



UNIVERSITE MOHAMED EL BACHIR EL IBRAHIMI  
BORDJ BOU ARRERIDJ

جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



UNIVERSITE MOHAMED EL BACHIR EL IBRAHIMI  
BORDJ BOU ARRERIDJ

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

بعنوان:

أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة

دراسة حالة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة

عمان للأوراق المالية للفترة 2014 - 2018

من إعداد الطالبتين:

- بن دراجي فاطمة
- ذباجي سليمة

لجنة المناقشة	
رئيسا	الأستاذة(ة): بونقاب عادل
مشرفا	الأستاذة(ة): ابراهيمي حياة
ممتحنا	الأستاذة(ة): ملالة إيمان

السنة الجامعية: 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وتقدير

بسم الله الفتاح العليم والصلاة والسلام على أشرف المرسلين نبينا محمد صلى الله عليه وسلم

قال تعالى: ﴿ فَادْكُرُونِي أذكُرْكُمْ وَأشْكُرُوا لِي وَلَا تَكْفُرُونَ ﴾ الآية 152 سورة البقرة

الحمد لله الذي منّ علينا بالوصول إلى هذه المنزلة التي ما كنا لنبلغها إلا بفضلته

فالحمد لله عز وجل الذي ألهمنا الصبر والثبات ومدنا بالقوة والعزم على مواصلة مشوارنا الدراسي

نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير لأستاذتنا الفاضلة الدكتورة "ابراهيمية حياة" على إشرافها على هذا

العمل وما تقدمت به من نصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث دون كلل أو ملل.

شكرنا موصول لكل من الدكتور "مليكاوي مولود" والأستاذ "مسعود ميهوب" والأستاذ "خوضري رشيد" لما

قدموه لنا من نصح وإرشاد.

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر إلى أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير كل باسمه، وعمال

المكتبة ونخص بالذكر "محمد".

ونشكر كل من مد لنا يد العون ولو بابتسامة.

والحمد لله من قبل ومن بعد.

# إهداء

اللهم لك الحمد ولك الشكر ملء السماء وملء الأرض وما بينهما اللهم لك الحمد عدد ما كان وعدد ما يكون وعدد الحركات والسكون، والصلاة والسلام على سيدنا وحبينا محمد عليه أفضل الصلاة والسلام.

أهدي ثمرة جهدي :

إلى من سهرت وربت وتعبت، إلى الصديقة والحبيبة، إلى من تفرح لفرحي وتخزن لحزني، إلى من تشعر بي دون أن أتحدث أمي حفظها الله ورعاها.

إلى من أفتخر وأنا ابنته حاملة لاسمه، إلى من أرى النور في عينيه، إلى مصدر قوتي وشغفي، إلى من أفنى عمره لأصل إلى ما أنا عليه اليوم، إلى من حرم نفسه وأعطاني، إلى من كان وما زال خير معين لي عند المحن أبي حبيبي وسندي حفظه الله ورعاها وأدامه نورا ينير دربي.

إلى من أرى الحب في عينيه، إلى من يخاف علي أخي وصغيري وقرّة عيني "ريان".

إلى من حبهم بملا قلبي، إلى من هم أعلى الناس في حياتي، أخي "أيمن"، أختي الغالية "آية".

إلى الصديق والحبيب، إلى رفيق الدرب خطيبي "عبد الحق" وشريك حياتي حفظه الله ورعاها وجمعني وإياه في الخير.

إلى من تقاسمت معها هذا العمل المتواضع "سليمة" فكانت خير الرفيقة والصديقة.

إلى كل من سررت بمعرفتهم وإخائهم طيلة مشواري الدراسي، إلى من جمعني بهم طلب العلم وخاصة:

"هاجر، أسماء، ناريمان، سهام، فطيمة، منال، مجدى، أحلام، عائشة"

إلى كل طلبة تخصص إدارة مالية دفعة 2020.

فاطمة

# إهداء

قال تعالى: ﴿ وَقَالَ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ

وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴾ الآية 19 سورة النمل

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه كما يحب ويرضى والصلاة والسلام على المبعوث رحمة للعالمين نبينا محمد صلى الله عليه وسلم.

أهدي ثمرة جهدي هذا إلى:

إلى نبع الحنان وجوهرة الحياة وبسمة الأيام إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقها إلى من تهديني كل يوم

دعاءها إلى أغلى إنسانة في الوجود إلى أجمل كلمة نطقتها شففتني

" أمي غاليتي " أسأل الله لها دوام الصحة والعافية وطول العمر.

إلى من مصدر الأمان والعطاء سندي في الحياة إلى من علمني ورعاني وأوصلني إلى ما أنا عليه اليوم صاحب

القلب الكبير من أحمل اسمه بكل افتخار

" عزيزي أبي " أسأل الله له دوام الصحة والعافية وطول العمر.

إلى نبع الإخلاص والوفاء وأنس عمري من ترعرعت معها تحت سقف واحد وتقاسمت معها أجمل أيام الحياة

أختي غاليتي " مريم " .

إلى كل من تجمعني بهم صلة رحم أفراد العائلة الكريمة كل باسمه.

إلى من جمعني بها أجمل الصدف وكانت خير الرفيقة وتقاسمت معها هذا العمل " فاطمة " .

إلى كل صديقات الدرب الجامعي " هاجر، منى، نريمان، مجدى، فاطمة، سهام، أحلام، أسماء، سميرة، عائشة، منال " .

إلى من كان لهم فضل في تلقيني العلم النافع أساتذتي من الطور الابتدائي إلى الطور الجامعي .

إلى طلبة تخصص إدارة مالية دفعة 2020 .

إلى كل طالب علم، إلى وطني الجميل " الجزائر " أدام الله عزه وحفظ أمنه وستر شعبه.

سليمة

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث تم اختيار عينة مكونة من 28 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2014-2018.

من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على نماذج البيانات الطولية "Panel data" لدراسة العلاقة بين المتغير المستقل والممثل بـ ( الدين طويل الأجل، الأسهم، الأرباح المحتجزة) والمتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة) باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي للدين طويلة الأجل على القيمة السوقية للمؤسسة مع وجود علاقة ذات دلالة إحصائية، إضافة إلى وجود تأثير عكسي للأسهم على القيمة السوقية للمؤسسة مع وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينهما، كما تم التوصل إلى عدم وجود أي أثر معنوي للأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمؤسسة.

**كلمات مفتاحية:** هيكل رأس المال، ديون طويلة الأجل، أسهم، أرباح محتجزة، قيمة سوقية للمؤسسة.

## . Abstract:

This study aims to know the effect of the capital structure on the market value of the company, as a sample consisting of 28 industrial companies listed on the Amman Stock Exchange during the period 2014-2018 .

In order to achieve the objectives of the study ,longitudinal data models were used to study the relationship between the independent variable the capital structure represented by (long-term debt, equity, retained earnings) and the dependent variable ( corporation's market value) using simple and multiple linear regression model.

The study found that there is a significant effect between the long-term debt and the market value of the company, in addition to the presence of a significant impact of stocks on the market value of the company, as well as the absence of any significant retained earnings on the market value of the company.

## Key words :

Capital structure, long-term debt, stocks, retained earnings, enterprise market value.

الصفحة	قائمة المحتويات
	شكر وتقدير.....
	إهداء.....
	ملخص.....
	قائمة المحتويات.....
	قائمة الجداول.....
	قائمة الأشكال.....
	قائمة الاختصارات والرموز.....
	قائمة الملاحق.....
أ- هـ	مقدمة.....

	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والدراسات السابقة
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول هيكل رأس المال.....
3	المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال.....
4	المطلب الثاني: مكونات هيكل رأس المال.....
10	المطلب الثالث: محددات هيكل رأس المال.....
13	المطلب الرابع: تكلفة هيكل رأس المال.....
16	المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول القيمة السوقية للمؤسسة.....
16	المطلب الأول: مفهوم القيمة السوقية للمؤسسة.....
17	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للمؤسسة.....
18	المطلب الثالث: النظريات التقليدية المفسرة لهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة.....
22	المطلب الرابع: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة.....
24	المبحث الثالث: الدراسات السابقة.....
24	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة.....
27	المطلب الثاني: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة.....
28	خلاصة.....

الفصل الثاني: أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسات الصناعية  
المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

30	تمهيد.....
31	المبحث الأول: تقديم بورصة عمان للأوراق المالية.....
31	المطلب الأول: نشأة بورصة عمان.....
32	المطلب الثاني: أهداف بورصة عمان للأوراق المالية وآفاقها المستقبلية.....
33	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي والمؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.....
35	المبحث الثاني: منهجية الدراسة.....
35	المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات.....
46	المطلب الثاني: متغيرات الدراسة والأسلوب الإحصائي المعتمد.....
47	المطلب الثالث: نموذج الدراسة.....
49	المبحث الثالث: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.....
49	المطلب الأول: اختبار فرضيات الدراسة.....
60	المطلب الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة.....
62	خلاصة.....
64	خاتمة.....
67	قائمة المصادر والمراجع.....
73	الملاحق.....



## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
34	المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية حسب القطاع	(01)
51	نتائج عملية التقدير ودراسة صلاحية النموذج بين ( DBT و PBR )	(02)
53	نتائج عملية التقدير ودراسة صلاحية النموذج بين ( CAP و PBR )	(03)
55	نتائج عملية التقدير ودراسة صلاحية النموذج بين ( PBR و RE )	(04)
57	نتائج عملية التقدير ودراسة صلاحية النموذج بين المتغيرات المستقلة مجتمعمة على المتغير التابع	(05)

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
18	مدخل صافي الربح وتكلفة رأس المال وعلاقتها بقيمة المؤسسة	(01)
19	مدخل صافي ربح العمليات وتكلفة رأس المال وعلاقتها بقيمة المؤسسة	(02)
20	المدخل التقليدي وتكلفة رأس المال وعلاقتها بقيمة المؤسسة	(03)
21	تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة وفق نظرية M & M	(04)
33	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان للأوراق المالية	(05)
46	متغيرات الدراسة	(06)

## قائمة الاختصارات والرموز

الدلالة		الاختصار
اللغة الانجليزية	اللغة العربية	
Cost of common stock	تكلفة الأسهم العادية	$C_S$
Cost of preference stock	تكلفة الأسهم الممتازة	$C_{PS}$
Cost of debt	تكلفة الدين	$C_D$
Weighted Average Cost of Capital	التكلفة الوسطية المرجحة	Wacc
Cost of private funds	تكلفة الأموال الخاصة	$K_e$
Cost of borrowing	تكلفة الاقتراض	$K_d$
Market value of enterprise	القيمة السوقية للمؤسسة	V
Debt into own money	نسبة الديون إلى الأموال الخاصة	D/S
Miller & Modigliani	ميلر ومدغلياني	M&M
Market value to book	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	PBR
Long-term debt	الديون طويلة الأجل	DBT
Capital	رأس المال (الأسهم)	CAP
Retained earnings	الأرباح المحتجزة	RE
The coefficient of determination	معامل التحديد	$R^2$
Durbin-Watson	داربين واتسن	D-W
Fisher's Test	اختبار فيشر	F

## قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
73	المعلومات والبيانات المالية لمؤسسات عينة الدراسة	(01)
77	معلومات عامة لمؤسسات عينة الدراسة	(02)
80	مخرجات برنامج Eviews10 لـ (PBR و DBT)	(03)
81	مخرجات برنامج Eviews10 لـ (PBR و CAP)	(04)
82	مخرجات برنامج Eviews10 لـ (PBR و RE)	(05)
83	مخرجات برنامج Eviews10 لـ (RE,CAP,DBT ) (PBR و	(06)
84	مخرجات برنامج Eviews10 لـ (DBT,CAP) (PBR و	(07)

مقدمة

تسعى المؤسسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف وذلك عن طريق اتخاذ جملة من القرارات المالية الإستراتيجية المتمثلة أساسا في قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح، فاتخاذ هذه القرارات يجب أن يتم بشكل دقيق ورشيد نظرا لتأثير مثل هذه القرارات على تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين من خلال الرفع من قيمة أسهمها المتداولة في السوق المالي، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة والذي يعد الهدف الأبرز الذي تسعى الإدارة المالية لتحقيقه وفقا للمنهج الحديث.

ولما كان قرار التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليه المؤسسة في توفير احتياجاتها المالية الذي تستعمله في تمويل مختلف استثماراتها ونشاطاتها من خلال تشكيل المزيج التمويلي الذي يحقق أعلى عائد وأدنى تكلفة ممكنة أو ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل الذي ينقسم إلى مصادر قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وتعرف هذه الأخيرة بهيكل رأس المال الذي حاول العديد من المفكرين دراسة العلاقة بينه وبين القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق مجموعة من النظريات والمداخل المالية.

#### أولا- الإشكالية:

وعلى ضوء ما سبق نطرح الإشكالية التالية:

"ما مدى تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق

المالية؟"

وتندرج تحت الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة؟
- ما مدى تأثير الديون طويلة الأجل على القيمة السوقية للمؤسسة؟
- ما مدى تأثير الأسهم على القيمة السوقية للمؤسسة؟
- ما مدى تأثير الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمؤسسة؟
- ما مدى تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة؟

## ثانيا- الفرضيات:

للإجابة على التساؤلات المطروحة تم صياغة الفرضيات التالية:

## الفرضية الأولى:

-  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلا بالديون طويلة الأجل والقيمة السوقية للمؤسسة؛

-  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلا بالديون طويلة الأجل والقيمة السوقية للمؤسسة؛

## الفرضية الثانية:

-  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلا بالأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة؛

-  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلا بالأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة؛

## الفرضية الثالثة:

-  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلا بالأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسة؛

-  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلا بالأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسة؛

## الفرضية الرابعة:

- $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلاً بالديون طويلة الأجل، الأسهم والأرباح المحتجزة مجتمعة والقيمة السوقية للمؤسسة؛
- $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلاً بالديون طويلة الأجل، الأسهم والأرباح المحتجزة مجتمعة والقيمة السوقية للمؤسسة.

## ثالثاً- أهداف الدراسة:

تهدف دراستنا إلى:

- التعرف على مكونات هيكل رأس المال؛
- التعرف على أهم العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للمؤسسة؛
- الاطلاع على النظريات التقليدية والحديثة التي فسرت العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة؛
- اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال (الديون طويلة الأجل، الأسهم، الأرباح المحتجزة) والقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

## رابعاً- أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية دراستنا في محاولة معرفة أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، وكذا التحقق من نوعية العلاقة بينهما، إذ يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أبرز هدف تسعى المؤسسة إلى تحقيقه باعتباره محل اهتمام جميع الأطراف الذين لديهم مصلحة مع المؤسسة، كما تساهم دراستنا في مساعدة متخذي القرار التمويلي على ترشيد قراراتهم.

## خامساً- منهج الدراسة:

بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة وقصد الإلمام بمختلف جوانب الموضوع والإجابة على التساؤلات واختبار صحة الفرضيات، تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي في الجانب النظري لوصف وتحليل هيكل رأس المال والقيمة السوقية والعلاقة بينهما من خلال اللجوء إلى المصادر المكتبية التي تناولت

هذه المواضيع، أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على أسلوب دراسة حالة باستخدام أدوات التحليل القياسي والمثلة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط بالاستعانة ببرنامج Eviews10.

#### سادسا- مبررات اختيار الموضوع:

من بين أهم المبررات التي دفعتنا لاختيار هذا الموضوع ما يلي:

- يعد موضوع البحث ضمن إطار دراسة تخصص الإدارة المالية؛
- ميولنا الشخصي إلى دراسة المواضيع المتعلقة بقرار التمويل؛
- الرغبة في تحديد أي من مصادر هيكل رأس المال له تأثير على القيمة السوقية للمؤسسات الصناعية الأردنية؛
- التوجهات الحديثة للإدارة المالية من خلال اهتمامها الكبير بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛
- سهولة الحصول على المعلومات والبيانات المالية كونها منشورة على الموقع الرسمي للبورصة.

#### سابعاً- صعوبات الدراسة:

تتجلى صعوبات بحثنا فيما يلي:

- جائحة كورونا عافانا الله وإياكم التي حالت دون إتمام الدراسة في الوقت المناسب؛
- نقص المراجع بالنسبة للمتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة).

#### ثامناً- هيكل الدراسة:

قصد الإحاطة بالجوانب المختلفة للدراسة تم تقسيمها إلى فصلين:

حيث خصصنا الفصل الأول للدراسة النظرية والذي يحمل عنوان " الأدبيات النظرية والدراسات السابقة"، وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، تناول المبحث الأول مفاهيم أساسية حول هيكل رأس المال، أما المبحث الثاني تطرقنا فيه إلى مفاهيم أساسية حول القيمة السوقية للمؤسسة، وفي الأخير تم التطرق إلى الدراسات السابقة وأوجه التشابه والاختلاف بين دراستنا وهذه الدراسات.



