الربح وبين هيكل رأس المال، كما أظهرت النتائج وجود تأثير كبير بين المقياس الثالث للسيولة نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين وبين هيكل رأس المال، وفيما يتعلق بأثر فرص نمو الاستثمار فقد أظهرت النتائج وجود علاقة كبيرة بين مقياس فرص النمو التي تم التعبير عنها بالقيمة السوقية للأصول وبين هيكل رأس المال.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة الاهتمام بقائمة التدفقات النقدية كمقياس للسيولة النقدية في الشركة لدورها في تحديد التدفقات النقدية المتاحة لتغطية العمليات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، مع أهمية إعداد الموازنات النقدية التقديرية لما لها من دور في التخطيط النقدي للشركة.

## 3. دراسة (BIRJANDI, 2013) بعنوان:

### **The Study Effect of Liquidity on Capital Structure Decisions in the Tehran Security Exchange.**

" دراسة أثر السيولة على قرارات هيكل رأس المال: دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بourse طهران للأوراق المالية "

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر السيولة على قرارات هيكل رأس المال حيث تم جمع بيانات (50) شركة من النشرات الرسمية في سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة

2005-2012، وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات حيث تم التعبير عن السيولة بمقاييس سيولة السهم كمتغيرات مستقلة بينما تمثل المتغير التابع في الرفع المالي مقياساً بالقيمة الدفترية للديون إلى إجمالي الأصول.

وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود علاقة ايجابية بين مقاييس السيولة وبين الرفع المالي، كما أظهرت الدراسة أيضاً أن الزيادة في نسبة أرباح الشركة مرتبط بشكل إيجابي مع الرفع المالي.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة الاهتمام بتحليل السيولة من خلال مقاييس سيولة السهم بالإضافة إلى مقاييس سيولة الشركة ككل وعمل مقارنات مع معدلات الصناعة لما لها دور كبير في التأثير على هيكل رأس المال، كما أوصت الدراسة بأهمية تدريب العاملين في الإدارات المالية على مجال إدارة الأصول والمطلوبات.

#### 4. دراسة (Kajananthan & Achchuthan, 2013) بعنوان:

### **Liquidity and Capital Structure: Special reference to SriLanka Telecom Plc.**

"السيولة وهيكل رأس المال: دراسة خاصة على شركات الاتصالات في سريلانكا"

هدفت الدراسة إلى تحليل قرار هيكل رأس المال ومكوناته للبيانات المالية لشركات الاتصالات السريلانكية البالغة (7) شركات للفترة 2005-2011، وقد تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار للإجابة على مشكلة الدراسة والمتعلقة بمدى تأثير السيولة على هيكل رأس المال من خلال استخدام مقاييس السيولة الثلاثة وهي نسبة السيولة ونسبة السيولة السريعة ونسبة التداول كمتغيرات مستقلة بينما كانت نسبة الديون إلى إجمالي حقوق الملكية مقياساً للمتغير التابع وهو هيكل رأس المال.

وكان ومن أهم نتائج الدراسة: أن اتخاذ القرارات الخاصة بهيكل رأس المال يعتمد بشكل كبير على إدارة السيولة، كما أن استخدام التمويل بالدين لحل مشكلة السيولة على الأمد القصير يسبب ارتفاع مصاريف الفوائد المترتبة على استخدام تلك الديون.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة التركيز على كفاءة إدارة السيولة في المنشأة لما لها دور وأثر كبير في رفع قيمة المنشأة على المدى الطويل، كما يتوجب على الشركات ضرورة

دراسة البدائل المتاحة من التمويل الخارجي بما في ذلك تكلفة هيكل رأس المال المتنوع والفترة والضمانات المطلوبة وأثر ذلك على السيولة.

5. دراسة (Udomsirikul, Jumreornvong, & Jiraporn, 2011) بعنوان:

### Liquidity and capital structure: The case of Thailand.

" السيولة وهيكل رأس المال: حالة من تايلاند "

هدفت الدراسة إلى استكشاف تأثير السيولة على قرارات هيكل رأس المال للشركات التايلندية حيث تم التركيز على سيولة الأسهم، وقد تضمنت عينة الدراسة بيانات (707) شركة مدرجة في بورصة تايلاند للفترة 2002-2008، وقد تم استخدام أسلوب الانحدار لتحليل أثر المتغير المستقل السيولة والذي تم قياسه بثلاث مقاييس لسيولة الأسهم على المتغير التابع هيكل رأس المال والذي تم قياسه من خلال قسمة القيمة الدفترية للديون على القيمة السوقية للأصول.

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن زيادة السيولة يخفض من تكاليف الأسهم مما يجعل الأسهم أكثر جاذبية للمستثمرين، كما أظهرت الدراسة أن هناك سهولة في حصول الشركات التايلندية على الائتمان المصرفي مقارنة ببيئة الشركات الأمريكية النظرية، كما أشارت الدراسة أن الشركات التايلندية تتصف أسهمها بسيولة عالية وتمتاز بانخفاض الديون في هيكل رأس مالها.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة التزام الشركات التايلندية بمعايير وضوابط المؤسسات المالية التي تقوم بمنح الائتمان، كما أوصت بضرورة الموازنة بين السيولة والحصول على التمويل الخارجي في تمويل العمليات المختلفة التي تواجه الشركة.

6. دراسة (Odit & Gobardhun, 2011) بعنوان:

### The Determinants of Financial Leverage of SME's In Mauritius.

" محددات الرافعة المالية في الشركات الصغيرة والمتوسطة في موريشيوس في المحيط الهندي "

هدفت الدراسة إلى الوقوف على محددات الرافعة المالية في الشركات الصغيرة والمتوسطة حيث أجريت الدراسة على 25 مشروع من المشاريع صغيرة ومتوسطة الحجم في موريشيوس خلال الفترة ما بين 2002-2008م بهدف دراسة العوامل المؤثرة على الرفع المالي في تلك الشركات، وقد تم استخدام الأسلوب الكمي panel data، وقد اختبرت الدراسة ستة

عوامل يمكن أن تؤثر على الرفع المالي لدى المشاريع وهي: عمر المشروع، وحجم المشروع، وحجم الأصول، والأرباح، ونسبة النمو، المخاطرة.

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن هناك علاقة ايجابية بين الرفع المالي وكل من هيكل الأصول ونمو المشروع، حيث تبين أن المنشآت الصغيرة وحديثة التأسيس تلجأ إلى الاقتراض طويل الأجل فيحين أن المنشآت التي تتميز بقلة حجم أصولها الثابتة إلى إجمالي الأصول تواجه صعوبات في الحصول على الاقتراض طويل الأجل بسبب قلة الضمانات بالنسبة للمقرضين، وأظهرت الدراسة أيضاً عدم انسجام طريقة التمويل المتبعة من قبل عينة الدراسة مع نظرية تسلسل مصادر التمويل (POT)، حيث تبين أن ربحية المشاريع الصغيرة والمتوسطة الأجل تتناسب عكسياً مع حجم الاقتراض طويل الأجل.

وكان من أهم توصياتها: ضرورة الاعتماد على التمويل الداخلي في تغطية عمليات التوسع والنمو ما أمكن لتجنب تكلفة التمويل الخارجي المرتفع بالنسبة للشركات صغيرة الحجم، كما أوصت الدراسة بضرورة دراسة المخاطر بأي تمويل جديد للحصول على معلومات مفيدة تساعدنا بتقييم المركز المالي.

#### 7. دراسة (Awan, Bhatti, Ali, & Qureshi, 2010) بعنوان:

### How growth opportunities are related to corporate leverage decisions?

#### "كيف ترتبط فرص النمو بقرارات الرفع المالي في الشركات"

هدفت الدراسة لمعرفة العلاقة التي تربط فرص النمو في اتخاذ قرارات الرفع المالي في الشركات الباكستانية ولقد تم اختيار البيانات المالية من عينة (110) شركة صناعية باكستانية مدرجة في بورصة كراتشي لمدة 15 عاما للفترة 1982-1997، وذلك ل9 قطاعات مختلفة مع تقدير تحليل الآثار الثابتة للانحدار، ومن ناحية أخرى تم قياس المتغير التابع وهو نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي هيكل رأس المال، وتم قياس فرص النمو من خلال نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول.

وكان من أهم نتائج الدراسة: عدم وجود علاقة بين فرص النمو في المستوي المرتفع وبين الرفع المالي، بينما هناك علاقة ايجابية بين فرص النمو في مستواها المتوسط والمنخفض وبين الرفع المالي للشركات محل الدراسة، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن نوع الصناعة هو أيضا متغير مهم وذات صلة ويؤثر على العلاقة بين فرص النمو والرفع المالي.

وكان من أهم توصيلتها: ضرورة مراعاة الكفاءة في استثمار الأموال المقترضة لتمويل عمليات النمو من خلال دراسة العائد والتكلفة لتلك الأموال، كما أوصت الدراسة بضرورة توعية المدراء في الشركات الباكستانية لتقييم جدوى الاستثمار في النمو من عدة نواحي في إطار زيادة عوائد الشركة على المدى القصير والمتوسط.

8. دراسة (Amidu، 2007) بعنوان:

### “Determinants of capital structure of banks in Ghana: an empirical approach”

"محددات هيكل رأس المال في البنوك في غانا: دراسة تطبيقية مقارنة "

هدفت الدراسة إلى التحقق من الديناميكية التي تشتمل عليها محددات هيكل رأس المال في بنوك غانا، وقد تم استخدام نموذج الانحدار للبيانات المقطعية وشملت عينة الدراسة المختارة جميع البنوك التي يشرف عليها البنك المركزي في غانا، وتضمنت (19) بنكاً حيث تم جمع البيانات لدراستها خلال الفترة 1998-2003، وتمثلت متغيرات الدراسة التابعة التي اشتملها التحليل على الرافعة المالية والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، بينما كانت المتغيرات المستقلة الربحية والمخاطر وهيكل الأصول والضريبة على الشركات والحجم ونمو المبيعات .

وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي في بنوك غانا والأصول التشغيلية، وعلاقة إيجابية بين هيكل الديون طويلة الأجل والأصول التشغيلية، كما أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين الديون قصيرة الأجل والربحية والمخاطر وهيكل الأصول، وعلاقة إيجابية مرتبطة بالحجم والنمو والضرائب على الشركات، وعلاقة سلبية مع المخاطر المصرفية والنمو والضريبة على الشركات، وقد أشارت الدراسة أيضاً إلى الديون قصيرة الأجل تشكل نسبة كبيرة من رؤوس أموال البنوك في غانا.

وكان من أهم توصياتها: أهمية التمييز بين الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل من حيث تأثيرها على هيكل رأس المال وذلك لاختلاف التكلفة والغرض من كل نوع منها، كما أوصت الدراسة بضرورة توعية المدراء في المؤسسات المالية متى يتم الحصول على القروض قصيرة الأجل وطويلة الأجل بناء على المركز المالي للشركة ومراعاة الاستفادة من المزايا الضريبية وتقليل مخاطر تلك الديون.

9. دراسة (Chen, 2004) بعنوان:

### **Determinants of capital structure of Chinese-listed companies.**

"محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة الصين"

هدفت الدراسة لاستكشاف محددات هيكل رأس المال للشركات الصينية المدرجة في البورصة حيث ركزت الدراسة على نظريات هيكل رأس المال الحديثة، واشتملت عينة الدراسة على (88) شركة صناعية عامة مدرجة في بورصة الصين حيث تم جمع البيانات المالية المنشورة لتلك الشركات خلال الفترة 1995-2000، وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي وتطبيق نموذج الانحدار لتحليل متغيرات الدراسة وتم قياس المتغير التابع بنسبة الرفع المالي وهي القيمة الدفترية لإجمالي الديون إلي إجمالي الأصول والقيمة الدفترية لإجمالي الديون طويلة الأجل إلي إجمالي الأصول، بينما تمثلت المتغيرات المستقلة للدراسة بهيكل الأصول والربحية والحجم وفرص النمو وتكلفة الديون والضريبة.

وكان من أهم نتائج الدراسة: أن الشركات الصينية تميل إلى الاعتماد على التمويل من خلال القروض قصيرة الأجل وهذا ما لا يظهر في الاقتصاديات الحديثة في دول الغرب، كما أظهرت الدراسة أن الشركات الصينية تعتمد على التمويل بالأسهم أكبر من اعتمادها على الديون حيث لم يظهر أي علاقة بين تكلفة الديون وبين الرفع المالي.

وكان من أهم توصياتها: يجب على الشركات أن تضع بعض الأسس اللازمة لاكتشاف محددات هيكل رأس المال بالإضافة إلى أهمية تطوير فرضيات جديدة لتحديد قرار اختيار هيكل رؤوس الأموال للشركات الصينية بما في ذلك تصميم متغيرات تعكس توجهات إدارات تلك الشركات، كما أوصت الدراسة إلى توفير قاعدة بيانات شاملة وتفصيلية لدراسة مزيد من هيكل رؤوس الأموال وتحديد سياسة موحدة لحوكت الشركات.

10. دراسة (Ozkan, 2001) بعنوان:

### **(The Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data)**

"محددات هيكل رأس المال في الشركات الدائمة بالمملكة المتحدة"

هدفت الدراسة إلى معرفة أهم محددات الهيكل التمويلي المستهدف ومعالجتها على فترة طويلة بالتطبيق على البيانات المالية للشركات في المملكة المتحدة وقد شملت عينة الدراسة بيانات 390 شركة خلال الفترة (1984-1996)، حيث هدفت الدراسة إلى إجراء المزيد من

التجارب العلمية للعوامل المؤثرة على هيكل رأس المال المستهدف، وتم استخدام المنهج الاستقرائي لاختبار مدى صحة الفروض والنظريات المتعلقة بمحددات هيكل رأس المال وذلك استخدم أسلوب (Generalized Method of Moment GMM)، وكانت العوامل التي تم اختيارها هي حجم الشركة، فرص النمو، الوفورات الضريبية، الربحية، السيولة.

وكان من أهم نتائج الدراسة: إن لكل من الربحية والسيولة وفرص النمو تأثيراً سالباً على خيارات المنشأة فيما يتعلق باختيار هيكل رأس المال، بينما جاءت الدراسة بأن هناك أثراً محدوداً على مديونية المنشأة، كما كانت العلاقة عكسية بين الاعتبارات الضريبية ونسبة الاقتراض.

وكان من أهم توصياتها: وجوب قيام الشركات بدراسة نوع الدين وفترة تسديده حيث أن تلك العوامل لها أهمية في الوصول إلى هيكل رأس المال الأنسب، كما أوصت الدراسة بضرورة إعادة تطبيقها على فترات زمنية أخرى للتأكد من النتائج على أساس أن كفاءة السوق يمكن أن تتغير بين فترة وأخرى.

#### التعقيب على الدراسات السابقة:

يمكن تقسيم الدراسات السابقة من حيث تعرضها لموضوع هيكل رأس المال إلى قسمين:

**القسم الأول:** دراسات اهتمت بفحص أثر العديد من المحددات والعوامل بشكل عام من خلال تقديم مقياس لكل عامل وأثره على هيكل رأس المال ومن هذه الدراسات (شلاش، وآخرون، 2004) و (مصعب، 2012م) وكذلك دراسة (الساعدي، 2012م) و (طالب، 2015م) و (أبو معمر، 2011م) و (Odit and Gobardhun, 2011) و (Amidu, 2007) و (Ozkan, 2001) و (Chen, 2004) و دراسة (موسى، 2012م) و (رمضان و العقدة، 2009م).

**القسم الثاني:** دراسات اهتمت بفحص أثر عامل أو اثنين فقط على هيكل رأس المال وذلك بشيء أكثر تفصيلاً حيث أن تلك الدراسات قامت بالتعبير هذه العوامل بأكثر من مقياس ومن هذه الدراسات (عواد، 2012م) و (Kajananthan and Achchuthan, 2013) و (Khanqah, 2013) و (BIRJANDI, 2013) و (Udomsirikul, et al, 2011).

كما يمكن القول إن أهم العوامل التي قامت الدراسات السابقة بفحص تأثيرها على هيكل رأس المال هي (الربحية، والسيولة، وهيكل الأصول، والنمو).

## ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تأتي هذه الدراسة لتستكمل الجوانب التي تسعى لتحقيقها من خلال تحليل مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك باستخدام مقاييس متعددة للسيولة والفرص الاستثمارية وذلك عبر الاهتمام بقائمة التدفقات النقدية في تفسير أثر السيولة على الهيكل المالي إلى جانب دراسة مقاييس قيم السوق المتعددة في تفسير الفرص الاستثمارية وذلك للفترة الزمنية 2011-2015، وهنا يمكن القول أن تلك الدراسة تناولت عامل السيولة والفرص الاستثمارية بشيء أكثر تفصيلاً حيث أن غالبية الدراسات العربية تناولت العديد من محددات الهيكل المالي بشكل عام، كما يمكن تبرير اختيار الدراسة لعامل السيولة وعامل الفرص الاستثمارية فقط كعوامل يمكن أن تؤثر على الهيكل المالي من خلال العلاقة المرتبطة بينهما حيث أن السيولة تمثل الجزء النقدي من جانب الأصول المتداولة بينما تعبر الفرص الاستثمارية عن التطور الحادث في جانب الاستثمارات طويلة الأجل والأصول الثابتة.

# الفصل الثاني

## إدارة السيولة النقدية

## الفصل الثاني:

### إدارة السيولة النقدية

#### تمهيد:

إن من أبرز التحديات التي تواجهها المؤسسات في مزاولة نشاطها، إدارة سيولتها بكفاءة وفعالية عالية تحقق التوازن بين مطلب تحقيق الأرباح ومطلب الوفاء بالالتزامات التي عليها، لذا فهي تحظى باهتمام كبيراً من قبل إدارة الشركات في عدة جوانب وأهمها ما هو حجم السيولة النقدية المناسبة في الشركة لمواجهة الالتزامات المستقبلية كما ويبرز أهميتها من خلال دورها في تعظيم قيمة موجودات الشركة من خلال مساهمتها في تغطية العمليات التوسعية والنمو المتوقع لها.

يهدف هذا الفصل إلى إعطاء لمحة عن مفهوم السيولة الكمي والنقدي وتعريفها من أكثر من زاوية إلى جانب دراسة أهداف إدارة السيولة النقدية العائدة على المنشأة بالإضافة إلى تفصيل بيان أهمية إدارة السيولة النقدية ودورها في تغطية التزامات المنشأة، وأيضاً التعرف على المصادر المتنوعة للسيولة، مع تقسيم أنواع السيولة النقدية إلى سيولة المنشأة وسيولة الأصل، بالإضافة للتعرف على مشاكل تقلبات السيولة التي تواجه المنشآت إلى جانب بيان أثر السيولة على استمرارية المنشأة وتوضيح ما ينتج عن ذلك من عسر المالي فني وعسر مالي حقيقي، كما يتعرض هذا الفصل إلى إبراز العلاقة الهامة بين السيولة والربحية كأهداف تسعى المنشأة للموازنة بينهما، والتعرض إلى أهم مقاييس المستخدمة في التعبير عن السيولة النقدية في المنشآت.

#### أولاً: مفهوم السيولة:

تشير السيولة إلى قابلية الأصل على التحول إلى النقدية بسرعة وبدون خسائر، حيث أن الهدف في الاحتفاظ بأصول سائلة هو مواجهة الالتزامات المستحقة الأداء حالياً أو في غضون فترة قصيرة، فإن السيولة تعتبر مفهوم نسبي يعبر عن العلاقة بين النقدية والأصول سهلة التحول إلى نقدية بسرعة وبدون خسائر وبين الالتزامات المطلوب الوفاء بها. (أحمد، 2013م، ص302).

كما تشير سيولة الشركة أيضاً عن قدرتها على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعات الشركة

وتحصيل ذممها المدينة إلى جانب الحصول على النقد من المصادر الخارجية كالقروض.  
(عقل ، 2009م، ص52)

وفقا (أبو تركي، 2011م، ص5) تنطوي عملية إدارة السيولة على مفهومين هما:

### 1. المفهوم الكمي:

يعتمد هذا المفهوم على كمية الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد، حيث يعتبر ضيق لاعتماده على هذه الموجودات في تقييم السيولة ولعدم استطاعة المنشأة الحصول على أموال أخرى كالاقتراض أو زيادة رأس المال والأرباح.

### 2. مفهوم التدفق النقدي:

ويعتبر هذا المفهوم أشمل وأعمق من المفهوم الكمي للسيولة حيث أنه ينظر إلى السيولة على أنها كمية الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد مضافا إليها ما يمكن الحصول عليه من الأموال من مصادر أخرى.

أما من وجهة نظر (الخزاعي، 2009م، ص3) فالسيولة النقدية في المنظور الاقتصادي تعبر عن قدرة المنشأة على الدفع أو جعل الوسائل المتاحة (أصول المنشأة) بشكل سائل من أجل تغطية الالتزامات خلال فترة قصيرة الآجل.

بينما يمكن النظر إلى السيولة حسب (حماد، 2013م، ص 11) بأكثر من زاوية كالاتي:

1. **المدة التي تقاس بها السيولة:** فتشير السيولة هنا على أنها توفر النقدية اللازمة لسداد التزامات المنشأة قصيرة الأجل شراء مواد أو بضاعة أو سداد المصروفات الدورية التشغيلية والالتزامات المتداولة الأخرى كالقروض المستحقة خلال دورة التشغيل العادية أو تلك الالتزامات الناتجة عن عملية المتاجرة.

2. **السيولة من زاوية دورة رأس المال العامل:** فهنا تعنى توفر النقدية اللازمة لإدارة رأس المال العامل (الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة)، بشكل يؤدي إلى عدم وجود نقدية كبيرة عاطلة أو عجز في النقدية اللازمة لسداد الالتزامات المتداولة.

3. **تعريف السيولة بنظرة شاملة وواسعة:** فالسيولة هنا هي انسياب حركة النقدية (أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل) في الأجل القصير أقل من سنة وذلك دون ضغوط وبشكل متوازن مع الأهداف الأخرى للمنشأة كالربحية والنمو والاستمرارية.

ويوضح هذا المفهوم الواسع أن السيولة تعني انسياب حركة النقدية ككل أي تشمل جميع أنشطة المنشأة في الأجل القصير وتتمثل الأنشطة كالتالي:

- **أنشطة التشغيل:** ويشمل حركة النقدية الداخلة والخارجة للبنود المتعلقة بالأصول المتداولة والالتزامات المتداولة بالإضافة إلى بنود المصروفات والإيرادات في قائمة الدخل.

- **أنشطة الاستثمار:** تتضمن حركة النقدية الداخلة والخارجة لبنود الأصول طويلة الأجل مثل المتحصلات من بيع الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل، وكذلك المدفوعات لشراء الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل.

- **أنشطة التمويل:** تتناول حركة النقدية الداخلة والخارجة لرأس المال وسداد توزيعات الأرباح على المساهمين والالتزامات طويلة الأجل كالحصول على القروض وسدادها.

هذا ويشير البعض إلى السيولة من خلال ثلاثة أبعاد: (Howells & Bain, 2000,p.8)

1. الوقت: وهو السرعة التي يمكن من خلالها تحويل الأصل إلى نقد.
2. المخاطرة: هي احتمالية هبوط قيمة ذلك الأصل أو احتمالية تقصير أو إهمال المصدر أو المنتج بطريقة ما في هذا المجال.
3. التكلفة: هي التضحيات المالية وأي تضحيات أخرى والتي لا بد من وجودها في عملية تنفيذ ذلك التغيير.

وبذلك فإن مفهوم السيولة يشير إلى نقطتين أساسيتين هما (حماد، 2013م، ص11):

**الأولى:** يعبر مفهوم السيولة عن مدى توفر نقدية جاهزة لدى المنشأة لمواجهة التزاماتها التي تحصل خلال وقت قصير.

**الثانية:** يعبر عن جاهزية موجودات المنشأة للتحويل إلى نقد سائل لمواجهة الالتزامات التي تحصل خلال وقت قصير.

وحول ما سبق فإن المنشأة التي تخطط للسيولة يجب أن تأخذ في الاعتبار المتحصلات والمدفوعات من مختلف المصادر ولكافة الاستخدامات حيث أنها تعبر عن قدرة المنشأة على الدفع أو جعل الوسائل المتاحة من أصول المنشأة بشكل سائل من أجل تغطية الالتزامات التي تواجه المنشأة خلال فترة قصيرة الأجل.

## ثانياً: أهداف إدارة السيولة النقدية:

تعتبر السيولة ضرورية لوفاء الشركة بالتزاماتها وبالتالي تفادي مشكلات خطر الإفلاس والتصفية، لذلك يمكن للشركة تحقيق الأهداف من خلال تحقق السيولة الملائمة وهي كالتالي: (عقل، 2009م، ص ص 53-54).

- المحافظة على استمرارية الشركة من خلال إدارة سيولتها بالشكل السليم.
- المحافظة على الدورة التشغيلية والإنتاجية بالشركة من خلال القدرة على شراء المواد الخام ودفع المصروفات التشغيلية اللازمة.
- تساعد الشركة على بناء سمعة ائتمانية جيدة في السوق من خلال تسديد التزاماتها المستحقة في مواعيدها.
- استفادة الشركة من الخصومات النقدية الممنوحة في حال توفر سيولة تساعد في تسديد فواتير الموردين.
- توفر لها القدرة على مواجهة الحالات الطارئة والأزمات التي تتطلب الدفع الفوري المباشر.
- تعطي الشركة المرونة وحرية الاختيار بين الأصناف الملائمة لها.

