

جامعة قاصدي مباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية
الشعبة: علوم مالية وعلوم التسيير
التخصص: مالية مؤسسة
بعنوان:

محددات الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية "دراسة تطبيقية خلال الفترة (2016 - 2017)"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/06/17

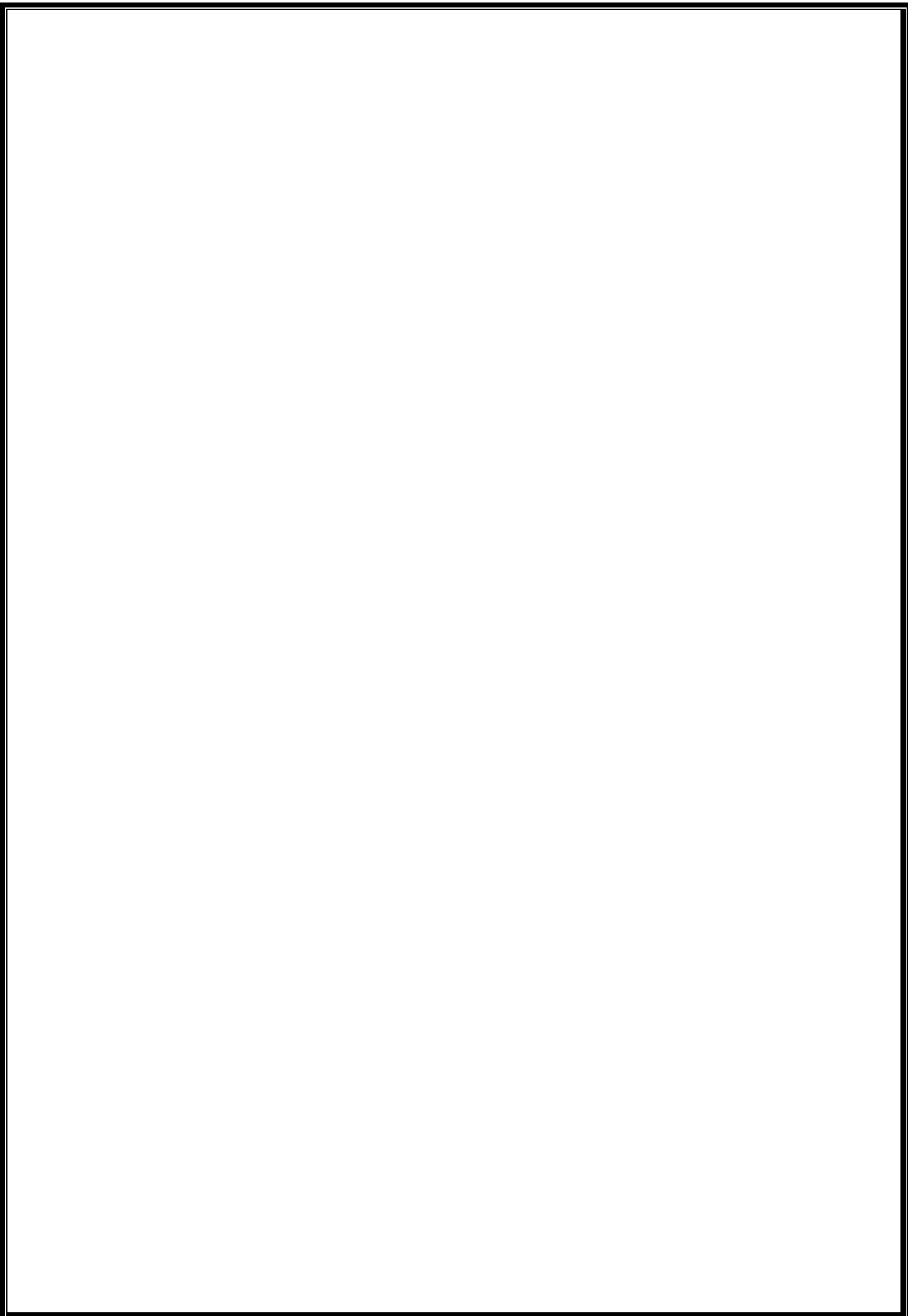
من إعداد الطالبتين: - باباحني إيمان

- عصماني فاطمة الزهراء

أمام اللجنة المكونة من السادة:

| | | |
|--------------|---|-----------------------|
| رئيسا | (أستاذ -أ- جامعة قاصدي مباح ورقلة) | الدكتور/ بوبكر شماخي |
| مشرفا ومقررا | (أستاذ محاضر-أ- جامعة قاصدي مباح ورقلة) | الدكتور/ رشيد حفصي |
| مناقشا | (أستاذة -أ.د- .جامعة قاصدي مباح ورقلة) | الدكتورة/ لمياء عماني |