بينما جاء الفصل الثاني بعنوان " أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية " إسقاطا لمحتوى الدراسة النظرية على الواقع من خلال دراسة حالة عينة مكونة من 28 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، ففي المبحث الأول تم تقديم بورصة عمان للأوراق المالية، أما المبحث الثاني فتمحور حول منهجية الدراسة بينما المبحث الأخير تناولنا فيه اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية

والدراسات السابقة

تمهيد:

يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الهدف الأسمى الذي تسعى إليه إدارة المؤسسة، وهذا الهدف ليس بالهين كونه يتطلب الدقة والرشادة في اتخاذ القرارات المالية مع الأخذ بعين الاعتبار مختلف الظروف الداخلية والخارجية المحيطة بالمؤسسة، ومن بين أهم القرارات المالية تلك المتعلقة بتحديد واختيار مصادر التمويل أو ما يعرف بقرار التمويل، حيث من خلال هذا القرار يتم تحديد تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة (مصادر طويلة وقصيرة الأجل) بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حد وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، إلا أن هذه الدراسة ستقتصر فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل أو ما يعرف بهيكل رأس المال.

ولالإلمام أكثر بالموضوع قسمنا هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- مفاهيم أساسية حول هيكل رأس المال.
- مفاهيم أساسية حول القيمة السوقية للمؤسسة.
- الدراسات السابقة.

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول هيكل رأس المال

يعتبر قرار التمويل من بين أهم القرارات المالية التي يتم اتخاذها على مستوى إدارة المؤسسة، إذ يهتم هذا القرار بالمفاضلة بين مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل، ودراستنا هذه تسعى إلى دراسة هيكل رأس المال الذي يتمثل في مصادر التمويل طويلة الأجل والتي من خلالها تسعى المؤسسة المفاضلة بين الملكية والاستدانة للحصول على توليفة مثلى بأكبر عائد وأقل تكلفة ممكنة.

## المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال

هنالك العديد من التعاريف الخاصة بهيكل رأس المال نذكر منها:

- **تعريف 1:** يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة الذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل<sup>1</sup>؛
- **تعريف 2:** التمويل الدائم الذي يتكون من التمويل الممتلك والمقترض طويل الأجل<sup>2</sup>؛

من خلال ما سبق يمكن القول أن هيكل رأس المال هو عبارة عن مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل المكونة أساساً من الأموال الخاصة والديون.

وتجدر الإشارة إلى أنه هناك فرق جوهري بين مفهوم الهيكل المالي ومفهوم هيكل رأس المال، فالهيكل المالي يشمل على جميع مصادر التمويل قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل ومفهوم هيكل رأس المال فيشمل مصادر التمويل طويلة الأجل كالتحويل بالأسهم والاستدانة طويلة الأجل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 129.

<sup>2</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 160.

<sup>3</sup> مليكاوي مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019، ص 52.

## المطلب الثاني: مكونات هيكل رأس المال

سنتطرق في هذا المطلب إلى مكونات هيكل رأس المال بالإضافة إلى مزايا وعيوب كل عنصر.

### أولاً- التمويل بالملكية

**1- الأسهم:** تمثل الأسهم الملكية في الشركات ويمكن إعادة بيع هذه الأسهم في السوق، إما للحصول على نقدية أو لتعديل محافظ الاستثمار، وهي تنقسم إلى قسمين الأسهم العادية والأسهم الممتازة<sup>1</sup>.

#### أ- الأسهم العادية

##### • تعريف الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية<sup>2</sup>، يعطي لحامله الحق في امتلاك جزء من المؤسسة يتحدد بنسبة مساهمته في المؤسسة، ولا توزع الأسهم العادية نسبة أرباح ثابتة على المساهمين، ليس لها تاريخ استحقاق معين<sup>3</sup>.

وللسهم العادي ثلاث قيم هي:

- **القيمة الاسمية:** تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس<sup>4</sup>.

- **القيمة الدفترية:** هي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر المؤسسة، أي سجلاتها، تحسب كما يلي<sup>5</sup>:

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

<sup>1</sup> زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص261.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 17.

<sup>3</sup> فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، ط2، إتراف للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 134.

<sup>4</sup> سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2017، ص93.

<sup>5</sup> بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، ط1، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص160.

- القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع فيها السهم في أسواق المال، وهذه القيمة عرضة للتقلبات ارتفاعاً وانخفاضاً، وتتحدد هذه القيمة تبعاً لمجموعة من العوامل<sup>1</sup>.

وللتمويل بالأسهم العادية مجموعة من المزايا والعيوب:

• المزايا: تتمثل مزايا الأسهم العادية في<sup>2</sup>:

- لا تمثل الأسهم العادية التزاماً للمؤسسة، فإذا حققت المؤسسة أرباحاً تقوم بتوزيع جزء منها إذا قرر مجلس الإدارة ذلك؛
- ليس للسهم العادي أي تاريخ معين للاستحقاق، وبالتالي لا يتم تخصيص مبالغ لتسديدها؛
- سهولة بيعها و شرائها.

• العيوب: تتمثل عيوب الأسهم العادية في<sup>3</sup>:

- يؤدي التمويل من خلال الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة بالتالي احتمالية السيطرة على المؤسسة من قبل ملاك جدد؛
- لا تعتبر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم من المصاريف المقبولة ضريبياً بعكس الفوائد المدفوعة على القروض والسندات؛
- إن عملية طرح الأسهم للاكتتاب العام يحتاج إلى وجود مؤسسات وساطة مالية تتولى إعداد نشرة الإصدار وطرح الأسهم للإصدار الأولي ويكون هذا مقابل عمولات ومصاريف تتحملها المؤسسة.

ب- الأسهم الممتازة:

• تعريف الأسهم الممتازة:

هي إحدى مصادر التمويل طويلة الأجل، ليس لها تاريخ استحقاق، وللسهم الممتاز ثلاث قيم قيمة اسمية قيمة سوقية وقيمة دفترية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم الممتاز مختلفة عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العادي حيث يتم حساب القيمة الدفترية

<sup>1</sup> عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006، ص 64.

<sup>2</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، ط1، دار الخادم، 2008، ص 84.

<sup>3</sup> محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار الفكر، 2011، ص، ص 160، 161.

للسهم الممتاز بقسمة قيمة الأسهم الممتازة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة، إذ لا يتم إضافة الاحتياطات والأرباح المحتجزة لأنها لا تعد من حقوق حملة الأسهم الممتازة، ويكون مقدار الربح عبارة عن نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز<sup>1</sup>.

• مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

– المزايا: ينطوي التمويل بالأسهم الممتازة على مزايا نذكر منها<sup>2</sup>:

- ✓ المؤسسة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح؛
- ✓ التوزيعات محددة بمقدار معين؛
- ✓ لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت و بالتالي التدخل في الإدارة؛
- ✓ إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للمؤسسة.

– العيوب: يترتب على التمويل بالأسهم الممتازة عيوب نذكر منها<sup>3</sup>:

- ✓ تكلفتها أعلى من تكلفة القروض حيث أن نصيبها من الأرباح لا يتزل من الوعاء الضريبي للمؤسسة على عكس الحال بالنسبة لفوائد القروض؛
- ✓ قد يوجد نص خاص في عقد إصدارها بتراكم أرباحها حيث يحتفظ حملة الأسهم الممتازة بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجر فيها توزيع للأرباح.

<sup>1</sup> دريد كمال آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص 207.

<sup>2</sup> عبد الغفار حفي وآخرون، الأسواق المالية أسواق رأس المال – البورصات – البنوك – شركات الاستثمار، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2006، ص، ص41، 42.

<sup>3</sup> محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2010، ص 170.

## 2- الأرباح المحتجزة:

- تعريف الأرباح المحتجزة: وهي التي تم احتجازها كلياً أو جزئياً من صافي الأرباح بموجب قرار إداري، وفي بعض السنوات وبعد موافقة الجمعية العمومية على ذلك، حيث تفضل الإدارة اللجوء لهذا المصدر عند الرغبة في التوسعات وزيادة حجم النشاط، نظراً لسهولة الحصول عليها<sup>1</sup>.
- مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة: ينطوي التمويل بالأرباح المحتجزة على مجموعة من المزايا والعيوب<sup>2</sup>:

### - المزايا:

- ✓ تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة؛
- ✓ تعتبر الأرباح المحتجزة مصدراً لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تجد صعوبة كبيرة للدخول في أسواق القروض والأسواق المالية بسبب صغر حجمها وضعف مركزها المالي؛
- ✓ تزيد من قدرة المؤسسة على الحصول على قروض جديدة بالإضافة إلى أن الاستثمار الجيد لهذه الأرباح المحتجزة سيؤدي إلى زيادة ربحية الأموال الخاصة، وبالتالي يزيد من عوائد أسهمها العادية.

### - العيوب:

- إن من مصلحة المؤسسة الاعتماد على أموال الغير وهذا إذا فاق معدل العائد على الاستثمار تكلفة تلك الأموال؛
- إن اختيار المؤسسة لاحتجاز أرباحها بدلاً من توزيعها قد يدفع المساهمين إلى بيع أسهمهم مما قد يعرض أسعار هذه الأخيرة للانخفاض.

<sup>1</sup> عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، ط2، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013، ص 241.

<sup>2</sup> زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة: دراسة مقارنة بين السوق السعودية والمغربية خلال الفترة 2003-2011، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011-2012، ص 53، 54.



## ثانيا- التمويل بالاستدانة

### 1- القروض المصرفية:

#### • تعريف القروض المصرفية:

هي قروض تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، وقد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاما، ومن أهم الخصائص المميزة للقروض أنه يتم الاتفاق على شروطه ( معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهونات،...) بالتفاوض بين المقرض والمقترض، أما بالنسبة لسداد قيمة القرض فقد يتم مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه، أو قد يتم على أقساط متساوية في تواريخ معلومة<sup>1</sup>.

### 2- السندات:

#### • تعريف السندات:

هي شهادة تبين أن المقترض يدين بمبلغ محدد للمقرض<sup>2</sup>، يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في سعر فائدة دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية<sup>3</sup>.

تقوم السندات بشكل عام بالقيم التالية<sup>4</sup>:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تثبت على السند المصدر ، والذي يحسب على أساسه كمعدل الفائدة الدورية المدفوعة لحاملها.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 561.

<sup>2</sup> Roos , Westerfield , Jaffe , **Corporate Finance**, 6<sup>th</sup> edition, The MacGraw-Hill Companies, USA, 2003, p 108.

<sup>3</sup> دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال:دراسة أكثر عمقا: دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير(غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص 27.

<sup>4</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص104.

- القيمة السوقية: وتدعى أيضا القيمة الشرائية وهي تمثل سعر السند بعد الإصدار وخلال عملية التداول، وتعتبر عن القيمة الحقيقية للسندات.
- القيمة الاستهلاكية أو القيمة عند الاستحقاق: وتمثل قيمة السند عند حلول أجل الاستحقاق، وقد تكون أعلى من القيمة الاسمية (بعلاوة) أو أدنى (بخصم) أو يستهلك بالقيمة الاسمية، لذلك فالأساس هي القيمة الاسمية.
- **مزايا وعيوب الاستدانة:** يترتب على التمويل بالاستدانة (قروض مصرفية، سندات) مزايا وعيوب نذكر منها<sup>1</sup>:

- المزايا:

- ✓ التمويل بالمدىونية أقل كلفة من التمويل بالأسهم بسبب الوفر الضريبي؛
- ✓ كلفة الاقتراض ثابتة، كما أن كلفة التعاقد على القروض وإصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم؛
- ✓ ليس للمقرضين الحق في التصويت في الهيئة العامة للمساهمين.

- العيوب:

- ✓ الفشل في سداد الفوائد أو أصل الدين قد يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس؛
- ✓ الاقتراض يزيد من المخاطر المالية للمؤسسة؛
- ✓ تشكل المدىونية أعباء مالية على المؤسسة لأن لها تاريخ استحقاق؛
- ✓ قد تجد بعض المؤسسات صعوبة في الحصول على قروض طويلة الأجل لصعوبة الحصول على تلك القروض.

<sup>1</sup> حسين محمد حسين سمحان، أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 17، جوان 2015، بسكرة، الجزائر، ص، ص 145، 146.

### المطلب الثالث: محددات هيكل رأس المال

إن اختيار المؤسسة لتركيبية هيكل رأس المال يتحدد بمجموعة من العوامل تنقسم إلى مجموعتين محددات كمية ومحددات نوعية .

#### أولاً- المحددات الكمية:

**1- السيولة:** إن السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال، حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة والديون علاقة موجبة أو سالبة، حيث أن المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض، وهنا نتوقع علاقة موجبة بينهما، أما من ناحية أخرى، وفي ظل عدم تماثل المعلومات بين مختلف الأطراف الفاعلة في السوق، فقد تستخدم المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون<sup>1</sup>.

**2- حجم المؤسسة:** يمكن للمؤسسات كبيرة الحجم الحصول على القروض بسهولة وبتكلفة أقل مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم، وبالتالي فهي نادراً ما تلجأ إلى إصدار الأسهم العادية وهذا يمكنها من الاحتفاظ بالسيطرة على إدارة المؤسسة، أما المؤسسات الصغيرة فتجد صعوبة في الاقتراض وإذا تمكنت من ذلك فقد يكون بشروط قاسية تحد من نشاطها، وفي كثير من الأحيان تضطر إلى إصدار أسهم عادية إضافية أو استخدام الأرباح المحتجزة في التمويل وهي مصادر مرتفعة التكلفة مقارنة بالديون، كما أن إصدار الأسهم العادية قد يفقدها السيطرة على إدارة المؤسسة<sup>2</sup>.

**3- الخطر:** ينظر للخطر من منظورين هما الخطر التشغيلي والخطر التمويلي، فالأول يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، ويجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على

<sup>1</sup> حركاتي نبيل، "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 01، ديسمبر 2018، الجزائر، ص 221.

<sup>2</sup> عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، ط 5، مطابع السروات، 2017، ص 444.

الاقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر على قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد تتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها

أما الخطر التمويلي فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم، لأنهم آخر من يستوفي حقه عند تصفية المؤسسة<sup>1</sup>.

**4- الربحية:** طبقاً لنظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل، نجد المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق الأرباح المحتجزة على غيرها من مصادر التمويل الأخرى، و عليه فإن العلاقة ستكون عكسية بين الربحية الماضية للمؤسسة ونسبة الدين في هيكل رأس المال، بمعنى كلما زادت الأرباح زاد التمويل الداخلي وانخفضت نسبة الرفع المالي بالمؤسسة، وعلى النقيض من ذلك تنص نظرية الموازنة على أن المؤسسات ذات الربحية العالية تفضل التمويل بالديون على الأموال الخاصة بسبب الوفرة الضريبية من جهة، وقدرتها على السداد من جهة أخرى، و عليه فإن العلاقة ستكون طردية بين نسبة القروض في هيكل رأس المال والعائد على الأصول قبل الفوائد والضرائب، حيث تخضع المؤسسات عالية الربحية لمعدلات ضريبية حدية مرتفعة وتتعرض لمخاطر إفلاس أقل نسبياً<sup>2</sup>.

**5- الوفر الضريبي:** من الأمور التي تشجع المؤسسة على الاقتراض ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن الفوائد، حيث أن الكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون الضريبة مرتفعة، و عليه كلما زادت إمكانية الحصول على وفر ضريبي زادت قدرة المؤسسة على الاعتماد على الدين في التمويل، وفي بعض الحالات تكون المؤسسة لا تحقق أي وفر ضريبي لكون المؤسسة غير مطالبة للحصول على إعفاء أو لوجود خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها، ومنه انخفاض الضريبة وربما انعدامها، ففي حالة كهذه لا يشجع الوضع الضريبي على الاقتراض<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط 1، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص، ص156، 157.

<sup>2</sup> حركاتي نبيل، مرجع سابق، ص، ص 219، 220.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص438.

## ثانيا- المحددات الكيفية:

- 1- **الملاءمة:** يقصد بها ملاءمة مصادر التمويل للأصول المستخدمة، فالأصول الثابتة يجب أن تمول من القروض طويلة الأجل وأموال الملكية، والأصول المتداولة يجب تمويلها عن طريق الديون قصيرة الأجل والسبب في ذلك لأن الأصول الثابتة تستمر لفترة طويلة والتدفقات التي تنتج عنها يمكن أن تستخدم على مر الزمن في استرداد الأموال المستثمرة فيها<sup>1</sup>.
- 2- **الإدارة والسيطرة:** إن سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي لها دور مهم في تخطيط مصادر التمويل المناسبة، حيث نجد أن هؤلاء المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية لأن الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة ليس لهما حق التدخل في الإدارة، هذا عندما يكون الهدف الرئيسي للملاك المحافظة على السيطرة<sup>2</sup>.
- 3- **المرونة:** ويشير هذا العامل إلى المقدرة على تعديل مصادر التمويل إلى أعلى أو أسفل تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجات إلى الأموال. وأساسا تحتاج المؤسسة إلى هذه المرونة حتى تتمكن من الحصول على أكبر عدد ممكن من البدائل عندما تحتاج إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها<sup>3</sup>.
- 4- **هيكل الأصول:** تلجأ المؤسسات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها، وتمثل الأصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الأنشطة ضمانا جيدا للقروض، بينما لا تمثل الأصول ذات الاستخدامات الخاصة ضمانا جيدا للقروض. وتأسيسا على ذلك تتميز مؤسسات العقارات بنسب عالية من الرفع المالي، فيما تتصف مؤسسات الأبحاث والتكنولوجيا بعكس هذا<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عبد القادر عبد الله محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص، ص 445، 446.