كما يذكر (الشنطي، وشقير، 2007م، ص 18) أن توافر السيولة يحقق العديد من المميزات الإيجابية الإضافية التالية:

- المساعدة في استثمار فرص النمو.
- مواجهة الانحرافات غير المتوقعة في التدفقات النقدية.
- مقابلة متطلبات الإنتاج والتشغيل.
- المساعدة في تجنب دفع تكاليف الاقتراض إذا ما أضرت المؤسسة لذلك.
- ويرى (الغنيم، 2008م، ص 3) أنه على الرغم من تعدد مزايا توفر السيولة النقدية في المنشأة، إلا أن هناك حداً لحجم هذه المبالغ لا يجوز تجاوزه، فمن مساوئ توفر السيولة النقدية الزائدة:
- تشجيع الإدارة على التبذير وصرف الأموال في مجالات غير مفيدة.
- تشجيع الإدارة على المضاربة عن طريق شراء مواد وبضائع تزيد عن حاجة المنشأة، وربما يؤدي ذلك إلى حدوث خسائر أو أخطار غير محتملة.
- يدل وجود الأموال الفائضة على إهمال الإدارة وعدم قدرتها على استثمارها.

### ثالثاً: أهمية إدارة السيولة النقدية:

إن توفر السيولة أمر في غاية الأهمية للمنشأة لتغطية التزاماتها العادية، وتحوطاً للظروف الطارئة، واستثمار الفرص التي قد تقع مستقبلاً، ويمكن توضيح أهمية السيولة من خلال دوافع الاحتفاظ بالنقد كما يلي (أبو صيحة، 2013م، ص 246):

- **دافع تغطية المعاملات:** ويتمثل هذا الدافع في حاجة المنشأة لتغطية وانجاز معاملاتها العادية الروتينية، مثل دفع الأجور وتسديد ثمن مشتريات المواد الخام والمصروفات التشغيلية المتنوعة.

- **دافع الاحتياط:** ويتمثل هذا الدافع في توفير السيولة اللازمة من قبل المنشأة تحوطاً لأي ظروف طارئة وغير متوقعة، ويحكم حجم السيولة المطلوب توفرها أو الاحتفاظ بها من قبل المنشأة نوعية التدفقات النقدية الداخلة والخارجة في المنشأة بالإضافة إلى قدرة المنشأة على توفير الاقتراض بشكل سريع.

- **دافع المضاربة:** ويركز هذا الدافع على أن الهدف من تفضيل السيولة لدى المنشأة اقتناص الفرص التي قد تظهر في المستقبل.

ويمكن إضافة بعض الدوافع الأخرى للاحتفاظ بالنقد:

- **دافع الأرصدة المعوضة:** ويتضمن هذا الدافع قيام البنوك بتقديم خدمات بنكية للمنشآت مقابل إيداع أرصدة نقدية لديها من قبل تلك المنشآت لفترات طويلة. (طبيب، وعبيدات، 2009م)

- **دافع تحسين المركز المالي للمنشأة:** تهدف المنشأة من وراء الاحتفاظ بالنقد إلى إظهار قدرتها أمام الدائنين على تسديد التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل.

### رابعاً: مصادر السيولة:

تنقسم مصادر السيولة للشركات لمصدرين رئيسيين يتمثل المصدر الأول في السيولة الذاتية الداخلية التي تتولد من داخل الشركة نفسها بينما يتمثل المصدر الثاني في حصول الشركة على تسهيلات ائتمانية من البنوك لتمويل العمليات الإنتاجية (علوان، 2015م، ص ص 23-24).

ويمكن تحديد مصادر السيولة النقدية التي يمكن للمؤسسة أن تحصل عليها مما يلي

(الشواورة، 2013م، ص 50):

- توفير السيولة من خلال بيع السلع والخدمات من نشاط الشركة الرئيس.
- بيع أحد الأصول الثابتة نقداً
- تحويل بعض الأصول المتداولة إلى سيولة نقدية من خلال الدورة التشغيلية للشركة
- الحصول على نقدية من خلال الاقتراض الخارجي.
- توفير السيولة من خلال زيادة رأس المال للشركة.

#### خامساً: أنواع السيولة النقدية:

وتنقسم السيولة النقدية إلى قسمين:

1. **سيولة الشركة:** وتعني وجود أموال سائلة في الوقت المناسب وبالكميات المناسبة التي تمكن المنشأة من سداد التزاماتها المالية في موعد استحقاقهما ومن تحريك دورتها التشغيلية ومن مواجهة الحالات الطارئة. ولا يخفى أن سيولة المنشأة ككل تعتمد أساساً على سيولة أصولها، ويمكن تعريف سيولة المنشأة بأنها قدرة المنشأة على سداد التزاماتها في الموعد المحدد للسداد.

2. **سيولة الأصل:** ويقصد بها سهولة وسرعة تحويل هذا الأصل إلى نقد جاهز بدون خسائر تذكر، وبناء عليه فإن الأصول أو الأموال السائلة هي على سبيل المثال النقد الجاهز والحساب الجاري لدى المصرف وأذونات الخزينة والكمبيالات القصيرة الأجل الممكن خصمها لدى المصرف وتحصيل قيمتها بسهولة. (السنفي، 2013م، ص59)

#### سادساً: مشكلات تقلبات السيولة النقدية:

تواجه عملية إدارة السيولة بعض المشكلات أهمها:

##### 1. تدنى مستوى السيولة في الشركة:

يعتبر موضوع تدني السيولة أحد المشاكل التي تواجه المنشأة وتعود إلى عدم إدارة الأصول المتداولة بشكل سليم مما يسبب عدم التوازن بين طبيعة مصادر التمويل والاستخدامات المالية، ومن تلك الأسباب (عقل، 2009م، ص55):

- استثمار الشركة في أصول يصعب تحويلها إلى نقد في التوقيت المطلوب.
- عدم تحديد الوقت المناسب لتدفق الأموال للمؤسسة والوفاء بالالتزامات المترتبة عليها.

- حصول خسارة لأعمال المؤسسة.

- عدم التوازن بين نمو التزامات المؤسسة وبين قدرتها على توفير النقد من عملياتها.

ونتيجة تلك الأسباب تظهر العديد من النتائج السلبية التي تضر بالمنشأة ومنها عدم تمكن المنشأة من الاستفادة من الخصومات النقدية، وعدم قدرة المنشأة في اغتنام الفرص المتاحة وفقدان حرية الخيار والحركة، والخسائر الناتجة من الإفلاس والتصفية.

## 2. ارتفاع مستوى السيولة في الشركة:

أن ارتفاع مستوى السيولة النقدية في المنشأة يرتبط بعدم إدارة جانب الخصوم وحقوق الملكية بشكل مناسب مما يساعد وجود مشاكل تتمثل في عدم التوازن بين استخدامات الأموال ومصادر تمويلها.

ويذكر (الشواورة، 2013م، ص51) بأن اتجاه مستوى السيولة في المنشأة نحو الارتفاع يؤدي لتعطيل النقدية مما يجعل المنشأة غير قادرة على تحقيق أرباح تشغيلية عالية ويعود ذلك إلى التوسع الكبير في الخصوم وحقوق الملكية وكذلك تقديم مواعيد استلام المتحصلات على مواعيد دفع الالتزامات.

## سابعاً: أثر السيولة على استمرارية المؤسسة:

أن عملية إدارة التدفق النقدي لها دور هام في نجاح المنشأة وتطورها حيث أن اختلاف التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة يمثل مشكلة للإدارة المالية بغض النظر أن كون ذلك يمثل فائضاً أو عجزاً. فإن كان الخلل في التوازن على شكل فائض فإن المشكلة التي تنشأ تتعلق بهدف الربحية لأن الأموال الفائضة تعتبر أموالاً غير مستغلة أو غير مستثمرة وهي ذات تكاليف على المنشأة مثل تكاليف الفرصة البديلة الضائعة، ولذا فإن من واجب المدير المالي أن يعمل على توظيف هذه الأموال في مجالات مثمرة أو يعيدها إلى أصحابها بعد التأكد من عدم قدرة المنظمة على استيعابها أو توظيفها في مجالات استثمارية أخرى. وإذا كان العكس أي أن التدفق النقدي الخارج أكبر من التدفق النقدي الداخل فإن ذلك قد يؤدي إلى انعدام السيولة وبالتالي عدم قدرة المنظمة على الوفاء بالتزاماتها في مواعيد استحقاقها، وعدم القدرة على تحريك دورة التشغيل أو مواجهة الطوارئ مما يؤدي ذلك إلى وصول المنظمة للعسر المالي وللعسر المالي مستويان (السني، 2013م، ص62):

- **العسر المالي الفني:** ويحدث هذا النوع عندما لا يتوفر لدى منظمة الأعمال نقد جاهز كاف لسداد احتياجاتها والتزاماتها لفترة زمنية محددة، تستطيع بعد سداد هذه الاحتياجات الوفاء بالتزامات. وهذا يعنى أن المنظمة لديها أموال كافية ولكنها غير سائلة، أي ليست نقداً جاهزاً، وقد تكون بضائع أو حسابات مدينة أو أوراق قبض أو موجودات ثابتة أو مزيج منها وإذا ما أتيح للمنظمة فترة زمنية كافية، فإنها تستطيع تحويل ذلك إلى نقد جاهز عن طريق بيع البضاعة أو تحصيل الذمم أو خصم أوراق القبض أو بيع الموجودات الثابتة وبالتالي سداد حاجاتها والوفاء بالتزاماتها.

- **العسر المالي الحقيقي:** وينشأ هذا النوع عندما تكون القيمة السوقية لجميع موجودات المنظمة غير كافية للوفاء بالتزاماتها المالية، حتى ولو أعطيت وقتاً كافياً لبيع موجوداتها، فإن حسيمة البيع لا تكفي لسداد التزاماتها المالية، وهذا الوضع ينشأ نتيجة لنقص القيمة السوقية للمنظمة بشكل كبير، أو عندما تصبح نسبة كبيرة من ديونها لدى الغير شبه معدومة أو مهالكة.

ويمكن علاج هذه المشكلة من خلال بعض التدابير المستخدمة في إدارة السيولة النقدية من خلال إتباع نظامين يتمثل الأول في تحصيل أو استلام المتحصلات النقدية الناتجة عن المبيعات، والثاني نظام رقابة المدفوعات أو التسديدات الناجمة عن المشتريات، ومن الأساليب المستخدمة في ذلك ما يلي: (العامري، 2007م، ص 242).

- أسلوب تمديد فترة تسديد حسابات الذمم الدائنة مع الاحتفاظ بسمعة المنشأة.
- العمل على إدارة المخزون بشكل فعال لتقليل احتياجات النقدية التشغيلية وتلبية احتياجات الزبائن في الوقت المناسب.
- إتباع أسلوب فعال في سرعة تحصيل حسابات الذمم المدينة مع الاحتفاظ على مستوى المبيعات في المستقبل.

### ثامناً: العلاقة بين السيولة والربحية:

تسعى الإدارة المالية لتعظيم القيمة السوقية للمنشأة حيث تتأثر القيمة السوقية بهدفى السيولة والربحية، فالسيولة ضرورية لوفاء المنشأة بالتزاماتها وتفادي الوقوع في خطر العسر المالي، إلا أن زيادة حجم السيولة عن الحد المسموح يؤدي إلى انخفاض ربحية المنشأة نتيجة لعدم توظيف جزء من أموالها في استثمارات تعود عليها بالمنافع.

ومن جهة أخرى فإن الربحية ضرورية للمنشأة لكي تنمو وتستمر في توسيع أنشطتها الاستثمارية وتعود بالنفع على حملة الأسهم وتكون قادرة على إقناع المستثمرين والحصول على ثقة المقرضين، إضافة إلى ذلك فإن عدم تحقيق هدف الربحية يعنى ذلك انخفاض في سعر السهم في السوق وهذا ما يتعارض مع هدف تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، وبشكل عام فإن هدفي السيولة والربحية متعاكسان في تأثيرهما على هدف تعظيم قيمة المنشأة، إلا أنهما متلازمان يكمل أحدهما الآخر، بمعنى أن تحقيق أحدهما سيكون على حساب الآخر. فزيادة الربحية تتطلب استثمار المزيد من الأموال مما يؤثر على نقص السيولة في المنشأة، بينما الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد أو أصول شبة نقدية يعني ذلك زياد حجم الأصول التي لا تحقق عوائد مما لا يتوافق ذلك مع الربحية، وبناء على هذا يتوجب على المنشأة أن تخلق نوع من التوازن والمرونة بين السيولة والربحية من خلال توجيه الاستثمارات واستغلال الفوائض النقدية لتحقيق الربحية مع ضرورة العمل على توفير الأموال اللازمة لمواجهة الالتزامات المالية للمنشأة. (النعيمة، والخرشة، 2007م، ص38).

### تاسعاً: مقاييس السيولة النقدية:

#### 1. قياس السيولة النقدية من خلال قائمة التدفقات النقدية:

تسمى مقاييس التدفقات النقدية بالمقاييس البديلة، حيث تعتبر هذه المقاييس معدة على الأساس النقدي، كما أن لمقاييس التدفق النقدي دور كبير في قياس قوة المركز النقدي للمنشأة ومدى مقدرتها على مواجهة التزاماتها، ومن خلال ما سبق نوضح هذه المقاييس كالتالي: (علوان، 2015م، ص 48).

#### المقياس الأول: التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيل:

وتتدفق النقدية من الأنشطة التشغيلية للمنشأة باعتبارها الأنشطة الرئيسية التي تدخل في تحديد صافي الربح أو الخسارة بمعنى أنها الأنشطة التي تقوم عليها المنشأة، ويعد التدفق النقدي التشغيلي مقياساً جيداً لدوره في تحديد قدرة المنشأة على توليد تدفق نقدي موجب قادر على تغطية وسداد التزامات التشغيلية التي تواجه المنشأة، ويمكن الوصول لصافي التدفق النقدي التشغيلي من خلال إجراء بعض التعديلات والتسويات على صافي الربح المحاسبي بعد الضريبة.

## المقياس الثاني: التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية:

ويمكن توضيح التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة الاستثمارية بأنها تلك التدفقات المتعلقة بإحلال والتخلص من الأصول الثابتة والاستثمارات الأخرى، وبعد صافي التدفق النقدي الاستثماري مقياساً لتحديد قدرة المنشأة على سداد أقساط القروض والتوزيعات النقدية للمساهمين ويمكن الوصول لصافي التدفق النقدي الاستثماري من خلال احتساب التغير في بنود الأصول طويلة الأجل وأية استثمارات أخرى وذلك بالرجوع لقائمة المركز المالي.

## المقياس الثالث: التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية:

ويمكن تحديد التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة التمويلية بأنها تلك التدفقات المتعلقة بالتغيرات في حجم ومكونات حقوق الملكية والقروض الخاصة بالمنشأة، ويمكن الوصول إلى صافي التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية من خلال تحليل عناصر المطلوبات وحقوق الملكية في قائمة المركز المالي.

من خلال تلك القائمة وما يظهر بها من أنشطة فهناك مجموعة من النسب والمؤشرات الهامة التي تختص بتقييم السيولة النقدية في المنشأة حيث أن قوة وضعف سيولة المنشأة ترتبط بمدى توفر صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية لديها، فإذا كان صافي التدفق النقدي موجباً فهذا يمكن المنشأة من إجراء التوسعات الاستثمارية والحصول على تسهيلات ائتمانية، بينما إذا كان صافي التدفق النقدي سالباً فهذا يعني أن على المنشأة البحث عن مصادر تمويل جديدة لتغطية هذا العجز من خلال بيع بعض الاستثمارات أو الحصول على تسهيلات ائتمانية طويلة الأجل.

وبناء على ما تقدم فإن أهم النسب المشتقة من قائمة التدفقات النقدية والمستخدمه في تقييم السيولة هي: (الدوري وسلامة، 2013).

### • نسبة التغطية النقدية:

وهي تقيس مدى تغطية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للتدفقات النقدية المخصصة للأنشطة الاستثمارية والتمويلية ويعبر عنها كما يلي:

$$\text{نسبة التغطية النقدية} = \frac{\text{صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة الاستثمارية والتمويلية}}$$

ومن الأمثلة على التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة الاستثمارية والتمويلية:

- الديون والقروض المستحق للدفع.
- الدفعات الإيجارية لعقود الإيجار التمويلي.
- المبالغ المدفوعة في شراء الأصول الثابتة.
- توزيعات الأرباح لحملة الأسهم.

هذا وكلما ارتفعت تلك النسبة يدل ذلك على كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للوفاء بالاحتياجات التوسعية في مجال الاستثمار والتمويل. (الدوري، وسلامة، 2013).

ويمكن تحديد واختبار قدرة صافي التدفقات النقدية التشغيلية على الوفاء بالمطلوبات المتداولة وتغطية التوزيعات النقدية للمساهمين من خلال النسبة التالية: (السيد أحمد، 2008م، ص23)

• **نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى المطلوبات المتداولة:**

وتحدد تلك النسبة بالعلاقة التالية: صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية / متوسط المطلوبات المتداولة.

وتوضح هذه النسبة مدى قدرة المنشأة على سداد التزاماتها المتداولة من خلال صافي تدفقاتها النقدية من أنشطتها التشغيلية. وكلما ارتفعت هذه النسبة انخفض مستوى المخاطر المتعلقة بالسيولة، وهذا يعنى أن المنشأة قادرة على الوفاء بالتزاماتها من خلال النقدية المتولدة داخلياً.

• **نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى التوزيعات النقدية:**

صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية  
ويتم احتساب تلك النسبة من خلال العلاقة التالية: 
$$\frac{\text{صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}{\text{التوزيعات النقدية للمساهمين}}$$

وتقيس هذه النسبة قدرة الشركة على دفع توزيعات نقدية للمساهمين ويدل ارتفاع هذه النسبة على قدرة المنشأة على تسديد توزيعات الأرباح دون الحاجة لأي مصادر أخرى خارجية. ويمكن أيضاً قياس قدرة أصول المنشأة وأموال الملكية على توليد صافي التدفقات النقدية من خلال النسب التالية: (مطر، 2010م)

• نسبة العائد على الأصول من صافي التدفق النقدي التشغيلي:

صافي التدفق النقدي التشغيلي

ويتم احتساب تلك النسبة من خلال العلاقة التالية:

مجموع الأصول

وتوضح تلك النسبة قدرة أصول المنشأة على توليد التدفقات النقدية التشغيلية، وكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على كفاءة المنشأة في استخدام موجوداتها، وكان ذلك حافزاً للمزيد من التوسع في الاستثمارات في المستقبل، وتشبه هذه النسبة معدل العائد على الموجودات باستثناء استخدام صافي التدفقات النقدية التشغيلية بدلاً من رقم صافي الدخل.

• نسبة العائد على حقوق الملكية من صافي التدفق النقدي التشغيلي:

صافي التدفق النقدي التشغيلي

ويتم احتساب تلك النسبة من خلال العلاقة التالية:

حقوق الملكية

وتوضح هذه النسبة العائد على حقوق الملكية من التدفقات النقدية التشغيلية وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما كان ذلك مؤشراً إيجابياً على كفاءة المنشأة، وتشبه هذه النسبة معدل العائد على حقوق الملكية ولكنها تحتسب باستخدام صافي التدفقات النقدية التشغيلية بدلاً من رقم صافي الدخل.

ومن جهة أخرى يتم تقييم إدارة النقدية في المنشأة من خلال نسبة العائد على الأصول وحقوق الملكية من صافي التدفق النقدي النهائي كما يلي: (Khanqah, 2013, p.466).

- نسبة العائد على الأصول من صافي التدفق النقدي.

- نسبة العائد على حقوق الملكية من صافي التدفق النقدي.

وتوضح هذه النسب قدرة موجودات المنشأة وحقوق المساهمين على توليد صافي تدفق نقدي من كافة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية فكلما ارتفعت تلك النسبة تدل ذلك على كفاءة المنشأة في إدارة الأصول وأموال المساهمين في توليد السيولة النقدية.

فيما يتعلق بأساليب قياس السيولة النقدية فيما يلي أبرز المقاييس المستخدمة في تقييم السيولة، ويوجد العديد من الأساليب المالية في المنشآت لقياس السيولة أهمها:

2. قياس السيولة النقدية من خلال الموازنة النقدية: وهي عبارة عن خطة مالية قصيرة الأجل لفترة قادمة قد تكون ربع سنة أو نصف سنة أو سنة وتتضمن الخطوات التالية:(حماد، 2013م، ص14).

- تقدير حجم المبيعات من خلال موازنة المبيعات.
- تقدير المتحصلات النقدية للمبيعات وفقاً لموازنة المبيعات.
- تقدير المدفوعات النقدية من مشتريات مواد الخام وسداد الرواتب والمصروفات الأخرى.
- تقدير المتحصلات النقدية والمدفوعات النقدية من الأنشطة الاستثمارية.
- احتساب الفرق بين المتحصلات والمدفوعات النقدية للوصول إلى عجز وفائض الموازنة.
- إدارة الفائض النقدي الناتج من الموازنة من خلال الاستثمار أو معالجة العجز بواسطة تدبير مصادر خارجية.

3. قياس السيولة النقدية من خلال تحليل النسب والمؤشرات المالية:

تهدف نسب السيولة إلى تقييم القدرة المالية للمنشأة على المدى القصير وذلك من خلال تقدير الفرق بين الالتزامات المستحقة قصيرة الأجل والتدفقات النقدية الواردة من المبيعات وتحصيل الذمم المدينة، ويتم الوصول لتلك النسب والمؤشرات باحتساب الأصول المتداولة مقابل الالتزامات المتداولة (عقل، 2009م، ص312).

ومن أهم النسب والمؤشرات المالية المستخدمة والمشتقة من قائمة المركز المالي:

#### • نسبة التداول:

تستخدم هذه النسبة لقياس مدى قدرة المنشأة على تغطية التزاماته قصيرة الأجل بواسطة أصولها المتداولة التي يسهل تحويلها إلى نقدية، وتشمل الأصول المتداولة النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل وأوراق القبض والذمم المدينة بينما تمثل الالتزامات قصيرة الأجل أوراق الدفع والذمم الدائنة والضرائب والمصروفات المستحقة، كما أن تلك النسبة هي من أقدم المؤشرات التي تقيس مدى تغطية الالتزامات المتداولة بأصول يتوقع تحويلها إلى نقدية في موعد يتزامن مع موعد سداد تلك الالتزامات (عقل، 2009م، ص 313).

ويقدر المعيار النمطي لنسبة التداول بنسبة (1:2) بحيث إذا زادت النسبة عن الضعف كان ذلك مؤشر على ارتفاع السيولة في المنشأة، أما إذا قلت عن الضعف فإن ذلك دليل على أن المنشأة ستواجه صعوبات في سداد التزاماتها والسبب في الأخذ بهذا المعيار بأن الأصول المتداولة عند تحويلها لنقدية لا توجه فقط لتغطية الالتزامات المتداولة بل أيضا يتم استخدامها لسداد المصروفات التشغيلية الخاصة بالدورة الإنتاجية للمنشأة. (طنيب، وعبيدات، 2009م، ص62).

#### • نسبة السيولة السريعة:

تهتم نسبة التداول السابقة في كمية الأصول المتداولة التي تغطي الالتزامات المتداولة دون اهتمامها بقابلية تلك الأصول للتحويل إلى نقدية لذا فإن نسبة السيولة السريعة تهتم بالأصول المتداولة النقدية والقابلة للتحويل للنقدية بشكل أسرع فهي تتجاهل المخزون السلعي في البسط على أساس انه البند الأصعب للتحويل لنقدية ويمكن التعبير عن تلك النسبة من خلال قسمة الأصول المتداولة مطروحاً منها قيمة المخزون على الالتزامات المتداولة. (Maness & Zietlow, 2006, p.28).

وتعتبر هذه النسبة أكثر ملاءمة في قياس السيولة في المنشأة حيث أنها لا تأخذ في عين الاعتبار الأصول المتداولة التي يصعب تحويلها لنقدية خلال فترة زمنية قصيرة لذا عندما يكون هناك صعوبة في تحويل المخزون إلى نقدية خلال فترة زمنية قصيرة فإنه يتم استبعاده من الأصول المتداولة عند تقدير نسبة السيولة السريعة، كما أن المعيار الصناعة النمطي لتلك النسبة يمثل نسبة (1:1).

#### • نسبة الجاهزية النقدية:

يتم حساب تلك النسبة من خلال قسمة الأرصدة النقدية وأوراق القبض على الالتزامات المتداولة وتعتبر تلك النسبة أكثر تحفظاً في حساب نسبة السيولة السريعة بحيث تستبعد المخزون السلعي والحسابات المدينة من الموجودات المتداولة وتسمى هذه النسبة بنسبة الجاهزية النقدية وتشمل الأموال الجاهزة وشبه الجاهزة: النقدية في الصندوق، والأموال المودعة تحت الطلب في المصارف، وأوراق القبض القابلة للخصم. (الخراعي، 2009م، ص9).