السنة الجامعية: 2018-2019



جامعة قاصدي مرياح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية
الشعبة: علوم مالية وعلوم التسيير
التخصص: مالية مؤسسة
بعنوان:

محددات الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية "دراسة تطبيقية خلال الفترة (2016 - 2017)"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/06/17

من إعداد الطالبتين: - باباحني إيمان

- عصماني فاطمة الزهراء

أمام اللجنة المكونة من السادة:

| | | |
|--------------|--|-----------------------|
| رئيسا | (أستاذ -أ- جامعة قاصدي مرياح ورقلة) | الدكتور/ بوبكر شماخي |
| مشرفا ومقررا | (أستاذ محاضر-أ- جامعة قاصدي مرياح ورقلة) | الدكتور/ رشيد حفصي |
| مناقشا | (أستاذة -أ.د- .جامعة قاصدي مرياح ورقلة) | الدكتورة/ لمياء عماني |

السنة الجامعية: 2018-2019

الإهداء

إليك أنت يا فرحتي و قرّة عيني و سويداء قلبي، إلى أحلى ثلاثة حروف نطقها لساني وعشقها قلبي فيها حنان و في قربها راحة و أمان و أول من رفعت همي فكانت الشمس المشرقة إلى أغلى الناس " أمي".

هذه ثمرة السنين أهديها لكي و أنا رافعة الجبين كنت لي أفضل معين فلن أنسى فضلك إلى يوم الدين.

إليك يا صاحب الكف الحنون و الصدر الدافئ، إليك يا من سقيتنا من شبابك حب العمل و المثابرة لنتمتع بضلال النجاح لك يا " أبي".

❖ إلى من أتق اسم معهم المحبة الأسرية إخوتي و أخواتي:

● عمر، وافية، يمينة، سهام، صفاء، محمد، سعاد.

❖ إلى شمعة التي تضيء بيتنا، تقوى مفاز، إستبرق، رحاب.

❖ إلى جميع أعمامي وعماتي وأخوالي و خالاتي وأبنائهم.

● عصماني، بحاكم، بوبلال، برق .

❖ إلى من جمعتني حياة الجامعية معهم: إيمان، مسعودة، راوية،

شريفة، شيماء.

❖ إلى كل من علمني حرفاً طيلة فترة دراستي من التعليم الابتدائي إلى الجامعي

أساتذتي الكرام .

❖ إلى كل طالب علم و باحث عن معرفة.

❖ و بفيض القلم الباكي إلى كل من وسعته ذاكرتي ولم تسعه مذكرتي.

❖ إلى جميع هؤلاء أهدي ثمرة جهدي.

فاطمة الزهراء

الإهداء

إلى من أوصاني الله ببرهما و الإحسان إليهما، إلى اللذان منحاني العطف و الحنان ووقفوا معي و كانا خير سند و حصن لي في هذه الدنيا، إلى اللذان أدين لهما بكل شيء جميل في حياتي، إلى أعز وأغلى ما أملك في الوجود " أمي الغالية وأبي الغالي رحمه الله " إلى أختي آسيا و زوجها إبراهيم و ابنهما محمد أشرف حفظه الله لهما.
إلى كل إخوتي يوسف ،تقي الدين، رانية، يعقوب .
إلى رفيقتنا دري و شريكتي في إنجاز هذه المذكرة " بسمة و ريم ".
إلى كل صديقاتي وأصدقائي (صفاء، صورية، فاطمة، إيمان، راوية، شيماء، شريفة، عبد الرحمان).

إلى جميع أحوالي ونحالي وأعمامي وعماتي وعائلتهم (باباحني، تمبوكتو، بن زاهي) .
إلى كل من يذكرهم فكري و لم يدونهم قلبي .
إلى جميع هؤلاء أهدي ثمرة جهدي المتواضعة التي أرجو من العليّ القدير أن تكون في مستوى ما طمحت إليه .
وفي الأخير " ربنا تقبل منا إنك السميع العليم " .

إيمان

شكر و عرفان

قال تعالى: ﴿لئن شكرتم لأزيدنكم﴾

اللهم أعوذ بك من قلب لا يخشع وعين لا تدمع و علم لا ينفع و دعاء لا يستجاب له، أحمد و أشكر المولى عز وجل على كل العزيمة والصبر الذي منحني إياهما طيلة هذا المشوار ليتكلم جهدي بهذا العمل.