<sup>2</sup> بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011-2012، ص 136.

<sup>3</sup> جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، ص 324.

<sup>4</sup> عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، ط1، شركة الجلال للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 404.

## المطلب الرابع: تكلفة هيكل رأس المال

إن قياس تكلفة هيكل رأس المال يعني حساب معدل العائد الذي يجب أن تحصل عليه المؤسسة من استثماراتها والذي يعني في نفس الوقت معدل العائد المطلوب من المستثمرين.

### • تعريف تكلفة الأموال:

تعتبر تكلفة الأموال معدل العائد المطلوب للمحافظة على القيمة السوقية للمؤسسة (أو المحافظة على أسعار أسهم المؤسسة) لذا يجب على المدراء معرفة تلك التكلفة وعادة ما تسمى بالحد الأدنى المطلوب، حيث تفيد في اتخاذ قرار الاستثمار الرأسمالي، والمساعدة في تحديد هيكل رأس المال الأمثل<sup>1</sup>، وفيما يلي سنستعرض تكلفة كل مصدر من مصادرها:

### أولاً- تكلفة كل مصدر من مصادر هيكل رأس المال:

1- **تكلفة الأسهم العادية:** تعرف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم<sup>2</sup>.

يمكن التمييز بين ثلاث طرق لحساب تكلفة السهم العادي:

أ- إصدار أسهم عادية جديدة: وتحسب تكلفتها بالعلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$C_s = \frac{D}{P_0(1 - F)} + g$$

$C_s$ : تكلفة السهم العادي  $D$ : توزيعات الأرباح المتوقعة لحملة الأسهم العادية للسنة القادمة

$P_0$ : السعر السوقي الحالي للسهم  $F$ : تكلفة إصدار السهم

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 303.

<sup>2</sup> دعاس مصعب، مرجع سابق، ص 35.

<sup>3</sup> Eugene F, Joel F, **Fundamentals of Financial management**, 12<sup>th</sup> Edition, Cengage Learning, USA, 2009, p 318.

g: معدل النمو المتوقع لتوزيعات الأرباح لحملة الأسهم العادية

أ- نموذج تقييم الأصول المالية: وتحسب وفق العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$C_s = r_F + \beta(R_m - r_F)$$

Rm: معدل العائد على محفظة

r\_F: معدل العائد عديم الخاطرة

السوق

β: معامل بيتا(المخاطر النظامية)

ب- أسلوب خصم التدفقات: وتحسب بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$C_s = \frac{D}{P_0} + g$$

g: متوسط معدل النمو في التوزيعات

حيث: g=ROE.Rr

Rr: نسبة احتجاز الأرباح

ROE: متوسط العائد على الأسهم العادية

2- تكلفة الأسهم الممتازة: هي معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة<sup>3</sup>.

$$C_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_n} \quad \text{وتحسب وفق العلاقة التالية}^4:$$

Dps: الحصة النقدية للسهم الممتاز

Cps: تكلفة الأسهم الممتازة

Pn: سعر السهم مطروح منه مصاريف الإصدار

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Praticce**, Johan Wiley & Son, 2005 ,England, p 421.

<sup>2</sup> Eva R. Porras , **The Cost Of Capital**,1<sup>st</sup> Edition, Palgrave Macmillan, England, 2011,p 78.

<sup>3</sup> عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 428.

<sup>4</sup> مليكاوي مولود، الإستراتيجية والتسيير المالي، ط 1، دار هومة للطباعة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2018، ص 103.

3- تكلفة الأرباح المحتجزة: يدعي البعض أن الأرباح المحتجزة هي أموال "مجانية" لا تكلفة لها، فالأرباح المحتجزة تمثل أرباحاً تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم، غير أن هذا الإدعاء غير صحيح لأن هذه الأرباح المحتجزة تمثل تكلفة من وجهة نظر حملة الأسهم، وتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي كان يمكنهم الحصول عليه لو أن المؤسسة وزعت هذه الأرباح وقام حملة الأسهم باستخدامها في استثمارات بديلة، وبما أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك فإن المؤسسة لا ينبغي أن تحتجز هذه الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثماراتها يساوي على الأقل معدل على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك<sup>1</sup>.

4- تكلفة الدين: هي معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالاستدانة<sup>2</sup>.

وتحسب وفق العلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$Cd = Cd(pt) \times (1 - T)$$

Cd: تكلفة الدين بعد خصم الضرائب

Cd(pt): معدل الفائدة على الديون (قبل الضريبة)

T: معدل الضريبة

<sup>1</sup> محمد صلاح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص، ص 406، 407.

<sup>2</sup> محمد صلاح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 276.

<sup>3</sup> Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski, **Cost Of Capital Applications and Exampales**, 3<sup>rd</sup> Edition, Johan Wiley & Son, Canada, 2008, P 56.



## ثانيا- التكلفة الوسطية المرجحة (Wacc):

هي عبارة عن متوسط تكلفة عناصر هيكل رأس المال، حيث تمثل الوزن النسبي لكل مصدر من هيكل رأس المال مضروبا في تكلفته<sup>1</sup>.

تحسب وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$Wacc = W_s.C_s + W_{ps}.C_{ps} + W_d.C_d$$

Wacc: التكلفة الوسطية المرجحة

W<sub>s,ps,d</sub>: الوزن النسبي (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الديون)

C<sub>s,ps,d</sub>: تكلفة (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الديون)

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول القيمة السوقية للمؤسسة

إن الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر يتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، حيث تتأثر هذه القيمة بمجموعة من العوامل، تسعى المؤسسة إلى مراعاتها عند اتخاذ أي قرار مالي، ونظرا للأهمية البالغة لهذا الهدف فقد تواجدت العديد من النظريات منها ما يؤيد وجود هيكل رأس مال أمثل يعظم هذه القيمة، وأخرى تنفي وجود هذه العلاقة.

المطلب الأول: مفهوم القيمة السوقية للمؤسسة

تعرف القيمة السوقية على أنها:

- **تعريف 1:** القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويتم تحديد القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تحديد قيمة حملة أسهمها، وجرت العادة على استخدام سعر السوق للأسهم العادية كمقياس للثروة<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> Eva R. Porras, **Op\_Cit**, P55.

<sup>2</sup> Shannon P. Pratt, Roger J, **Op\_Cit**, P 279 .

<sup>3</sup> نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، "عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائر 1999-2014"، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد5، جوان 2017، ميله، الجزائر، ص245.

- تعريف<sup>2</sup>: عبارة عن ناتج حاصل ضرب عدد الأسهم في سعرها السائد في السوق<sup>1</sup>.

ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا عبارة عن السعر السوقي للسهم في مجموع عدد الأسهم المصدره.

### المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للمؤسسة

تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بمجموعة من العوامل نذكر منها ما يلي<sup>2</sup>:

- العائد المتوقع للسهم حيث سوف يؤدي ارتفاع عائد السهم إلى زيادة تلقائية في قيمته السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح؛
- الأرباح الموزعة على المساهمين حيث سوف تؤدي زيادة نسبة التوزيع إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة؛
- التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على العوائد حيث سوف يؤدي قرب موعد الحصول عليها إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح؛
- المخاطر المتوقعة للمؤسسة حيث سوف يؤدي انخفاض المخاطر إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة والعكس صحيح؛
- توقعات المستثمرين حيث سيؤدي ارتفاعها إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح؛
- مدى استخدام المؤسسة للرافعة المالية حيث سوف يؤدي ارتفاع الدين في الظروف الاقتصادية الجيدة وانخفاضه في الظروف الاقتصادية السيئة إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح.

<sup>1</sup> حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص 501.

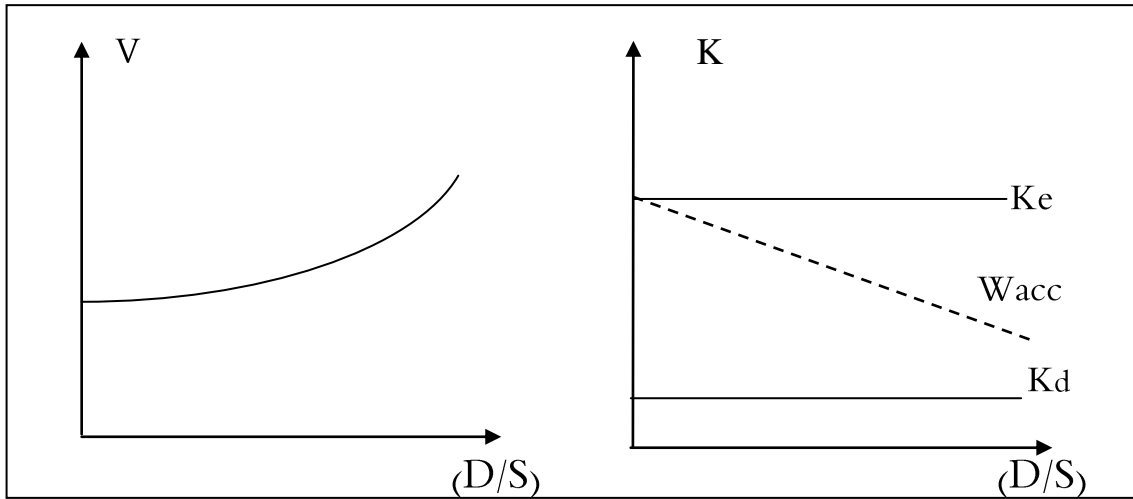
<sup>2</sup> فيصل محمود الشوارة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى عملي، بدون دار نشر، 2012، ص 42.

### المطلب الثالث: النظريات التقليدية المفسرة لهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة

سيتم فيما يلي عرض مختلف النظريات التقليدية المفسرة للعلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة.

أولاً- مدخل صافي الربح: يعتبر هذا المدخل وجهة النظر الأولى لـ (David Durand 1952) حيث يقوم على فرضية أساسية مفادها أن تكلفة الأموال الخاصة ( $K_e$ ) وتكلفة الاقتراض ( $K_d$ ) هما ثابتتان بغض النظر عن نسبة الاقتراض في هيكل رأس مال المؤسسة، فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد الذي يطلبه المقرضون أو الملاك، ويرى مؤيدي هذه النظرية إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة الأموال المرجحة، نظراً لأن تكلفة الأموال المقترضة أقل من تكلفة الأموال المملوكة، لذلك فإن زيادة التمويل المقترض في هيكل رأس مال المؤسسة على حساب التمويل المملوك ذو التكلفة الأكبر سيؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال المرجحة ( $Wacc$ ) - بسبب زيادة مساهمة المصدر ذو التكلفة الأقل- وهذا ما سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة مع كل انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة ( $Wacc$ )<sup>1</sup>، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (01): مدخل صافي الربح وتكلفة رأس المال وعلاقتها بقيمة المؤسسة

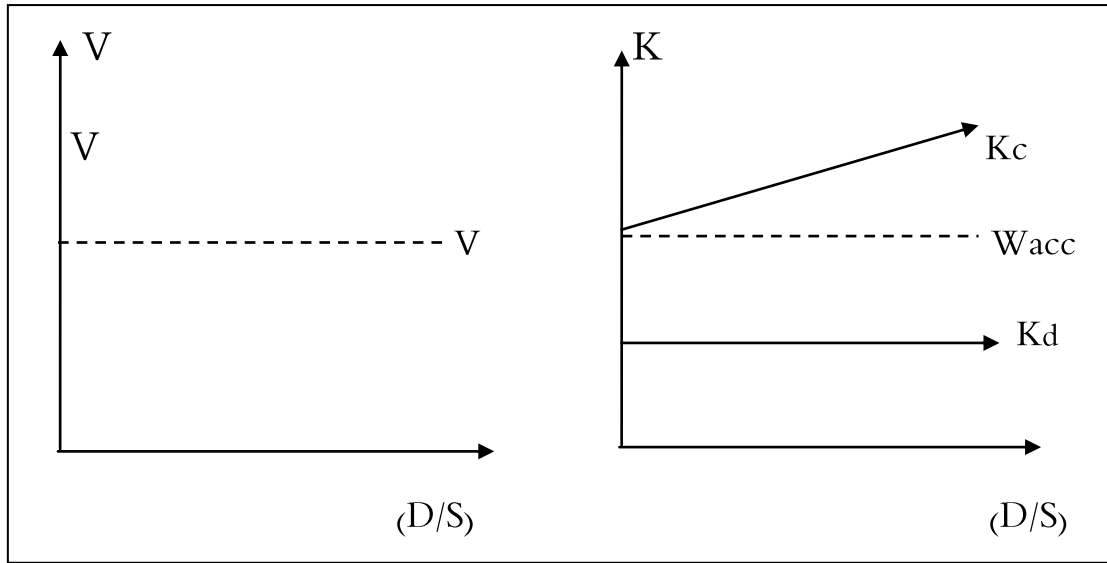


المصدر: عبد الكريم خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019، ص، ص 79، 80.

<sup>1</sup>عبد الكريم خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019، ص، ص 78، 79.

ثانيا- مدخل صافي ربح العمليات: يؤكد مؤيدي هذه النظرية أن التغيير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في تكلفة الأموال المرجحة (Wacc) ولا في القيمة السوقية للمؤسسة، بمعنى أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون مستقلة عن أي تغييرات في هيكل رأس المال وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة (Wacc)، إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل رأس المال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد أن يطلبوا معدل عائد أكبر على استثماراتهم تعويضا عن هذه المخاطرة الإضافية وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل تكلفة التمويل الممتلك لذلك فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي، إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير أيضا<sup>1</sup>، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): مدخل صافي ربح العمليات وتكلفة رأس المال وعلاقتها بقيمة المؤسسة



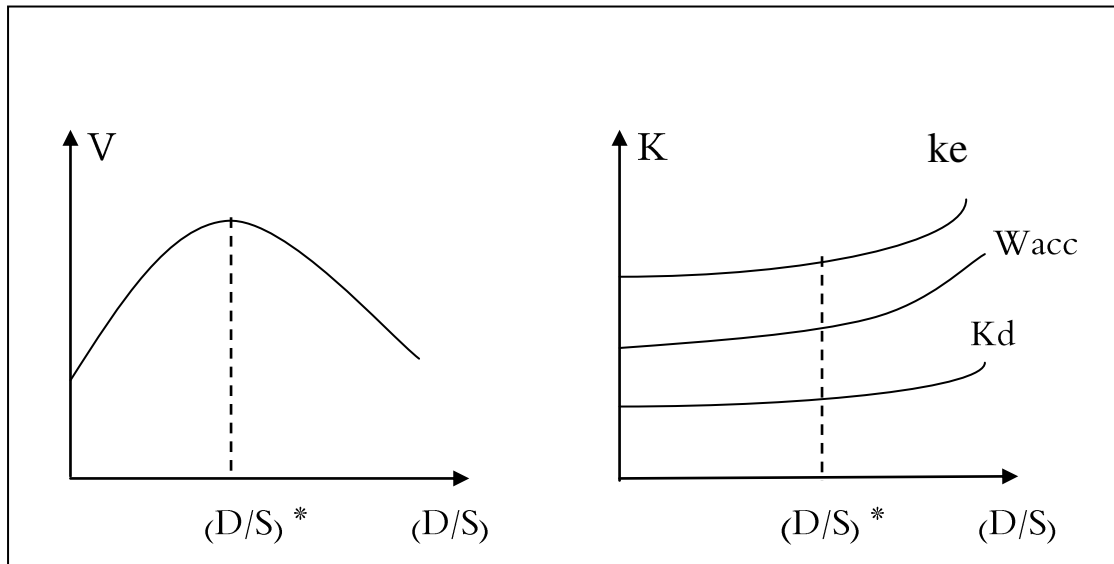
المصدر: مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2019،

ص139.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، ط 2، الوراق للنشر والتوزيع، 2008، ص، ص 539، 540.

ثالثاً- المدخل التقليدي: يعتقد التقليديون أن هنالك نسبة مديونية إلى الملكية مثلى تؤدي إلى انخفاض معدل تكلفة رأس المال مع زيادة التمويل المقترض إلى أن تصل إلى حد معين يأخذ بعده المعدل بالارتفاع، ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه معدل تكلفة رأس المال نحو الارتفاع بنسبة الاقتراض المثالية، والسبب في ذلك يعود إلى انخفاض تكلفة الاقتراض التي تفوق تكلفة التمويل الممتلئ، لذلك يستمر معدل تكلفة رأس المال في الانخفاض مع أي زيادة في التمويل المقترض، وبالتالي فإن قيمة المؤسسة تتأثر بعنصرين أساسيين، الأول هو الوفورات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة من زيادة القروض بالمستوى المقبول العنصر الثاني هو كلفة الإفلاس التي ترتبط بنسبة الاقتراض<sup>1</sup>، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (03): المدخل التقليدي وتكلفة رأس المال وعلاقتها بقيمة المؤسسة



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط 1، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص، ص 173، 174.