كما ويمكن استخدام قائمة الدخل والمركز المالي في قياس السيولة النقدية: (الشوورة، 2013م، صص 302-306)

- صافي رأس المال العامل: ويقاس الفرق بين الموجودات المتداولة والالتزامات المتداولة.

- معدل دوران الموجودات المتداولة: ويقاس هذا المعدل السرعة التي تتحول بها الموجودات المتداولة إلى نقدية.

- معدل دوران الحسابات المدينة: ويقاس السرعة التي تتحول فيها الديون إلى نقدية.

### خلاصة الفصل:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل عن بيان أهمية السيولة النقدية ومؤشرات قياسها وتقييمها يتضح أن دراسة تلك المؤشرات يقدم معلومات مختلفة في مضمونها ودلالاتها فمن أهم مؤشرات دراسة السيولة النقدية هي التدفقات النقدية التي تساعد مستخدمي القوائم المالية على تقدير إمكانية تحقيق المنشأة للتدفقات النقدية المستقبلية حيث تعمل على كشف نقاط الضعف والقوة للمنشأة، ويعتبر هذا الموضوع في غاية الأهمية للمستثمر والمقرض الذي يهتم بدراسة التدفقات النقدية أكثر من الربحية في الأجل القصير كما ان الإدارة تولي هذه التدفقات عناية خاصة من أجل تحديد مدى حاجتها للتمويل الخارجي.

# الفصل الثالث

## الفرص الاستثمارية

## الفصل الثالث:

### الفرص الاستثمارية

#### تمهيد:

تهدف الإدارة المالية للمنشأة بتقييم مصادر التمويل ومجالات الاستثمار فيها حيث تضع عدة معايير مختلفة قد ترتبط بظروف وأحداث تختلف من منشأة لأخرى، ويعتبر الهدف من ذلك هو الاختيار الأفضل للاستثمار المتاح للشركة، لذلك يتم دراسة كمية ونوعية مصادر الأموال ومجالات أنفاقها أو استثمارها سواء كانت موجودات متداولة أو موجودات ثابتة، وبالتالي فإن زيادة الفرص الاستثمارية أمام المنشأة يعنى البحث عن مصادر تمويل أخرى الأمر الذي يزيد من أهمية مصادر التمويل وأثرها على أداء المنشأة.

خصص هذا الفصل لدراسة مفهوم الفرص الاستثمارية وبيان أنواع الاستثمارات المتعدد من حيث الموضوع والطبيعة ونوع النشاط إلى جانب التعرف على المجالات والفرص الاستثمارية المتاحة أمام المنشأة مثل الاستثمار في الأوراق المالية والأصول الثابتة والمخزون السلعي والذمم المدينة بالإضافة إلى تفصيل مصادر تمويل الفرص الاستثمارية قصيرة الأجل بأنواعها وطويلة الأجل مع التعرض لمزايا استخدام تلك المصادر، كما يهتم الفصل في بيان العوامل التي تحدد المصادر الملائمة لتمويل الفرص الاستثمارية في المنشآت والتعرف على أنواع الطرق والمؤشرات المختلفة المستخدمة في تقييم وقبول الاستثمارات وصولاً لتوضيح أهم المقاييس المستخدمة في التعبير عن الفرص الاستثمارية.

ومما لا شك فيه أن التقدم التكنولوجي والإداري في مجالات الإنتاج والتوسع، يعتبر من العوامل المهمة في خلق فرص استثمارية جديدة، حيث أن التطور في إنتاج السلع الحديثة وإتباع طرق إنتاج متطورة يساعد على زيادة الطلب على الفرص الاستثمارية من قبل المنشآت وبالتالي زيادة النشاط الاستثماري أمام المساهمين (عواد، 2012م، ص 12).

#### أولاً: مفهوم الفرص الاستثمارية:

هي استثمار النفقات الرأسمالية للمنشأة على شكل أصول لتمكن الشركة من القيام بأنشطتها ومشاريعها المتعددة كإضافة خطوط إنتاج جديدة أو أحلال آلات أو توسيع الطاقة الإنتاجية أو استبدال أصول قديمة بأخرى حديثة. (kallapur & Trombley, 2001, p.4)

ويهدف الاستثمار إلى توظيف الأموال الفائضة في أدوات ومجالات استثمارية متنوعة بهدف خلق إنتاج جديد أو توسيع الإنتاج الحالي وزيادة تكوين رأس المال على مستوى المنظمة أو تحقيق زيادة فعلية برأس مال المنظمة (آل شبيب، 2009م، ص18).

ولقد عبر (Myers, 1977) عن الفرص الاستثمارية بأنها تمثل قيمة المنشأة من خلال ما تمتلك من موجودات ثابتة، حيث أن هذه القيمة تزداد بزيادة الفرص الاستثمارية وتخفض من خلال انخفاض نسبة الموجودات الثابتة في المنشأة، إضافة لما تملك من خيارات لاستثمارات مستقبلية بصافي قيمة حالية موجبة.

ومن جهة أخرى فإن الاستثمار يعني تسخير المنشأة لمواردها المتاحة لديها للحصول على وسائل الإنتاج، ويتمثل هذا التسخير من خلال استغلال أمثل للموارد المتاحة على مختلف أنواع الموجودات بطريقة عادلة ومتساوية، بحيث يتوفر التوازن في تخصيص المبالغ لكل عنصر من عناصر العملية الإنتاجية دون أن ينتج عن ذلك عجز أو فائض يسبب ضياع في الأموال المستثمرة (عقل، 2006م).

وفي نفس السياق فقد أشار (عقل، 2006م) أن الاستثمار هو قرار إداري من قبل المنشأة يتضمن توجيه مبالغ كبيرة لخلق طاقات إنتاجية حديثة أو لزيادة الطاقات الإنتاجية الحالية أو المحافظة عليها وذلك للوصول إلى عائد يتناسب من التضحية ويمتد لفترة طويلة تغطي حياة المشروع الاستثماري.

كما يشير فرانس بأن الاستثمار هو توظيف الاموال لفترة زمنية محددة بهدف الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية للاموال ومخاطر التضخم والتدفقات (آل شبيب، 2009م، ص 18).

هذا وقد كان للتطور والثورة التكنولوجية دور مهم وفعال في خلق الفرص الاستثمارية الجديدة، حيث ان صناعة منتجات حديثة أو إتباع طرق إنتاجية حديثة ومتطورة في إنتاج السلع وفتح أسواق جديدة، يؤدي ذلك إلى زيادة الفرص الاستثمارية ويتبع ذلك زيادة المقدرة لدى المستثمرين في توسيع الاستثمارات الحالية والمستقبلية.

وعلى ضوء ما سبق من تعاريف ومفاهيم يمكن تعريف الاستثمار بأنه تخصيص الموارد المتاحة من قبل المنشأة من أجل تحقيق العوائد في المستقبل مقابل تحمل الخطر الناتج تغير الظروف والاحتمالات غير المتوقعة.

## ثانياً: أنواع الاستثمارات:

يمكن التفرقة بين أنواع الاستثمارات وفقاً لعدة معايير: (أبو الفتوح، 2003م، ص ص 43-47)

### أنواع الاستثمارات من حيث الموضوع:

#### • الاستثمارات المنتجة:

- وهي تلك الاستثمارات التي تتكون في مجموعها من استثمارات مادية والتي تكون آثارها مباشرة على الإنتاج، وتهدف إلى الحفاظ على الطاقة الإنتاجية أو زيادتها وتضم:
  - استثمارات التجديد: وتهدف إلى تعويض استثمارات قديمة بأخرى جديدة أكثر فعالية.
  - استثمارات التوسع: هدفها زيادة طاقة الإنتاج والتوسع في نفس النشاط.
  - استثمارات التحديث: هي استعمال وسائل وتقنيات أكثر تطوراً وأحدث من تلك المستعملة وتهدف إلى تحسين الإنتاج.

#### • الاستثمارات غير المنتجة:

- بالمقابل نجد أنه هناك استثمارات غير منتجة والتي تقوم بتقديم خدمات اجتماعية ذات طبيعة استهلاكية كبناء المدارس.

### أنواع الاستثمارات من حيث الطبيعة:

تختلف الاستثمارات حسب طبيعتها إلى عدة أنواع مختلفة، فيمكن أن يكون الاستثمار مادياً كما يمكن أن يكون غير مادي.

- الاستثمارات المادية: هي تلك الاستثمارات التي تتعلق بالثروة المالية للمؤسسة، إذ تشكل القاعدة الأساسية للنشاط المنتج، فيخصص لها سنوياً مبلغاً مالياً يدعى قسط الإهلاك، وتشمل كل الأصول الثابتة والملموسة كالآلات والمعدات.
- الاستثمارات غير المادية: وهي استثمارات تتعلق بالثروة المالية للمؤسسة، ويمكن تقسيمها إلى:

- الاستثمارات في المجال الفني المتعلق بالإنتاج: يتمثل في تحسين نوعية المنتج كالأغلفة والعلب وغيرها.

- الاستثمارات في المجال البشري: هو ذلك الاستثمار الذي يؤدي استغلال الطاقات المتاحة من الموارد البشرية و يشمل ذلك عمليات التوظيف، التأهيل، التكوين، تحسين ظروف العمل لكون العامل البشري هو الأداة الأساسية للنهوض بالعمل وإنهاءه داخل المؤسسة، وبالتالي استمراريتها.
- الاستثمار في المجال التجاري: ويتمثل في شهرة المحل وجذب العملاء عن طريق الإشهار والإعلان والعلامات التجارية.

### أنواع الاستثمارات من حيث نوع النشاط:

- حيث يمكن تقسيمها على حسب هذا المعيار إلى ما يلي:
  - الاستثمارات الإنتاجية: تتحقق هذه الاستثمارات باستخدام الأموال في عمليات من أجل إنتاج سلع جديدة وهناك نوعان:
    - الاستثمار الصناعي: وفيه يتم تحويل المواد الخام إلى سلع نصف مصنعة أو سلع تامة الصنع.
    - الاستثمار الزراعي: ويتم فيه تحويل البذور إلى ثمار عن طريق الزرع والحصاد.
  - الاستثمارات التحويلية: وهي عبارة عن الاستثمارات التي تقوم بعملية تحويلية لسلعة من الطبيعة الخام إلى سلعة مصنعة كاستخدام البترول وتكريره، ومنشآت الحديد والصلب وغيرها.
  - الاستثمارات الخدمائية: ويتم من خلالها استثمار الأموال عن طريق تقديم خدمات سواء للأفراد أو المؤسسات كالاستثمار في المجال السياحي، والفندقة.
- وبناء على ما سبق فإن الاستثمار يقسم إلى نوعين وهو التقسيم الأكثر شيوعاً ألا وهو تقسيمه إلى مالي وحقيقي. وسأخذ تعريفين مبسطين لهما:
  - الاستثمارات المالية: وهي الاستثمارات التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق والأدوات المالية المختلفة (أدوات الائتمان، والأسهم بجميع أنواعها)، أو بمعنى آخر شراء الأصول المالية التي تنتج عنها أرباح بأقل مخاطر ممكنة.
  - الاستثمارات الحقيقية: وفيها يتم شراء وبيع أصول الإنتاج بغرض زيادة الثروات مثل الاستثمار في شراء الأصول الحقيقية كالعقارات، الأصول المنتجة، المصانع... الخ.

## ثالثاً: المجالات والفرص الاستثمارية المتاحة للمنشأة:

تلعب الفرص الاستثمارية دوراً هاماً في تمويل المنشآت كما أنها تتأثر حسب الطريقة التي ينظر إليها من قبل المنشأة والمساهمين والمستثمرين والدائنين، حيث تعتبر الاستثمارات الرأسمالية من العناصر المكونة لها، حيث يكون القرار بقبول أو رفض تلك الاستثمارات بناءً على تقديرات المديرين بالمنشآت (عواد، 2012م، ص 11).

وهناك العديد من المجالات والفرص الاستثمارية المتعددة والمتاحة للمنشأة فمن تلك المجالات ما يتيح للشركة الاستثمار في أصول حقيقية مثل العقارات والسلع أو أصول مالية مثل الأسهم والسندات لذا سنكتفي هنا بعرض أهم الفرص الاستثمارية المتوفرة للمنشأة.

### 1. الاستثمار في الأوراق المالية:

تعد الأوراق المالية من أبرز أدوات الاستثمار المتاحة نظراً للمرونة التي تتمتع بها والمزايا التي تحملها حيث أنها تتصف بسهولة تحويلها إلى نقدية لهذا تتصف بانخفاض المخاطر التسويقية والأوراق المالية على نوعين منها أدوات ملكية مثل الأسهم بأنواعها وأخرى تسمى أدوات دين مثل السندات بأنواعها، وتختلف أدوات الملكية عن أدوات الدين من حيث طبيعة الدخل ودرجة الأمان، فالأسهم تتغير عوائدها عادة بتغير الإنتاج والأرباح التي تحققها المنشأة ولذلك تتميز بارتفاع درجة المخاطرة مقارنة بالسندات، بينما السندات فإن دخلها ثابت وتتميز بأنها أقل مخاطر من الأسهم وهذا الاختلاف يوفر للمستثمر بدائل لاختيار الأداة المناسبة أو تنويع المحفظة الاستثمارية. (آل شبيب، 2009 م، ص ص 53-54).

وفي نفس السياق يذكر (مطر، 2006م، ص 81) مزايا وعيوب الاستثمار في الأوراق المالية:

توفر الأوراق المالية للمنشأة المستثمرة مزايا متعددة من أهمها ما يلي:

- تمتاز أسواق الأوراق المالية بدرجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر في الفرص الاستثمارية الأخرى.
- انخفاض تكاليف المتاجرة في الأوراق المالية حيث أن معظم صفقات بيعها وشراءها تتم على الهاتف أو من خلال خدمة الانترنت علاوة على أنها لا تحتاج إلى نفقات تخزين وصيانة.
- أن الأوراق المالية تتمتع بخاصية التجانس فأسهم شركة معينة وسنداتها تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، مما يسهل عملية تقييمها.

وفي المقابل فإن هناك عيوب للاستثمار في الأوراق المالية أهمها ما يلي:

تتخفص درجة الأمان في الاستثمار في الأوراق المالية عن تلك المتوفرة في مجالات الاستثمار الأخرى، وهذه الخاصية ترتبط بطبيعة الورقة المالية كأصل مالي لا كأصل حقيقي. لذا فحيازة المنشأة المستثمرة للورقة المالية لا توفر لها درجة الأمان التي توفرها حيازة الأصل الحقيقي، لكن هذا لا يمنع من وجود أوراق مالية مضمونة كالسندات المضمونة بعقار، ومن جهة أخرى فإن التقلبات الحادثة في القيمة الشرائية للورقة المالية تعتبر أيضا من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

## 2. الاستثمار في الأصول الثابتة:

هذا النوع من الاستثمار يمكن مشاهدته على حقيقته وبعد من الاستثمارات المريحة لكن يحتاج إلى رأس مال كبير للاستثمار وتتووع الفرص الاستثمارية أمام المنشأة في الأصول الثابتة ومن أهم أنواعها العقارات والأراضي والآلات والمعدات ووسائل النقل وغيرها. ويضيف (آل شبيب، 2009م، ص56) بعض خصائص الاستثمار في الأصول الثابتة على النحو التالي:

- يتسم الاستثمار في الأصول الثابتة بارتفاع درجة الأمان وانخفاض درجة المخاطرة لاعتماد هذا الاستثمار على الدراسة المسبقة.
- حصول المنشأة المستثمرة في هذا المجال على مزايا وإعفاءات ضريبية.
- يتصف العائد من وراء هذا الاستثمار بالاستمرارية والمعقولية مقارنة بكلفة الاستثمار لأنه قائم على دراسات جدوى اقتصادية وفنية كما يعتبر الاستثمار هنا طويل الأجل.
- يتميز الاستثمار في هذه المجال بدرجة عالية من الملاءمة حيث تقوم المنشأة المستثمرة بإدارة تلك الأصول بنفسها كما تعود بفائدة كبيرة على المجتمع من هذا الاستثمار الذي يساهم في إنتاج السلع والخدمات.

وتتفاوت أهمية الأصول الثابتة من منشأة إلى أخرى وذلك حسب طبيعة النشاط الذي تمارسه المنشأة، حيث تبرز أهمية الأصول الثابتة في الشركات الصناعية وتقل تلك الأهمية والحاجة لها في الشركات التجارية، حيث تشكل في الشركات الصناعية مقارنة مع الموجودات المتداولة أهمية كبيرة وهذا ما يظهر على العكس في الشركات التجارية ومن أهم العوامل التي تحدد حجم الاستثمار في الأصول الثابتة ما يلي: (الشواورة، 2013م، ص173).

- المستوى التقني الذي يتطلبه نشاط العمل.
- طبيعة العمل الذي تقوم بممارسته المنشأة.
- مدى القدرة على استخدام الآليات والتكنولوجيا.

### 3. الاستثمار في المخزون السلعي:

أن الاستثمار في المخزون السلعي يعتبر هاماً للمنشآت التجارية حيث يمثل أحد الركائز الأساسية في عمل تلك المنشآت وذلك لكون هذا الاستثمار يتمتع بمزايا اقتصادية خاصة تجعل منها أداة استثمارية جيدة، وتوفر أسواق السلع المتخصصة العديد من المزايا للمستثمرين من حيث إبرام العقود وتسليم المنتجات، كما أن الاستثمار والمضاربة بالمخزون السلعي من قبل فئات كبيرة في الاقتصاد جعل منها أدوات استثمارية تتمتع بدرجة عالية من المرونة والسيولة. (مطر، 2006م، ص84).

#### خصائص الاستثمار في المخزون السلعي:

- درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر في السلع تكون عالية نسبياً بالمقارنة مع الفرص الاستثمارية الأخرى ذلك لأن قابلية بعض السلع للتخزين محدودة وتتطلب توفر شروط معينة من الصعب توفيرها بسهولة، الأمر الذي قد يعرض المنشآت التجارية للخطر.

- يترتب على ارتفاع درجة المخاطرة في المتاجرة بالسلع نمو روح المضاربة لدى المنشآت المستثمرة فيها، وللمحد من تلك الظاهرة تضع بعض الجهات الرسمية قوانين خاصة للحفاظ على أسعار المواد والسلع.

- الأفق الزمني للاستثمار في السلع قصير نسبياً بالمقارنة مع ما هو عليه في مجالات الاستثمار الأخرى.

إن قرار الاستثمار في المخزون يتضمن تحديد مستوى المخزون الذي تتساوى فيه المنفعة الحدية من الاستثمار فيه مثل تقديم احتياجات المعاملات والمضاربة مع الكلفة الحدية من الاستثمار في المخزون مثل كلف الاحتفاظ، وأن مستوى المخزون الذي تتساوى فيه المنفعة الحدية مع الكلفة الحدية هو المستوى الذي يؤدي إلى تعظيم ثروة المالكين حملة الأسهم العادية (النعمي، والخرشة، 2007م، ص245).

ويتحدد حجم المخزون من البضاعة التي ينبغي الاحتفاظ بها على العوامل التالية:  
(الشوارة، 2013م، ص ص164-165).

- حجم المبيعات: يعتبر هذا العامل من أهم العوامل التي من شأنها أن تحدد حجم الاستثمار في المخزون للمنشأة، وذلك من أجل تلبية طلبات العملاء على منتجات المنشأة.
- طول فترة التصنيع: إن طول فترة التصنيع لا بد وأن يؤدي بالضرورة إلى الاحتفاظ بالمزيد من المخزون، وذلك من أجل تعويض التأخير في الإنتاج والتحوط لزيادة حجم الطلب على العرض في السوق.
- العمر الإنتاجي للبضاعة: كلما كانت المنشأة قادرة على الاحتفاظ بالبضاعة التي تتعامل معها دون تعرضها للتلف أو التقادم كلما شجع ذلك على تخزين المزيد منها.
- مستوى الإنتاج المتوقع: وهو المستوى الذي تستطيع أن تقوم الشركة بإنتاجه فعلاً، وفقاً للطاقة القصوى للإنتاج، الأمر الذي يشجع على الإنتاج وتخزين المزيد من البضاعة الجاهزة.
- موسمية الإنتاج: إن الإنتاج الذي يتم تصنيعه في موسم معين دون آخر وتكون الحاجة إليه على مدار العام ينبغي تخزين الكمية التي تكفي منه لبقية العام ولحين حلول الموسم الجديد، أما إذا كان الإنتاج مستمراً وعلى مدار العام فإن الحاجة للتخزين تكون في حدودها الدنيا.
- مدى مصداقية مصادر التوريد: كلما تمتع المصدر الذي يتم الاعتماد عليه في التوريد على درجة عالية من الثقة تكون الحاجة إلى التخزين قليلة وعكس ذلك يدعو المنشأة لزيادة معدلات الشراء والتخزين.
- الزمن اللازم لوصول البضاعة المطلوبة: فكلما كان مصدر التوريد بعيداً فالمنشأة بحاجة إلى إجراءات طويلة لعقد صفقات الشراء لذا تكون الحاجة للتخزين عالية.

#### 4. الاستثمار في الذمم المدينة:

أن المنشآت التي تعتمد في تصريف منتجاتها على سياسة البيع الآجل يتولد لديها الحاجة لضرورة إدارة الاستثمار في الذمم المدينة حيث تشكل الذمم المدينة جزءاً مهماً من موجوداتها المتداولة، ويعتبر قرار الاستثمار في الذمم المدينة كغيره من القرارات الهامة في المنشأة الذي يساهم في زيادة الربح أو الخسارة خاصة نتيجة ظروف المنافسة الشديدة التي قد

تؤدي إلى زيادة التكاليف الناتجة عن عدم تحصيل بعض الذمم القديمة، ويمكن حصر العوامل التي تحدد حجم الاستثمار في الذمم المدينة: (الشواورة، 2013م، ص 159).

- حجم الطلب والعرض في السوق
- كفاءة تحصيل الذمم المدينة
- الطاقة الإنتاجية المتاحة لدى المنشأة
- سياسة الائتمان المعمول فيها في المنشأة

رابعاً: مصادر تمويل الفرص الاستثمارية:

تنقسم المصادر المحتملة لتمويل الفرص الاستثمارية إلى مصادر قصيرة الأجل ومصادر طويلة الأجل، وفيما يلي تحليلاً موجزاً لكل منها: (عثمان، 2006م، ص ص 152-166)

#### • مصادر التمويل قصيرة الأجل: Short Term Financing

يقصد بالأموال قصيرة الأجل كمصدر تمويلي، تلك الأموال التي تكون متاحة للمنشأة لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة حيث تمثل التزاماً قصيراً على المنشأة يتعين الوفاء به خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة. وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى ما يلي:

##### أ- الائتمان التجاري Trade Credit

هو التزام قصير الأجل تحصل عليه المنشأة لشراء مستلزمات الإنتاج أو أي سلع تدخل في العملية التشغيلية، وبمعنى آخر فإن الائتمان التجاري يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة التي تحصل عليها المنشأة من الموردين، وغالباً لا يزيد الائتمان التجاري عن سنة وفي بعض الحالات الاستثنائية يرتبط بفترة تزيد عن سنة عندما يتعلق بالاستثمار بعض الأصول الثابتة، وتتحدد تكلفة هذا الائتمان بشروط الاتفاق التي تعقد بين الموردين والمنشأة.

##### ب- الائتمان المصرفي Bank Credit

يتمثل هذا النوع من الائتمان في القروض التي تحصل عليها المنشأة من البنوك ويلتزم بسداده خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة. ويترتب عليه موارد نقدية إضافية للمنشأة تستطيع استخدامها بحرية تامة في تمويل الاحتياجات الضرورية سواء من مستلزمات الإنتاج أو بعض الأصول الثابتة، وبشكل عام تستخدم القروض قصيرة الأجل في تمويل الأغراض التشغيلية

للمنشأة ولا تستخدم في تمويل الأصول الثابتة، ولكن قد تلجأ بعض المنشآت الصغيرة إلى استخدام القروض قصيرة الأجل في تمويل بعض الأصول الثابتة من خلال هذا الائتمان نظراً للصعوبات التي تواجهها في الحصول على ائتمان طويل الأجل. وتتوقف تكلفة هذا النوع من الائتمان بمقدار الشروط التي تطلبها البنوك من المنشآت للحصول على هذا الائتمان، فقد تشترط البنوك تقديم بعض الرهونات، والضمانات الشخصية والعينية، سداد الفائدة مقدماً أو احتفاظ المنشأة برصيد مجمد لدى البنك.

ويعتبر هذا المصدر التمويلي أكثر صعوبة بالنسبة للمنشآت الصغيرة والجديدة، والمشروعات التي لا تتمتع بمركز مالي قوي، ويرجع ذلك أن البنوك تتطلب مجموعة من الضمانات يصعب توفيرها من قبل تلك المشروعات التي سوف تتحمل بتكلفة أكثر ارتفاعاً وشروط أكثر صعوبة مقارنة بالمنشآت الكبيرة.