أتقدم بخالص شكري إلى الأستاذ المشرف " حفصي رشيد" الذي لم يدخر جهداً لمساعدتنا في إنجاز هذا العمل و على المجهود الذي بذله معنا من خلال متابعتة للعمل بنصائحه القيمة، فجزاه الله كل خير.
وكذا كل أساتذة جامعة قاصدي مرباح بورقلة .

كما أتقدم بخالص الشكر و الاحترام إلى الأساتذة أعضاء اللجنة على موافقتهم لمناقشة هذا البحث كما لا يفوتني أن أشكر كل من ساعدني من قريب أو بعيد و أشكر كل من ساهم معي و لو بكلمة طيبة.
وفي الأخير نسأل الله النفع العليم للجميع إنه سميع مجيب الدعاء.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى استخراج العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في السوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة (2016-2017) من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية (Panal) تو بالاستعانة ببرنامج (Eviews 09) لتفسير وإيجاد العلاقة بين معدل هيكل المالي ومجموعة من المتغيرات المالية والمتمثلة في: هيكل الأصول، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، معدل النمو، ومعدل المردودية المالية، العائد على الأصول وشملت العينة 30 مؤسسة صناعية.

وقد توصلت الدراسة إلى أن العائد على الأصول هو المحدد الأكثر تأثيراً في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات، في حين أن كل من عمر المؤسسة، معدل النمو، المردودية المالية، هيكل الأصول و حجم المؤسسة ، ليس لها دلالة إحصائية وبالتالي لا تلعب أي دور في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، محددات الهيكل المالي، المردودية المالية، حجم المؤسسة .

Abstract:

This study aims at extracting the specific factors of the financial structure of the institutions listed on the Muscat Securities Market during the period (2016-2017) through the use of the (Panal) model and using (09Eviews) to explain and find the relationship between the financial structure rate and a set of Financial variables represented in: asset structure, size of the institution, institution age, growth rate, financial rate of return, return on assets, The sample included 30 industrial institutions.

The study found that the return on assets is the most important determinant of the financial structure of these institutions, while the age of the institution, the rate of growth, financial profitability, asset structure and size of the institution have no statistical significance and therefore do not play any role in interpreting the structure Financial institutions of these listed companies on the Muscat Securities Market.

Keywords: Financial Structure, Determinants of Financial Structure, financial rate of return, size of the institution.

قائمة المحتويات

| الصفحة | المحتوى |
|--|---|
| II | الإهداء |
| III | الشكر |
| IV | الملخص |
| V | قائمة المحتويات |
| VI | قائمة الجداول |
| VII | قائمة الأشكال |
| VIII | قائمة الملاحق |
| أ | المقدمة |
| الفصل الأول: الأساس النظري للهيكل المالي والدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع | |
| 2 | تمهيد |
| 3 | المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي |
| 20 | المبحث الثاني: الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع |
| 29 | خلاصة الفصل: |
| الفصل الثاني: دراسة تحليلية وقياسية للهيكل المالي للمؤسسة المدرجة في بورصة مسقط للأوراق المالية | |
| 31 | تمهيد |
| 32 | المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة |
| 35 | المبحث الثاني: نمذجة قياسية للهيكل المالي (تحليل، تفسير، ومناقشة النتائج) |
| 44 | خلاصة الفصل |
| 46 | الخاتمة |
| 50 | قائمة المصادر والمراجع |
| 55 | الملاحق |
| 59 | فهرس المحتويات |

فهرس الجداول والأشكال

| صفحة | عنوان الجدول | رقم الجدول |
|------|-------------------------------|------------|
| 25 | مقارنة بين الدراسات العربية | 01 |
| 27 | مقارنة بين الدراسات الأجنبية | 02 |
| 34 | طريقة حساب متغيرات الدراسة | 03 |
| 35 | مصفوفة الارتباط بين المتغيرات | 04 |
| 36 | اختبار لاغرونج (LM) | 05 |
| 37 | نموذج الانحدار التجميعي | 06 |
| 41 | اختبار الذاتي بين الأخطاء | 07 |
| 41 | اختبار تجانس تباين الأخطاء | 08 |

| صفحة | عنوان الشكل | رقم الشكل |
|------|------------------------|-----------|
| 42 | اختبار التوزيع الطبيعي | 01 |

قائمة الملاحق

| الصفحة | عنوان الملحق | رقم الملحق |
|--------|--|------------|
| 55 | اختبار لاغرنج | 1 |
| 55 | نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء | 2 |
| 56 | اختبار تجانس التباين | 3 |
| 56 | جدول التوزيع الطبيعي | 4 |
| 57 | عينة الدراسة للشركات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية | 5 |
| 58 | جدول توزيع فيشر – Snedecor table de la loi de fishcher | 6 |