رابعاً - نظرية ميلر ومودغلياني: قدم M&M نظريتهما حول هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة عام 1958 والتي نصت على عدم وجود علاقة بين هيكل رأس مال المؤسسة وتكلفة تمويلها، وبالتالي على قيمة المؤسسة وذلك في ظل عدم وجود ضرائب<sup>2</sup>. حيث أن قيمة المؤسسة ثابتة ولا تتأثر بتركيبة رأس المال ولا توجد نسب مثالية للدين وتركيبة رأس المال ليس لها أهمية على ثروة المساهمين (سعر السهم) وأن تكلفة

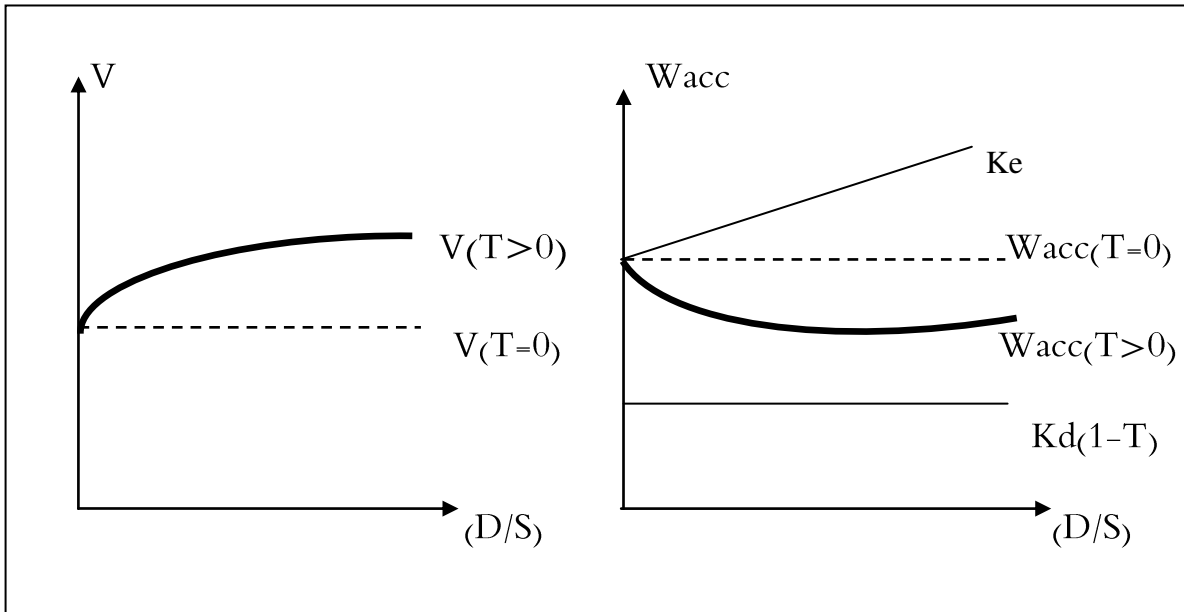
<sup>1</sup>محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص، ص 174، 172.

<sup>2</sup>عبد الكريم خيرى، مرجع سابق، ص 86.

رأس المال المرجح (Wacc) تبقى هي الأخرى ثابتة ولا تتغير بتغير تركيبة رأس المال، كما يؤكد M&M أن قيمة المؤسسة المستدينة (VL) هي نفسها قيمة مؤسسة غير مستدينة (Vu) لذلك اقترح M&M أن المدراء لا ينبغي أن يهتموا بهيكل رأس المال ويمكنهم اختيار تركيبة الدين إلى حقوق الملكية بحرية<sup>1</sup>.

لقد أدخل M&M سنة 1963 الضريبة على دخل المؤسسة للنظرية وتوصلا إلى أن قيمة المؤسسة المستدينة تساوي قيمة مؤسسة غير مستدينة مضافا إليها قيمة الوفرة الضريبية المتحققة نتيجة خصم أعباء الديون من الدخل قبل حساب الضريبة، وعلى خلاف النظرية الأولى 1958 التي تقر بعدم وجود هيكل رأس مال مثالي فإن النظرية الثانية 1963 توصلت إلى وجود هيكل رأس مال مثالي يتمثل في مستوى الدين المتزايد حتى ولو كان يمثل 100% من هيكل رأس المال<sup>2</sup>.

#### الشكل رقم (04): تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة وفق نظرية M&M



المصدر: مليكاوي مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع،

الجزائر 2019، ص 245.

<sup>1</sup> مليكاوي مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، مرجع سابق، ص، ص 242، 243.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 243.

#### المطلب الرابع: النظريات الحديثة المفسرة هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة

سيتم فيما يلي عرض أهم النظريات الحديثة المفسرة هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة

أولاً- نظرية تكاليف الإفلاس: حسب Malecato 1984 فإن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: تكاليف مباشرة (التكاليف الإدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، التكاليف الاجتماعية)، وتكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة)، إن زيادة مخاطر الإفلاس يترتب عنها زيادة معدل المردودية المنتظر من الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وبعبارة أكثر شمولاً تترك زيادة نسبة الاستدانة بالنسبة للأموال الخاصة أثراً متضاداً على تكلفة رأس المال، فمن ناحية تسهم زيادة نسبة الاستدانة في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية، ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة الاستدانة بعد نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس مما يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال وتبعاً لذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة ستتنخفض<sup>1</sup>.

ثانياً- نظرية الإشارة: قام ROSS في سنة 1977 بتطوير نموذج إشارة محفز يوفر نظرية لتحديد هيكل رأس المال للمؤسسة وتؤكد النظرية على أنه نظراً لوجود عدم التناظر في المعلومات بين المؤسسات والمستثمرين الخارجيين بشأن القيمة الحالية للمؤسسة، فقد يواجه المديرون حالات يودون فيها إيصال هذه المعلومات إلى السوق، خاصة ما تعلق بسياسات الرفع والتوزيع وإعلانات عن الأسهم كإشارة إلى أن المؤسسة مقيمة بأكثر من قيمتها وقد يؤدي ذلك انخفاض السعر نظراً لأن المؤسسة سينظر إليها على أنها تنطوي على مخاطر كبيرة للاستثمار فيها. ونتيجة إلى ذلك اقترح ROSS أن المؤسسات التي تعتقد بأن أسهمها مقيمة بأقل من قيمتها قد تختار إصدار المزيد من الديون من أجل التفريق بينها وبين المؤسسات ذات القيمة المنخفضة التي تزيد قيمتها عن قيمة السوق. واستجابة لذلك يمكن للمؤسسات المبالغة في قيمتها التلاعب في معلومتها عن طريق إصدار المزيد من الديون من أجل الإبقاء على إدراك السوق لقيمة أعلى، وعليه يمكن للمؤسسة أن تغير مفهوم المستثمرين الخارجيين والسوق عموماً من خلال إشارات لا

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط2، دار وائل للنشر، 2011، ص، ص 414، 416.

لبس فيها عن طريق التلاعب في قرارات التمويل إما إصدار أدوات الملكية أو زيادة الديون إلا إذا تم إقرار عقوبات ضد إبلاغ معلومات كاذبة في السوق<sup>1</sup>.

ثالثاً- نظرية الالتقاط التدريجي: تعود جذور هذه النظرية لدراسة قام بها Donaldson سنة 1961 حول السلوك التمويلي للمؤسسات، حيث لاحظ من خلال دراسة قام بها على عينة من الشركات الأمريكية الكبيرة أن هذه الأخيرة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، وذلك باحتجاز جزء من صافي الأرباح لاستعماله في تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة، وعليه استنتج أن ترتيب مصادر التمويل طويلة الأجل تكون حسب أفضليتها للمؤسسات، وهذا التفضيل يرجع بالأساس لتكاليف المعاملات التي تخلق تفاوتاً في تكاليف مصادر التمويل المتاحة للشركة. وكما جاء بدراسة Majluf & Mayers (1984) و Mayers (1984) فإن المؤسسات تظهر تدرجاً في استخدامهما لمصادر التمويل، فهي تفضل أولاً أن تستخدم التمويل الداخلي الذي يشمل الأرباح المحتجزة والاحتياطيات على التمويل لأنه أرخص مصدر تمويل ولا يترتب عليه تكاليف إصدار ولا يواجه معارضة كما هو الحال في إصدار السندات والأسهم العادية، وفي حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلي في تغطية الاحتياجات التمويلية فإن المؤسسات تلجأ للاقتراض عن طريق إصدار سندات الدين ومن ثم إصدار السندات القابلة للتحويل لكونها أقل تكلفة من الأسهم العادية وأخيراً كمالاً أخيراً تلجأ المؤسسات لإصدار الأسهم العادية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، مرجع سابق، ص، ص 255، 256.

<sup>2</sup> حر كاتي نبيل، مرجع سابق، ص، ص 218، 219.



### المبحث الثالث: الدراسات السابقة

سنتطرق في هذا المبحث إلى عرض بعض الأبحاث والدراسات السابقة التي تطرقت إلى موضوع بحثنا أو أحد متغيراته مع عرض موقع بحثنا بالنسبة لهذه الدراسات.

#### المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

سنحاول في هذا المطلب عرض الدراسات السابقة باللغتين العربية والأجنبية.

#### أولاً- الدراسات باللغة العربية:

1-دراسة "علي بن الضب" مذكرة ماجستير بعنوان: "تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008".

هدفت الدراسة إلى قياس تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة وشملت الدراسة 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، موزعة على أربع قطاعات العقاري، الصناعي، الخدمي والغذائي، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبيسيط.

خلصت الدراسة إلى أن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح نال حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى وجود متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المروديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية معبرا عنها بـ  $\beta$ .

2- دراسة "مصطفى عبد الله أحمد القضاة" مذكرة ماجستير بعنوان: "أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية".

هدفت هذه الدراسة للتعرف على مدى العلاقة بين أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية مقاسا بعدد من نسب الربحية وبين بعض المؤشرات الهيكلية لرأس مال الشركة مثل حجم الشركة وهيكل ملكيتها ومعدل المديونية ودرجة نضجها. لقد تم تقدير معادلة الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) على بيانات الشركات، واشتملت الدراسة على 67 شركة.

وأشارت نتائج الدراسة إلى أن معدل ربحية الشركة يعتمد على هيكل رأس مالها، وأن هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل الربحية ودرجة نضج الشركة، وأن معدل ربحية الشركة في السنة الحالية يعتمد على معدل الربحية للسنة السابقة، مما قد يعكس استقرارا نسبيا في ربحية الشركات المدروسة بشكل عام.

### 3-دراسة " ضيف ياسين وزوزي محمد " مقال بعنوان " تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة

دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012"

هدفت الدراسة إلى توضيح كيف يتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي بالشكل الذي يرفع قيمة الشركة، حيث غطت الدراسة عينة مكونة من 79 شركة موزعة على 10 قطاعات، استخدم الباحث أسلوب البيانات الطولية *Panel data* لدراسة العلاقة بين قيمة الشركة كمتغير تابع مقاسة بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والمتغيرات المستقلة التالية: الهيكل المالي معبر عنه بنسب المديونية الثلاثة، المردوديات، حجم الشركة مقاس بلوغاريتم إجمالي الأصول، النمو والمخاطر النظامية.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة، حجم الشركة، المخاطر النظامية وقيمة الشركة من جهة، وعلاقة ليس لها معنوية إحصائية بين المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، النمو وقيمة الشركة من جهة أخرى.

### 4-دراسة "بنية محمد"مقال بعنوان: " نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية

لأسهم الشركات- دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البتروكيميائية المدرجة في سوق

السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010-2014 "

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات وذلك بتطبيقها على عينة من الشركات المتخصصة في الصناعات البتروكيميائية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010-2014، تم الاعتماد على ثلاث متغيرات مستقلة تتجسد في قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح التي تتمثل في مجملها القرارات المالية وكذا تحديد المتغير التابع بالقيمة السوقية للأسهم.

أظهرت النتائج المتوصل إليها إلى وجود تأثير للقرارات الثلاثة مجتمعة على القيمة السوقية للأسهم في العينة المدروسة.

ثانيا- الدراسات باللغة الأجنبية

1-دراسة " Anup Chowdhur, Suman Paul Chowdhry " مقال بعنوان:

### **Impact of capita structure on firm's value Evidence from Bangladesh.**

"تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة أدلة من بنغلاديش"

حاولت هذه الدراسة تطوير أفكار جديدة حول نظرية ميلر ومودغلياني (1958)، وذلك من خلال دراسة تأثير نسبة الدين إلى حقوق الملكية على قيمة الشركة (قيمة الأسهم)، حيث أجريت الدراسة على 77 شركة موزعة بين أربع قطاعات مهيمنة في بورصة بنغلاديش وهي: المستحضرات الصيدلانية والمواد الكيميائية، الوقود والطاقة، الصناعة الهندسية، الغذاء.

خلصت الدراسة إلى أن تعظيم ثروة المساهمين يتطلب تكوين مزيج تمويلي مثالي من الدين وحقوق الملكية حيث أن استخدام الديون في تشكيلة هيكل رأس المال يمكن أن تزيد من القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي ينعكس ذلك على زيادة في ثروة المساهمين.

2-دراسة " Abdelmajid Keddi , Amina Hammada " مقال بعنوان:

### **"Effect of financial structure on value of company An empiricial study on non- financial companies listed in Kawait stok exchange 2010-2014 "**

"أثر الهيكل المالي على قيمة الشركات دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة الكويت"

هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة، تم أخذ عينة مكونة من 19 شركة غير مالية مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لفحص العلاقة بين المتغير التابع وهو قيمة الشركة والمتغيرات المستقلة وهي: هيكل رأس المال، والربحية، وحجم الشركة وسيولة الشركة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال، وهذا يشير إلى أن الاستخدام المكثف للديون يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركة، مما يعني أن الشركات قيد الدراسة غير قادرة على إدراك فوائد القروض، كما أظهرت النتائج علاقة إيجابية ومعنوية بين قيمة الشركة وربحيتها و كذلك حجمها.

### المطلب الثاني: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

بعد التطرق إلى الدراسات السابقة سنحاول في هذا المطلب أن نبين موقع دراستنا منها وذلك بذكر أوجه التشابه والاختلاف فيما بينهما كالتالي:

#### أولاً- أوجه التشابه:

- تشابه دراستنا مع الدراسات السابقة في الجانب النظري للموضوع، فالمتغير المستقل "هيكل رأس المال" تم تناوله في بعض الدراسات السابقة وكذلك بالنسبة للمتغير التابع "القيمة السوقية للمؤسسة"؛
- تشابه دراستنا أيضاً مع بعض الدراسات السابقة في الجانب التطبيقي أين تم إسقاط الدراسة على بيانات المؤسسات المدرجة في البورصة؛
- البحث عن العلاقة ذات الدلالة الإحصائية بين مختلف المتغيرات كما هو الحال لبعض الدراسات السابقة.

#### ثانياً- أوجه الاختلاف:

تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات فيما يلي:

- أن الدراسات السابقة منها ما درس أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة و أثر هيكل رأس المال على ربحية المؤسسات لكن دراستنا سنتناول أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- اختلاف الفترة التي أجريت فيها الدراسة (2014-2018)؛
- اختلاف العينة المدروسة حيث تم اختيار مؤسسات من القطاع الصناعي دون غيره من القطاعات الأخرى.

خلاصة :

لقد جاء هذا الفصل ليلقي الضوء على مضمون هيكل رأس المال من خلال مكوناته والمزايا والعيوب التي ينطوي عليها كل مصدر إضافة إلى حساب تكلفته التي لها أهمية كبيرة في تحديد معدل المردودية الأدنى الواجب تحقيقه من الاستثمار، وكذا مضمون القيمة السوقية كما حاولنا عرض أهم النظريات والمداخل المهمة بهيكل رأس المال وعلاقته بالقيمة السوقية للمؤسسة وقد تباينت آراء المفكرين حول وجود علاقة بين تركيبة هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة من عدمها.

وفي الأخير تطرقنا إلى عرض الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا، وكذا موقع دراستنا من هذه الدراسات من خلال توضيح أوجه التشابه والاختلاف.

الفصل الثاني: أثر هيكل رأس المال على

القيمة السوقية للمؤسسات الصناعية

المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

## تمهيد:

يهدف محاولة الإجابة عن التساؤل الرئيسي، وكذا مجموعة الأسئلة الفرعية المطروحة في بداية هذه الدراسة وتدعيما للجانب النظري، سنحاول في هذا الفصل التطبيقي دراسة العلاقة بين كل من هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة وذلك باختيار عينة مكونة من 28 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2018.