#### • مصادر التمويل طويلة الأجل: Long Term Financing

يقصد بالأموال طويلة الأجل كمصدر تمويلي تلك الأموال التي تكون متاحة للمنشأة لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة، وتمثل التزاماً على المنشأة كشخصية معنوية مستقلة وتعتبر الأموال طويلة الأجل جزءاً مكملاً لهيكل رأس المال المحتمل حيث تنقسم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى العديد من الأشكال كالأسهم والأرباح المحتجزة، والقروض والسندات وفيما يلي تحليل لكل منها:

#### 1. الأسهم العادية Common Stocks

وهي تمثل مستند ملكية لحاملها، وحامل هذه الأسهم يتمتع بالعديد من الحقوق كحق التصويت في الجمعية العمومية، وحق الاطلاع على دفاتر المنشأة وحق المشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول وتكون مسئولية حامل السهم العادي محدودة بحصته في رأس المال.

وتتعدد أسعار الأسهم العادية فهناك السعر أو القيمة الاسمية وهي القيمة التي تكون مدونة على صك السهم، والقيمة السوقية والتي تتحدد بقوى الطلب والعرض في سوق الأوراق المالية، والقيمة الدفترية وتمثل قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم، والقيمة المصدرة هي القيمة التي على أساسها يتم إصدار السهم. وتكون القيمة المصدرة أكبر من القيمة الاسمية حينما يتم إصدار الأسهم بعلاوة إصدار، وقد تكون أقل حينما يتم الإصدار بخصم إصدار.

وتتمتع الأسهم العادية كمصدر تمويلي بالمزايا التالية:

- أن الاعتماد عليها كمصدر تمويلي من قبل المنشآت يؤدي إلى زيادة حقوق الملكية في الهيكل التمويلي، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة قدرة المنشأة على الاقتراض.
  - لا يجوز لحاملي الأسهم العادية استرداد قيمة الأسهم إلا عند التصفية لذا فإنها تمثل مصدر تمويلي دائم.
- وتعتبر تكلفة الأسهم العادية أكبر نسبياً من تكلفة مصادر التمويل الأخرى نظراً لارتفاع درجة المخاطرة فحامل السهم العادي مشارك في الخسائر المحتملة التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة بعكس الدائنين.

## 2. الأرباح المحتجزة Retained Earning

أن الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي لن يكون متاحاً إلا في ظل فرص استثمارية جديدة مرتبطة ارتباطاً بالفرض الاستثمارية القائمة، كالفرض الاستثمارية المرتبطة بعملية شراء الأصول الثابتة والتوسع. فهذا المصدر التمويلي لن يتم الاعتماد عليه إلا في ظل منشآت قائمة ترغب في تمويل فرص استثمارية جديدة، وبشكل عامة فإن الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي يرتبط بشكل وثيق بسياسة توزيع الأرباح، ويلحق ذلك وجود علاقة بين سياسة التوزيع والقيمة السوقية للمنشأة استناداً إلى بديهة ان حاملي الأسهم لن يمانعوا من سياسة احتجاز الأرباح والاعتماد عليها كمصدر تمويلي طالما كانت المزايا التي يحصل عليها حاملي الأسهم من عدم توزيع الأرباح أكبر من المزايا التي يمكن أن يحصلوا عليها من توزيع الأرباح، سواء كانت تلك المزايا ناتجة عن تغير القيمة السوقية للمنشأة أو ناتجة عن زيادة معدل العائد الذي يحصل عليها حاملي الأسهم آجلاً أو عاجلاً نتيجة استثمار الأرباح المحتجزة في فرص استثمارية جديدة يفوق عائدها المتوقع الحد الأدنى الذي يحصل عليه حاملي الأسهم في الفرض الاستثمارية القائمة.

ولعل الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي يمكن قبولها وتبريرها كما يلي:

- أن الاعتماد على الأرباح المحتجزة وعدم توزيعها سوف يؤدي إلى زيادة الطاقة الافتراضية للمنشآت القائمة، مما يزيد من قدرتها على تمويل الفرض الاستثمارية الجديدة من خلال الاقتراض وتحقيق وفورات ضريبية جديدة.

- إذا كان معدل العائد المتوقع من الفرص الاستثمارية الجديدة والتي تعتمد على الأرباح المحتجزة في تمويلها مرتفقا نسبيا بالمقارنة بمعدل العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية.

- تكون سياسة عدم توزيع الأرباح واستخدام جزء منها في تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة مقبولة حينما تكون المنشآت القائمة مستقرة ومعدلات أرباحها المتوقعة مستقرة أيضا.

### 3. الأسهم الممتازة Preferred Stocks

وهي تمثل مستند ملكية لحاملها، ويتمتع حامل السهم الممتاز بكافة المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي ما لم يكن هناك نص على خلاف ذلك في عقد الإصدار. وقد يتم إصدار الأسهم الممتازة بقيمة مصدرية أكبر من القيمة الاسمية في حال وجود علاوة إصدار. وقد يتم إصدارها بقيمة أقل في حال وجود خصم إصدار. كما يكون للسهم الممتاز قيمة سوقية وقيمة دفترية كما في حال الأسهم العادية ويمكن التمييز بين العديد من أنواع الأسهم الممتازة فهناك الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح والتي يحق لحاملها أن يحصل على عائد السهم في سنوات الخسارة مجمعاً في سنوات الأرباح وهناك الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح وحاملي هذه الأسهم يحصلون على نسبة إضافية من الأرباح بخلاف النسبة المحددة، وذلك في حالة وجود فائض ربح كافي بعد القيام بالتوزيعات المطلوبة.

وبشكل العامة أن حملة الأسهم الممتازة ليس لهم حق التصويت في الجمعية العمومية، كما وقد يسمح عقد الإصدار لحملة الأسهم الممتازة بإمكانية تحويلها إلى أوراق مالية أخرى وبصفة خاصة إلى أسهم عادية.

### 4. القروض طويلة الأجل Long Term Loans

تعتبر القروض طويلة الأجل أحد المصادر الهامة التي يمكن الاعتماد عليها في تمويل الفرص الاستثمارية وهي تمثل الأموال التي يمكن أن تحصل عليها المنشأة حيث يمثل هذا المصدر التزاما على المنشأة بتعين الوفاء بها خلال فترة زمنية تزيد عن سنة قد تصل إلى عدة سنوات ويتم الحصول على القروض طويلة الأجل من خلال اتفاق بين المنشأة والبنك المقرض حيث تلتزم المنشأة بسداد أقسام سنوية أو ربع سنوية أو أقل من ذلك، بالإضافة إلى مصارف فائدة سنوية يتم الاتفاق على طريقة سدادها حسب شروط عقد القرض.

ويمكن احتساب تكلفة التمويل الخارجي طويل الاجل على أساس أنها تعادل معدل الفائدة الفعلي على القروض بعد تعديلها بالتكاليف الإضافية، والوفورات الضريبية الناتجة عن

الاقتراض مما يتعين ملاحظته أن عملية الاقتراض يترتب عليها تدفقات نقدية داخلية تتمثل في قيمة هذا التمويل وتدفقات نقدية خارجة تتمثل في قيمة الفوائد المدفوعة بالإضافة إلي أقساط القرض وحيث أن قيمة القرض يتم الحصول عليها خلال فترة زمنية معينة في حين أن الفوائد والأقساط يتم دفعها في فترات زمنية لاحقة ولذلك يتم الاعتماد على فكرة معدل الخصم في احتساب التكلفة التمويل.

## 5. السندات Bonds

يعتبر السند أداة من أدوات المديونية طويلة الأجل، تصدره المنشآت بهدف الحصول على أموال لتمويل نفقاتها وفرصها الاستثمارية والتشغيلية. وقيمة السند تمثل التزاماً على المنشأة يتعين الوفاء به في تاريخ الاستحقاق المنفق عليه. ولذلك فإن حامل السند له الحق في استرداد القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق وله الحق أيضاً في الحصول على معدل فائدة دوري ثابت بغض النظر عن ربحية أو خسارة المنشأة المصدرة للسند، وقد يلحق حامل السند أرباحاً رأسمالية حينما تزيد متانة المركز المالي للمؤسسة مما يزيد الطلب على سندات في سوق الأوراق المالية. وللمنشأة أن تشتترط عند إصدار السندات حق الاستدعاء للسندات في الأوقات التي تراها مناسبة لذلك.

والحالات التي تلجأ إليها المنشأة إلى قرار الاستدعاء في حال انخفاض أسعار الفائدة في السوق بالمقارنة بأسعار الفائدة التي يحصل عليها حاملي السندات وفي هذه الحالة تقوم المنشأة بشراء تلك السندات بأسعار تزيد عن قيمتها الاسمية كما يتم استدعاء السندات في حال توفر السيولة النقدية لدى المنشأة في صورة أرباح محتجزة، وعدم وجود فرص استثمارية أخرى بديلة مربحة ومجديه أمام المنشأة.

وبصفة عامة فإن الاعتماد على الاقتراض من خلال السندات كمصدر تمويلي سوف يترتب عليه العديد من المزايا حيث يعتبر عنصراً رخيصاً نسبياً لما يترتب على استخدامه من وفورات ضريبية وما يتضمنه من مخاطر أقل بالمقارنة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة.

### العوامل التي تحدد المصادر الملائمة لتمويل الفرص الاستثمارية في المنشآت:

تتباين وتتفاوت المنشآت في مكونات هياكلها التمويلية لتمويل الفرص الاستثمارية، فمنها من يعتمد على الأموال الذاتية المملوكة ومنها من يعتمد على أموال الاقتراض ومنها من يخلط بين المصدرين معا وهذا الأمر يضع بعض التساؤلات حول العوامل التي تحدد مصادر التمويل المناسبة والملائمة ويمكن حصر أهم العوامل على النحو التالي: (الشوورة، 2013م، ص ص 82-85).

- المواصفة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام: تعتبر عملية المواصفة بين طبيعة المصدر والاستخدام عملية بالغة الأهمية وذلك من أجل إيجاد ارتباط وثيق بين التدفقات النقدية الخارجة والداخلية وعدم الوقوع في الخسائر التشغيلية المتتالية ومن ثم الإفلاس.
- مستوى الدخل المتحقق: أي أنه بإمكان منشآت الأعمال أن تستفيد من مزايا الرفع المالي عن طريق تحسين مستوى العوائد التي تحققها عن طريق الاقتراض بكلفة أقل من العائد المتحقق على الموجودات.
- المخاطر التي تواجه المنظمة: تتمثل بمخاطر التشغيل ومخاطر التمويل حيث ترتبط مخاطر التشغيل بطبيعة النشاط والظروف الاقتصادية المحيطة فعندما تكون مخاطر التشغيل مرتفعة ينبغي على المنشأة أن تعتمد على المصادر الذاتية وذلك لأنه عدم انتظام حجم النشاط وعدم استقرار الظروف سوف يؤثر سلباً على قدرة المنشأة في خدمة الدين، وتتمثل مخاطر التمويل بطبيعة التمويل الداخلي والخارجي فعندما تكون مخاطر التمويل مرتفعة فينبغي على المنشأة الاعتماد على التمويل الداخلي.
- الإدارة والسيطرة: قد يلجأ المالكين الحاليين للمنشأة في الاعتماد على المصادر الخارجية الاقتراض والأسهم الممتازة بدلاً من إصدار أسهم عادية وذلك من أجل إبقاء القرار الإداري في المنظمة تحت السيطرة.
- التوقيت الملائم: ويتمثل بالقدرة على تحديد الوقت الملائم الذي سوف تدخل فيه المنشأة إلى السوق المالي من أجل الحصول على الأموال المطلوبة بأقل تكلفة وبأفضل شروط تناسبها.
- الالتزام بمعايير المديونية في قطاع العمل: ويعنى ذلك التزام المنشأة بمستوى المديونية المتعارف عليها في القطاع الذي تعمل فيه المنشأة، وذلك كنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات ونسبة الديون إلى حقوق الملكية.
- حجم المنظمة: تتعدد طرق قياس حجم المنشأة حيث أن هناك العديد من المؤشرات مثل حجم رأس المال أو عدد العاملين أو حجم الموجودات أو حجم المبيعات فتلك المؤشرات تعزز من ثقة المقرضين بالمنشأة ومكانتها.
- التصنيف الائتماني للمنشأة: يعبر التصنيف الائتماني عن الثقة التي يمكن أن تمنحها البنوك للمنشأة عند تحديد سقف التسهيلات الائتمانية فكلما كان تصنيف المنشأة مرتفع كلما ساهم ذلك في حصولها على تسهيلات إضافية.

- الفترة الزمنية للتدفق النقدي للأصل الممول: ويعني ذلك الفترة الزمنية التي تنقضي على الأصل الممول حتى يبدأ بتحقيق تدفقات نقدية داخلية من عملياته التشغيلية والإنتاجية، فكلما طالت تلك الفترة كلما انعكس ذلك سلباً على مستوى السيولة مما يؤدي ذلك بتراجع قدرة المنشأة بالوفاء بالالتزامات.

وبناء على تلك العوامل فإن المنشآت تحاول توفير القدر الأكبر منها بما يتناسب مع حجمها وطبيعتها عملها وتصنيفها الائتماني لدى المؤسسات التي تقدم التسهيلات الائتمانية في ظل شروط ائتمانية تفرضها الثانية لتساعدها على ضمان استرداد كامل حقوقها وتحقيق عوائد إضافية.

#### خامساً: مقاييس الفرص الاستثمارية.

يمكن قياس أو التعبير عن الفرص الاستثمارية المتوقعة للمنشأة من خلال عدة مؤشرات أهمها: نسبة النمو في مبيعات الشركة أو نسبة النمو في مجموع الأصول أو نسبة المصاريف الرأسمالية إلى مجموع الأصول أو نسبة مصاريف الأبحاث والتطوير إلى مجموع المبيعات أو نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لرأس المال المنشأة، وحسب العديد من الدراسات ومنها دراسة (Rajan & Zingales, 1995) يمكن قياس الفرص الاستثمارية المتاحة للمنشأة بنسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لسهم المنشأة. (رمضان، والعقده، 2009م، ص 234).

وبعد مراجعة العديد من الدراسات السابقة ذات الصلة فقد تعددت طرق قياس الفرص الاستثمارية ونموها في المنشآت فحسب (Wald, 1999) حيث يمكن استخدام متوسط خمس سنوات كسلسلة لنمو المبيعات، بينما يمكن استخدام رأس المال المستثمر للتعبير عن مجموع الأصول في قياس الفرص الاستثمارية (Titman & Wessels, 1988).

وفيما يلي أهم المقاييس المستخدمة في التعبير عن الفرص الاستثمارية في المنشأة:

1. نسبة النمو في القيمة الدفترية للأسهم حسب يتم التعبير عن هذه النسبة من خلال المعادلة التالية:

القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة - القيمة الدفترية للسهم في بداية السنة

القيمة الدفترية للسهم في بداية السنة

(شلاش، والبقوم، والعون، 2004م، ص 54).

2. نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (Market to book assets (MTBA)، والتي تعتبر الأكثر شيوعاً في قياس الفرص الاستثمارية، حيث تعبر القيمة الدفترية للأصول كبديل عن الأصول الثابتة الموجودة في المنشأة، وفي حين فإن القيمة السوقية للأصول تعبر عن الفرص الاستثمارية والأصول الثابتة في المنشأة. ويعبر عن هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{القيمة الدفترية للأصول} - \text{مجموع حقوق المساهمين} + (\text{عدد الأسهم المكتتب بها} * \text{سعر الإغلاق})}{\text{القيمة الدفترية للأصول}}$$

القيمة الدفترية للأصول

ويعتبر ارتفاع تلك النسبة مؤشراً على وجود العديد من الفرص استثمارية أمام المنشأة في مجال الأصول الثابتة، وقد شاع استخدام هذا المقياس في العديد من الدراسات ومنها: (Gul, 1998)، (Jaggi & Gul, 1999)، (Khanqah, 2013)، (المومني وحسن، 2011م).

3. نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Market to book (MTBE) equity حيث يتمثل الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية للأسهم بالفرص الاستثمارية المتاحة للمنشأة. بينما تمثل القيمة الدفترية لحقوق الملكية القيمة المتراكمة الناتجة عن الأصول، ولذلك فإن هذه النسبة تقيس مزيج من التدفقات النقدية المتولدة من الفرص الاستثمارية.

ويعبر عن هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}}{(\text{عدد الأسهم المكتتب بها} * \text{سعر الإغلاق})}$$

القيمة الدفترية لحقوق الملكية

وقد شاع استخدام هذا المقياس في العديد من الدراسات: (Collins & Kothari, 1989)، (Gul, 1998)، (Khanqah, 2013)، (Chung & Charoenwong, 1991).

4. نسبة الربح إلى السعر (Earnings per share to price (EP) يمثل الربح العائد للسهم الواحد ويمكن احتسابه من خلال قسمه صافي الدخل على عدد الأسهم ويشير ارتفاع تلك النسبة إلى أن نسبة أكبر من قيمة الأسهم تعود إلى الفرص الاستثمارية وتشير تلك النسبة

إلى مدى قدرة السهم الواحد في توليد الأرباح فكلما ارتفعت تلك النسبة دل ذلك على وجود فرص استثمارية لدى المنشأة.

ويعبر عن هذه النسبة بالمعادلة التالية:  
$$\frac{\text{العائد للسهم الواحد}}{\text{سعر الإغلاق للسهم}}$$

وقد شاع استخدام هذا المقياس في العديد من الدراسات: (Khanqah، 2013)، (Gul، 1998)، (Beaver and Morse، 1978)، (Chung & Charoenwong، 1991)

5. نسبة نمو إجمالي الأصول (GTFA) وتقاس من خلال المعادلة التالية:

$$\text{نسبة النمو} = \frac{\text{إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية} - \text{إجمالي الأصول في بداية الفترة المالية}}{\text{إجمالي الأصول في بداية الفترة المالية}}$$

(عبد الجليل، 2014م، ص395).

6. نسبة نمو الأصول الثابتة للمنشأة (GFA) حيث تعبر هذه النسبة على قيمة الاستثمار في الأصول الثابتة لأية سنة مالية ويتم قياسها من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{\text{إجمالي الأصول الثابتة في نهاية السنة} - \text{إجمالي الأصول الثابتة في بداية السنة}}{\text{إجمالي الأصول الثابتة في بداية السنة}}$$

(عواد، 2012م، ص 59).

7. نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة (CFA) وتعبر تلك النسبة عن مدى قدرة الأصول الثابتة من توليد تدفقات نقدية ثابتة ويمكن التعبير عن تلك النسبة بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{التدفقات النقدية التشغيلية للسنة الحالية}}{\text{صافي الأصول الثابتة للسنة السابقة}}$$

(عواد، 2012م، ص58)، (Aivazian & Qiu، 2005).

## خلاصة الفصل:

لقد تعرفنا في هذا الفصل على الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المنشآت حيث يمكن تصنيف مجمل هذه الفرص إلى صنفين أساسيين، هما فرص استثمارية في الأصول الملموسة وفرص استثمارية في أنواع الأوراق المالية والمتعدد، كما تناولنا الطرق المستخدمة في تقييم الاستثمار وهي تنقسم إلى نوعين الأول طرق تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ومن أهمها طريقة صافي القيمة الحالية وطرق أخرى لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ومن أبرز تلك الطرق فترة الاسترداد، وقد تعرضنا في هذا الفصل إلى مصادر تمويل الفرص الاستثمارية التي تنقسم إلى قسمين أموال الملكية وأموال الاستدانة ولاحظنا أن المنشآت تلجأ لأموال الاستدانة نظرا لعدم كفاية أموال الملكية في تغطية احتياجات المنشأة، وبعد ذلك تعرفنا على مقاييس الفرص الاستثمارية المستخدمة في العديد من الدراسات ولا شك أن استخدام المقاييس السابقة يختلف من نشاط إلى آخر ومن قطاع انتاجي لآخر وذلك لان كل مؤشر له دلالات تختلف عن الآخر، ومن خلال ما تقدم يتضح أنه من الواجب على المدير المالي الإحاطة بمختلف الفرص الاستثمارية والبدائل التمويلية المتاحة امام المنشأة وكذلك بالتكلفة الفعلية لكل فرصة وبديل، وذلك بهدف اتخاذ القرارات المناسبة الخاصة بعملية بناء هيكل الاستثمارات الأمثل.

# الفصل الرابع الهيكل المالي

## الفصل الرابع:

### الهيكل المالي

#### تمهيد:

يعبر الهيكل المالي عن مختلف التوليفات من مصادر الأموال التي يمكن للمنشأة المفاضلة بينها وان النجاح في ترشيد السياسة المالية لدى المنشآت يكمن في اختيار هيكل رأس المال الملائم للمنشأة بما يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض التكلفة إلى الحد الأدنى مما يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمنشأة، ولعل موضوع هيكل رأس المال من أكثر المواضيع التي حظيت اهتمام الباحثين في مجال الإدارة المالية عبر فترة طويلة ولا زال محل اهتمام لما له أثر واضح على الأداء المالي للمنشأة.

وبغرض ضبط المفاهيم خصصنا هذا الفصل كمدخل لهيكل رأس المال من خلال التعرض إلى المفاهيم المتعلقة به، ودراسة النظريات الهامة المفسرة له وهي النظرية الكلاسيكية ونظرية مودكلياني وميلر ونظرية تكلفة الوكالة ونظرية المبادلة ونظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل ثم الوقوف على أهم العوامل المؤثرة والمحددة لهيكل رأس المال في إطار الوصول لهيكل مالي أمثل وهي حجم وعمر وربحية المنشأة وعامل الضرائب وهيكل الأصول ودرجة السيولة ومستوى النمو والفرص الاستثمارية في المنشأة وطبيعة النشاط الذي تمارسه المنشأة، وفي ختام هذا الفصل قمنا بدراسة أهم المقاييس الشائعة والمستخدمه في التعبير عن هيكل رأس المال.

تقوم المنشأة عادة بإرساء جملة من القرارات المالية لغرض المفاضلة في مختلف الموارد المالية إلى استخدامات ذات منافع ناجعة، هذا ولما كان النشاط الطبيعي يتميز بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة باعتبارها العامل الأساسي الذي يساعد المنشأة بالبقاء والتطور، فإن المؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية من خلال تجديد نشاطها الاستثماري، الأمر الذي يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل تُحسن فيها تغطية تلك الأنشطة دون الوقوع في الأزمات المالية، لذا تعد مسألة التمويل أحد أعقد المشكلات الاستراتيجية التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة الاقتصادية. (غنية، 2012م، ص22).

لقد بدأت الأطروحات حول هيكل رأس المال بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية لهيكل رأس

المال، والتي تسلم بوجود هيكل أمثل لرأس المال يتضمن نسبة مثالية للتمويل المختلط تجعل  
تكلفة التمويل عند حدها الأدنى حيث أن الاستخدام الرشيد للتمويل المقترض في هيكل رأس  
المال للشركة يزيد العائد على حق الملكية، فالتوفيق الأمثل بين التمويل المقترض والتمويل  
الممتمك في هيكل رأس المال يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدناه ويعظم معدل  
العائد على حق الملكية (عبد الرسول، 2014م، ص 120)

### أولاً: مفهوم الهيكل المالي:

لا بد من التفريق بين مفهومين لبنية التمويل في المنشأة، وهما الهيكل المالي وهيكل  
رأس المال.

#### 1. مفهوم الهيكل المالي Financial Structure

يتمثل الهيكل المالي للمنشأة بهيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق  
المساهمين في قائمة المركز المالي للمنشأة. (النعيمة، والتميمي، 2009م، ص 349).