قائمة الاختصارات

| الرمز | الدلالة |
|--------|--------------------|
| TDTF | معدل الهيكل المالي |
| GAR | هيكل الأصول |
| FP | المردودية المالية |
| CROISS | معدل النمو |
| TAILLE | حجم الشركة |
| AGE | عمر الشركة |
| ROA | العائد على الأصول |

مقدمة

توطئة:

يتمثل الهدف الرئيسي لكل مؤسسة في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية، وعليه فهي ملزمة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة، ويحكم هذا الهدف نوعان من القرارات هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل، حيث يمكن زيادة قيمة الشركة إما من خلال قرارات استثمارية تتعلق بتحديد البدائل الاستثمارية الرأسمالية الراجعة، ومن ثم تحديد الحجم الأمثل للموازنة الرأسمالية، أو من خلال قرارات التمويل المتعلقة بتحديد هيكل التمويل الأمثل لاستثمارات الشركة، أي مزيج التمويل الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة، ويُخفض تكلفة التمويل إلى الحد الأدنى، ومن ثم يُعظم القيمة السوقية للشركة.

تعتبر النظريات المفسرة لهيكل التمويل أحد أكثر الحقول المبحوثة للمناقشة ضمن الدراسات الخاصة بتمويل الشركات، فالنظرية الحديثة لهيكل التمويل بدأت بمودكلياني و ميلير (1958) عندما قدموا مقالتهم (تكلفة رأس المال، تمويل الشركات ونظرية الاستثمار) وبرهنوا بأن الاختيار بين التمويل بالدين والملكية، وأيضا قيمة الشركة لا علاقة له بهيكل التمويل، وافترضوا أن أسواق رأس المال مثالية.

منذ ذلك الحين وضعت مقالة مودكلياني و ميلر إطارًا نظريًا لتفسير اختيارات هيكل تمويل الشركات، فبدأت النظريات الحديثة الخاصة بتمويل الشركات تحاول إيجاد وتحسين تفسيرات لسلوك المستثمرين، واعتمدت على العوامل التقليدية المفسرة لهيكل التمويل مثل (الوفر الضريبي، ومخاطر الإفلاس)، بينما تناولت نظريات أخرى تماثل المعلومات بين المالكين والإدارة كعامل مفسر لهيكل التمويل ومن النظريات ما فسرت أن زيادة نسبة الدين تعتبر إشارة سلبية لوضع الشركة وفقًا لتفسير المستثمرين .

بناء على ما سبق، تتجسد مشكلة البحث في السؤال الرئيسي التالي: ما هي المحددات الأكثر تأثيرا على

الهيكل المالي لمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة 2016 و 2017 ؟

وللإجابة على هذه الإشكالية الرئيسية تم تجزئتها إلى مجموعة من إشكاليات جزئية هي:

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والهيكل المالي للشركة؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة والهيكل المالي؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو الشركة والهيكل المالي؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والهيكل المالي؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية والهيكل المالي؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الأصول و الهيكل المالي؟

✓ فرضيات البحث:

تعتمد الدراسة للإجابة على إشكالية البحث وتساؤلاته على الفرضية الأساسية التالية:

H₁: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي والمؤشرات المالية الخاصة بالمؤسسة (حجم المؤسسة، معدل النمو، هيكل الأصول، عمر المؤسسة، المردودية المالية، العائد على الأصول) والتي يمكن صياغتها بالفرضيات الجزئية الآتية:

- الفرضية الأولى: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والهيكل المالي للشركات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.

- الفرضية الثانية: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة والهيكل المالي.

- الفرضية الثالثة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو الشركة والهيكل المالي.

- الفرضية الرابعة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والهيكل المالي.

- الفرضية الخامسة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية والهيكل المالي.

- الفرضية السادسة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الأصول والهيكل المالي.

✓ أسباب اختيار الموضوع:

- توافق الموضوع مع نوع تخصصي العلمي، الرغبة الذاتية في البحث في مواضيع التسيير المالي.
- تعد مسألة تمويل المؤسسة الصناعية والخدمات ودراسة وتقييم هيكلها التمويلي من بين المواضيع الحساسة وذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة .
- محاولة استخدام بعض الأساليب الإحصائية في تحديد العلاقة بين مختلف المتغيرات.
- توفير معلومات إضافية لمستخدمي البيانات المالية والمقرضين بشكل رئيسي، بخصوص الهياكل المالية للشركات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.
- مساعدة المقرضين على تقدير حجم الطلب المتوقع على أموالهم من قبل الشركات التي من المحتمل أن تستفيد من خدماتهم، وذلك عن طريق المتغيرات التي تساهم في تحديد هيكل المالي للشركات.