ومن أجل ذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

- تقديم بورصة عمان للأوراق المالية.
- منهجية الدراسة.
- اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

## المبحث الأول: تقديم بورصة عمان للأوراق المالية

تعتبر بورصة عمان للأوراق المالية من بين أهم البورصات على المستوى العربي، لذلك سنحاول في هذا المبحث إلقاء نظرة عامة على بورصة عمان للأوراق المالية من خلال التطرق إلى تاريخ نشأتها وكذا أهم الأهداف التي تصبو إليها، إضافة إلى الهيكل التنظيمي والمؤسسات المدرجة فيها.

## المطلب الأول: نشأة بورصة عمان للأوراق المالية

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951 كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما جعل الحكومة تفكر جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب، وقد دعمت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسة مكثفة تبين بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرز إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتليتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي<sup>1</sup>، وكثمرة لهذه الجهود تم تأسيس سوق عمان المالي في عام 1976 كمؤسسة عامة لها شخصيتها الاعتبارية واستقلالها المالي والإداري.. وقد باشر السوق أعماله منذ مطلع 1978.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> <http://www.ase.com.jo/page/46>, 06/09/2020,18:00

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، مصر، ص 65.



تولت بورصة عمان اعتباراً من 11/03/1999 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح، وكجهة وحيدة مصرح لها مزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان.

### المطلب الثاني: أهداف بورصة عمان للأوراق المالية وآفاقها المستقبلية

أولاً- أهداف بورصة عمان للأوراق المالية: تسعى بورصة عمان للأوراق المالية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف هي<sup>1</sup>:

- ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها؛
- توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل؛
- نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة.

ثانياً- آفاق بورصة عمان للأوراق المالية: لدى بورصة عمان للأوراق المالية نظرة مستقبلية تسعى إلى تحقيقها<sup>2</sup>:

- تصنيف المؤسسات المدرجة حسب التوافق مع الشريعة الإسلامية؛
- إنشاء مؤشر إسلامي Islamic Index؛
- إنشاء مركز لمعلومات الأوراق المالية؛

<sup>1</sup> <http://www.ase.com.jo/page/40>, 06/09/2020, 17 :49.

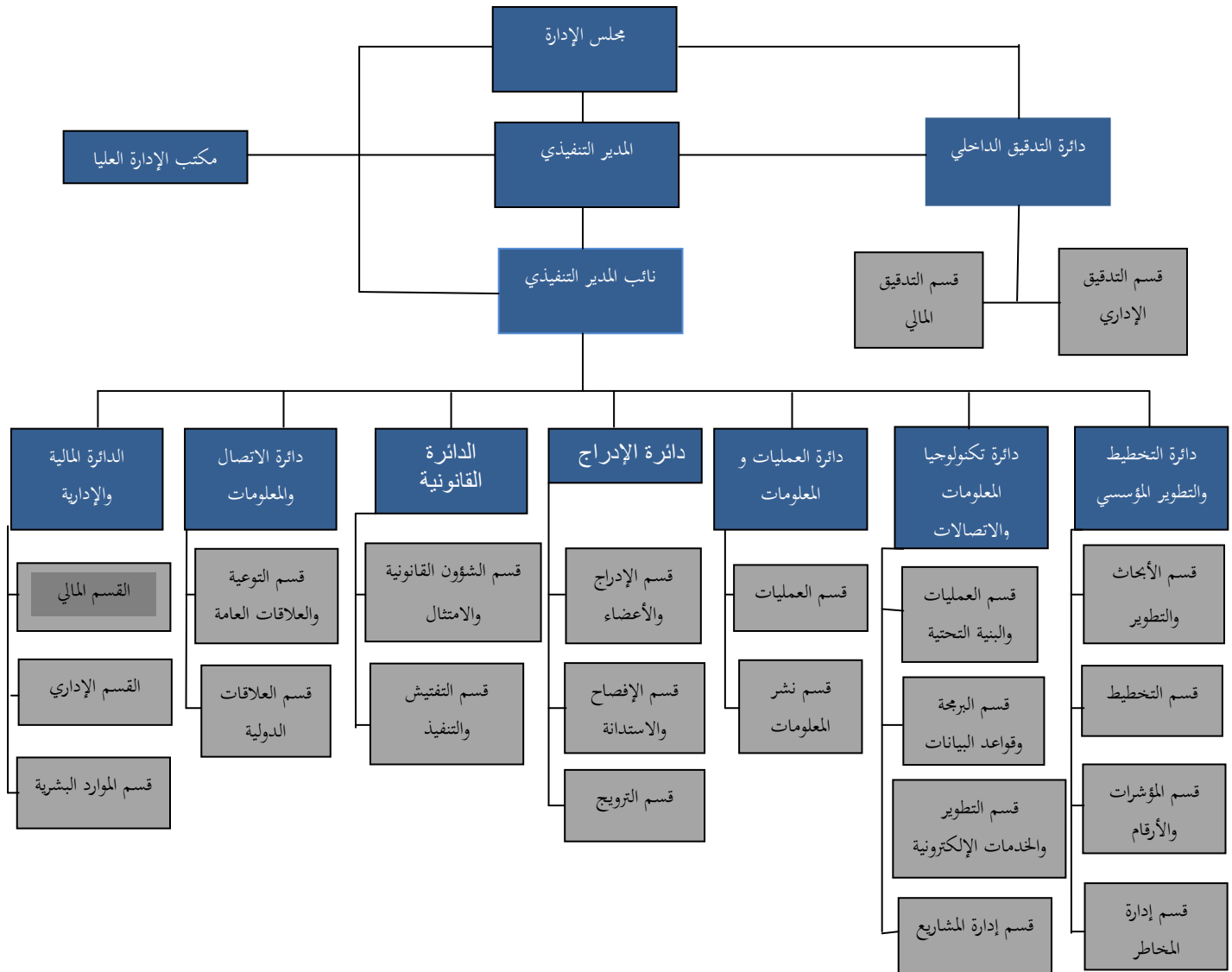
<sup>2</sup> <http://www.ase.com.jo/page/46>, 06/09/2020, 18 :05.

- تطبيق نظام إفصاح إلكتروني باستخدام لغة الـ XBRL للمؤسسات المدرجة ومؤسسات الوساطة؛
- تطوير تطبيقات عامة للبورصة على الأجهزة الذكية.

### المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي والمؤسسات المدرجة

#### أولاً- الهيكل التنظيمي لبورصة عمان للأوراق المالية:

الشكل رقم (05): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان للأوراق المالية



Source :<http://www.ase.com.jo>

### ثانيا- المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالي:

تضم بورصة عمان للأوراق المالية 181 مؤسسة مدرجة وموزعة على 04 قطاعات كما هو موضح في

الجدول التالي:

الجدول رقم (01): المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية حسب القطاع

القطاع	عدد المؤسسات المدرجة
خدمات مالية	64
العقارات	33
الخدمات	44
الصناعة	40
المجموع	181

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على <http://www.ase.com.jo>

## المبحث الثاني: منهجية الدراسة

من أجل تحقيق هدف الدراسة المتمثل في محاولة معرفة أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، سنحاول في هذا المبحث تقديم مجتمع وعينة الدراسة إضافة إلى حدودها الزمنية والمكانية، وكذا متغيرات الدراسة والأسلوب الإحصائي المعتمد في تحليل ومعالجة المعلومات والبيانات.

### المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

سيتم في هذا المطلب تقديم مجتمع وعينة الدراسة والمصادر التي تم الاعتماد عليها في جمع المعلومات، إضافة إلى تقديم نبذة عن المؤسسات محل الدراسة.

### أولاً- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية والتي يبلغ عددها 181 مؤسسة موزعة على مختلف القطاعات، المالي، العقاري، الخدماتي والصناعي.

أما عينة الدراسة فقد تم انتقاء 28 مؤسسة من أصل 40 مؤسسة ناشطة في القطاع الصناعي ومدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، والتي تحقق مجموعة من الشروط هي:

- استمرار تداول أسهم تلك المؤسسات خلال فترة الدراسة دون انقطاع؛
- استبعاد المؤسسات التي بياناتها غير متوفرة أو مفقودة؛
- توفر جميع بيانات الدراسة المطلوبة عن تلك المؤسسات؛
- أن تكون ملفات البيانات المنشورة عنها من نوع PDF.

### ثانياً- مصادر جمع البيانات:

من أجل دراسة أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة قمنا بجمع المعلومات والبيانات المتعلقة بالعينة محل الدراسة من الموقع الإلكتروني لبورصة عمان للأوراق المالية والمتمثلة في التقارير السنوية الصادرة من المؤسسات المدرجة محل الدراسة، والملحق رقم (01) يمثل المعلومات والبيانات المالية التي تم الاعتماد عليها في دراستنا باعتبارها تتمتع بمصدقية مقبولة كونها منشورة في المواقع الرسمية على الانترنت.

### ثالثاً- نبذة مختصرة عن المؤسسات محل الدراسة:

سيتم فيما يلي تقديم نبذة مختصرة عن المؤسسات المكونة لعينة دراستنا من حيث تاريخ التأسيس وتاريخ الإدراج وكذا بعض المعلومات المتعلقة بالجانب المالي<sup>1</sup>:

#### 1. دار الدواء للتنمية والاستثمار:

- تاريخ التأسيس: 1975/08/01
- تاريخ الإدراج: 1978/01/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 250000000 سهم
- رأس المال المكتتب به : 250000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: صناعة وإنتاج وتسويق الأدوية.

#### 2. الحياة للصناعات الدوائية:

- تاريخ التأسيس: 1995/10/19
- تاريخ الإدراج: 2006/05/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 9500000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 95000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: صناعة وتسويق وتصدير الأدوية البشرية.

#### 3. فيلادلفيا لصناعة الأدوية:

- تاريخ التأسيس: 2006/03/19
- تاريخ الإدراج: 2010/05/19
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 7500000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 75000000 دينار أردني

<sup>1</sup> [http:// www.ase.jo/ar/company\\_guide/information](http://www.ase.jo/ar/company_guide/information) , 06/09/2020 , 21 :34

- نشاط المؤسسة: تصنيع الأدوية ومستحضرات التجميل.

#### 4. الصناعة التجارية:

- تاريخ التأسيس: 1964/08/03
- تاريخ الإدراج: 1978/01/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 14956389 سهم
- رأس المال المكتتب به: 14956389 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: صناعة المنظفات الكيماوية، الصابون، مواد التجميل وصناعة العبوات البلاستيكية.

#### 5. المتصدرة للأعمال والمشاريع:

- تاريخ التأسيس: 1973/01/01
- تاريخ الإدراج: 1981/01/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 1500000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 1500000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: الاستثمار في الشركات في كافة أنواعها والاستيراد والتصدير وشراء وبيع الأراضي والعقارات والأموال المنقولة وغير المنقولة.

#### 6. الوطنية لصناعة الكلورين:

- تاريخ التأسيس: 1991/11/09
- تاريخ الإدراج: 1993/06/14
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 20000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 20000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: إنتاج مصنع لإنتاج الكلورين ومشتقاته، شراء المواد الأولية والآلات والأدوات اللازمة لتحقيق غايتها، بيع وتسويق منتجات الشركة وتوزيعها محليا وتصديرها للخارج.

#### 7. المواد الصناعية الأردنية:

- تاريخ التأسيس: 1991/10/22
- تاريخ الإدراج: 1993/06/14
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 16625000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 16625000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: تصنيع وإنتاج الزيوت النباتية ومشتقاتها للأغراض الصناعية وتسويقها وكذلك طباعة وقص وتشكيل العلب الكرتونية على كافة أنواعها وأشكالها وتسويقها واستيراد وتصدير المواد الأولية لهذه الصناعة.

#### 8. العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية:

- تاريخ التأسيس: 2005/07/31
- تاريخ الإدراج: 2006/01/02
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 12000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 12000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: صناعة المبيدات والأدوية البيطرية.

#### 9. الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها:

- تاريخ التأسيس: 1987/06/28
- تاريخ الإدراج: 1992/07/08
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 23558305 سهم
- رأس المال المكتتب به: 23558305 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: تربية الدواجن وتجهيزها في مسلخ الشركة وتغليفها وإعدادها للتسويق.

## 10. الألبان الأردنية:

- تاريخ التأسيس: 1968/02/29
- تاريخ الإدراج: 1978/01/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 4000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 4000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: صناعة الألبان ومشتقاتها وإنتاج العصير الطبيعي وصناعة العبوات البلاستيكية.

## 11. العالمية الحديثة للزيوت النباتية:

- تاريخ التأسيس: 1989/04/10
- تاريخ الإدراج: 1991/12/21
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 6000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 6000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: تكرير وتعبئة الزيوت النباتية المستعملة لغايات الطعام.

## 12. الوطنية للدواجن:

- تاريخ التأسيس: 1994/02/19
- تاريخ الإدراج: 1995/01/31
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 30000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 30000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: تشغيل مسلخ لذبح وتجهيز الدواجن عل اختلاف أنواعها وتسويقها وتصنيع أعلاف الدواجن وإقامة مزارع لتربية الدواجن.



### 13. دار الغذاء:

- تاريخ التأسيس: 1994/09/29
- تاريخ الإدراج: 1998/01/04
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 11615912 سهم
- رأس المال المكتتب به: 11615912 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: تصنيع وتسويق حليب الأطفال وأغذية الأطفال والمواد الغذائية الخاصة.

### 14. مصانع الزيوت النباتية الأردنية:

- تاريخ التأسيس: 1953/01/01
- تاريخ الإدراج: 1999/08/08
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 4000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 4000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: صناعة وإنتاج وتكرير وتصدير الزيوت النباتية.

### 15. سنيورة للصناعات الغذائية:

- تاريخ التأسيس: 2009/01/08
- تاريخ الإدراج: 2012/01/29
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 25000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 25000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: أن تكون الشركة الرائدة في إنتاج وبيع اللحوم المصنعة والمبردة ذات الجودة العالية في المنطقة.

## 16. العربية لصناعة الألمنيوم:

- تاريخ التأسيس: 1976/03/06
- تاريخ الإدراج: 1978/01/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 6750000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 6750000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: صناعة الألمنيوم بكافة أنواعه حيث تقوم بتصنيع جميع بروفيلات الألمنيوم الخاصة بالإنشآت وتصنيع بروفيلات الألمنيوم التي تستخدم في الصناعة المحلية.

## 17. الوطنية لصناعة الصلب:

- تاريخ التأسيس: 1979/01/01
- تاريخ الإدراج: 1979/01/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 3000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 3000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: صناعة وتسويق الحديد بجميع أصنافه وأشكاله.

## 18. مناجم الفوسفات الأردنية:

- تاريخ التأسيس: 1953/01/01
- تاريخ الإدراج: 1978/01/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب به: 82500000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 82500000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: التحري والتنقيب عن الفوسفات وتعدينه واستثماره في المملكة وإنشاء مصنع أو مصانع لإنتاج كافة أنواع الأسمدة.

## 19. البوتاس العربية:

- تاريخ التأسيس: 1956/07/07
- تاريخ الإدراج: 1978/01/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 83318000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 83318000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: استخراج الأملاح والمواد الكيماوية بالتبخير أو أية وسيلة أخرى من مياه البحر الميت، وإنشاء الصناعات المشتقة من الأملاح والمواد الكيماوية المستخرجة من البحر الميت أو من تحتها أو من منطقة الامتياز.

## 20. حديد الأردن:

- تاريخ التأسيس: 1993/03/29
- تاريخ الإدراج: 1995/01/08
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 35000000 سهم
- رأس المال المكتتب به : 35000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: إنتاج حديد التسليح وحديد الحدادين وشبك حديدي وثنيه.

## 21. الأردنية لصناعة الأنابيب:

- تاريخ التأسيس: 1973/01/01
- تاريخ الإدراج: 1978/01/01
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 3575000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 3575000 دينار أردني

- نشاط المؤسسة: صناعة المواسير الحديدية وجميع مستلزماتها وتوابعها على اختلاف أنواعها ومقاييسها وتسويقها وتصديرها.

## 22. الأردنية للصناعات الخشبية:

- تاريخ التأسيس: 1982/11/15
- تاريخ الإدراج: 1985/08/04
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 5000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 5000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: تصنيع وبيع المنتجات الخشبية مثل الأبواب، خزائن المطبخ الأثاث المنزلي والطاولات والكراسي.

## 23. الباطون الجاهز والتوريدات المعدنية:

- تاريخ التأسيس: 1995/02/04
- تاريخ الإدراج: 1997/05/07
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 25000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 25000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: إنتاج الباطون الجاهز وأحجار الكنדרين والرس والطوب وتشكيل المعادن

## 24. القدس للصناعات الخرسانية:

- تاريخ التأسيس: 2005/04/28
- تاريخ الإدراج: 2005/08/29
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 7460026 سهم

- رأس المال المكتتب به: 7460026 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: صناعة الخلطات الخرسانية الجاهزة.

## 25. أساس للصناعات الخرسانية:

- تاريخ التأسيس: 2007/06/05
- تاريخ الإدراج: 2007/10/24
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 12000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 12000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: تصنيع الطوب والقياسات المختلفة والكندرين والبلاط المتداخل بالأشكال والقياسات المختلفة والحجر الخرساني، وأقراص الزريعة.