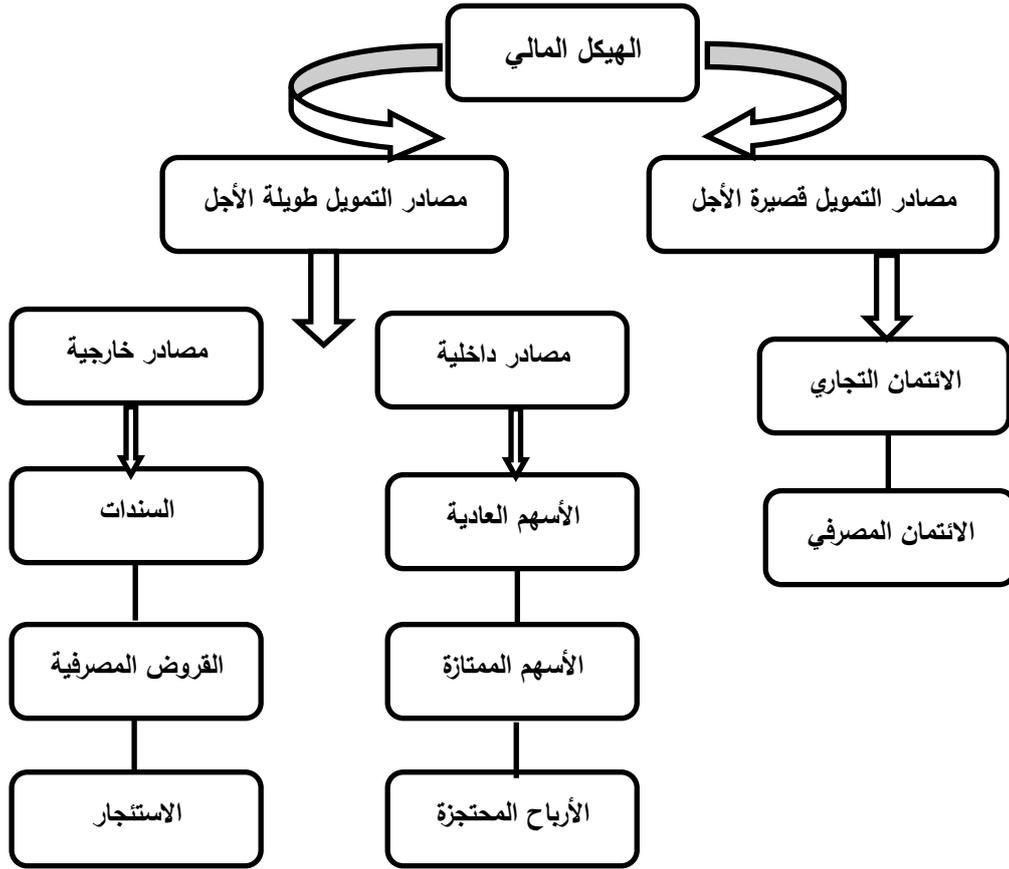
ويعني الهيكل المالي الكيفية التي يتم فيها تمويل موجودات واستثمارات المنشأة والذي  
يوضح أدوات التمويل المستخدمة في المنشأة وعلى ذلك فإن الهيكل المالي للمنشأة يتضمن  
كافة أشكال وأنواع مصادر الأموال مملوكة كانت أو مقترضة، وسواء كانت مصادر قصيرة  
الأجل أو طويلة الأجل. (السنفي، 2013م، ص 232)

#### 2. مفهوم هيكل رأس المال Capital Structure

يشير مفهوم هيكل رأس المال إلى مصادر التمويل طويلة الأجل كالأسهم العادية  
والممتازة والأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل دون الاهتمام بالمصادر قصيرة الأجل وبناء  
على ذلك فإن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي للمنشأة الذي يشمل كافة المصادر  
طويلة وقصيرة الأجل. (غنية، 2012م، ص 21).

ومع ذلك قد يرى البعض ضرورة استبعاد الالتزامات قصيرة الأجل من الهيكل المالي  
على أساس أنها تمويل قصيرة ومؤقت، وبذلك فهم يفضلون التركيز على مفهوم هيكل رأس  
المال بدلاً من مفهوم الهيكل المالي. ومن جهة أخرى قد يفضل البعض ضرورة إدخال الخصوم  
المتداولة في مكونات التمويل خاصة في المنشآت الصغيرة وذلك لاعتمادها الكبير على مصادر  
التمويل قصيرة الأجل وعلى ذلك فإنهم يفضلون التركيز على اصطلاح الهيكل المالي بدلاً من  
هيكل رأس المال. (أحمد، 2007م).

هذا وفي حالة تمكن المنشأة من الحصول على قدر معين من التمويل الخارجي، فإن نجاحها يتوقف هنا على كفاءة إدارتها لهذا التمويل بالإضافة إلى قدرتها على تحقيق مستوى معين من العوائد لتغطية تكلفة هذا التمويل، ويوضح الشكل التالي مصادر التمويل المتاحة للمنشأة.



شكل (2.1): مصادر التمويل المتاحة أمام المنشأة

(المصدر: النعيمي، والخرشة، 2007م، ص 139)

### ثانياً: النظريات المفسرة للهيكل المالي:

يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال التمويل، حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلية اختيار هيكل رأس المال للمنشأة وتفسير السلوك التمويلي لها إلا أنه لا يوجد اتفاق على نظرية أو مدخل يجيب على كافة التساؤلات في هذا المجال ومن هذه النظريات:

1. **النظرية الكلاسيكية:** حاولت هذه النظرية تفسير الأشياء على حالها بشكل عام حيث تتمثل في مجموعة من المعايير المستخدمة من قبل المدراء والمستثمرين في عملية اتخاذ القرار، وقد تمثلت تلك النظرية بالمدخل التقليدي الذي ينظر إلى هيكل رأس المال من خلال الاعتقاد بأن كل منشأة لها شكلاً من أشكال المديونية الاعتيادية يرجع إلى خصائص المنشأة وإمكانياتها وسياساتها، وتمثل الطاقة الاستيعابية للمديونية قيمة أو كمية الدين الذي يتوجب على المنشأة أن تقوم بالحصول عليه كقروض وتسهيلات ائتمانية لتقليل تكلفة هيكل تمويلها، ووفقاً لافتراضات هذه النظرية فإن تكلفة الأموال المقترضة أو المملوكة لا تتغير أو تتغير بشكل ضئيل مما يساعد على الوصول إلى نقطة الشكل الاعتيادي للمديونية في المنشأة. كما لا يمكن تحديد الحجم الطبيعي للمديونية، لذا فإن اتخاذ القرار وفقاً لهذا المدخل يعتمد على الخبرة والممارسة الموجودة لدى المدراء الماليين في المنشآت. (قاسم، وجميل، 2009م، ص ص 61-62).

2. **نظرية مودكلياني وميلر Modigliani - Miller:** تركزت نظريات الباحثان حول هيكل رأس المال الأمثل في المنشأة ويذكران ذلك بأن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن الهيكل المالي، ففي ظل سوق مالية كفاء، وغياب الضرائب يوجد تكافؤ بين كافة أنماط التمويل في المنشآت، وان تكلفة هذا التمويل لا تتأثر بنسبة الاقتراض التي يتضمنها الهيكل المالي، وقد استند الباحثان على جملة من الافتراضات التي تتلخص فيما يلي: (عبد الوهاب، 2006م، ص 109)

- اعتبار سوق رأس المال سوق كفاء مما يدل على أن المعلومات متوفرة للجميع بدون عمولات.
- غياب عمولات الصفقات والضرائب وأن المتعاملين يمكنهم الاقتراض بنفس معدلات الفائدة.
- التوقعات متماثلة بالنسبة لكافة المستثمرين مع عدم وجود خطر الإفلاس.
- تساوي الأفراد مع المنشآت في الإفراض والاقتراض دون حدود ودون التعرض للخطر.

وقد قسمت هذه النظرية الاقتراض في الهيكل المالي إلى حالتين هما:

- أ- **حالة غياب الضرائب:** تفترض نظرية مودكلياني وميلر أن تكلفة التمويل مستقلة عن هيكل التمويل حيث تعتبر أن هذه التكلفة هي معدل العائد الأدنى المفروض وان زيادة الأموال المقترضة في الهيكل المالي تؤدي إلى النتائج التالية:

- انخفاض تكلفة الأموال المرجحة لهيكل رأس المال بسبب انخفاض تكلفة المصادر الخارجية كالقروض.

- لا يؤثر الهيكل المالي للمنشأة في قيمتها مهما تغير حجم الديون في ظل افتراضات السوق الكفاء، كما أن التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة مكونات الهيكل المالي.

ب- **حالة فرض الضرائب:** في حالة خضوع الأرباح للضريبة فإن النظرية تفترض أن قيمة المنشأة التي تعتمد على التمويل بالقروض في هيكلها المالي تفوق قيمة المنشأة التي لا تعتمد على التمويل بالقروض وذلك بعد الأخذ بأثر وجود عنصر الاقتصاد في الضريبة الناجم عن فوائد القروض حيث أن الربح الخاضع للضريبة في المنشأة المقترضة أقل من الربح الخاضع للضريبة في المنشأة التي تعتمد على التمويل الذاتي.

### 3. نظرية تكلفة الوكالة: The Agency Cost Theory

إن تكلفة الإدارة المكلفة بإدارة المنشآت نيابة عن المساهمين سواء أكانت مالية أو غير مالية تمثل قضية مهمة، لأنها قد تؤدي إلى ظهور إدارات تعمل بصورة غير فعالة واختيار مدخلات أو مخرجات تتلاءم مع منافعها الشخصية، أو بمعنى آخر أنهم قد يفشلون في تعظيم قيمة المؤسسة. وكنتيجة لذلك فإن أثر الكلفة الخارجية تساوي الخسارة أو الانخفاض في قيمة المؤسسة الناتجة عن الإدارة التي تهتم بتلبية رغباتها بدلا من تعظيم قيمة المؤسسة، وقد أشار كلاً من (Myers (2001) and Harris and Raviv (1991) بأن اختيار هيكل رأس المال المناسب من الممكن أن يؤدي إلى التخلص من مثل هذه التكلفة، وتتمثل فرضية كلفة المنشأة بأن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة تكاليف المنشأة الناجمة عن الاقتراض، ولكن يمكن تخفيض تلك التكلفة من خلال تشجيع الإدارة للعمل بكل جد من أجل تعظيم أرباح وقيمة المؤسسة، وتحقيق أهداف المساهمين المتمثلة بتعظيم الأرباح، وفي نفس السياق أوضح (Grossman & Hart,1982) بأن زيادة التمويل بالاقتراض من الممكن أن تؤثر إيجابيا على المدراء وأن تعمل على تخفيض كلفة المنشأة من خلال خفض كلفة الاقتراض المتمثل بتعظيم أرباح المنشأة، وتوفير السيولة اللازمة لدفع التزامات المنشأة في مواعيدها، ومنح المنشأة القدرة على التفاوض في الحصول على قروض بفوائد منخفضة وشروط سهلة (الحمدان، والقضاة، 2013م، ص164).

#### 4. نظرية المبادلة (المفاضلة) TOT The Trade-Off Theory

يتوقف بناء هذه النظرية على الأساس النظري ل مودكلياني وميلر (1963م) حيث أشارا إلى وصول المنشأة لهيكل المال الأمثل في حال الاعتماد على التمويل الخارجي وذلك لأنه تكلفة هذا التمويل المتمثلة بالفوائد تخصم قبل خصم الضرائب.

وقد قدمت دراسة (Bradley and Kim, 1984) نوعا جديدا للتحليل وهو تكاليف الإفلاس، حيث اعتبرت الدراسة أن التمويل الخارجي يزيد من التكاليف المتمثلة في مخاطر الإفلاس، فكلما توسعت المنشأة في الاقتراض زاد هذا النوع من التكاليف مما يؤدي لارتفاع المتوسط المرجح لتكلفة هيكل رأس المال، وبحسب النظرية فإن المنشأة تتجه نحو هيكل رأس المال الأمثل في كل مرة يتم فيها اتخاذ قرار يتعلق بالحصول على مصادر تمويل، وفي نفس الاتجاه طور (Miller, 1977) نموذجا أوضح فيه تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخل المنشآت من جهة ودخل الأشخاص من جهة أخرى كما تناول تأثير النموذج على تكلفة الاقتراض لنفس المجموعتين وقد استنتج (ميلر) إلى أن عامل الضرائب يخفض من مخاطر الاقتراض للشركات وبالتالي يمكن تعظيم القيمة السوقية للمنشآت من خلال وجود الرفع المالي. (موسى، 2012م، ص ص 22-23)

#### 5. نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل POT ( Pecking Order Theory )

وفقاً للنظرية افتراض التسلسل في استخدام مصادر التمويل الذي قدمه (MAYERS & HAJFUL, 1984)، فقد أشار إلى أنه في حالة عدم تماثل المعلومات لدى المنشأة والأسواق المالية فإن أول مصدر لتمويل عمليات المنشأة واستثماراتها يكون هو التمويل الداخلي المعتمد على الأموال المتولدة من أرباح المنشأة حيث يمثل فيما بعد رأس المال الذي يتم توليده من مصادر داخلية، وإذا لم تكن الأموال التي تم توليدها داخليا كافية، فإن المنشأة تسعى إلى استخدام المصدر الثاني وهو الديون الخارجية كالاقتراض، يليها بعد ذلك اللجوء إلى المصدر الثالث والأخير وهو إصدار الأسهم الجديدة بوصفها آخر مصدر تمويلي تلجأ إليه المنشأة، وبحسب هذه النظرية فإن على المنشآت أن تلتزم بهذا التسلسل الهرمي في اختيار مصادر التمويل حيث يكون التمويل بالأسهم ملاذاً أخيراً وذلك لأنه يأتي بمساهمين جدد للمنشأة مما يؤثر في عملية اتخاذ القرار، ولا شك أن هناك منفعة من التمويل بالدين، والذي يُعدُّ أقل مصادر التمويل تكلفة نظراً للوفورات الضريبية المترتبة عليه، وهذا لا ينفي وجود مخاطر تصاحب استخدام هذا المصدر، تتمثل في زيادة خسارة المساهمين في حالة انخفاض الأرباح للمنشأة. (عبد الله، والصدیق، 2003م).

## ثالثاً: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي.

إن تعدد النظريات والاتجاهات التفسيرية التي ركزت على صياغة وشرح هيكل رأس المال، ومدى ارتباطه بتعظيم القيمة السوقية للمنشأة، باعتباره الهدف الاستراتيجي لأي إدارة مالية في الفكر المالي الحديث قد وسعت من كمية ونوعية العوامل والمحددات التي تؤثر على هيكل رأس المال والتي يجب أن أخذها بالاعتبار عند تحديد نسبة الاقتراض المثلى لما لها من انعكاسات على القيم السوقية للمنشأة. (الزبيدي، وسلامة، 2014م، ص 33).

ووفقاً للعديد من الدراسات البحثية في هذا المجال يمكن استعراض أهم العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال في المنشأة:

### 1. السيولة: liquidity

تقيس السيولة قدرة المنشأة على تغطية التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها، وذلك من خلال التدفق النقدي التشغيلي الناتج عن عمليات المتاجرة في المبيعات وتحصيل الذمم المدينة، ومن خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لذا فإن للسيولة تأثير مزدوج على هيكل رأس المال بحيث تكون العلاقة بين السيولة ونسبة المديونية في هيكل التمويل علاقة طردية عندما تتميز المنشأة بسيولة عالية تساعد على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل مما يسهل عليها الحصول على الائتمان، وهو ما يوافق نظرية TOT، بينما ترى نظرية POT أن العلاقة بين السيولة ونسبة المديونية في هيكل التمويل عكسية وذلك في ظل عدم تماثل المعلومات المتوافرة للمنشأة والسوق المالي فقد تستخدم المنشآت التي تتميز بسيولة مرتفعة تلك السيولة لتمويل استثماراتها فلا تصبح الحاجة لديها ملحة للجوء إلى التمويل الخارجي. (موسى، 2012م، ص 31).

### 2. النمو والفرص الاستثمارية: Growth & Investment Opportunity

تعتمد المنشآت التي تتميز بفرص استثمارية جديدة على استخدام التمويل الخارجي بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم مقارنة بتكلفة التمويل بالاقتراض يشجع المنشآت على زيادة الاعتماد على التمويل الخارجي ولكن قد تواجه تلك المنشآت مخاطر كبيرة في اعتمادها المتزايد على التمويل الخارجي مما يقلل من رغبتها في اللجوء له. (عبد الرؤوف، 2014م).

إن وجود الفرص الاستثمارية المستقبلية داخل موجودات المنشأة يؤدي إلى زيادة مخاطرها، حيث أن هذه الفرص الاستثمارية المستقبلية تعد أصولاً غير ملموسة لذلك فإن الـ

TOT تقترح علاقة عكسية بين الفرص الاستثمارية المستقبلية أو النمو المستقبلي للمنشأة وبين نسبة المديونية في هيكل رأسمالها، وباعتبار أن الفرص الاستثمارية المستقبلية تزيد من فجوة المعلومات بين المديرين والمستثمرين فإن الـ POT تقترح أيضا وجود علاقة عكسية. (رمضان، والعقدة، 2009م، ص234)

### 3. حجم المنشأة: Firm Size

تؤكد الدراسات المالية على وجود علاقة موجبة بين حجم المنشأة من جهة وبين هيكل رأس المال من جهة أخرى، فكلما زاد حجم المنشأة زادت قدرتها على الاقتراض من الخارج، حيث أن للمنشآت كبيرة الحجم لها قدرة كبيرة على استخدام التمويل الخارجي مقارنة بالمنشآت والمشروعات صغيرة الحجم ويرجع ذلك إلى أن الشركات كبيرة الحجم أقل تعرضا للإفلاس لضخامة ما تمتلكه من موجودات، الأمر الذي يساعدها على الحصول على قروض، غير أن اتجاه المنشآت الصغيرة إلى زيادة هيكل رأس المال لديها من خلال الديون طويلة الأجل أو إصدار الأسهم يكلفها نفقات باهظة، وفيما يتعلق بالنظريات فان نظرية TOT ترى وجود علاقة ايجابية بين حجم المنشأة ونسبة الدين في هيكل رأسمالها، في حين ترى نظرية POT أن حجم المنشأة يؤثر سلبا في نسبة الدين ضمن هيكل رأس المال. (Jong, Kabir, & Nguyen, 2007)

### 4. عمر المنشأة: Firm Age

يعد عمر المنشأة من بين العوامل المؤثرة عملية اختيار تركيبة هيكلها المالي، لذا نجد أن كلاً من Edward & Fisher (1994) و Mcclom & Hampton (1997) و Udell & Berger (1998) قد اثبتوا وجود علاقة ايجابية بين عمر المنشأة وبين معدل الاستدانة ويستندان في شرح تلك العلاقة من خلال الثقة التي تكتسبها المنشأة لدى الجهات التي تمنح الائتمان حيث تتعزز هذه الثقة للمنشآت الأقدم في الحصول على قروض بشروط ميسرة ومعدلات منخفضة مما يساعد تلك المنشآت في الاعتماد على التمويل الخارجي في هيكلها التمويلي كمصدر أساس، كما أشار الباحثون إلى أن المنشأة في مرحلة النمو تعتمد على التمويل الذاتي لصعوبة لجوئها لسوق الاقتراض لكونها تعيش في مرحلة التكوين والنضج.

بينما خلصت دراسة Colin-Sedillot & Bourdieu (1993) إلى أن هناك علاقة عكسية بين عمر المنشأة ومعدل استدانتها مستنديين إلى فرضية أن المنشآت الأكبر سنا لها

القدرة على توليد وتكوين أموال داخلية تمكنها من الاستغناء على التمويل الخارجي.  
(محمد، 2010م، ص 95)

## 5. ربحية المنشأة: Firm Profitability

يمكن لربحية المنشأة أن يكون لها علاقة عكسية أو طردية بهيكل تمويلها وذلك استناداً لما توصلت إليه النظريات والدراسات ذات الصلة بهيكل رأس المال، فوفقاً لنظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل POT (Mayers & Majluf, 1984) ونتائج دراسة (Rajan & Zingales, 1995) و (Ozkan, 2001) فإن العلاقة بين ربحية المنشأة ونسب الديون هي علاقة عكسية لأن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل ثم يليها الاقتراض وأخيراً إصدار أسهم جديدة وعليه تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع أرباحها وتتاح لها فرص احتجاز أرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على مصادر التمويل الخارجية واللجوء إلى التمويل من خلال الأرباح المحتجزة، كما أن المنشآت التي لا تتميز بربحية مرتفعة وتواجه فرص استثمارية جيدة ستلجأ إلى التمويل الخارجي لتغطية تلك الفرص، وفي ظل نظرية المبادلة The Trade-Off Theory فإن العلاقة بين الربحية ونسب الديون قد تكون طردية حيث أن المنشآت ذات الربحية المرتفعة تفضل اللجوء إلى التمويل الخارجي للاستفادة من تكلفة هذا التمويل المتمثلة في الفوائد وخصمها كمصاريف من قائمة الدخل لتخفيض دخلها الخاضع للضرائب. (شلاش، وآخرون، 2004م، ص 62).

## 6. الضرائب: Taxes

لا تتحكم المنشأة في تحديد أسعار الضرائب حيث أنها تصدر بموجب تشريعات ضريبية من قبل الجهات الرسمية، وتعتبر الضرائب من العوامل الهامة في تحديد شكل الهيكل التمويلي للمنشآت فهي تؤثر على تكلفة التمويل وتعد ميزة لصالح المنشآت التي تلجأ للاقتراض من الخارج، ومن زاوية أخرى فإن مستوى الضرائب له تأثير آخر على تكلفة التمويل فإذا قررت الحكومة تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المفروضة على الدخل الدوري، فإن ذلك يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية، حيث يؤدي ذلك الإجراء إلى انخفاض تكلفة الأسهم بالمقارنة بتكلفة الاقتراض، الأمر الذي يساعد المنشآت نحو مزيد من التمويل باستخدام الأسهم العادية على حساب استخدام الاقتراض. (عبد الرؤوف، 2014م) وبهذا فإن النظام الضريبي يؤثر في قرارات تمويل المنشآت المتمثل في الملكية أو الديون، فالمنشآت التي تحقق مستوى عالي من الدخل ستزيد لديها تكلفة الضرائب إلا أن زيادة

التمويل بالاقتراض تنتج عنها تكلفة الفوائد والتي تساعد على تحقيق الوفر الضريبي المصاحب للدين. (المومني، وحسن، 2011م، ص 370).

#### 7. الضمانات "هيكل الأصول": Tangibility (Asset structure)

تبرز أهمية هذا العامل من أن هيكل الموجودات يلعب دوراً مهماً في قرار تمويل المنشأة حيث أن ارتفاع نسبة الموجودات الثابتة الملموسة في المنشأة يؤدي إلى ارتفاع القيمة التصفوية للمنشأة، الأمر الذي يمثل ضماناً للمقرضين بالإضافة إلى زيادة فرص المنشأة في الحصول على قروض بتكاليف أقل، حيث أن الموجودات الثابتة الملموسة اقدر على الحفاظ على قيمتها عند تسيلها من الموجودات الأخرى، وبالتالي يمكن استخدامها كضمان للقروض الخارجية، لذلك فإن النظريات السابقة الـ TOT والـ POT تقترحان وجود علاقة طردية بين نسبة الموجودات الملموسة الثابتة ونسبة المديونية في هيكل رأس المال. (رمضان والعقده، 2009م، ص 233).

#### 8. طبيعة النشاط: Nature of the activity

تشير دراسة Harris & raviv (1991م) إلى أن المنشآت التي تعمل في نفس القطاع يكون لها في العادة هيكل رأس مال متقارب إلى حد بعيد، ومن جهة أخرى فقد أكدت دراسة vander wijst (1981م) أن المنشآت التي تعمل في القطاع الصناعي تحتاج إلى أموال ضخمة نتيجة للحجم الكبير للاستثمارات في الآلات والمعدات مما يجعلها تلجأ إلى التمويل الخارجي من أجل تغطية احتياجاتها، كما أن طبيعة الأصول التي تمتلكها تمثل لها ضمان يساعدها في إقناع المقرضين، وبالنظر إلى الهيكل المالي للمنشآت الخدمية فقد خلصت دراسة Ridinet (1994م) إلى أن تلك المنشآت تتميز بلجوئها المحدود للتمويل الخارجي وذلك نتيجة لعدم امتلاكها لموجودات كبيرة، كما أن القطاعات التي تتسم بمعدلات نمو ومخاطر مرتفعة تتجه في أغلب الأحيان للاعتماد على أموال الملكية بينما قطاعات الأعمال التي تتسم بمعدلات نمو ومخاطر منخفضة تتجه للاعتماد على المصادر الخارجية. (محمد، 2010م، ص 95).

#### رابعاً: مقاييس الهيكل المالي.

يمكن التعبير عن هيكل رأس المال من خلال العديد من المقاييس كما يلي:

1. نسبة المديونية قصيرة الأجل: الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول. (Gaud et al, 2005)، (Cassar & Holmes, 2003)، (طالب، 2015م).

2. نسبة المديونية طويلة الأجل: الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول. (Akhtar, (Odit & Chittoo, 2008) (2005)، (Cassar & Holmes, 2003).

3. نسبة المديونية الكلية: إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وتقيس هذه النسبة المدى الذي ذهبت إليه المنشأة في تمويل أصولها من أموال الغير. (Titman & Wessels, 1988)، (Akhtar, 2005)، (طالب، 2015م)، (عبد الجليل، 2014م، ص 395)، (شلاش، وآخرون، 2004م، ص 53)، (Khanqah, 2013).

4. نسبة الديون إلى حقوق الملكية: إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية.

يقصد بإجمالي الالتزامات كافة الأموال التي حصلت عليها المؤسسة من الغير، وتتمثل في القروض القصيرة الأجل والطويلة الأجل. أما حقوق الملكية فيقصد بها رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة، ويعبر انخفاض هذه النسبة بشكل عام حماية أفضل للدائنين كما يعبر عن قدرة المنشأة على الاقتراض. (Gul, 1999).

5. نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول. (الشيخ، 2008م)، (الحمدان والقضاء، 2013).

## خلاصة الفصل:

من خلال ما تقدم في هذا الفصل المخصص كمدخل للهيكل المالي توصلنا إلى أن المنشأة تلجأ عادة لتمويل انشطتها إلى مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي تتكون منها جانب الخصوم في المركز المالي، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، ملكية أو عن طريق الدين وهو ما يسمى اصلاحا بالهيكل المالي.