✓ أهداف الدراسة:

تكمّن أهداف الدراسة في:

➤ تعريف بأهم العوامل المحددة للهيكل المالي في سوق مسقط للأوراق المالية.

➤ قياس واختبار مدى تأثير كلا من حجم المؤسسة، هيكل الأصول، معدل النمو، العائد على الأصول، المردودية المالية، وعمر المؤسسة، على الهيكل المالي في سوق مسقط للأوراق المالية .

✓ أهمية الدراسة:

هناك العديد من الدراسات التي اهتمت بدراسة وتحليل الهيكل المالي للمؤسسات ومحددات هذا الأخير لذا تكمن أهمية البحث في الاستفادة من الأساليب القياسية في نمذجة الهيكل المالي للمؤسسة وهذا بناء على النظريات المالية في الموضوع، الشيء الذي من شأنه أن يوضح للمؤسسات أهم العوامل التي يمكن أن تأخذها مستقبلا في تحديد هيكلها المالي، وكذا محاولة إبراز أهم العوامل التي تواجه المؤسسة المدرجة في البورصة في اختيار هيكلها التمويلي.

✓ حدود الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى معرفة تأثير محددات الهيكل المالي على تركيبة التمويل في المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية فتمثلت :

- الحدود المكانية: تمت الدراسة في سوق مسقط للأوراق المالية حيث تم اختيار عينة مكونة من 30 مؤسسة من القطاع الصناعي والخدمات مدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.
- الحدود الزمنية: فتمثلت في الفترة (2016 - 2017).

✓ منهج الدراسة والأدوات المستخدمة:

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة على الإشكالية المطروحة اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي الموافق للدراسة النظرية، إضافة إلى منهج دراسة الحالة الذي يمكننا من تطبيق جانب من المعلومات المتوفرة لدينا، حيث أسقطنا المعلومات النظرية المتوفرة على معطيات من البورصة وبالاستعانة ببرنامج Eviews09 .

✓ مرجعية البحث:

كون البحث مزيج من دراسة تحليلية مالية وقياسية فإننا اعتمدنا على مختلف المراجع في النظرية المالية من مجلات ومذكرات وكتب... الخ لتحليل وفهم نظريا الهيكل المالي للمؤسسة، ومن اجل نمذجة هذا الأخير كان لا بد بالاعتماد على مراجع في نظرية القياس الاقتصادي وما توفرها من أساليب إحصائية ورياضية.

✓ صعوبات البحث:

- صعوبة الحصول على المعلومات اللازمة.
- كون هذه المذكورة ذات وجهين الأول مالي يتمثل في فهم الهيكل المالي والثاني قياسي رياضي تطلب بعض الوقت لفهم هذه الأساليب والانتقال من الوجه الأول إلى الوجه الثاني.

✓ هيكل البحث:

سعيًا منا للإحاطة بجميع جوانب وأساسيات البحث وللإجابة على الإشكالية فقد قمنا بتقسيم البحث كما يلي :

- الفصل الأول والذي سنتناول فيه الأسس النظرية للهيكل المالي والدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع، ويندرج تحته المبحث الأول مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي حيث تم تناول في المطلب الأول مفهوم الهيكل المالي ومكوناته وفي المطلب الثاني عوامل ومحددات الهيكل المالي والمطلب الثالث النظريات المفسرة للهيكل المالي، وتم تخصيص المبحث الثاني للدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع تناول المطلب الأول عرض الدراسات السابقة وفي المطلب الثاني تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها.
- الفصل الثاني سنتناول فيه دراسة تطبيقية حيث تم تناول في المبحث الأول الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، تحت عنوان الطريقة والأدوات المستخدمة في تحليل محددات الهيكل المالي. أما المبحث الثاني تحت عنوان نمذجة قياسية للهيكل المالي (تحليل، تفسير، ومناقشة النتائج)، في المطلب الأول تناولنا فيه عرض نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها أما المطلب الثاني تم مناقشة وتحليل النتائج المتوصل إليها.

الفصل الأول:

الأساس النظري للهيكل المالي و الدراسات

السابقة ذات الصلة بالموضوع

تمهيد:

تسعى المؤسسات للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها و توسيع أنشطتها، وبالتالي عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل الأساسية، أما عن طريق التمويل الذاتي، أو اللجوء إلى اقتراض الأموال، ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للمؤسسة توفير رأس المال المطلوب يعتمد بشكل كبير على حجمها.