## 26. الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية:

- تاريخ التأسيس: 1983/05/12
- تاريخ الإدراج: 1986/09/16
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 19299747 سهم
- رأس المال المكتتب به: 19299747 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: إنتاج وصناعة الأسلاك والكوابل الكهربائية.

## 27. العربية للصناعات الكهربائية:

- تاريخ التأسيس: 1993/05/18
- تاريخ الإدراج: 1995/02/04
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 6000000 سهم

- رأس المال المكتتب بها: 6000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: تصنيع وبيع.

## 28. مصانع الكبلات المتحدة:

- تاريخ التأسيس: 05/07/2007
- تاريخ الإدراج: 16/01/2008
- القيمة الاسمية للسهم: 1.00 دينار أردني
- عدد الأسهم المكتتب بها: 35000000 سهم
- رأس المال المكتتب به: 35000000 دينار أردني
- نشاط المؤسسة: إنشاء وتأسيس وتملك وإدارة مصانع لإنتاج الكبلات و الأسلاك الكهربائية ذات الضغط المنخفض والمتوسط والعالي المسلحة وغير المسلحة بجميع المقاسات العالمية والمتاجرة بها داخل المملكة الأردنية الهاشمية وخارجها.

والملاحق رقم (02) يقدم معلومات عن هذه المؤسسات بشكل عام.

## رابعاً- حدود الدراسة:

تم تقسيم حدود الدراسة إلى الحدود الزمنية والمكانية وفق الترتيب التالي:

- الحدود الزمنية: تعتمد الدراسة على فترة زمنية قدرها 5 سنوات وذلك من سنة 2014 إلى غاية 2018.
- الحدود المكانية: ستقوم الدراسة في بورصة عمان للأوراق المالية.

## المطلب الثاني: متغيرات الدراسة والأسلوب الإحصائي المعتمد

سنتطرق في هذا المطلب إلى متغيرات الدراسة وكذا الأسلوب الإحصائي المعتمد في معالجة وتحليل البيانات والنتائج.

### أولاً- متغيرات الدراسة

#### 1- المتغير التابع (المفسر):

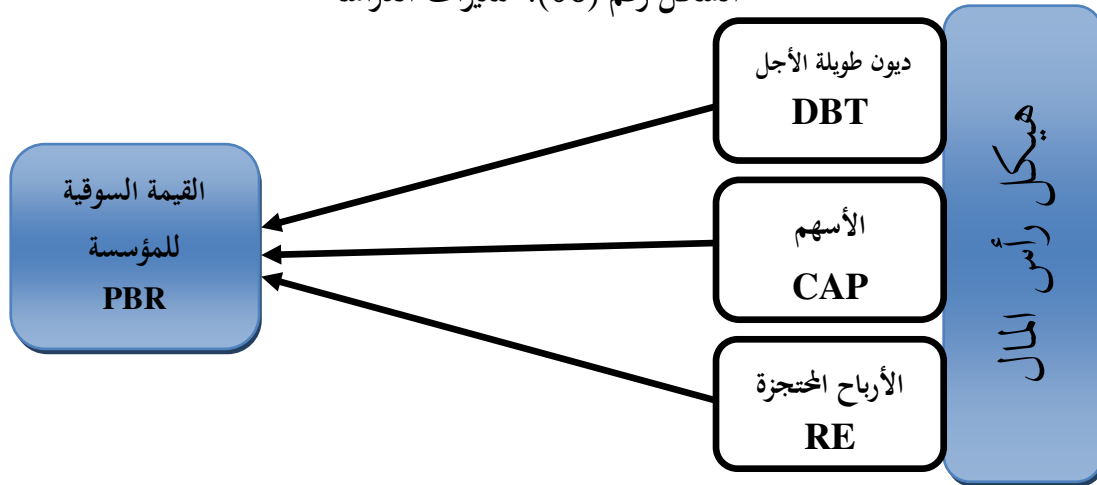
والذي سيتم التعبير عنه بمؤشر PBR والذي يحسب بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

#### 2- المتغير المستقل (المفسر):

والذي يتمثل في هيكل رأس المال مقسوماً إلى ثلاث متغيرات معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي\* هي:

- المتغير الأول: اللوغاريتم الطبيعي للدين طويل الأجل DBT؛
- المتغير الثاني: اللوغاريتم الطبيعي للأسهم CAP؛
- المتغير الثالث: اللوغاريتم الطبيعي للأرباح المحتجزة RE.

الشكل رقم (06): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبتين

\* تم الاعتماد على اللوغاريتم الطبيعي للمتغيرات المستقلة (DBT , CAP, RE) لتقليل التفاوت بين أرقام المتغير التابع: القيمة السوقية للمؤسسة المقاسة بـ (القيمة السوقية/القيمة الدفترية).

## ثانيا- الأسلوب الإحصائي المعتمد:

لمحاولة معرفة أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة تم الاستعانة بجداول Excel لحساب أهم نسب ومتغيرات الدارسة، ثم استخدام البرنامج الإحصائي Eviews 10، واستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وذلك بالاعتماد على منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel data حيث أن هذه الطريقة هي أكثر كفاءة من أسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو البيانات المقطعية منفردة ونعني بمصطلح بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو معطيات بانل مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات زمنية أي أنها البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، " فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية معينة، في حين أن البيانات الزمنية المقطعية تمثل المشاهدات المقطعية مثل الدول أو الأسر أو المؤسسات... إلخ المرصودة عبر فترة زمنية معينة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمن وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة"<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: نموذج الدراسة

سيتم في هذا المطلب صياغة نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد على النحو التالي:

#### أولاً- الانحدار الخطي البسيط

#### 1-العلاقة بين الديون طويلة الأجل والقيمة السوقية للمؤسسة

$$PBR = \alpha + \beta \text{Log DBT} + \varepsilon_i$$

حيث:

$\text{Log DBT}$ : اللوغاريتم الطبيعي للديون طويلة الأجل

$PBR$ : القيمة السوقية للمؤسسة

$\varepsilon_i$ : الخطأ العشوائي

$\beta, \alpha$ : معاملات النموذج

<sup>1</sup> حركاتي نبيل، مرجع سابق، ص 223.



## 2-العلاقة بين الأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة

$$PBR=\alpha + \beta \text{Log CAP} + \varepsilon_i$$

حيث:

*Log CAP*: اللوغاريتم الطبيعي للأسهم

## 3-العلاقة بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسة

$$PBR=\alpha + \beta \text{Log RE} + \varepsilon_i$$

حيث:

*Log RE*: اللوغاريتم الطبيعي للأرباح المحتجزة

ثانيا- الانحدار الخطي المتعدد

$$PBR= \beta_0 + \beta_1 \text{Log DBT} + \beta_2 \text{Log CAP} + \beta_3 \text{Log RE} + \varepsilon_i$$

حيث:

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ : معاملات النموذج

### المبحث الثالث: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

بعد صياغة نماذج الدراسة ومعالجة المعلومات والبيانات المالية لعينة الدراسة سيتم في هذا المبحث اختبار فرضيات الدراسة وكذا مناقشة أهم النتائج المتوصل إليها.

#### المطلب الأول: اختبار فرضيات الدراسة

لاختبار فرضيات الدراسة وتحديد أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، فقد تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط نتائجه موضحة في الملاحق (3،4،5) أما لتحديد أثر المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع فقد تم استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي نتائجه موضحة في الملحق رقم (6)، وللقيام بعملية التقدير يتم الاعتماد على القواعد التالية<sup>1</sup>:

#### ● القدرة التفسيرية للنموذج:

نستعمل معامل التحديد  $R^2$  لدراسة القدرة التفسيرية للنموذج وفقا للقاعدة التالية:

✓ كلما كان  $R^2$  قريب من 1 هنالك جودة في التوفيق والارتباط بين المتغيرين، أي أن القدرة التفسيرية للنموذج عالية.

#### ● اختبار المعنوية الكلية:

يستخدم اختبار فيشر  $F$  لاختبار المعنوية الكلية للنموذج وفقا للقاعدة التالية:

✓  $\text{Prob}(F\text{-statistic}) > 0.05$  ..... النموذج له معنوية إحصائية؛

✓  $\text{Prob}(F\text{-statistic}) < 0.05$  ..... النموذج ليس له معنوية إحصائية.

<sup>1</sup> بن عباس سمير، محاضرة بعنوان "تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد"، مقياس اقتصاد قياسي مالي، قسم علوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، 2018/2019.

• اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

يستخدم اختبار (Durbin-Watson) للكشف عن وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي بين

الأخطاء ولاتخاذ القرار المناسب حول وجوده أو عدم وجوده نتبع القاعدة التالية:

قيمة D-W	0	1	1.68	2.32	3	4
القرار	وجود ارتباط ذاتي موجب للأخطاء	منطقة الشك	استقلالية الأخطاء	منطقة الشك	وجود ارتباط ذاتي سالب للأخطاء	

• اختبار المعنوية الإحصائية للمعلمات:

لاختبار المعنوية الإحصائية للمعلمات كل على حدة يتم مقارنة المستوى الأدنى لمستوى المعنوية (Prob)

بـ 0.05 وفقاً للقاعدة التالية:

✓  $0.05 > \text{Prob}$  ..... نقبل  $H_1$  ونرفض  $H_0$ ؛

✓  $0.05 < \text{Prob}$  ..... نقبل  $H_0$  ونرفض  $H_1$ .

حيث:

$H_0$ : المعلمة ليس لها معنوية إحصائية؛

$H_1$ : المعلمة لها معنوية إحصائية.

## أولاً- نتائج عملية التقدير لنماذج الانحدار الخطي البسيط:

### 1- نتائج عملية التقدير بين DBT و PBR:

من خلال مخرجات برنامج Eviews10 الملحق رقم (03) حاولنا تقديم شرح موجز له في الجدول التالي:

### الجدول رقم (02): نتائج عملية التقدير ودراسة صلاحية النموذج بين (PBR و DBT)

Dependent Variable : PBR		المتغير التابع
Method : Panel Lest Squares.		طريقة: البائل المربعات الصغرى
Sample : 2014 2018		الفترة
Periods included : 5		المدة الزمنية
Cross-sections include: 28		حجم العينة
Total panel (balanced) observations :140		مجموع المشاهدات
الحد الأدنى لمستوى المعنوية	قيمة المعلمة	المتغيرات
0.0000	1.097	<b>C</b>
0.0501	-0.040	<b>LOG_DBT</b>
0.676678		<b>R</b>
0.595119		<b>Adjusted R</b>
0.000000		<b>Prob(F-statistic)</b>
1.335028		<b>DW</b>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

بعد المعالجة الإحصائية لمتغيرات الدراسة من خلال برنامج Eviews10، وبالاعتماد على مخرجاته

الموضحة في الجدول رقم (02) تشكل النموذج التالي:

$$PBR=1.097- 0.040 (LOGDPT)$$

• القدرة التفسيرية للنموذج:

من خلال الجدول رقم (02) الذي يظهر أن قيمة معامل التحديد المصحح **Adjusted R<sup>2</sup>** تساوي

(**Adjusted R<sup>2</sup>=0.595**) %59.5 أي أن النموذج له قدرة تفسيرية معتبرة، بمعنى أن المتغير المستقل

(الديون طويلة الأجل) يؤثر بنسبة 59.5% في المتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة)، أي أن هنالك جودة في التوفيق والارتباط.

كما نجد أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  تساوي ( $R^2=0.676$ ) أي للمتغير المستقل تأثير قوي على المتغير التابع بنسبة 67.6%.

• اختبار المعنوية الكلية:

كما تظهر نتائج التقدير في الجدول رقم (02) نجد إن قيمة الاحتمال لفيشر **F**

(**Prob F-Statistic= 0.000000**) وهي أقل من 0.05 ومنه فإن النموذج ككل له معنوية إحصائية.

• اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

من خلال الجدول رقم (02) كانت نتيجة اختبار **D-W** تساوي (1.33) وهي تقع في منطقة الشك، وهذا يعني عدم توفر أدلة تبين وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

اختبار الفرضية الأولى:

-  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلاً بالديون طويلة الأجل والقيمة السوقية للمؤسسة؛

-  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلاً بالديون طويلة الأجل والقيمة السوقية للمؤسسة؛

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (02) نجد أن للديون طويلة الأجل (**DBT**) تأثير عكسي على القيمة السوقية للمؤسسة حيث بلغت قيمة المعلمة ( $\beta = -0.040$ )، أي عندما ترتفع **DBT** بمقدار وحدة واحدة فإن **PBR** تنخفض بمقدار 0.040، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين **DBT** و**PBR**، وبالنظر إلى قيمة **Prob** لهذا المتغير نجدها (**Prob=0.0501**) وهي أكبر من 0.05 وعليه نقبل فرضية العدم **H0** و نرفض الفرضية البديلة **H1**.

## 2- نتائج عملية التقدير بين (CAP وPBR):

من خلال مخرجات برنامج Eviews10 الملحق رقم (04) فيما يلي شرح موجز له في الجدول التالي:

### الجدول رقم (03): نتائج عملية التقدير ودراسة صلاحية النموذج بين (CAP وPBR)

Dependent Variable : PBR		المتغير التابع
Method : Panel Lest Squares.		طريقة: البائل المربعات الصغرى
Sample : 2014 2018		الفترة
Periods included : 5		المدة الزمنية
Cross-sections include: 28		حجم العينة
Total panel (balanced) observations :140		مجموع المشاهدات
الحد الأدنى لمستوى المعنوية	قيمة المعلمة	المتغيرات
0.0002	7.249	C
0.0012	-0.892	LOG_CAP
0.695438		R
0.618612		Adjusted R
0.000000		Prob(F-statistic)
1.469305		DW

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

بعد المعالجة الإحصائية لمتغيرات الدراسة من خلال برنامج Eviews10، ومن خلال مخرجاته الموضحة

في الجدول رقم (03) يمكن صياغة النموذج التالي:

$$PBR=7.249- 0.892 (LOGCAP)$$

• القدرة التفسيرية للنموذج:

من خلال الجدول رقم (03) الذي يظهر أن قيمة معامل التحديد المصحح  $Adjusted R^2$  تساوي  $(Adjusted R^2=0.618)$  61.8% أي أن النموذج له قدرة تفسيرية قوية، بمعنى أن المتغير المستقل (الأسهم) يؤثر بنسبة 61.8% في المتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة)، أي أن هنالك جودة في التوفيق والارتباط.

كما نجد أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  تساوي ( $R^2=0.695$ ) أي للمتغير المستقل تأثير قوي على المتغير التابع بنسبة 69.5%.

• اختبار المعنوية الكلية:

من خلال نتائج التقدير التي تظهر في الجدول رقم (03) نجد إن قيمة الاحتمال لفيشر **F** (**Prob F-Statistic= 0.000000**) وهي أقل من 0.05 ومنه فإن النموذج ككل له معنوية إحصائية.

• اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

من خلال الجدول رقم (03) كانت نتيجة اختبار **D-W** تساوي (1.46) وهي تقع في منطقة الشك، وهذا يعني عدم توفر أدلة تبين وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

اختبار الفرضية الثانية:

-  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلاً بالأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة؛

-  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلاً بالأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة؛

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (03) نجد أن للأسهم (**CAP**) تأثير عكسي على القيمة السوقية للمؤسسة حيث بلغت قيمة المعلمة ( $\beta = -0.892$ )، أي عندما ترتفع **CAP** بمقدار وحدة واحدة فإن **PBR** تنخفض بمقدار 0.892 ، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين **CAP** و **PBR**، وبالنظر إلى قيمة **Prob** لهذا المتغير نجدها (**Prob=0.0012**) وهي أقل من 0.05 وعليه نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$ .

### 3- نتائج عملية التقدير بين (RE وPBR):

من خلال مخرجات برنامج Eviews10 الملحق رقم (05) فيما يلي شرح موجز له في الجدول التالي:

الجدول رقم (04): نتائج عملية التقدير ودراسة صلاحية النموذج بين (RE وPBR)

Dependent Variable : PBR		المتغير التابع
Method : Panel Lest Squares.		طريقة: البائل المربعات الصغرى
Sample : 2014 2018		الفترة
Periods included : 5		المدة الزمنية
Cross-sections include: 28		حجم العينة
Total panel (balanced) observations :140		مجموع المشاهدات
الحد الأدنى لمستوى المعنوية	قيمة المعلمة	المتغيرات
0.0000	0.893257	C
0.4754	0.018134	LOG_RE
0.666792		R
0.582740		Adjusted R
0.000000		Prob(F-statistic)
1.325610		DW

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

بعد المعالجة الإحصائية لمتغيرات الدراسة من خلال برنامج Eviews10، وبالاعتماد على مخرجاته

الموضحة في الجدول رقم (04) تشكل النموذج التالي:

$$PBR=0.893+ 0.018 (LOG RE)$$

• القدرة التفسيرية للنموذج:

من خلال الجدول رقم (04) الذي يظهر أن قيمة معامل التحديد المصحح  $Adjusted R^2$  تساوي

58.2% ( $Adjusted R^2=0.582$ ) أي أن النموذج له قدرة تفسيرية معتبرة، بمعنى أن المتغير المستقل

(الأرباح المحتجزة) يؤثر بنسبة 58.2% في المتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة)، أي أن هنالك جودة في

التوفيق والارتباط.