ومما سبق نلاحظ اختلاف وجهات النظر بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي مناسب أو أمثل بالنسبة للمنشأة الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ومن ثم يعظم قيمة المنشأة، وان اتخاذ مثل هذا القرار المعقد والمهم يتوقف على دراسة تأثير العوامل السابقة على هيكل رأس المال بشكل أكثر دقة فمن اهم المحددات السابقة التي تسمح بتحقيق الهيكل المالي المناسب عامل الربحية فالهيكل المالي يجب ان يساعد على تحقيق المزيد من الأرباح من خلال التوسع في استخدام الديون على ان يكون بأقل تكلفة ممكنة للحد من الآثار السلبية للمخاطر المالية، كما يمكن النظر لعامل السيولة بأهمية وذلك لعدم الافراط في الاعتماد على الديون إلى الحد الذي يعرض المنشأة إلى لعسر المالي الفني او الحقيقي، ويعتبر عامل النمو والفرص الاستثمارية واحد من المحددات

الهامة لهيكل رأس المال حيث ان هذا يضع المنشأة امام قرار اللجوء للتمويل الخارجي أو العزوف عن الاستثمار تجنباً لتحمل تكاليف تمويل إضافية.

وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن ان تزداد الأهمية النسبية لأحد العوامل السابقة المؤثرة على هيكل رأس المال وذلك وفقاً للظروف المتغيرة لذلك لا يوجد هيكلًا ماليًا نموذجيًا صالحًا لجميع المنشآت أو منشأة بحد ذاتها يتناسب معها طول فترة حياتها بل ينبغي أن يكون هذا الهيكل مرناً متغيراً حتى يسهل تكيفه مع أي ظرف تطرأ على المنشأة ومحيطها.

الفصل الخامس  
الإطار العملي للدراسة  
تحليل البيانات واختبار الفرضيات

## الفصل الخامس

### الإطار العملي للدراسة

#### تمهيد:

بعد عرض الإطار النظري للدراسة يأتي هذا الفصل كإطار عملي يلخص الطريقة والإجراءات والأسلوب الإحصائي المستخدم في تحليل البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة للفترة الممتدة من عام 2011 وحتى نهاية عام 2015 واختبار الفرضيات، للتوصل إلى أبرز النتائج.

حيث يتناول هذا الفصل بيان نبذة عن بورصة فلسطين للأوراق المالية ووصفاً لمنهج الدراسة وأساليب ومصادر جمع البيانات وتحديد مجتمع وعينة الدراسة، كما يتضمن هذا الفصل التعريف بمدخلات الدراسة وهي المتغيرات المستخدمة في عملية التحليل إلى جانب توضيح الأساليب الإحصائية المستخدمة في دراسة العلاقة بين المتغيرات كمعامل الارتباط، وصولاً للمعالجات الإحصائية المتمثلة في نموذج الانحدار المتعدد المستخدم في تحليل البيانات واختبار الفرضيات بالإضافة إلى عرض النتائج التطبيقية وتحليلها وتفسيرها وربطها بالإطار النظري والدراسات السابقة، ذلك بهدف الخروج ببعض المقترحات والتوصيات التي قد تساعد الشركات محل الدراسة في تطوير قدرتها ورفع كفاءتها التشغيلية.

#### أولاً: نبذة عن بورصة فلسطين:

تأسس سوق فلسطين في البداية كشركة مساهمة خصوصية في عام 1995م بهدف توفير سوق مالية فلسطينية تعمل على تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الفلسطيني، كما يعمل السوق على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل تحقيق السرعة والدقة في التعامل، وقد تم عقد أول جلسة تداول بتاريخ 18/02/1997م، كما تحول السوق إلى شركة مساهمة عامة في عام 2010م مسجلة لدى مراقب الشركات في وزارة الاقتصاد برأسمال مدفوع 10 ملايين دولار أمريكي، وقد رافق هذا التحول إطلاق الهوية المؤسسية الجديدة ليحمل الاسم التجاري "بورصة فلسطين" متخذة من فلسطين الفرص شعاراً لها، وقد تم إدراجها للتداول بتاريخ 04/04/2012م، وتعمل البورصة على تركيز جهودها لترويج الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة واستقطاب مستثمرين جدد، وتباشر أعمالها من مقرها في مدينة نابلس. (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2014م، ص5).

- وتعمل بورصة فلسطين تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لعام 2004م، وتسعى لتحقيق الأهداف التالية: (موقع بورصة فلسطين)
1. توفير بيئة تداول آمنة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.
  2. تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية والدولية.
  3. تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
  4. خلق بيئة عمل مهنية داخل السوق بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.

### ثانياً: منهجية الدراسة:

تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي كونه المنهج المناسب للدراسة وذلك للوقوف على مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) بشكل أساسي لتطبيق الأساليب الإحصائية المناسبة حيث تم جمع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة والمتوفرة في التقارير المالية السنوية للشركات الصناعية المدرجة في البورصة.

### ثالثاً: أساليب ومصادر جمع البيانات:

1. **المصادر الأولية:** تتمثل المصادر الأولية في الملاحظة والمقابلة والاستبانة بينما اعتمدت الدراسة على جمع البيانات من خلال البيانات المتوفرة في التقارير السنوية المتمثلة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة (2011-2015) من خلال الموقع الإلكتروني لبورصة فلسطين. حيث تُظهر هذه التقارير كافة المتغيرات التي تحتاجها الدراسة في تحليل البيانات من أجل اختبار الفرضيات، وتعتبر هذه التقارير الأداة الرئيسية في جمع البيانات.
2. **المصادر الثانوية:** تمثلت المصادر الثانوية في الدراسات السابقة للتعرف على الإطار النظري وإثراء الدراسة الحالية بالنتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات، ومن ضمن المصادر الثانوية المراجع العربية والأجنبية (الكتب والدوريات والمقالات والمجلات) ورسائل الماجستير وغيرها.

## رابعاً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها 13 شركة، أما عينة الدراسة فتشمل على 11 شركة صناعية حيث تم استثناء شركتان من المجتمع وهما شركة بيت جلا لصناعة الأدوية، وشركة دار الشفاء لصناعة الأدوية ويرجع ذلك إلى أن إدراجهما في البورصة لا يتجاوز عامين، وقد غطت الدراسة البيانات المالية المنشورة على صفحة البورصة للفترة المذكورة، والجدول رقم (5.1) يوضح الشركات محل الدراسة.

ويمكن تبرير اختيار القطاع الصناعي كعينة للدراسة للأسباب التالية:

1. يمثل القطاع الصناعي أكبر القطاعات المدرجة في بورصة فلسطين من حيث عدد الشركات.
2. توفر سلسلة زمنية للبيانات المالية بشكل مكتمل عن غيره من القطاعات.
3. لما يتميز به من فرص استثمارية عالية في مجال الاستثمار بالأصول الثابتة بالإضافة إلى حاجته للسيولة لتغطية الاحتياجات التشغيلية والإنتاجية.

جدول (5.1): الشركات الصناعية محل الدراسة

م	اسم الشركة	الرمز	م	اسم الشركة	الرمز
1	العربية لصناعة الدهانات	ABC	7	القدس للمستحضرات الطبية	JPH
2	دواجن فلسطين	AZIZA	8	فلسطين لصناعة اللدائن	LADAEN
3	بييرزيت للأدوية	BPC	9	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات	NAPCO
4	مصنع الشرق للالكترود	ELECTRODE	10	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI
5	مطاحن القمح الذهبي	GMC	11	مصانع الزيوت النباتية	VOIC
6	سجائر القدس	JCC			

(المصدر: موقع بورصة فلسطين)

خامساً: متغيرات الدراسة:

### 1. المتغير التابع: (Dependent Variable)

يتمثل المتغير التابع في هيكل رأس المال وقد تم قياسه من خلال:

- نسبة الديون = إجمالي الديون قصيرة وطويلة الأجل / إجمالي الأصول.

### 2. المتغيرات المستقلة: (Independent Variable)

- السيولة وقد تم قياسها من خلال المؤشرات التالية:
- صافي التدفق النقدي / إجمالي الأصول (NCF/TA)
- صافي التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي الأصول (NOCF/TA)
- صافي التدفق النقدي / إجمالي حقوق الملكية (NCF/TE)
- صافي التدفق النقدي / صافي الربح (NCF/NI)
- الفرص الاستثمارية وقد تم قياسها من خلال المؤشرات التالية:
- القيمة السوقية للأصول / القيمة الدفترية للأصول MTBA
- القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية MTBE
- حصة السهم من الأرباح / السعر السوقي للسهم (سعر الإغلاق) E/P
- معدل نمو الأصول الثابتة (الأصول الثابتة في آخر المدة - الأصول الثابتة في أول المدة) / الأصول الثابتة في أول المدة GFA .

سادساً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات:

لأغراض تحليل البيانات تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

### 1. الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics).

اعتمدت الدراسة على المقاييس الإحصائية الوصفية (الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وأقل قيمة وأكبر قيمة) لوصف بيانات متغيرات الدراسة.

## 2. معاملات الارتباط (Coefficients Correlation).

تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Person Correlation) لقياس قوة العلاقة الخطية بين متغيرات الدراسة، حيث من خلال نتيجة معامل ارتباط بيرسون يمكن الاستدلال على وجود أو عدم وجود تأثير بين متغيرات الدراسة.

## 3. طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS).

تم تقدير نماذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية ( Ordinary Least Squares-OLS)، والتي تعتبر الأكثر استخداماً من قبل الباحثين، ولملاءمتها لطبيعة البيانات التي تم تجميعها.

سابعاً: التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات:

### 1. طريقة التحليل الإحصائي:

تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد (Multiple Linear Regression Model) للتعرف على مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال، وذلك من خلال إيجاد قيمة اختبار T المقابلة لكل متغير من المتغيرات المستقلة ومستوى الدلالة (sig)، كذلك تم استخدام معامل التحديد المعدل (Adjusted R-squared) الذي يقيس نسبة التغير في المتغير التابع التي يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المستقلة مجتمعة، أي القدرة التفسيرية للنموذج، وتتوافق هذه الأساليب مع طبيعة البيانات وفرضيات الدراسة، حيث تم تجميع بيانات الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية محل الدراسة.

### 2. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يبين الجدول رقم (5.2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، لكامل عينة الدراسة المتمثلة ب(11) شركة صناعية مدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة (2011 - 2015) كما يلي:

جدول (5.2): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	أكبر قيمة	أقل قيمة	نوع المتغير	المتغيرات
<b>Descriptive Statistics</b>					
0.031	0.003	0.063	-0.072	مستقل	صافي التدفق النقدي / إجمالي الأصول (NCF/TA)
0.066	0.048	0.185	-0.152	مستقل	صافي التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي الأصول (NOCF/TA)
0.046	0.004	0.138	-0.129	مستقل	صافي التدفق النقدي / إجمالي حقوق الملكية (NCF/TE)
2.426	0.063	11.772	-8.933	مستقل	صافي التدفق النقدي / صافي الربح (NCF/NI)
0.366	1.029	2.123	0.497	مستقل	القيمة السوقية للأصول / القيمة الدفترية للأصول MTBA
0.544	1.040	3.184	0.331	مستقل	القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية MTBE
0.126	0.035	0.192	-0.380	مستقل	حصة السهم من الأرباح / السعر السوقي للسهم E/P (سعر الإغلاق)
0.117	0.021	0.295	-0.696	مستقل	معدل نمو الأصول الثابتة / الأصول الثابتة في أول المدة GFA
0.167	0.271	0.590	0.053	تابع	الهيكل المالي TD/TA

يلاحظ من الجدول رقم (5.2) ما يلي:

- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة الدين (27%)، وهذا يعني أن المنشآت الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين تعتمد على مصادرها الداخلية بنسبة (73%) ولا يمكن الحكم على تلك النسبة حتى يتم مقارنتها مع قطاعات أخرى في بيئة مماثلة، كما بلغ الانحراف المعياري لنسبة الدين (17%) وهي أعلى من نصف قيمة الوسط الحسابي الأمر الذي يشير إلى وجود انحراف عالي في نسبة الدين بين المنشآت المكونة لعينة الدراسة، وقد يرجع ذلك لاختلاف طبيعة وحجم عمل تلك الشركات.

- بلغ المتوسط الحسابي لصافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول (0.003)، ويشير ذلك إلى أن تذبذب صافي التدفق النقدي بالنسبة للأصول ضعيفاً مما يعني أن قدرة الأصول على توليد تدفقات نقدية كانت منخفضة، كما يلاحظ أن الانحراف المعياري لنسبة صافي التدفق النقدي إلى الأصول قد بلغت (3%) وهي أعلى من نصف قيمة الوسط الحسابي الأمر الذي يشير إلى وجود انحراف عالي في قدرة الشركات الصناعية على توليد صافي تدفق نقدي.

- بلغ المتوسط الحسابي لصافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول (0.05)، ويشير ذلك إلى أن قدرة الأصول في توليد التدفق النقدي التشغيلي بلغ (5%) وبالمقارنة بالنسبة السابقة البالغة (0.003). يتضح أن هذا الانخفاض بين صافي التدفق النقدي من كافة الأنشطة وصافي التدفق النقدي التشغيلي ناتج عن إشكاليات في بنود الأنشطة الاستثمارية والتمويلية للشركات الصناعية، كما يلاحظ أن الانحراف المعياري لنسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى الأصول قد بلغت (6.6%) وهي أعلى من نصف قيمة الوسط الحسابي الأمر الذي يشير إلى وجود انحراف عالي في قدرة الشركات الصناعية على توليد صافي تدفق نقدي تشغيلي.

- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (1.029)، كما بلغ الانحراف المعياري لتلك النسبة (37%) وهي أقل من نصف قيمة الوسط الحسابي مما يشير إلى وجود انحراف منخفض في قيمة تلك النسبة بين الشركات الصناعية المكونة لعينة الدراسة، وقد يرجع ذلك إلى أن هناك بعض الشركات تحسن إدارة أصولها بحيث تصبح القيمة السوقية لها أكبر من القيمة الدفترية.

- أن المتوسط الحسابي لصافي التدفق النقدي إلى صافي الدخل (0.063)، وهذا يعني أن متوسط قدرة صافي أرباح الشركات الصناعية على توليد صافي تدفق نقدي لا تتجاوز (6%) وتشير هذه النسبة أن كل دولار أرباح يولد (6%) تدفق نقدي مما يدل على أن الشركات الصناعية تتبع سياسة ائتمانية تجارية متساهلة، كما يلاحظ أن الانحراف المعياري لنسبة صافي التدفق النقدي إلى صافي الدخل (2.426) وهي مرتفعة جداً مما يشير إلى أن هناك تفاوت كبير في نسب قدرة أرباح الشركات في توليد صافي تدفق نقدي.

- إن المتوسط الحسابي لنسبة نمو الأصول الثابتة (2%) يشير إلى أن تطور الأصول الثابتة ونموها بطيء ولا يتناسب مع الطبيعة الصناعية للشركات محل الدراسة والتي تتميز

بحاجتها للأصول الثابتة في عملياتها الإنتاجية، كما يلاحظ أن الانحراف المعياري لنسبة نمو الأصول الثابتة (12%) ويشير ذلك إلى وجود تفاوت كبير في معدل نمو الأصول الثابتة بين الشركات محل الدراسة.

- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة حصة السهم من الأرباح إلى السعر السوقي للسهم (0.035)، وهذا يعني أن كل سهم من أسهم الشركات الصناعية قادر على توليد (3.5%) أرباح، كما يلاحظ أن الانحراف المعياري لتلك النسبة (13%) مما يدل على أن هناك تفاوت كبير بين الشركات الصناعية محل الدراسة في تحقيق هذا المؤشر.

#### - التعليق على متغيرات الدراسة المستخدمة في التحليل الإحصائي:

الجدول التالي رقم (5.3) هو ملخص لجدول متغيرات الدراسة المستخدمة في التحليل الإحصائي والمدرج في ملحق الدراسة رقم (1) فمن خلال ذلك الملحق الذي يتضمن كافة المتغيرات للشركات الصناعية عينة الدراسة فإن نتائج المتغيرات تشير إلى أن الشركات التي تعتمد على الدين بشكل قليل قيمتها السوقية مرتفعة وهذا ما يظهر في شركة مصانع الزيتون النباتية، بينما تنعكس النتيجة في الشركة الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات حيث نلاحظ أنها تعتمد على الديون بشكل كبير لذا فإن قيمتها السوقية منخفضة مقارنة بقيمتها الدفترية وهذا يشير إلى أن المستثمر يميل إلى الاستثمار في أسهم الشركات التي تعتمد على التمويل الذاتي بدرجة أكبر من تلك التي تعتمد في تمويل أصولها على التمويل الخارجي، كما يلاحظ من خلال ملحق رقم (1) أن مؤشر القيمة السوقية للأصول ومؤشر القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية تسير بنفس الاتجاه.

جدول (5.3): الوسط الحسابي للمتغيرات المستخدمة في التحليل الاحصائي للشركات  
الصناعية من الفترة (2011-2015).

TD/TA	GFA	E/P	MTBE	MTBA	NCF/NI	NCF/TE	NOCF/TA	NCF/TA	الشركة
0.3364	0.0434	0.1362	1.7434	1.4981	-0.0397	-0.0028	0.1389	0.0000	العربية لصناعة الدهانات
0.3287	0.0304	0.0498	1.6536	1.4321	0.1955	0.0114	0.0926	0.0087	شركة دواجن فلسطين
0.2038	0.0460	0.0809	1.1612	1.1289	0.0537	0.0029	0.0853	0.0017	شركة بيرزيت للأدوية
0.0816	-0.0107	0.0676	0.4716	0.5149	0.0298	-0.0008	0.0189	-0.0004	مصنع الشرق للإلكترونيات
0.1478	0.0141	0.0064	0.7478	0.7890	-0.2248	-0.0011	0.0090	-0.0009	مطاحن القمح الذهبي
0.5277	0.0596	-0.0003	0.5298	0.7710	-1.9379	-0.0060	0.0284	-0.0028	سجاير القدس
0.3105	0.0886	0.0425	0.9504	0.9668	-0.6491	-0.0037	0.0586	-0.0031	القدس للمستحضرات الطبية
0.3078	-0.1338	-0.2763	1.3468	1.1586	0.0051	0.0012	0.0152	0.0002	فلسطين لصناعة اللدائن
0.5492	0.0536	0.0736	0.5654	0.8043	2.1289	0.0173	0.0296	0.0077	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات
0.1227	0.0170	0.0607	0.7432	0.7700	1.1242	0.0145	0.0609	0.0125	الوطنية لصناعة الكرتون
0.0638	0.0181	0.1449	1.5225	1.4891	0.0088	0.0080	-0.0092	0.0076	مصانع الزيتون النباتية

### - اختبار التوزيع الطبيعي : Normality Distribution Test

تم استخدام اختبار كولمجوروف - سمرنوف (K-S) Kolmogorov-Smirnov Test لاختبار ما إذا كانت البيانات تتبع التوزيع الطبيعي من عدمه، وكانت النتائج كما هي مبينة في ملحق رقم (3).  
و يظهر من النتائج الموضحة في ملحق (3) أن القيمة الاحتمالية (Sig.) لجميع المتغيرات أكبر من مستوى الدلالة 0.05 وبذلك فإن توزيع البيانات لهذه المتغيرات يتبع التوزيع الطبيعي حيث تم استخدام الاختبارات المعلمية لتحليل بيانات الدراسة.

### 3. مدى ملائمة البيانات لتحليل الانحدار

تم استخدام اختبار " معامل بيرسون للارتباط " لمعرفة ما إذا كان هناك علاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة من عدمه، حيث تم تطبيق اختبار مصفوفة الارتباط باعتبارها واحدة من الطرق للكشف عن هذه المشكلة، فكلما كان معامل الارتباط مرتفع بين المتغيرات المستقلة دل ذلك على وجود مشكلة التعدد الخطي، وكما ذكر (Zurigat, 2009) فإن وجود ارتباط يزيد عن (70%) بين المتغيرات المستقلة يعتبر ذلك ارتباطاً عالياً ومن الممكن أن ينتج عنه تشوه العلاقة بين المتغيرات.

ومن خلال الجدول رقم (5.4) فإن مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة توضح التالي:

- يبين الجدول العلاقة بين مقاييس السيولة وذلك باستخدام معامل بيرسون للارتباط، حيث تبين أن معاملات الارتباط بين متغيرات السيولة لم تتجاوز ما نسبته (58.6%)، وهذا يدل على وجود ارتباط ضعيف بين المتغيرات ولا يوجد مشكلة الارتباط الخطي المتعدد، وإنما يرجع سبب الارتفاع في الارتباط من المقياس الرابع للسيولة المتمثل في صافي التدفق النقدي إلى صافي الربح.

- يبين الجدول العلاقة بين مقاييس الفرص الاستثمارية وذلك باستخدام معامل بيرسون للارتباط، حيث تبين أن معاملات الارتباط بين متغيرات الفرص الاستثمارية لم تتجاوز ما نسبته (43.2%)، وهذا يدل على وجود ارتباط ضعيف بين المتغيرات ولا يوجد مشكلة الارتباط الخطي المتعدد، وإنما يرجع سبب الارتفاع في الارتباط من المقياس الرابع للفرص الاستثمارية المتمثل في معدل نمو الأصول الثابتة حيث أنه قد يسير باتجاه مختلف عن باقي المقاييس.

جدول (5.4): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة

المتغير	NCF/TA	NOCF/TA	NCF/TE	NCF/NI	MTBA	MTBE	E/P	GFA
NCF/TA	1							
NOCF/TA	*0.283	1						
NCF/TE	*0.264	*0.252	1					
NCF/NI	*0.480	-0.035	*0.586	1				
MTBA	0.089	*0.298	0.076	0.031	1			
MTBE	0.077	*0.306	0.068	0.043	*0.370	1		
E/P	0.050	*0.345	0.022	0.000	0.057	-0.032	1	
GFA	-0.112	-0.001	-0.154	-0.050	*-0.301	*-0.432	*0.380	1

#### 4. اختبار فرضيات الدراسة:

لاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد ( Multiple Linear Regression Model)، لمعرفة تأثير المتغيرات المستقلة السيولة والفرص الاستثمارية على المتغير التابع هيكل رأس المال.

#### اختبار الفرضية الرئيسية الأولى:

تنص الفرضية الرئيسية الأولى على ما يلي: (يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين السيولة وهيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين).

#### لاختبار هذه الفرضية يتم اختبار الفرضيات الفرعية المنبثقة عنها كما يلي:

- الفرضية الفرعية الأولى: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

يبين الجدول التالي رقم (5.5) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمقياس الأول بأن قيمة اختبار T تساوي (-0.810) وأن القيمة الاحتمالية "Sig." تساوي (0.422) وهي أكبر من (0.05) مما يعني رفض الفرضية الفرعية الأولى الفائلة ب: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وقبول الفرضية البديلة التي تعني عدم وجود أثر لهذه النسبة على هيكل رأس المال، وتشير تلك النتيجة بأن التغيير في صافي التدفق النقدي للشركات الصناعية لا ينعكس أثره على هيكل رأس المال لتلك الشركات وذلك لأن بعض الشركات الصناعية تحقق صافي تدفق نقدي سالب كما يظهر في بيانات الدراسة، وبالتالي فإن أي تغييرات في سيولة التدفقات النقدية لا تؤثر على التغييرات في هيكل رأس المال.

- الفرضية الفرعية الثانية: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

يبين الجدول التالي رقم (5.5) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمقياس الثاني بأن قيمة اختبار T تساوي (0.441) وأن القيمة الاحتمالية "Sig." تساوي (0.661) وهي أكبر من (0.05) مما يعني رفض الفرضية الفرعية الثانية الفائلة ب: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وقبول الفرضية البديلة بعدم وجود أثر لهذه النسبة على هيكل رأس المال، وتشير تلك النتيجة بأن التغيير في صافي التدفق النقدي التشغيلي للشركات الصناعية لا ينعكس أثره على هيكل رأس المال لتلك الشركات، هذا وعلى الرغم من أن متوسط حجم التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول في الشركات الصناعية كان منخفضاً إلا أن بعض الشركات الصناعية محل الدراسة قد تلجأ له لتمويل رأس المال العامل بدلاً من لجوئها إلى التمويل الخارجي.

- الفرضية الفرعية الثالثة: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (صافي التدفق النقدي إلى إجمالي حقوق الملكية) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

يبين الجدول التالي رقم (5.5) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمقياس الثالث أن قيمة اختبار T تساوي (0.669) وأن القيمة الاحتمالية "Sig." تساوي (0.507) وهي أكبر من (0.05) مما يعني رفض الفرضية الفرعية الثالثة القائلة بـ: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (صافي التدفق النقدي إلى إجمالي حقوق الملكية) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وقبول الفرضية البديلة بعدم وجود أثر لهذه النسبة على هيكل رأس المال، ويرجع ذلك إلى عدم الكفاءة في إدارة أموال المساهمين في توليد تدفقات نقدية عالية.

- الفرضية الفرعية الرابعة: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (صافي التدفق النقدي إلى صافي الربح) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

يبين الجدول التالي رقم (5.5) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمقياس الرابع أن قيمة اختبار T تساوي (-0.009) وأن القيمة الاحتمالية "Sig." تساوي (0.993) وهي أكبر من (0.05) مما يعني رفض الفرضية الفرعية الرابعة القائلة بـ: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (صافي التدفق النقدي إلى صافي الربح) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وقبول الفرضية البديلة بعدم وجود أثر لهذه النسبة على هيكل رأس المال، ويشير انخفاض هذه النسبة إلى أن الشركات محل الصناعة تتبع سياسة ائتمانية متساهلة أدت إلى تجميد قيمة كبيرة من النقد على شكل ذمم مدينة وشيكات آجلة.