ويعتبر هذا أحد القرارات المالية المهمة وذات صلة الوثيقة من أجل تحقيق هدف المؤسسة المتمثل في تعظيم قيمة الأسهم في سوق الأوراق المالية، وتضمن القرارات المذكورة اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة. وعليه سنطرق إلى مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي من خلال المباحث التالية :

✓ المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي.

✓ المبحث الثاني: الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

تكمن مهمة الإدارة المالية في كيفية الاختيار بين البدائل التمويلية المتعددة حسب ظروفها الخاصة و تكلفة كل بديل من عناصر الهيكل المالي، وذلك بعد دراسة الاحتياجات المالية للمؤسسة و التي تتمثل في احتياجات مالية طويلة أو قصيرة الأجل، تمويل بالملكية و التمويل بالدين ومن هنا نقول بأن المؤسسة تقوم برصد سياستها المالية. إذن من الضروري التفرقة بين المفاهيم المختلفة للهيكل المالي والتعرف على أهم العوامل والمحددات المتحكمة فيه وأهم النظريات المفسرة له.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومكوناته

يعتبر مفهوم الهيكل المالي من أكثر المفاهيم التي أحدثت جدلا كبيرا بين الباحثين باعتباره من المواضيع التي لا تزال تثير البحث فيها بحكم المستجدات التي تعرفها الساحة الأكاديمية والمالية، ويعتبر من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من المساهمين والمسيرين، بما لها من تأثير على استقرار المؤسسة، وفي البداية لا بد أن نفرق بين مفهومين شائعين، الأول الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة والثاني الهيكل المالي الأمثل والذي يقصد به تمويل الأموال الخاصة والديون. وسنحاول في ما يلي التطرق للمفاهيم التالية:

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي وهيكل المالي الأمثل

أ- مفهوم الهيكل المالي

تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة نذكر منها:

- **التعريف الأول:** يعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف المركز المالي¹.
- **التعريف الثاني:** الهيكل المالي هو كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات الشركة، ويتمثل ذلك بالجانب الأيسر للميزانية أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل الذي تستخدمه المؤسسة، أما هيكل رأس المال الذي يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة، كالديون طويلة الأجل، والأسهم العادية، والأرباح المحتجزة².

¹ عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص137.

² محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة المالية التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، 1993، ص591.

- **التعريف الثالث:** يعرف الهندي (1989) الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها مكونات الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، ويعرفه الميداني (1999) هو كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات الشركة، ويتمثل ذلك بجانب المطلوبات¹.

- **التعريف الرابع:** يعرف الهيكل بأنه الجزء الخاص بالأموال الخاصة و الاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة أي أن الهيكل المالي هو الجانب الأيسر من الميزانية والذي يبين لنا كيفية تمويل أصول المؤسسة².
ومن ثم يمكن تعريف الهيكل المالي على انه توليفة مكونة من مجموعة مصادر التمويل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية.

ب- مفهوم الهيكل المالي الأمثل

"يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنئة تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة"³.

الفرع الثاني: مكونات الهيكل المالي

يبين الهيكل المالي الكيفية التي تقوم المؤسسة بتمويل احتياجاتها طويلة وقصيرة الأجل من أصول ثابتة وموارد أولية وكذا مختلف المصاريف اللازمة لاستمرار نشاط المؤسسة وتحقيق أهدافها، وهناك عدة مصادر للتمويل نوجزها فيما يلي:

1/ مصادر التمويل قصيرة الأجل:

يقصد بالتمويل قصير الأجل هو ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية (دورة الاستغلال) التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن السنة الواحدة⁴.

¹ -شلاش سليمان، البقوم علي، العون سالم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال - حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي (1997-2001)، مجلة المنارة، 2008، ص 58 .

² بكاري بلخير، ضيف أيوب، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة تطبيقية لعينة عاملة في القطاع الخدمات بولاية ورقلة للفترة (2011-2014)، مجلة الوحات للبحوث والدراسات المجلد 10، العدد 1، جامعة غرداية، 2017، ص 593 .

³ عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص 108.

⁴ علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 257.

1-1 الائتمان التجاري:

يعتبر من مصادر التمويل قصيرة الأجل التي يمنحها المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة بيعها أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة حيث يحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل، و يأخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجاري أو السفتحة أو الشيك المؤجل¹.