كما نجد أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  تساوي ( $R^2=0.666$ ) أي للمتغير المستقل تأثير قوي على المتغير التابع بنسبة 66.6%.

• اختبار المعنوية الكلية:

من خلال نتائج التقدير التي تظهر في الجدول رقم (04) نجد إن قيمة الاحتمال لفيشر **F** (**Prob F-Statistic= 0.000000**) وهي أقل من 0.05 ومنه فإن النموذج ككل له معنوية إحصائية.

• اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

من خلال الجدول رقم (04) كانت نتيجة اختبار **D-W** تساوي (1.32) وهي تقع في منطقة الشك، وهذا يعني عدم توفر أدلة تبين وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

• اختبار الفرضية الثالثة:

- **H<sub>0</sub>**: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلاً بالأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسة؛

- **H<sub>1</sub>**: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلاً بالأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسة؛

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (04) نجد أن للأرباح المحتجزة (**RE**) تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة حيث بلغت قيمة المعلمة ( $\beta = 0.018$ )، أي عندما ترتفع **RE** بمقدار وحدة واحدة فإن **PBR** ترتفع بمقدار 0.018، وبالتالي وجود علاقة طردية بين **RE** و**PBR**، وبالنظر إلى قيمة **Prob** لهذا المتغير نجدها (**Prob=0.4754**) وهي أكبر من 0.05 وعليه نقبل فرضية العدم **H<sub>0</sub>** ونرفض الفرضية البديلة **H<sub>1</sub>**.

## ثانيا- نتائج عملية التقدير لنموذج الانحدار الخطي المتعدد:

بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10 الملحق رقم (06)، فيما يلي شرح موجز في الجدول الآتي:

الجدول رقم (05): نتائج عملية التقدير وصلاحيته النموذج بين المتغيرات المستقلة مجتمعة والمتغير التابع

Dependent Variable : PBR		المتغير التابع
Method : Panel Lest Squares.		طريقة: البائل المربعات الصغرى
Sample : 2014 2018		الفترة
Periods included : 5		المدة الزمنية
Cross-sections included : 28		حجم العينة
Total panel (balanced) observations :140		مجموع المشاهدات
الحد الأدنى لمستوى المعنوية	قيمة المعلمة	المتغيرات
0.0001	7.732	C
0.0174	-0.047	DPT
0.0006	-0.942	CAP
0.7454	0.007	RE
0.711163	R	
0.631667	Adjusted R	
0.000000	Prob(F-statistic)	
1.513384	DW	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

بعد المعالجة الإحصائية لمتغيرات الدراسة من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستخدام

برنامج Eviews10، ومن خلال مخرجاته الموضحة في الجدول رقم (05) تم صياغة النموذج التالي:

$$PBR=7.732- 0.047(LOGDPT)- 0.942(LOGCAP)+ 0.007(LOGRE)$$

• القدرة التفسيرية للنموذج:

تظهر نتائج الجدول رقم (05) أن قيمة معامل التحديد المصحح  $Adjusted R^2$  تساوي ( Adjusted  $R^2=0.631$  ) أي أن النموذج له قدرة تفسيرية قوية، بمعنى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة (الديون طويلة الأجل، الأسهم، الأرباح المحتجزة) تؤثر بنسبة 63.1% في المتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة)، أي أن هنالك جودة في التوفيق والارتباط.

كما نجد أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  تساوي ( $R^2=0.711$ ) أي للمتغيرات المستقلة مجتمعة تأثير قوي على المتغير التابع بنسبة 71.1%.

• اختبار المعنوية الكلية:

وفقا لما هو موضح في الجدول رقم (05) فإن قيمة الاحتمال لفيشر  $F$  ( $\text{Prob } F\text{-Statistic} = 0.000000$ ) وهي أقل من 0.05 ومنه فإن النموذج له دلالة ومعنوية إحصائية كلية.

• اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

من خلال الجدول رقم (02) كانت نتيجة اختبار  $D-W$  تساوي (1.51) وهي تقع في منطقة الشك، وهذا يعني عدم توفر أدلة تبين وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

• اختبار الفرضية الرابعة:

$H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلا بالديون طويلة الأجل، الأسهم والأرباح المحتجزة مجتمعة والقيمة السوقية للمؤسسة؛

$H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال ممثلا بالديون طويلة الأجل، الأسهم والأرباح المحتجزة مجتمعة والقيمة السوقية للمؤسسة.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (05) نجد أن للديون طويلة الأجل (DBT) مجتمعة مع الأسهم والأرباح المحتجزة تأثير عكسي على القيمة السوقية للمؤسسة حيث بلغت قيمة المعلمة ( $\beta_1 = -0.047$ )، أي عندما ترتفع DBT بمقدار وحدة واحدة فإن PBR تنخفض بمقدار 0.047، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين (DBT) و(PBR)، وبالنظر إلى قيمة Prob لهذا المتغير نجدها ( $\text{Prob}=0.0174$ ) وهي أقل من 0.05 وهو ما يعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (DBT) مجتمعة مع الأسهم والأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسة على عكس ما أظهرته نتائج الانحدار الخطي البسيط لأثر (DBT) على (PBR).

أما بالنسبة للأسهم (CAP) مجتمعة مع الديون طويلة الأجل والأرباح المحتجزة فنلاحظ من خلال الجدول (05) أن لها تأثير عكسي على القيمة السوقية للمؤسسة حيث بلغت قيمة المعلمة ( $\beta_2 = -0.942$ )، أي عندما ترتفع CAP بمقدار وحدة واحدة فإن PBR تنخفض بمقدار 0.942، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين (CAP) و(PBR)، وبالنظر إلى قيمة Prob لهذا المتغير نجدها (Prob=0.0006) وهي أقل من 0.05 وهو ما يعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (CAP) مجتمعة مع الديون طويلة الأجل والأرباح المحتجزة وهو ما يتوافق مع نتائج الانحدار الخطي البسيط لأثر (CAP) على (PBR).

أما فيما يخص الأرباح المحتجزة (RE) مجتمعة مع الديون طويلة الأجل والأسهم فنجد من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (05) أن لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة حيث بلغت قيمة المعلمة ( $\beta_3 = 0.007$ )، أي عندما ترتفع RE بمقدار وحدة واحدة فإن PBR ترتفع بمقدار 0.007 بالتالي وجود علاقة طردية بين (RE) و(PBR)، وبالنظر إلى قيمة Prob لهذا المتغير نجدها (Prob=0.7454) وهي أكبر من 0.05 وهذا ما يعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (RE) مجتمعة مع الديون طويلة الأجل والأسهم وهو ما يتوافق مع نتائج الانحدار الخطي البسيط لأثر (RE) على (PBR).

للإجابة على الفرضية الرابعة سيتم حذف الأرباح المحتجزة من النموذج الخطي المتعدد بسبب عدم وجود أي أثر لها على القيمة السوقية للمؤسسة سواء كانت منفردة (الانحدار الخطي البسيط) أم كانت مجتمعة مع باقي المتغيرات المستقلة (الانحدار الخطي المتعدد)، والملحق رقم (07) يبين النموذج النهائي المتحصل عليه بعد حذف الأرباح المحتجزة وعليه يتشكل النموذج الآتي:

$$PBR=7.844 - 0.047(LOGDPT)- 0.954 (LOGCAP)$$

إذن يتم قبول الفرضية البديلة H1 التي تنص وجود أثر هيكل رأس المال ممثلاً بالديون طويلة الأجل، الأسهم والأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمؤسسة وذلك بعد استبعاد الأرباح المحتجزة ورفض فرضية العدم H0.

## المطلب الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

تتمثل أهم النتائج التي توصلت إليها دراستنا فيما يلي:

- ✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون طويلة الأجل والقيمة السوقية للمؤسسة أي أن استخدام المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للديون طويلة الأجل كمصدر تمويلي وحيد مكون لهيكل رأس المال لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- ✓ وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة وهي علاقة عكسية، بحيث أن الزيادة في الاعتماد على الأسهم كمصدر تمويلي وحيد مكون لهيكل رأس المال يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة؛
- ✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسة، هذا يعني أن احتجاز الأرباح في المؤسسات محل الدراسة واستخدامها كمصدر تمويلي وحيد مكون لهيكل رأس المال لا يؤثر على القيمة السوقية لهذه المؤسسات؛
- ✓ اعتماد المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على هيكل رأس مال مكون من ديون طويلة الأجل، أسهم وأرباح محتجزة، فإن الديون طويلة الأجل سيكون لها تأثير عكسي على القيمة السوقية للمؤسسة، بحيث أن الزيادة في الديون طويلة الأجل يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، ويمكن تفسير ذلك بأن نسبة استنادة المؤسسات محل الدراسة والمدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية قد فاقت المستوى الأمثل للاستنادة حيث أن تجاوزه يؤدي إلى وجود تأثير عكسي للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية للمؤسسة وهذا وفقا لما جاء في نظرية المدخل التقليدي ونظرية تكاليف الإفلاس؛
- ✓ اعتماد المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على هيكل رأس مال مكون من ديون طويلة الأجل، أسهم وأرباح محتجزة، فإن الأسهم سيكون لها تأثير عكسي على القيمة السوقية للمؤسسة، بحيث أن الزيادة في الاعتماد على الأسهم يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وقد يكون هذا راجع إلى كون الاعتماد على الأسهم يبعث إشارات إلى السوق بأن المؤسسة تعاني من عسر مالي (عدم القدرة على سداد ديونها) لذلك لجأت إلى إصدار الأسهم

باعتبارها الملجأ الأخير للحصول على التمويل، وهذا ما نصت كل من نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي.

### خلاصة:

حاولنا في هذا الفصل من خلال الدراسة التطبيقية التي أجريت على 28 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2018 دراسة أثر كل من الديون طويلة الأجل، الأسهم والأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك بالاعتماد على المعلومات والبيانات المالية المنشورة على الموقع الرسمي لبورصة عمان، حيث تم استعمال نموذج الانحدار الخطي البسيط لدراسة أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة كل على حدة على القيمة السوقية للمؤسسة، كما تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد لدراسة أثر المتغيرات المستقلة مجتمعة على القيمة السوقية للمؤسسة.

خاتمة



حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء على أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة ولتجسيدها تم اختيار عينة مكونة من 28 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2018، بحيث قسمنا بحثنا إلى فصلين فصل نظري وفصل تطبيقي، ففي الفصل الأول تم عرض أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بكل من هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة والعلاقة بينهما من خلال النظريات المالية التي فسرت تلك العلاقة، أما الفصل الثاني والمتعلق بالجانب التطبيقي فقد تم من خلاله دراسة أثر المتغيرات المستقلة (الديون طويلة الأجل، الأسهم، الأرباح المحتجزة) على المتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة) باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

## أولاً- نتائج الدراسة:

### 1- النتائج النظرية:

- ✓ وجود اختلاف جوهري بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال إذ يشمل الأول جميع مصادر التمويل بينما هيكل رأس المال يشمل مصادر التمويل طويلة الأجل؛
- ✓ لاختيار تركيبة هيكل رأس المال هنالك محددات كمية وكيفية يجب أخذها بعين الاعتبار عند المفاضلة بين المصادر المختلفة؛
- ✓ تقدير تكلفة مصادر التمويل لمعرفة العائد الذي يجب على المؤسسة تحقيقه على هذه المصادر؛
- ✓ يعبر السعر السوقي للسهم عن القيمة السوقية للمؤسسة بحيث يتم حسابها بضرب عدد الأسهم المصدرة في السعر السوقي للسهم؛
- ✓ تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بمجموعة العوامل على المؤسسة أخذها في الحسبان؛
- ✓ وجود عدد من النظريات المالية التقليدية والحديثة المفسرة لعلاقة هيكل رأس المال بالقيمة السوقية للمؤسسة، فمنها ما يؤيد وجود هذه العلاقة ومنها ما ينفي ذلك.

### 2- النتائج التطبيقية:

- ✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون طويلة الأجل والقيمة السوقية للمؤسسة في حالة استخدامها كمصدر تمويلي وحيد مكون لهيكل رأس المال؛
- ✓ وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة وهي علاقة عكسية في حالة استخدامها كمصدر تمويلي وحيد مكون لهيكل رأس المال؛

- ✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للمؤسسة في حالة كمصدر وحيد مكون لهيكل رأس المال أو استخدامها مع باقي مكونات هيكل رأس المال؛
- ✓ وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون طويلة الأجل، الأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة وهي علاقة عكسية لكل منهما على القيمة السوقية للمؤسسة.

#### ثانيا- الاقتراحات:

- ✓ على المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية التخفيض من نسبة الديون طويلة الأجل وذلك بهدف الاستفادة من الأثر الإيجابي للديون؛
- ✓ ضرورة التقليل من الاعتماد على الأسهم كمصدر تمويلي بسبب ارتفاع تكلفة إصدارها وضمن عدم إرسال إشارات إلى السوق عن وضعيتها المالية غير المريحة؛
- ✓ ضرورة الاهتمام بمصادر التمويل الداخلي للمؤسسة من خلال إدارة سليمة للأرباح المحتجزة لانخفاض تكلفتها مقارنة بإصدار الأسهم والسندات؛
- ✓ قيام المؤسسات الصناعية الأردنية بأبحاث ودراسات حول القيمة السوقية للمؤسسة حتى تتمكن من تعظيمها؛
- ✓ على المؤسسات الصناعية الأردنية التوجه نحو التمويل الإسلامي والاستفادة من المزايا والإيجابيات التي يتمتع بها.

#### ثالثا- آفاق الدراسة:

بناء على ما ورد في الدراسة نقترح أن تتناول الدراسات المستقبلية المواضيع الآتية:

- ✓ إعادة إجراء هذه الدراسة في قطاعات أخرى دون القطاع الصناعي؛
- ✓ تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- ✓ تكلفة التمويل وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- ✓ مدى اعتماد المؤسسات على النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة.

## قائمة المصادر والمراجع

## I - المراجع باللغة العربية

### أولا- الكتب:

- 1- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط2، دار وائل للنشر، 2011؛
- 2- بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، ط1، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019؛
- 3- جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت؛
- 4- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005؛
- 5- دريد كمال آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007؛
- 6- زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008؛
- 7- سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2017؛
- 8- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، مصر؛
- 9- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، ط1، شركة الجلال للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2006؛
- 10- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007؛
- 11- عبد الغفار حفي وآخرون، الأسواق المالية أسواق رأس المال- البورصات- البنوك- شركات الاستثمار، الدار الجامعية الإسكندرية، 2006؛
- 12- عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005؛
- 13- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002؛

- 14- عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، ط 5، مطابع السروات، 2017؛
- 15- عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، ط 2، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013؛
- 16- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، ط 1، دار الحامد، 2008؛
- 17- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007؛
- 18- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006؛
- 19- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، ط 2، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011؛
- 20- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى عملي، بدون طبعة، بدون دار نشر، 2012؛
- 21- محمد صلاح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001؛
- 22- محمد صلاح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002؛
- 23- محمد طيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2010؛
- 24- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط 1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010؛
- 25- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، ط 1، دار الفكر، 2011؛
- 26- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، ط 1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن؛

- 27- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط 1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010؛
- 28- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط 1، مكتبة الجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن؛
- 29- مليكاوي مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019؛
- 30- مليكاوي مولود، الإستراتيجية والتسيير المالي، ط 1، دار هومة للطباعة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2018؛
- 31- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999؛
- 32- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ط 5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003؛
- ثانيا- المذكرات والرسائل والأطروحات:
- 33- بوريعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2011-2012؛
- 34- دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال: دراسة أكثر عمقا: دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 03، 2011-2012؛
- 35- زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة: دراسة مقارنة بين السوق السعودية والمغربية خلال الفترة 2003-2011، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011-  
2012؛

36- عبد الكريم خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة لنيل  
شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم  
التجارية جامعة المسيلة، الجزائر، 2019؛

#### ثالثا- المقالات:

37- حركاتي نبيل، "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة  
2009-2014"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 01، ديسمبر؛

38- حسين محمد حسين سمحان، "أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم  
والاستثمار الأردنية"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 17، جوان 2015؛

39- سهائلة نبيلة، جبار بوكثير، "عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية  
دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائر 1999-2014"، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات،  
لعدد 05، جوان 2017، ميله، الجزائر؛

#### رابع- المحاضرات:

40- بن عباس سمير، محاضرة بعنوان "تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد"، مقياس اقتصاد قياسي مالي،  
قسم علوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، 2018/2019؛

#### II - المراجع باللغة الأجنبية

#### أولا- الكتب:

41-Eugene F, Joel F, **Fundamentals of Financial management**, 12<sup>th</sup>  
Edition, Cengage Learning, USA, 2009.

42-Eva R. Porras , **The Cost Of Capital**,1<sup>st</sup> Edition, Palgrave Macmillan, England, 2011.