جدول (5.5): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لمعرفة تأثير السيولة على هيكل رأس المال

القيمة الاحتمالية Sig.	اختبار F	معامل التحديد	القيمة الاحتمالية Sig.	اختبار T	معامل الانحدار	المتغير المستقل
0.927	0.218	0.017	0.000	9.078	0.264	المقدار الثابت
			0.422	-0.810	-2.525	NCF/TA
			0.661	0.441	0.167	NOCF/TA
			0.507	0.669	1.505	NCF/TE
			0.993	-0.009	0.000	NCF/NI

وبناء على نتائج الفرضيات الفرعية الأربعة التي أظهرت عدم وجود أثر للسيولة على هيكل رأس المال، وحسب القيمة الاحتمالية لمقاييس السيولة "Sig." فقد بلغت (0.927) وهي أكبر من (0.05)، الأمر الذي يشير إلى رفض الفرضية الرئيسية الأولى القائلة بوجود أثر للسيولة مقاسه بقائمة التدفق النقدي على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، وهذا يعني أن هناك مؤشرات أخرى للسيولة بخلاف مؤشرات التدفق النقدي المستخدمة في الدراسة لها قدرة على تفسير التغير في هيكل رأس المال ومنها نسبة السيولة النقدية والسريعة كما أظهرت دراسة (أبو معمر، 2011) و(طالب، 2015).

وتأتي هذه النتائج متفقة مع نتائج العديد من الدراسات ومنها دراسة (قاسم، وجميل، 2009م) التي طبقت على بعض الشركات العالمية، كما تتفق مع نتائج دراسة (الزبيدي وسلامة، 2014م) التي أجريت على الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية والتي أشارت إلى عدم وجود أثر للسيولة على هيكل رأس المال، كما تتفق نتائج هذه الفرضية الرئيسية مع دراسة (Kajananathan & Achchuthan, 2013) حيث أجريت على شركات الاتصالات السريلانكية، بينما تختلف نتائج هذه دراسة مع ما توصلت له دراسة (Khanqah, 2013) والتي طبقت على الشركات المدرجة في بورصة طهران، ودراسة (شلاش، وآخرون، 2004م) التي أجريت على الشركات المساهمة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، وكذلك تختلف مع دراسة (موسى، 2012م) والتي طبقت على عدد من شركات الاتصالات في الوطن العربي والتي أظهرت وجود اثر سلبي للسيولة على الهيكل المالي.

## اختبار الفرضية الرئيسية الثانية:

تنص الفرضية الرئيسية الثانية على ما يلي:

(يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين الفرص الاستثمارية وهيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين).

لاختبار هذه الفرضية يتم اختبار الفرضيات الفرعية المنبثقة عنها كما يلي:

- الفرضية الفرعية الأولى: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

يبين الجدول التالي رقم (5.6) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمقياس الأول بأن قيمة اختبار T تساوي (2.710) وأن القيمة الاحتمالية "Sig." تساوي (0.009) وهي أقل من (0.05) مما يعني قبول الفرضية الفرعية الأولى القائلة بـ: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، ورفض الفرضية البديلة بعدم وجود أثر لهذه النسبة على هيكل رأس المال، وقد أظهرت نتائج هذه الفرضية إلى أن هناك أثر إيجابي بين هذه النسبة وبين هيكل رأس المال، الأمر الذي يشير إلى اعتماد الشركات محل الدراسة في تمويل استثماراتها من الأصول على هيكل رأس المال الذي تشكل منه الديون نسبة محدودة لا تتجاوز بالمتوسط (27%) وبالتالي يدل ذلك على وجود فرص استثمارية عالية لدى الشركات الصناعية محل الدراسة ولكن هذه الشركات قد أحجمت عن استخدام الديون بشكل كبير حتى لا تتسبب في نقل الفوائد والعوائد من حملة الأسهم لصالح المقرضين كما ويرجع ذلك لبعض الشروط الخاصة بالمؤسسات المقرضة.

- الفرضية الفرعية الثانية: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

يبين الجدول التالي رقم (5.6) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمقياس الثاني بأن قيمة اختبار T تساوي (-2.574) وأن القيمة الاحتمالية "Sig." تساوي (0.013) وهي أقل من (0.05) مما يعني قبول الفرضية الفرعية الثانية القائلة بـ: يوجد أثر معنوي ذات دلالة

إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، ورفض الفرضية البديلة بعدم وجود أثر لهذه النسبة على هيكل رأس المال، وقد أظهرت نتائج هذه الفرضية إلى ان هناك أثر عكسي بين نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية وبين هيكل رأس المال، وهذا يعني أن زيادة هذه النسبة يؤدي إلى انخفاض في نسبة الديون في هيكل رأس المال، ويشير ذلك إلى أن الفرص الاستثمارية في الشركات الصناعية محل الدراسة يتم تمويلها من خلال اللجوء للمصادر الداخلية ومنها الأرباح المحتجزة وحقوق الملكية بشكل أكبر من استخدام الدين.

- الفرضية الفرعية الثالثة: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (حصة السهم من الأرباح إلى السعر السوقي للسهم) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

يبين الجدول التالي رقم (5.6) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمقياس الثالث بأن قيمة اختبار T تساوي (-2.408) وأن القيمة الاحتمالية "Sig." تساوي (0.020) وهي أقل من (0.05) مما يعني قبول الفرضية الفرعية الثالثة القائلة بـ: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين نسبة (حصة السهم من الأرباح إلى السعر السوقي للسهم) وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، ورفض الفرضية البديلة بعدم وجود أثر لهذه النسبة على هيكل رأس المال، وقد أظهرت هذه الفرضية وجود فرص استثمارية ولكن لا يتم تمويلها بالاعتماد على الديون، وبشكل أكثر توضيحاً أن الأثر العكسي الموجود بين نسبة مقلوب مضاعف سعر السهم وبين هيكل رأس المال يشير إلى أنه كلما ساهم سهم الشركات الصناعية في توليد أرباح أدى ذلك لانخفاض نسبة الديون في هيكل رأس المال وزيادة الاعتماد على هذه الأرباح في تمويل الفرص الاستثمارية مما يؤكد أن الشركات الصناعية تميل لتمويل الفرص الاستثمارية من خلال الأرباح المحتجزة والمصادر الداخلية.

- الفرضية الفرعية الرابعة: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين معدل نمو الأصول الثابتة وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

يبين الجدول التالي رقم (5.6) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمقياس الرابع بأن قيمة اختبار T تساوي (-0.421) وأن القيمة الاحتمالية "Sig." تساوي (0.676) وهي أكبر من (0.05) مما يعني رفض الفرضية الفرعية الرابعة القائلة بـ: يوجد أثر معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  بين معدل نمو الأصول الثابتة وبين هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وقبول الفرضية البديلة بعدم وجود أثر لهذه النسبة على هيكل رأس المال، ويمكن تفسير ذلك بأن متوسط نمو الأصول الثابتة للشركات الصناعية محل الدراسة كان ضعيفاً ولا يتجاوز نسبة (2%) وأنه قد تأتي بالاعتماد على التمويل الداخلي بشكل أكبر من اللجوء للمصادر الخارجية.

جدول (5.6): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لمعرفة تأثير الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال

القيمة الاحتمالية Sig.	اختبار F	معامل التحديد	القيمة الاحتمالية Sig.	اختبار T	معامل الانحدار	المتغير المستقل
0.036	2.792	0.183	0.759	0.309	0.031	المقدار الثابت
			0.009	2.710	0.779	MTBA
			0.013	-2.574	-0.523	MTBE
			0.020	-2.408	-0.456	E/P
			0.676	-0.421	-0.105	GFA

وبناء على نتائج الفرضيات الفرعية الأربعة المنبثقة من الفرضية الرئيسية الثانية والتي خلصت ثلاثة منها إلى وجود أثر للفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال، هذا ووفقاً للقيمة الاحتمالية لمتغيرات الدراسة لهذه الفرضية الرئيسية الثانية فقد بلغت قيمة "Sig." ما يعادل (0.036) هي أقل من (0.05) الأمر الذي يشير إلى قبول الفرضية الرئيسية الثانية القائلة بوجود أثر للفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

وتأتي نتائج الفرضية الأولى متفقة مع دراسة (Gharaibeh & Al-Najjar, 2007) والتي أجريت على الشركات الأردنية حيث وجدت علاقة إيجابية بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول مع نسبة الدين، بينما اختلفت هذه النتيجة مع عدد من الدراسات التي أظهرت وجود علاقة سلبية بين تلك النسبة وهيكل رأس المال ومن هذه الدراسات دراسة (Gul, 1999) التي طبقت على الشركات اليابانية، ودراسة (عواد، 2012م) والتي أجريت على الشركات

الصناعية الأردنية، ودراسة (عبد الله، والصديق، 2003م) التي أجريت على الشركات الصناعية في المملكة العربية السعودية، كما اختلفت نتائج هذه الفرضية مع دراسة (طالب، 2015م) والتي طبقت على كافة قطاعات الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

ومن جهة أخرى تتفق نتائج الفرضية الثانية مع دراسة (Gul, 1999) التي طبقت على الشركات اليابانية، بينما اختلف مع دراسة (Khanqah, 2013) والتي أجريت على الشركات المدرجة في بورصة طهران حيث أظهرت ان العلاقة بين نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية هي علاقة إيجابية وان زيادة الفرص الاستثمارية يعمل على زيادة كفاءة استخدام هيكل رأس المال في تلك الشركات، وفيما يتعلق بنتائج الفرضية الفرعية الرابعة فقد جاءت نتيجة هذه الفرضية مختلفة مع دراسة (عواد، 2012م) التي طبقت على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الأردن حيث أظهرت وجود أثر بين لمعدل نمو الأصول الثابتة وبين نسبة الدين.

# الفصل السادس النتائج والتوصيات

## الفصل السادس:

### النتائج والتوصيات

#### أولاً: النتائج:

في ضوء التحليلات العملية والعلمية الواردة في هذه الدراسة فيما يلي أهم النتائج التي توصلت إليها:

1. تبين أن مقاييس السيولة للشركات الصناعية محل الدراسة المتمثلة في صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول وصافي التدفق النقدي إلى حقوق الملكية وصافي التدفق النقدي إلى صافي الربح وصافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول لا يوجد لها تأثير على هيكل رأس المال.
2. تبين وجود أثر عكسي للفرص الاستثمارية المستقبلية للشركات محل الدراسة مع هيكل رأس المال ويظهر ذلك من خلال ونسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية ونسبة حصة السهم للأرباح إلى سعر السهم السوقي مما يدل على أن الشركات الصناعية تميل إلى استخدام المصادر الداخلية بما فيها الأرباح المحتجزة أكثر من الديون.
3. تؤكد نتائج التحليل أن الشركات الصناعية محل الدراسة تعتمد على التمويل من خلال أدوات الملكية الداخلية أكثر من التمويل بالدين حيث ان متوسط نسبة الديون إلى إجمالي الأصول للشركات محل الدراسة لم تتجاوز ما نسبته (27%)، وقد يرجع ذلك إلى المخاطر التي قد تترتب على استخدام الدين.
4. أظهرت نتائج الاحصاء الوصفي أن الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين تعاني من ضعف في إدارة السيولة النقدية مما كان له تأثير مباشر على قائمة التدفقات النقدية وتحقيق عجز عند بعض الشركات محل الدراسة في صافي التدفقات النقدية النهائية وكذلك صافي التدفقات النقدية التشغيلية، ومن أسباب ذلك اتباع السياسة الائتمانية المتساهلة.
5. أن انخفاض العائد على الأصول من الأرباح والعائد على الأصول من التدفق النقدي التشغيلي يشير إلى عدم الكفاءة في إدارة موجودات الشركات الصناعية.

## ثانياً: التوصيات:

1. ضرورة اهتمام الشركات الصناعية محل الدراسة بقائمة التدفقات النقدية والاعتماد على البيانات الواردة بها عند اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية وذلك من خلال رفع الكفاءة في إدارة السيولة النقدية، حيث أن قائمة التدفق النقدي يتم إعدادها على الأساس النقدي.
2. العمل على تحديد المزيج المناسب من مصدري الدين والملكية حيث أن الاستخدام الأمثل لهذا المزيج قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال في الشركات محل الدراسة مما يعظم من قيمتها ويفسح المجال أمامها للمزيد من فرص الاستثمار الربحية المتاحة أمامها.
3. ضرورة اهتمام الشركات الصناعية محل الدراسة على رفع الكفاءة في إدارة موجوداتها وذلك لتحقيق عوائد مرتفعة من الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية للمساهمة في تعظيم قيمتها السوقية.
4. ضرورة اهتمام الشركات الصناعية محل الدراسة بشكل أكبر بالمشورات المالية المتعلقة بهيكل رأس المال، لما لها من أهمية في الكشف عن مواطن الضعف والقصور المتعلقة بالأداء المالي لغرض الوصول إلى الهيكل الأمثل لرأس المال.
5. أن تقوم الشركات الصناعية محل الدراسة بالإفصاح الكافي والعاقل عن المعلومات ذات العلاقة بأساليب توظيف الأموال، وذلك لبيان أثره على هيكل رأس المال سواء كان من مصادر داخلية أو مصادر خارجية، واستخدام الديون طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل.

## المصادر والمراجع

## المصادر والمراجع

القرآن الكريم.

### أولاً- المراجع العربية:

- أحمد، رؤوف نضال. (2013م). دراسة تحليلية لمخاطر السيولة باستخدام قائمة التدفق النقدي. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، (36) 300-335.
- أحمد، عبدالناصر شحدة السيد. (2008م). الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم السيولة وجودة الأرباح (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.
- الأغا، بسام محمد. (2005م). أثر الرفعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار (رسالة ماجستير غير منشورة). الجامعة الإسلامية، غزة.
- آل شبيب، دريد. (2008م). الاستثمار والتحليل الاستثماري. (د.ط.). الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- آل شبيب، دريد. (2009م). مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة. ط2. عمان: دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- بوربيعة، غنية. (2012م). محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال الكهربائي فرع سونلغاز (رسالة ماجستير غير منشورة) جامعة الجزائر، الجزائر.
- أبو تركي، حسام الدين نبيل. (2011م). إدارة مخاطر السيولة. مجلة المصرفي، (61)، 15-35.
- جمعة، أحمد حلمي. (2011م). المحاسبة الإدارية التخطيط والرقابة وصنع القرار. (د.ط.). الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- الحارس، أسامة. (2004م). المحاسبة الإدارية. ط1. الاردن: دار الحامد للطباعة والنشر.

حماد، طارق عبد العال. (2013م). إدارة السيولة في الشركات والمصارف ( قياس وضبط السيولة). (د.ط) الإسكندرية: (د.ن).

الحمدان، ناصر، والقضاء، علي. (2013م). اثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الاردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية : دراسة تحليلية (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة آل البيت، الأردن.

الخزاعي، ماهر. (2009م). إدارة السيولة والربحية (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة دمشق، دمشق.

خليل، إسلام فيصل. (2012م). أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيع الأرباح (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة الشرق الأوسط، عمان.

مصعب، دعاس. (2012م). قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة الجزائر، الجزائر.

الدوري، عبد الرحمن مؤيد، وسلامة، محمد حسين. (2013م). أساسيات الإدارة المالية. (د.ط). الأردن: دار الراية للنشر والتوزيع.

رمضان، عماد زياد، والعقدة، صالح خليل. (2009م). محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني. مجلة جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، 7 (2)، 245-228.

الزبيدي، حمزة ، وسلامة، حسين. (2014م). اختبار اثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والادارة، 28 (1)، 70-27.

الساعدي، علاء عبد الحسين. (2012م). هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه. مجلة الاقتصاد الخليجي، (23)، 158-136.

سليمان أبو صباحا. (2013م). الإدارة المالية. (د.ط.). مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.

السفني، عبد الله عبد الله. (2013م). الإدارة المالية. (د.ط.). صنعاء: جامعة العلوم والتكنولوجيا.

شلاش، سليمان، والبقوم، علي، والعون، سالم. (2004م). العوامل المحددة للهيكلة المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية. مجلة المنارة، 14 (1)، 45-81.

الشنطي، أيمن، وشقير، عامر. (2007م). مقدمة في الإدارة والتحليل المالي. (د.ط.). الأردن: دار البداية للنشر والتوزيع.

الشواورة، فيصل محمود. (2013م). مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي التمويل والاستثمار والتحليل المالي. (د.ط.). الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

الشيخ، فهمي مصطفى. (2008م). التحليل المالي. ط1. فلسطين: (د.ن.).

طالب، صالح طالب. (2015م). محددات هيكل رأس المال دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (رسالة ماجستير غير منشورة)، الجامعة الإسلامية، غزة.

طنيب، محمد، وعبيدات، محمد. (2009م). الإدارة المالية في القطاع الخاص. ط1. الأردن: دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع.

طنيب، محمد، وعبيدات، محمد. (2009م). الإدارة المالية في القطاع الخاص. ط1. عمان: دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع.

العامري، محمد. (2007م). الإدارة المالية. ط1. الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.

عبد الجليل، توفيق. (2014م). أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 10 (3) 390-403.

عبد الحميد، محمد علاء. (2011م). دراسة محددات الهيكل المالي لشركات الأعمال باستخدام نموذج كمي بالتطبيق على الشركات الصناعية المصرية. المجلة العلمية بجامعة أسبوط، (51)، 1-30.

عبد الرسول، هند ضياء. (2014م). هيكل رأس المال واثره على قرارات التمويل دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، 16 (2)، 116-132.

عبد الله، عبد القادر، والصدیق، أبو بكر. (2003م). محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية. مجلة الإدارة العامة، 42 (4)، 723-745.

عبد الله، محمد عبد القادر. (2008م). هيكل رأس المال واستحقاق الديون أدلة من الشركات السعودية (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة قطر، قطر.

عبد الوهاب، دادن. (2006م). تحليل المقارنات النظرية حول أمثلية لهيكل المالي الاسهامات النظرية الاساسية. مجلة الباحث بجامعة ورقلة، 4 (4)، 107-114.

عثمان، سعيد عبد العزيز. (2006). دراسات جدوى المشروعات ومشروعات B.O.T بين النظرية والتطبيق. (د.ط.). مصر: الدار الجامعية.

علوان، معاذ محمد. (2015م). استخدام نسب السيولة ومقاييس التدفقات النقدية للتنبؤ بالربحية (رسالة ماجستير غير منشورة). الجامعة الإسلامية، غزة.

عواد، طارق محمد. (2012م). أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة اليرموك، الأردن.

الغنيم، ضياء الدين. (2008م). السيولة والربحية (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة دمشق، دمشق.

أبو الفتوح، يحي عبد الغني. (2003م). أسس وإجراءات دراسات جدوى المشروعات. (د.ط.). مصر: دار الجامعة الجديدة للنشر مصر.

قاسم، صبحية، وجميل أحمد. (2009م). أثر التدفقات النقدية على عناصر هيكل رأس المال. مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، 5 (14)، 15-30.

محمد، شعبان. (2010م). نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجتمع الصناعي خلال الفترة 2004-2007 (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة بومرداس، الجزائر.

مطر، محمد. (2006م). إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العلمية. ط4. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

مطر، محمد. (2010م). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الاساليب والادوات والاستخدامات العملية. الاردن: دار وائل للنشر.

أبو معمر، فارس. (2011م). محددات هيكل التمويل في الشركات الفلسطينية. مجلة مخاطر التمويل، (12)، 241-226.

عقل، مفلح. (2009م). مقدمة في الإدارة المالية. ط1. الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.

عقل، مفلح محمد. (2006م). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي. (د.ط). الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.

موسى، محمد حيدر. (2012م). محددات هيكل التمويل لدى شركات الاتصالات النقالة الوطنية في الوطن العربي دراسة مقارنة (2006-2011) (رسالة الماجستير غير منشورة) الجامعة الإسلامية، غزة.

موقع بورصة فلسطين. (2016). البيانات المالية للشركات الصناعية المدرجة في البورصة. تاريخ الاطلاع: (2016/10/25م). الموقع: <http://www.pex.ps>

المومني، غازي فلاح، وحسن، علي محمود. (2011م). محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان. مجلة دراسات العلوم الإدارية الأردنية، 38 (2)، 379-367.

النعمي، عدنان تايه، والتميمي، أرشد فؤاد. (2009م). الإدارة المالية المتقدمة. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

النعمي، عدنان، والخرشة ياسين. (2007م). أساسيات في الإدارة المالية. ط1. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.

- Aghaee, M., & Shakeri, A. (2010). Using Ratios Of Liquidity, Cash Flow And Accrual Accounting In Predicting Future Operating Cash Flow Of Companies Listed In Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting*, (5), 1-16.
- Aivazian, v., & Qiu, J. (2005). The Impact of Leverage on Firm Investment : Canadian Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11 (1), 277-291.
- Akhtar, S. (2005). The Determinants Of Capital Structure For Australian Multinational And Domestic Corporations. *Australian Journal of Management*. 30 (2), 321-341.
- Alinezhad, M. S., & Taghizadeh, V. K. (2012). *An overview of the theory of capital structure*. the first National Conference on Noor Azad University. Iran.
- Amidu, M. (2007). Determinants of capital structure of banks in Ghana: an empirical approach. *Baltic Journal of Management*, 2 (1), 67-79.
- Awan, H. M., Bhatti, M. I., Ali, R., & Qureshi, A. (2010). How growth opportunities are related to corporate leverage decisions? *Investment Management and Financial Innovations*, 7(1), 90-97.
- Bae, S. (2009). On the Interaction of Financial and Investment Decision : Evidence from Chinese Industrial Companies. *Managerial Finance*, 35 (8), 691-699.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Bierman, H. (2002). *The Capital Structure Decision*. (1<sup>st</sup> edition). London: Kluwer Academic.
- BIRJANDI, H. (2013). The Study Effect of Liquidity on Capital Structure Decisions in the Tehran Security Exchange. *World Open Journal of Finance and Accounting*, 1 (1) 1-9
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Bundala, N. N. (2014). Does Capital Structure Influences Working Capital Intensity and Growth Opportunity of a Firm. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4 (1), 43.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Journal of Accounting and Finance*, (2), 123-147.

- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341–1351.
- Chung, K., & Charoenwong, C. (1991). Investment options, assets in place, and the risk of stocks Financial. *Financial Management*, (20), 21-33.
- Collins, D. w., & Kothari, s. p. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, (11), 143-181.
- De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2007). *Capital structure around the world: The roles of firm. and country.* specific determinants, Working paper, www.ssrn.com.
- Drobetz, w., & Fix, R. (2003). what are the determinants the capital structure ? Some edvience for Switzerland. *Working paper 4* (3), 1-37.
- Garrison, R. H., Noreen, E. W., & Brewer, P. C. (2010). *Managerial Accounting.* Tim Vertovec. (14<sup>th</sup> edition). UK: McGraw Hill
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11 (1), 51-69.
- Gharaibeh, H., & Al-Najjar, B. (2007). Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordanian Data. *Jordan Journal of Business Administration*, (3), 185-194.
- Goyal, V., Lehn, K., & Racic, S. (1998). Growth opportunities and corporate financial policies: The case of the US defense industry. United States: University of Pittsburg.
- Gul, F. A. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance* 5 (5), 141–168.
- Harris, & Raviv, A. (1991). The Thoery Of Capital Structure. *The Journal of Finance*,(4),297-355.
- Howells, P., & Bain, K. (2000). *Financial Markets & Institutions.* (3<sup>rd</sup> edition). Harlow: Pearson Education Ltd.
- Jaggi, B., & Gul, F. A. (1999). An analysis of joint effects of investment opportunity set, free cash flows and size on corporate debt policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12 (4), 371-381.
- Kajananthan, R., & Achchuthan, S. (2013). Liquidity and Capital Structure: Special reference to SriLanka Telecom Plc. *Advances in Management & Applied Economics*, 3 (5), 89-99.

- kallapur, S., & Trombley, M. (2001). The investment opportunity. *managerial finance*, (27), 3-15.
- Khanqah, V. T. (2013). The Impact of Capital Structure on Liquidity and Investment Growth Opportunity in Tehran Stock Exchange. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3(4), 463-470.
- Maness, T. S., & Zietlow, J. T. (2006). *Short-Term financial management*. Prentice THOMSON.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The journal of economic perspectives*, 15 (2), 81-102.
- Noravesh, I., & Yazdani, S. (2010). The effect of financial leverage on investment in companies listed in Tehran. *Journal of Financial Accounting*, 35-48.
- Odit, M. P., & Chittoo, H. B. (2008). Does financial leverage influence investment decisions? The case of Mauritian firms. *Journal of Business Case Studies* (9), 49-60.
- Odit, M. P., & Gobardhun, Y. D. (2011). The determinants of financial leverage of SME's in Mauritius. *The International Business & Economics Research Journal*, 10(3), 113-125.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1-2), 175-198.
- Rajan, G. R., & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *Journal of Finance*, (5), 1421-1460.
- Singhania, M., & Seth, A. (2010). Financial Leverage and Investment Opportunities in India: An Empirical Study. *International Research Journal of Finance and Economics*, 40 (2), 215-227.
- Titman, s., & Wessels, R. (1988). The Determinant of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19.

Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management* 21 (2), 106-117.

Zurigat, Z. (2009). *Pecking order theory, trade-off theory and determinants of capital structure: empirical evidence from Jordan* (Unpublished PhD Thesis). Heriot-Watt University, Edinburgh Campus.

## الملاحق

## ملحق (1):

### البيانات المالية المستخدمة في حساب متغيرات الدراسة

الشركة	السنة	صافي التدفق النقدي	إجمالي الأصول	إجمالي حقوق الملكية	صافي الدخل	عدد الأسهم المكتتب بها	سعر الإغلاق	صافي التدفقات النقدية التشغيلية	الأصول الثابتة في أول المدة	الأصول الثابتة في آخر المدة	إجمالي الديون
العربية لصناعة الدهانات APC (JD)	2011	269,376.0-	3,725,271.0	2,296,195.0	451,028.0	1,500,000.0	2.45	457,735.0	1,747,442.0	1,867,422.0	1,429,076.0
	2012	46,821.0-	3,986,331.0	2,530,754.0	515,983.0	1,500,000.0	2.52	341,927.0	1,867,423.0	1,956,170.0	1,455,577.0
	2013	109,519.0	4,361,594.0	3,006,715.0	801,855.0	1,500,000.0	3.40	551,056.0	1,956,170.0	1,997,254.0	1,354,877.0
	2014	141,659.0	4,218,180.0	2,905,980.0	595,355.0	1,500,000.0	3.70	781,254.0	1,997,254.0	2,027,343.0	1,312,200.0
	2015	122,400.0	4,859,688.0	3,346,836.0	1,062,920.0	1,500,000.0	4.50	847,526.0	2,027,343.0	2,159,018.0	1,512,852.0
شركة دواجن فلسطين AZIZA (JD)	2011	174,287.0-	31,269,678.0	18,301,059.0	298,790.0-	13,440,000.0	2.45	347,867.0	27,070,453.0	29,103,678.0	12,968,619.0
	2012	38,342.0-	31,844,699.0	19,434,219.0	683,797.0	13,440,000.0	2.46	1,376,760.0	29,103,678.0	30,405,682.0	12,410,480.0
	2013	1,292,618.0	34,419,473.0	24,279,387.0	3,361,674.0	13,440,000.0	2.96	4,906,254.0	30,405,682.0	32,873,806.0	10,140,086.0
	2014	613,979.0-	31,705,002.0	22,399,147.0	2,322,241.0	13,440,000.0	2.90	3,236,397.0	32,873,806.0	30,316,016.0	9,305,855.0
	2015	1,020,862.0	31,901,497.0	23,902,102.0	3,093,633.0	13,440,000.0	2.47	5,233,303.0	30,316,016.0	31,185,338.0	7,999,395.0
شركة بيرزيت للأدوية BPC	2011	1,071,989.0-	40,228,844.0	31,930,959.0	2,958,471.0	13,066,145.0	3.190	2,473,040.0	21,738,122.0	22,316,760.0	8,297,885.0
	2012	1,981,847.0	42,450,744.0	34,141,069.0	3,523,427.0	13,091,045.0	3.190	5,820,793.0	22,316,760.0	23,356,623.0	8,309,675.0
	2013	1,819,523.2-	45,845,194.8	36,762,737.2	3,879,984.4	13,091,044.6	3.030	1,593,330.6	23,356,622.6	25,929,354.5	9,082,457.6

إجمالي الديون	الأصول الثابتة في آخر المدة	الأصول الثابتة في أول المدة	صافي التدفقات النقدية التشغيلية	سعر الإغلاق	عدد الأسهم المكتتب بها	صافي الدخل	إجمالي حقوق الملكية	إجمالي الأصول	صافي التدفق النقدي	السنة	الشركة
11,688,615.6	26,547,223.2	25,929,354.5	6,021,300.0	3.030	13,100,000.0	2,980,308.3	37,704,191.7	49,392,807.2	2,709,639.2	2014	
8,924,301.8	27,148,231.0	26,547,223.2	3,494,605.2	3.500	13,100,000.0	3,492,256.7	40,015,284.9	48,939,586.7	1,298,067.7-	2015	
427,390.0	1,871,314.0	1,837,800.0	97,085.0	2.00	750,000.0	129,043.0	3,352,199.0	3,779,590.0	139,325.0-	2011	مصنع الشرق للإلكترونيات ELECTRODE (JD)
267,685.0	1,895,917.0	1,871,314.0	27,841.0-	1.95	750,000.0	99,454.0	3,214,211.0	3,481,896.0	101,745.0	2012	
282,406.0	1,887,881.0	1,895,917.0	24,079.0-	2.00	750,000.0	96,235.0	3,208,233.0	3,490,639.0	80,195.0-	2013	
210,653.0	1,767,457.0	1,887,881.0	143,471.0	2.01	750,000.0	91,480.0	3,091,550.0	3,302,203.0	31,126.0	2014	
243,407.0	1,737,688.0	1,767,457.0	134,044.0	2.05	750,000.0	90,592.0	3,073,323.0	3,316,731.0	63,306.0	2015	
954,865.0	11,035,205.0	11,000,427.0	2,538,724.0	1.01	15,000,000.0	1,122,269.0	16,951,276.0	17,906,141.0	119,645.0	2011	مطاحن القمح الذهبي GMC (JD)
3,162,799.0	11,073,182.0	11,035,205.0	1,102,390.0-	0.69	15,000,000.0	455,567.0	16,494,445.0	19,657,244.0	42,704.0	2012	
2,635,463.0	11,097,904.0	11,073,182.0	1,135,310.0	0.90	15,000,000.0	214,946.0	16,016,954.0	18,652,417.0	127,493.0-	2013	
2,057,824.0	11,201,550.0	11,097,904.0	921,966.0	0.73	15,000,000.0	163,681.0	16,171,780.0	18,229,604.0	119,014.0-	2014	
5,424,344.0	11,788,417.0	11,201,550.0	3,045,778.0-	0.68	15,000,000.0	1,194,134.0-	14,616,670.0	20,041,014.0	5,060.0	2015	
24,574,030.0	14,565,558.0	14,407,900.0	1,461,802.0-	1.280	10,000,000.0	323,445.0	17,108,820.0	41,682,850.0	1,000,138.0	2011	سجاير القدس JCC (JD)
22,051,719.0	14,348,219.0	14,565,558.0	7,387,239.0	1.040	10,000,000.0	1,996,936.0	21,212,191.0	43,263,910.0	845,748.0	2012	
25,227,631.0	18,682,862.0	14,720,818.0	859,819.0-	1.100	10,000,000.0	610,867.0	19,996,041.0	45,223,672.0	2,575,633.0-	2013	

إجمالي الديون	الأصول الثابتة في آخر المدة	الأصول الثابتة في أول المدة	صافي التدفقات النقدية التشغيلية	سعر الإغلاق	عدد الأسهم المكتتب بها	صافي الدخل	إجمالي حقوق الملكية	إجمالي الأصول	صافي التدفق النقدي	السنة	الشركة
21,051,532.0	20,021,502.0	18,682,862.0	1,225,188.0-	0.900	10,000,000.0	2,491,021.0-	16,984,498.0	38,036,030.0	140,033.0	2014	
16,532,244.0	19,241,530.0	20,021,502.0	2,222,045.0	0.730	10,000,000.0	18,671.0	22,081,935.0	38,614,179.0	166,780.0-	2015	
9,910,748.0	22,987,965.0	17,745,902.0	3,173,752.0	4.890	5,000,000.0	1,112,763.0	24,274,623.0	34,185,371.0	698,908.0	2011	القدس للمستحضرات الطبية JPH
10,751,846.0	25,234,552.0	22,987,965.0	2,489,222.0	3.990	6,000,000.0	138,478.0	23,900,897.0	34,652,743.0	550,766.0-	2012	
11,924,515.7	26,957,808.8	25,234,552.0	751,055.0	1.489	17,060,000.0	1,189,461.6	26,268,706.7	38,193,222.4	362,440.1	2013	
13,063,555.4	25,660,748.4	26,957,808.8	2,732,678.8	1.205	17,060,000.0	999,571.6	24,515,246.9	37,578,802.3	1,241,035.0	2014	
10,623,188.8	26,424,371.9	25,660,748.4	1,310,432.6	1.411	17,060,000.0	1,577,018.8	25,672,103.7	36,295,292.5	2,274,604.6-	2015	
757,435.0	5,716,457.0	5,667,526.0	26,491.0-	0.370	7,000,000.0	455,672.0-	3,393,091.0	4,150,526.0	14,168.0-	2011	فلسطين لصناعة اللدائن LADAEN (JD)
856,701.0	5,731,561.0	5,716,457.0	56,747.0-	0.400	7,000,000.0	580,823.0-	2,812,268.0	3,668,969.0	17,762.0	2012	
893,092.0	5,782,517.0	5,731,561.0	120,604.0	0.330	7,000,000.0	569,124.0-	2,243,144.0	3,136,236.0	35,392.0-	2013	
951,719.0	5,822,707.0	5,782,517.0	53,836.0	0.190	7,000,000.0	494,870.0-	1,748,274.0	2,699,993.0	13,798.0	2014	
747,263.0	1,769,702.0	5,822,707.0	60,507.0	0.360	7,000,000.0	956,910.0-	791,364.0	1,538,627.0	9,149.0	2015	
10,812,738.0	13,667,819.0	13,022,817.0	592,955.0	0.95	6,900,000.0	105,167.0	8,967,091.0	19,779,829.0	1,238,006.0	2011	الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات (JD) NAPCO
10,698,312.0	15,202,509.0	13,667,819.0	747,606.0	0.78	6,900,000.0	159,860.0	9,126,951.0	19,825,263.0	351,786.0-	2012	
11,797,743.0	15,277,185.0	15,202,509.0	420,381.0	0.69	6,900,000.0	747,644.0	9,874,595.0	21,672,338.0	31,935.0-	2013	

إجمالي الديون	الأصول الثابتة في آخر المدة	الأصول الثابتة في أول المدة	صافي التدفقات النقدية التشغيلية	سعر الإغلاق	عدد الأسهم المكتتب بها	صافي الدخل	إجمالي حقوق الملكية	إجمالي الأصول	صافي التدفق النقدي	السنة	الشركة
12,510,250.0	15,660,739.0	15,277,185.0	341,769.0	0.75	6,900,000.0	782,783.0	10,312,378.0	22,822,628.0	204,333.0-	2014	
13,150,771.0	16,857,010.0	15,660,739.0	1,066,800.0	0.76	6,900,000.0	72,895.0	10,040,273.0	23,191,044.0	100,363.0	2015	
264,963.9	2,869,045.8	2,871,881.8	21,190.6-	0.4892	5,000,000.0	16,478.6	3,803,997.7	4,068,961.6	98,923.9	2011	الوطنية لصناعة الكرتون NCI
402,296.5	3,035,159.5	2,869,045.8	260,219.3	0.3900	5,000,000.0	74,242.2	3,874,457.4	4,276,753.9	85,379.9-	2012	
654,487.8	2,907,521.8	3,035,159.5	430,692.0	0.6452	5,000,000.0	325,119.7	4,080,691.3	4,735,179.2	122,868.3	2013	
715,332.8	3,062,822.6	2,907,521.8	317,969.5	0.7161	5,000,000.0	223,096.8	3,991,718.2	4,707,051.0	43,919.0-	2014	
797,070.6	3,114,631.3	3,062,822.6	439,684.9	0.7161	5,000,000.0	342,248.5	4,058,662.0	4,855,732.6	200,755.5	2015	
849,045.0	3,066,919.0	3,041,661.0	896,549.0-	4.150	4,000,000.0	1,887,069.0	11,745,262.0	12,594,307.0	901,684.0-	2011	
847,996.0	3,071,007.0	3,066,919.0	694,476.0	5.100	4,000,000.0	2,674,307.0	13,641,259.0	14,489,255.0	907,788.0	2012	
1,127,594.0	3,131,764.0	3,071,007.0	78,698.0-	6.550	4,000,000.0	4,835,621.0	17,393,423.0	18,521,017.0	760,151.0	2013	
1,446,134.0	3,313,664.0	3,131,764.0	98,585.0-	7.920	4,000,000.0	4,885,075.0	20,246,107.0	21,692,241.0	304,896.0	2014	
1,636,087.0	3,323,837.0	3,313,664.0	347,654.0-	9.500	4,000,000.0	5,364,433.0	23,277,857.0	24,913,944.0	198,613.0-	2015	

## متغيرات الدراسة المستخدمة في التحليل الإحصائي

المتغير التابع ( هيكل رأس المال )	المتغير المستقل ( الفرص الاستثمارية )				المتغير المستقل ( السيولة )				السنة	الشركة	#
	TD/TA	GFA	E/P	MTBE	MTBA	NCF/NI	NCF/TE	NOCF/TA			
0.3836	0.06866	0.1227	1.6005	1.3701	-0.5972	-0.1173	0.1229	-0.0723	2011	العربية لصناعة الدهانات APC	1
0.3651	0.04752	0.1365	1.4936	1.3134	-0.0907	-0.0185	0.0858	-0.0117	2012		
0.3106	0.02100	0.1572	1.6962	1.4799	0.1366	0.0364	0.1263	0.0251	2013		
0.3111	0.01507	0.1073	1.9099	1.6268	0.2379	0.0487	0.1852	0.0336	2014		
0.3113	0.06495	0.1575	2.0168	1.7003	0.1152	0.0366	0.1744	0.0252	2015		
0.4147	0.07511	-0.0091	1.7992	1.4678	0.5833	-0.0095	0.0111	-0.0056	2011	شركة دواجن فلسطين AZIZA	2
0.3897	0.04474	0.0207	1.7012	1.4280	-0.0561	-0.0020	0.0432	-0.0012	2012		
0.2946	0.08117	0.0845	1.6385	1.4504	0.3845	0.0532	0.1425	0.0376	2013		
0.2935	-0.07781	0.0596	1.7401	1.5228	-0.2644	-0.0274	0.1021	-0.0194	2014		
0.2508	0.02868	0.0932	1.3889	1.2914	0.3300	0.0427	0.1640	0.0320	2015		
0.2063	0.02662	0.0710	1.3053	1.2424	-0.3623	-0.0336	0.0615	-0.0266	2011	شركة بيرزيت للأدوية BPC	3
0.1957	0.04660	0.0844	1.2232	1.1795	0.5625	0.0580	0.1371	0.0467	2012		
0.1981	0.11015	0.0978	1.0790	1.0633	-0.4690	-0.0495	0.0348	-0.0397	2013		
0.2366	0.02383	0.0751	1.0527	1.0403	0.9092	0.0719	0.1219	0.0549	2014		
0.1824	0.02264	0.0762	1.1458	1.1192	-0.3717	-0.0324	0.0714	-0.0265	2015		
0.1131	0.01824	0.0860	0.4475	0.5099	-1.0797	-0.0416	0.0257	-0.0369	2011	مصنع الشرق للإلكترونيات ELECTRODE	4
0.0769	0.01315	0.0680	0.4550	0.4969	1.0230	0.0317	-0.0080	0.0292	2012		
0.0809	-0.00424	0.0642	0.4675	0.5106	-0.8333	-0.0250	-0.0069	-0.0230	2013		
0.0638	-0.06379	0.0607	0.4876	0.5203	0.3402	0.0101	0.0434	0.0094	2014		
0.0734	-0.01684	0.0589	0.5003	0.5369	0.6988	0.0206	0.0404	0.0191	2015		

المتغير التابع ( هيكل رأس المال )	المتغير المستقل ( الفرص الاستثمارية )				المتغير المستقل ( السيولة )				السنة	الشركة	#
	TD/TA	GFA	E/P	MTBE	MTBA	NCF/NI	NCF/TE	NOCF/TA			
0.0533	0.00316	0.0741	0.8937	0.8994	0.1066	0.0071	0.1418	0.0067	2011	مطاحن القمح الذهبي GMC	5
0.1609	0.00344	0.0440	0.6275	0.6874	0.0937	0.0026	-0.0561	0.0022	2012		
0.1413	0.00223	0.0159	0.8429	0.8651	-0.5931	-0.0080	0.0609	-0.0068	2013		
0.1129	0.00934	0.0149	0.6771	0.7136	-0.7271	-0.0074	0.0506	-0.0065	2014		
0.2707	0.05239	-0.1171	0.6978	0.7796	-0.0042	0.0003	-0.1520	0.0003	2015		
0.5895	0.01094	0.0253	0.7482	0.8966	3.0921	0.0585	-0.0351	0.0240	2011	سجاير القدس JCC	6
0.5097	-0.01492	0.1920	0.4903	0.7501	0.4235	0.0399	0.1707	0.0195	2012		
0.5578	0.26915	0.0555	0.5501	0.8011	-4.2164	-0.1288	-0.0190	-0.0570	2013		
0.5535	0.07165	-0.2768	0.5299	0.7901	-0.0562	0.0082	-0.0322	0.0037	2014		
0.4281	-0.03896	0.0026	0.3306	0.6172	-8.9326	-0.0076	0.0575	-0.0043	2015		
0.2899	0.29540	0.0455	1.0072	1.0051	0.6281	0.0288	0.0928	0.0204	2011	القدس للمستحضرات الطبية JPH	7
0.3103	0.09773	0.0058	1.0016	1.0011	-3.9773	-0.0230	0.0718	-0.0159	2012		
0.3122	0.06829	0.0468	0.9670	0.9773	0.3047	0.0138	0.0197	0.0095	2013		
0.3476	-0.04811	0.0486	0.8388	0.8948	1.2416	0.0506	0.0727	0.0330	2014		
0.2927	0.02976	0.0655	0.9376	0.9559	-1.4423	-0.0886	0.0361	-0.0627	2015		
0.1825	0.00863	-0.1759	0.7633	0.8065	0.0311	-0.0042	-0.0064	-0.0034	2011	فلسطين لصناعة اللداين LADAEN	8
0.2335	0.00264	-0.2074	0.9956	0.9967	-0.0306	0.0063	-0.0155	0.0048	2012		
0.2848	0.00889	-0.2464	1.0298	1.0213	0.0622	-0.0158	0.0385	-0.0113	2013		
0.3525	0.00695	-0.3721	0.7608	0.8451	-0.0279	0.0079	0.0199	0.0051	2014		
0.4857	-0.69607	-0.3797	3.1844	2.1235	-0.0096	0.0116	0.0393	0.0059	2015		
0.5467	0.04953	0.0160	0.7310	0.8781	11.7718	0.1381	0.0300	0.0626	2011	الوطنية لصناعة	9

المتغير التابع ( هيكل رأس المال )	المتغير المستقل ( الفرص الاستثمارية )				المتغير المستقل ( السيولة )				السنة	الشركة	#
	TD/TA	GFA	E/P	MTBE	MTBA	NCF/NI	NCF/TE	NOCF/TA			
0.5396	0.11228	0.0297	0.5897	0.8111	-2.2006	-0.0385	0.0377	-0.0177	2012	الألمنيوم والبروفيلات <b>NAPCO</b>	
0.5444	0.00491	0.1570	0.4821	0.7640	-0.0427	-0.0032	0.0194	-0.0015	2013		
0.5482	0.02511	0.1513	0.5018	0.7749	-0.2610	-0.0198	0.0150	-0.0090	2014		
0.5671	0.07639	0.0139	0.5223	0.7932	1.3768	0.0100	0.0460	0.0043	2015		
0.0651	-0.00099	0.0067	0.6430	0.6663	6.0032	0.0260	-0.0052	0.0243	2011	الوطنية لصناعة الكرتون <b>NCI</b>	10
0.0941	0.05790	0.0381	0.5032	0.5500	-1.1500	-0.0220	0.0608	-0.0200	2012		
0.1382	-0.04205	0.1008	0.7905	0.8195	0.3779	0.0301	0.0910	0.0259	2013		
0.1520	0.05341	0.0623	0.8970	0.9126	-0.1969	-0.0110	0.0676	-0.0093	2014		
0.1642	0.01692	0.0956	0.8822	0.9015	0.5866	0.0495	0.0905	0.0413	2015		
0.0674	0.00830	0.1137	1.4133	1.3855	-0.4778	-0.0768	-0.0712	-0.0716	2011	مصانع الزيتون النباتية <b>VOIC</b>	11
0.0585	0.00133	0.1311	1.4955	1.4665	0.3394	0.0665	0.0479	0.0627	2012		
0.0609	0.01978	0.1846	1.5063	1.4755	0.1572	0.0437	-0.0042	0.0410	2013		
0.0667	0.05808	0.1542	1.5647	1.5271	0.0624	0.0151	-0.0045	0.0141	2014		
0.0657	0.00307	0.1412	1.6325	1.5909	-0.0370	-0.0085	-0.0140	-0.0080	2015		

## ملحق (2): التحليل الإحصائي

### Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CF/TA	55	-.0723	.0627	.002643	.0305392
OCF/TA	55	-.1520	.1852	.048034	.0657549
CF/TE	55	-.1288	.1381	.003717	.0458488
CF/IN	55	-8.9326	11.7718	.063136	2.4260877
MTBA	55	.4969	2.1235	1.029350	.3659858
MTBE	55	.3306	3.1844	1.039604	.5438929
EP	55	-.3797	.1920	.035084	.1256005
GFA	55	-.69607	.29540	.0205808	.11674461
TDTA	55	.0533	.5895	.270913	.1669477
Valid N (listwise)	55				

### Correlations

		CF/TA	OCF/TA	CF/TE	CF/IN	TDTA
CF/TA	Pearson Correlation	1	.283*	.364**	.480**	-.047
	Sig. (1-tailed)		.018	.000	.000	.366
	N	55	55	55	55	55
OCF/TA	Pearson Correlation	.283*	1	.252*	-.035	.039
	Sig. (1-tailed)	.018		.032	.399	.389
	N	55	55	55	55	55
CF/TE	Pearson Correlation	.364**	.252*	1	.586**	-.018
	Sig. (1-tailed)	.000	.032		.000	.449
	N	55	55	55	55	55
CF/IN	Pearson Correlation	.480**	-.035	.586**	1	.016
	Sig. (1-tailed)	.000	.399	.000		.455
	N	55	55	55	55	55
TDTA	Pearson Correlation	-.047	.039	-.018	.016	1
	Sig. (1-tailed)	.366	.389	.449	.455	
	N	55	55	55	55	55

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

\*\*. Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

### Correlations

		MTBA	MTBE	EP	GFA	TDTA
MTBA	Pearson Correlation	1	.370**	.057	-.301*	.058
	Sig. (1-tailed)		.000	.340	.013	.336
	N	55	55	55	55	55
MTBE	Pearson Correlation	.370**	1	-.032	-.432**	-.005
	Sig. (1-tailed)	.000		.410	.000	.485
	N	55	55	55	55	55
EP	Pearson Correlation	.057	-.032	1	.380**	-.220
	Sig. (1-tailed)	.340	.410		.002	.053
	N	55	55	55	55	55
GFA	Pearson Correlation	-.301*	-.432**	.380**	1	.018
	Sig. (1-tailed)	.013	.000	.002		.447
	N	55	55	55	55	55
TDTA	Pearson Correlation	.058	-.005	-.220	.018	1
	Sig. (1-tailed)	.336	.485	.053	.447	
	N	55	55	55	55	55

\*\*. Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

### Regression

#### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	CF/IN, OCF/TA, CF/TA, CF/TE	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TDTA

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.131 <sup>a</sup>	.017	-.061	.1720038

a. Predictors: (Constant), CF/IN, OCF/TA, CF/TA, CF/TE

#### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.028	4	.008	.218	.927 <sup>a</sup>
	Residual	1.479	50	.030		
	Total	1.505	54			

a. Predictors: (Constant), CF/IN, OCF/TA, CF/TA, CF/TE

b. Dependent Variable: TDTA

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.264	.029		9.078	.000
	CF/TA	-2.525	3.117	-.463	-.810	.422
	OCF/TA	.167	.379	.066	.441	.661
	CF/TE	1.505	2.250	.413	.669	.507
	CF/IN	.000	.013	-.002	-.009	.993

a. Dependent Variable: TDTA

## Regression

#### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GFA, MTBA, EP, MTBE	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TDTA

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.427 <sup>a</sup>	.183	.117	.1568600

a. Predictors: (Constant), GFA, MTBA, EP, MTBE

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.275	4	.069	2.792	.036 <sup>a</sup>
	Residual	1.230	50	.025		
	Total	1.505	54			

a. Predictors: (Constant), GFA, MTBA, EP, MTBE

b. Dependent Variable: TDTA

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.031	.100		.309	.759
	MTBA	.779	.287	1.707	2.710	.009
	MTBE	-.523	.203	-1.703	-2.574	.013
	EP	-.456	.189	-.343	-2.408	.020
	GFA	-.105	.250	-.073	-.421	.676

a. Dependent Variable: TDTA

ملحق (3): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

القيمة الاحتمالية (Sig.)	قيمة الاختبار	المتغير
0.867	0.598	NCF/TA
0.864	0.600	NOCF/TA
0.822	0.630	NCF/TE
0.691	0.701	NCF/NI
0.275	0.995	MTBA
0.340	0.940	MTBE
0.805	0.698	E/P
0.827	0.639	GFA
0.688	0.714	TDTA