2-1 الائتمان المصرفي:

يتمثل في القروض (السلفيات) التي يتحصل عليها المستثمر أو المؤسسة من البنوك ويلتزم بسدادها خلال فترة زمنية معينة لا تزيد عادة عن سنة واحدة، والقاعدة العامة الائتمان المصرفي قصيرة الأجل يستخدم في تمويل الأغراض التشغيلية للمؤسسة، ويستبعد استخدامه في تمويل الأصول الثابتة².
تلجأ المؤسسات إلى الائتمان المصرفي في الحالات التالية³:

- عندما تكون احتياجات البرنامج التشغيلي للمؤسسة تتعدى ما توفره مصادر التمويل التلقائية .
- عندما تكون المؤسسة حديثة العهد وهي بذلك ليس لها من السمعة ما يمكنها من كسب الثقة من الجهات المانحة للائتمان التجاري فتلجأ للائتمان المصرفي.

2/ مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل:

هي المصادر التي تمتد مدة استحقاقها لأكثر من سنة، وتعد أهم مكونات الهيكل التمويلي وتسعى المؤسسات إلى الحصول على مصادر الأموال لتمويل استثماراتها وبالشكل الملائم حسب الظروف السائدة في الأسواق المالية .

وتنقسم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى مصادر خارجية ومصادر داخلية :

1-2: مصادر التمويل الخارجية :

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة وفقاً للظروف السائدة في الأسواق المالية، وتوجيهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر. و بناءً على ما تقدم فإن تمويل المصادر الخارجية يعد من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات ومن أهم هذه المصادر: الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات.

¹ دريد كمال آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط 2، 2009، ص 221.

² رايح خوي، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار ايتراك للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص 132-133.

³ نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1997، ص 469-470.

2-1-1 الأسهم العادية:

تعرف بأنها تلك الأسهم التي لا تمتلك أية تفصيلات أو أسبقيات خاصة سواء في دفع مقسوم الأرباح أو في حالة الإفلاس والتصفية، وتعد هذه الأسهم الأساس لهدف المؤسسة في التعظيم في سوق الأوراق المالية. كما أنها تمثل رأس المال الذي يقدمه المالكون عند تأسيس الشركة، وهي التي تمتلك حق إدارة المؤسسة، كما يمكن لحامل الأسهم العادية المشاركة في الجمعيات العامة¹.

2-1-2 الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز حصة في ملكية المؤسسة، يمنح مالكة الحق في الحصول على عائد سنوي محدد بشكل مسبق يتوزع سنويا، عندما تحقق المؤسسة أرباح تكفي لتغطية هذه التوزيعات بعد الوفاء بجميع التزاماتها تجاه الغير، ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق لا يتمتع بها غيرهم، كالحق في الحصول على نصيبه من المؤسسة قبل حملة الأسهم العادية وبعد تسديد الالتزامات تجاه الغير في حالة التصفية .

2-1-3 السندات:

يمثل السند مستند مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسة ويعطي لحاملها الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند بالإضافة إلى فوائد متفق عليها في آجال محددة².

توجد عدة عوامل تدعو المؤسسات إلى اللجوء إلى إصدار السندات كمصدر لتمويل طويل الأجل، من بينها³:

- ✓ زيادة موارد التمويل المتاحة للمؤسسة، حيث يمكن جذب من لا يرغب في المشاركة في مخاطر الملكية.
- ✓ توفير المرونة لإدارة المؤسسة فيما يتعلق بالهيكل المالي من خلال اشتراط حقها في استدعاء السندات لوفاء القدرة على استخدام الاقتراض في زيادة معدل العائد على الملكية.
- ✓ الزيادة المطردة في معدلات التضخم وما يصاحبها من تخفيض القدرة الشرائية للنقود مما يشجع المؤسسة على الاقتراض نظرا لأن الأموال سيتم سدادها بعد فترة طويلة.
- ✓ زيادة النمو في مبيعات وأصول المؤسسة دون أن تصاحبها زيادة مماثلة في معدل نمو الأرباح المحتجزة مما يؤدي إلى لجوء معظم المؤسسات إلى الاقتراض، خاصة طويلة الأجل، من أجل تمويل احتياجاتها المتزايدة من الأموال⁴.

¹ عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاتب الخرشنة، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص182.

² عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 387.

³ براق محمد وغربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2015، صص42-43.

⁴ سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية (مدخل حديث)، بدون دار نشر، ص 384 - 385.