43-Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Praticce**, Johan Wiley & Son, England, 2005.

44-Roos , Westerfield , Jaffe , **Corporate Finance**, 6<sup>th</sup> edition, The MacGraw-Hill Companies, USA, 2003.

45-Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski, **Cost Of Capital Applications and Exampales**, 3<sup>rd</sup> Edition, Johan Wiley & Son, Canada, 2008.

ثانيا- المواقع الإلكترونية:

46-<http://www.ase.com.jo>.....06/09/2020.



قائمة الملاحق

## الملحق رقم (01): المعلومات والبيانات المالية لمؤسسات عينة الدراسة

LOG RE	LOG CAP	LOG DPT	PBR	السنوات	المؤسسات
6.72271378	7.39794001	6.85736633	1.54	2014	دار الدواء للتنمية والاستثمار
6.8444041	7.39794001	6.59222596	1.07	2015	
6.97775711	7.39794001	7.02448189	0.95	2016	
0	7.39794001	7.01281817	1.06	2017	
0	7.39794001	6.93184734	0.63	2018	
6.5970438	6.97772361	0	1.48	2014	الحياة للصناعات الدوائية
6.3364179	6.97772361	0	1.27	2015	
6.66207999	6.97772361	0	0.99	2016	
6.74703134	6.97772361	5.75613307	0.98	2017	
6.83320036	6.97772361	6.16725558	0.84	2018	
6.30344036	6.47712125	0	4.09	2014	فيلاذاميا لصناعة الأدوية
6.38702497	6.69897	0	2.64	2015	
5.76513635	6.87506126	0	1.78	2016	
5.98838057	6.87506126	0	1.15	2017	
6.17617232	6.87506126	0	1.1	2018	
3.31196566	7.17482675	5.17503319	2.11	2014	الصناعية التجارية
6.67961299	7.17482675	6.41282648	1.69	2015	
4.84706651	7.17482675	6.13616609	1.14	2016	
5.2333972	7.17482675	5.43136376	0.8	2017	
5.3730224	7.17482675	5.5378191	0.74	2018	
4.84196606	6.12385425	0	0.87	2014	المتصدرة للأعمال والمشاريع
0	6.12385425	0	0.61	2015	
6.14976087	6.12385425	5.58827171	0.88	2016	
5.95998579	6.17609126	0	0.79	2017	
6.04198253	6.17609126	5.47196317	0.69	2018	
0	6.95424251	6.43369609	0.65	2014	الوطنية لصناعة الكلوين
0	6.95424251	6.65624476	0.58	2015	
0	6.95424251	6.62848038	0.63	2016	
0	6.95424251	6.50312471	0.72	2017	
0	7.30103	0	0.73	2018	
6.19280767	7.22076165	6.10005091	0.42	2014	الموارد الصناعية الأردنية
0	7.22076165	5.99382053	0.22	2015	
0	7.22076165	6.062448722	0.17	2016	
0	7.22076165	6.03985176	0.13	2017	
0	7.22076165	5.95476913	0.15	2018	
6.26043609	7.07918125	0	1.44	2014	العربية لصناعات المبيدات
6.29644272	7.07918125	5.64350005	1.22	2015	
5.36499725	7.07918125	5.59990926	1.25	2016	
6.42955624	7.07918125	5.49689645	1.14	2017	
6.51377104	7.07918125	5.51672042	0.89	2018	
4.58069694	7.36172784	6.54306938	1.03	2014	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن
5.89271275	7.1468719	6.57320811	0.66	2015	
0	7.37214404	6.72749913	1	2016	

0	7.37214404	6.54004465	0.92	2017	ومنتجاتها
0	7.37214404	7.19126857	0.85	2018	
6.09688917	6.60205999	0	0.91	2014	الألبان الأردنية
6.36900905	6.60205999	0	2.56	2015	
6.46305867	6.60205999	4.80725082	1.09	2016	
6.53293175	6.60205999	5.31794848	1.04	2017	
6.54640347	6.60205999	5.97879522	1.35	2018	
5.79953215	6.77815125	0	0.96	2014	للزيوت النباتية العالمية الحديثة
5.99718317	6.77815125	0	1.11	2015	
6.14733741	6.77815125	0	1.4	2016	
6.2089753	6.77815125	0	1.21	2017	
6.1604091	6.77815125	0	0.95	2018	
7.62599307	6.47712125	0	0.97	2014	الوطنية للمواجن
7.64336317	6.47712125	0	0.40	2015	
7.55372573	7.47712125	0	0.46	2016	
7.5422097	7.47712125	0	0.35	2017	
7.42591284	7.47712125	0	0.35	2018	
0	6.95039582	6.50918827	1.51	2014	دار الغذاء
0	6.95039582	6.11552997	0.91	2015	
0	7.06505331	0	1.68	2016	
0	7.06505331	0	0.87	2017	
0	7.06505331	5.44369941	0.94	2018	
5.27947758	6.60205999	0	0.82	2014	مصانع الزيوت النباتية والأردنية
5.480955003	6.60205999	0	1.21	2015	
5.52413508	6.60205999	0	1.19	2016	
5.761018049	6.60205999	0	1.11	2017	
5.78802476	6.60205999	0	1.15	2018	
7.00147349	7.17609126	6.77164406	2.34	2014	سنيورة للصناعات الغذائية
6.7899826	7.17609126	7.01769426	2.21	2015	
6.89639861	7.25527251	7.11835733	2.12	2016	
6.75979562	7.34242268	7.02625536	1.86	2017	
6.55619066	7.39794001	7.07715663	2.14	2018	
5.69170021	6.82930377	0	1.27	2014	العربية لصناعة الألمنيوم
5.75930364	6.82930377	0	1.1	2015	
5.7724376	6.82930377	0	1.14	2016	
5.82819958	6.82930377	0	1.07	2017	
5.2003908	6.82930377	0	1.31	2018	
0	6.33671603	5.90009609	0.84	2014	الوطنية لصناعة الصلب
0	6.46860842	6.06501996	0.95	2015	
5.04941574	6.46860842	5.94344554	1.32	2016	
5.76882598	5.76882598	5.9298285	1.07	2017	
6.9335023	6.46860842	5.75373852	1.1	2018	
8.67556297	7.87506126	7.60065713	0.63	2014	مناجم الفوسفات الأردنية
8.7053479	7.87506126	7.77388869	0.51	2015	
8.61392212	7.91645395	7.92382407	0.25	2016	
8.56055698	7.91645395	7.86207769	0.31	2017	
8.54664999	7.91645395	7.91466572	0.35	2018	

8.37755949	7.92073884	4.92941893	1.89	2014	البوتاس العربية
8.7616726	7.92073884	4.70757018	1.96	2015	
8.70523319	7.92073884	4.23044892	1.99	2016	
8.71252259	7.92073884	7.06498182	1.74	2017	
8.73151656	7.92073884	7.20033057	1.58	2018	
0	7.54406804	0	0.54	2014	حديد الأردن
0	7.54406804	0	0.41	2015	
0	7.54406804	0	0.31	2016	
0	7.54406804	0	0.48	2017	
0	7.54406804	0	0.42	2018	
0	6.55327605	0	0.83	2014	الأردنية لصناعة الأنايب
0	6.55327605	0	0.62	2015	
0	6.55327605	0	0.54	2016	
0	6.55327605	0	0.55	2017	
0	6.55327605	0	1.86	2018	
0	6.69897	0	0.71	2014	الأردنية للصناعات الحشيشية
0	6.69897	0	0.89	2015	
0	6.69897	0	0.61	2016	
0	6.69897	0	0.78	2017	
0	6.69897	0	0.98	2018	
6.12526553	7.39794001	0	2.21	2014	الباطون الجاهز
6.03770014	7.39794001	0	1.74	2015	
6.2754726	7.39794001	4.59664107	0.77	2016	
6.24718518	7.39794001	0	0.73	2017	
5.85183845	7.39794001	5.77815125	0.41	2018	
0	7.14604117	0	0.61	2014	القس للصناعات الخرسانية
3.96213247	6.87274034	0	0.34	2015	
4.20284237	6.87274034	0	0.47	2016	
3.34222523	6.87274034	0	0.44	2017	
5.44212215	6.87274034	0	0.38	2018	
0	7.07918125	5.89439472	0.42	2014	أساس للصناعات الخرسانية
0	7.07918125	5.63247653	0.29	2015	
0	7.07918125	4.85140513	0.31	2016	
0	7.07918125	4.69897	0.31	2017	
0	7.07918125	4.6370057	0.23	2018	
0	7.28555162	6.4511428	0.6	2014	الوطنية لصناعة الكوايل
0	7.28555162	6.03512142	0.35	2015	
0	7.28555162	5.68849297	0.32	2016	
0	7.28555162	5.78176255	0.32	2017	
0	7.28555162	6.25542979	0.26	2018	
0	6.77815125	0	0.6	2014	العربية للصناعات الكهرائية
0	6.77815125	0	0.61	2015	
0	6.77815125	6.31522595	1.22	2016	
0	6.77815125	6.10163677	0.74	2017	
0	6.77815125	5.96723056	0.62	2018	
4.59143193	7.60205999	0	0.58	2014	مصانع الكيبلات المتحدة
0	7.60205999	0	0.44	2015	

5.41345065	7.60205999	0	0.35	2016	
4.07353507	7.60205999	5.92220628	0.37	2017	
0	7.54406804	6.21037712	0.34	2018	

## الملحق رقم (02): معلومات عامة حول مؤسسات عينة الدراسة

القطاع الفرعي قطاع الصناعة	رابط البريد الإلكتروني	اسم المؤسسة	رمز المؤسسة		الرقم
			الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	
الأدوية والصناعات الطبية	<a href="mailto:admin.dad@dadgroup.com">admin.dad@dadgroup.com</a>	دار الدواء للتنمية والاستثمار	DADI	14012	01
	<a href="mailto:hpi@nol.com.jo">hpi@nol.com.jo</a>	الحياة للصناعات الدوائية	HPIC	141210	02
	<a href="mailto:info@philapharma.com">info@philapharma.com</a>	فيلا دلفيا لصناعة الأدوية	PHI	141219	03
الصناعات الكيماوية	<a href="mailto:icacontactus@ica-jo.com">icacontactus@ica-jo.com</a>	الصناعية التجارية الزراعية/الإنتاج	ICAG	141009	04
	<a href="mailto:acidco@nets.com.jo">acidco@nets.com.jo</a>	المتصدرة للأعمال والمشاريع	ACDT	141010	05
	<a href="mailto:info@chlorine.com.jo">info@chlorine.com.jo</a>	الوطنية لصناعة الكلورين	NATC	141054	06
	<a href="mailto:jirco@wanadoo.jo">jirco@wanadoo.jo</a>	الموارد الصناعية الأردنية	JOIR	141055	07
	<a href="mailto:sales@mobedco.com">sales@mobedco.com</a>	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	MBED	141209	08

الأغذية والمشروبات	/	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن	JPPC	141002	09
	jordan__dairy@batelco.jo	الألبان الأردنية	JODA	141004	10
	Ufactory@yahoo.com	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	UMIC	141052	11
	Wasi@freshdelmonte.com	الوطنية للدواجن	NATP	141084	12
	Info@nutridar.com	دار الغذاء	NDAR	141094	13
	vegoil@vegoils.net	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	JVOI	141141	14
	info@siniorafood.com	سنيورة للصناعات الغذائية	SNAR	141222	15
الصناعات الاستخراجية والتعدينية	aral@aral.jo	العربية لصناعة الألمنيوم	AALU	141006	16
	<a href="mailto:nationalsteel1979@gmail.com">nationalsteel1979@gmail.com</a>	الوطنية لصناعة الصلب	NAST	141011	17
	administrator@jpmc.com	مناجم الفوسفات الأردنية	GOPH	141018	18
	intesar.n@arabpotash.com	البوتاس العربية	APOT	141043	19
	info@jordansteelplc.com	حديد الأردن	JOST	141070	20

الصناعات الهندسية والاستشارية	<a href="mailto:info@jopipe.com">info@jopipe.com</a>	الأردنية لصناعة الأنابيب	JOPI	141019	21
	<a href="mailto:info@naqel.com">info@naqel.com</a>	الأردنية للصناعات الخشبية	WOOD	141038	22
	<a href="mailto:info@kingdomconcrete.jo">info@kingdomconcrete.jo</a>	الباطون الجاهز والتوريدات المعدنية	RMCC	141065	23
	<a href="mailto:Info@qrm.jo">Info@qrm.jo</a>	القدس للصناعات الخرسانية	AQRM	141208	24
	<a href="mailto:alassasbaton@alassas.com">alassasbaton@alassas.com</a>	أساس للصناعات الخرسانية	ASAS	141214	25
الصناعات الكهربائية	<a href="mailto:Info@cableco.com.jo">Info@cableco.com.jo</a>	الوطنية لصناعة الكوابل	WIRE	141039	26
	<a href="mailto:h.kaysi@aei-jo.com">h.kaysi@aei-jo.com</a>	العربية للصناعات الكهربائية	AEIN	141072	27
	<a href="mailto:Ucic@uciccables.com">Ucic@uciccables.com</a>	مصانع الكابلات المتحدة	UCIC	131097	28



## الملحق رقم (03): مخرجات برنامج Eviews10 (PBR و DBT)

Dependent Variable: PBR  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/28/20 Time: 12:29  
 Sample: 2014 2018  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 28  
 Total panel (balanced) observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.097347	0.075543	14.52613	0.0000
LOG_DBT	-0.040888	0.020645	-1.980553	0.0501

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.676678	Mean dependent var	0.962500
Adjusted R-squared	0.595119	S.D. dependent var	0.608574
S.E. of regression	0.387237	Akaike info criterion	1.122616
Sum squared resid	16.64476	Schwarz criterion	1.731956
Log likelihood	-49.58309	Hannan-Quinn criter.	1.370233
F-statistic	8.296819	Durbin-Watson stat	1.335028
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق رقم (04): مخرجات برنامج Eviews10 لـ (CAP و PBR)

Dependent Variable: PBR  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/28/20 Time: 12:22  
 Sample: 2014 2018  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 28  
 Total panel (balanced) observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.249658	1.895780	3.824102	0.0002
LOG_CAP	-0.892431	0.269059	-3.316861	0.0012

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.695438	Mean dependent var	0.962500
Adjusted R-squared	0.618612	S.D. dependent var	0.608574
S.E. of regression	0.375835	Akaike info criterion	1.062840
Sum squared resid	15.67897	Schwarz criterion	1.672181
Log likelihood	-45.39883	Hannan-Quinn criter.	1.310458
F-statistic	9.052077	Durbin-Watson stat	1.469305
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق رقم (05): مخرجات برنامج Eviews10 لـ (RE و PBR)

Dependent Variable: PBR  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/28/20 Time: 12:17  
 Sample: 2014 2018  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 28  
 Total panel (balanced) observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.893257	0.102227	8.737977	0.0000
LOG_RE	0.018134	0.025319	0.716228	0.4754

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.666792	Mean dependent var	0.962500
Adjusted R-squared	0.582740	S.D. dependent var	0.608574
S.E. of regression	0.393113	Akaike info criterion	1.152733
Sum squared resid	17.15368	Schwarz criterion	1.762074
Log likelihood	-51.69134	Hannan-Quinn criter.	1.400351
F-statistic	7.933048	Durbin-Watson stat	1.325610
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق رقم (06): مخرجات برنامج Eviews10 لـ (PBR و DBT CAP RE)

Dependent Variable: PBR  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/22/20 Time: 14:05  
 Sample: 2014 2018  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 28  
 Total panel (balanced) observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.732512	1.910242	4.047923	0.0001
LOG_DBT	-0.047797	0.019784	-2.415974	0.0174
LOG_CAP	-0.942831	0.268045	-3.517438	0.0006
LOG_RE	0.007816	0.024006	0.325577	0.7454

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.711163	Mean dependent var	0.962500
Adjusted R-squared	0.631667	S.D. dependent var	0.608574
S.E. of regression	0.369347	Akaike info criterion	1.038400
Sum squared resid	14.86944	Schwarz criterion	1.689763
Log likelihood	-41.68798	Hannan-Quinn criter.	1.303094
F-statistic	8.945862	Durbin-Watson stat	1.513384
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق رقم (07): مخرجات برنامج Eviews10 لـ (PBR و CAP, DPT)

Dependent Variable: PBR  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/29/20 Time: 13:30  
 Sample: 2014 2018  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 28  
 Total panel (balanced) observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.844085	1.871599	4.191113	0.0001
LOG_DBT	-0.047761	0.019703	-2.424045	0.0170
LOG_CAP	-0.954449	0.264577	-3.607451	0.0005

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.710882	Mean dependent var	0.962500
Adjusted R-squared	0.634660	S.D. dependent var	0.608574
S.E. of regression	0.367843	Akaike info criterion	1.025086
Sum squared resid	14.88390	Schwarz criterion	1.655438
Log likelihood	-41.75602	Hannan-Quinn criter.	1.281242
F-statistic	9.326483	Durbin-Watson stat	1.513182
Prob(F-statistic)	0.000000		

تسبح بحمده  
الله