2-2 مصادر التمويل الداخلية (التمويل الذاتي):

يعرف التمويل الذاتي على أنه الفائض النقدي المحقق من العمليات الجارية للمؤسسة بعد توزيع مكافآت رأس المال و الموجه نحو تمويل الاحتياجات المالية المستقبلية من سداد الديون، تنفيذ الاستثمارات الرأس المالية زيادة رأس المال العامل.¹

ولتمويل الذاتي هدفان أساسيان يتحددان من خلال العناصر المكونة له، يهدف إلى التوسيع وتنمية المؤسسة ويتحقق هذا بواسطة الأرباح الصافية بعد توزيع الأرباح وهو التمويل الذاتي للنمو، أما التمويل الذاتي للبقاء فهو يهدف للمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإرادية وذلك من خلال مخصصات الإهلاك التي تغطي التآكل المادي والمعنوي للاستثمارات وبالتالي ضمان الموارد الضرورية، للاستثمار في النشاط الأساسي، أما مخصصات مؤونات تدني الأصول المتداولة و مؤونات الأخطار والتكاليف فهي إعمادات ماليه يحتفظ بها لمواجهة تدهور الأصول .
يحسب التمويل الذاتي انطلاقا من قدرة التمويل الذاتي كالاتي² :

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - التوزيعات المدفوعة.

ويمكن حساب قيمة القدرة على التمويل الذاتي وفق طريقتين³ :

أ- الطريقة المباشرة:

القدرة على التمويل الذاتي هو عبارة عن الفرق بين النتائج المحصلة و التكاليف المسددة الناتجة عن النشاط الأساسي للمؤسسة، حيث نأخذ بعين الاعتبار إلا النتائج و التكاليف المؤثرة فعليا على الخزينة أي استبعاد أي تدفقات وهمية (مخصصات الإهلاك، مخصصات المؤونات) و يحسب كما يلي :

قدرة التمويل الذاتي = الفائض الإجمالي للاستغلال + تحويل تكاليف الاستغلال + كل النتائج الخاصة بالاستغلال - كل التكاليف الخاصة بالاستغلال + نتائج مالية (باستثناء المؤونات المسترجعة وتحويل التكاليف) - تكاليف مالية (باستثناء مخصصات الإهلاك و مؤونات المالية) + نتائج استثنائية (عدا نتائج التنازل عن الاستثمارات المحولة لنتيجة و المؤونات الاستثنائية المسترجعة) - تكاليف استثنائية (ماعداء القيمة الصافية للاستثمارات المتنازل عنها، مخصصات الإهلاك و المؤونات الاستثنائية)- مساهمة الأجراء.

ب- الطريقة غير المباشرة:

¹ عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 331.

² الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2011، ص261.

³ مليكة زغيب، ميلود بوشنيقر، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2011، ص 130-133.

تنطلق هذه الطريقة من النتيجة الصافية لهذا تبدو القدرة على التمويل الذاتي بشكل تدفق نقدي حقيقي محقق من طرف المؤسسة تحسب كما يلي:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{مخصصات الإهلاك} + \text{مخصصات مؤونات}$$

المطلب الثاني: عوامل اختيار الهيكل المالي ومحدداته

إن عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر التمويل فحسب بل يقع على عاتقه أيضا أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يعد المزيج التمويلي المناسب.

و يتوقف تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة على مجموعة من المحددات منها ما يتعلق بالمحيط الخارجي للمؤسسة، ومنها ما يتعلق بطبيعة المؤسسة ذاتها كما قد تتحكم في عملية الاختيار خصائص مصادر التمويل في حد ذاتها.

وتحظى نسبة القروض في المزيج التمويلي طويل الأجل بعناية خاصة من الطرف مسيرين المؤسسة وملاكها، وهذا نظرا لما يتمتع به هذا التمويل من خصوصية تميزه عن غيره من مصادر التمويل الأخرى كونه يمارس تأثيرا مباشرا على عوائد المؤسسة و مخاطرها الأمر الذي يجعله على علاقة مباشرة مع قيمة المؤسسة. وتمثل المتغيرات الآتية أهم العوامل والمحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في اعتمادها على القروض في التمويل.

الفرع الأول: عوامل اختيار الهيكل المالي

لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة توجد عدة عوامل، حيث تتعلق أساسا بعلاقة المفاضلة بين الخطر ومردود العائد لإدارة المؤسسة.

إن هذه العوامل تحدد الطاقة الاستيعابية للدين أي نسبة الديون المثلى وتطور تكلفة رأس المال لمستويات الدين المختلفة، ويتم الاستعراض لأهم هذه العوامل فيما يلي¹:

¹ محمد أمين عزت الميداني، الإدارة المالية التمويلية في الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 576-578.

1- نمو المبيعات:

إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد و تنمو بمعدلات عالية (10% فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع تمويل هذا النمو اعتماداً على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

2- استقرار المبيعات:

توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات و أرباح المؤسسة والتمويل بالدين فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقراراً كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة فإن استقرارية المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض، للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر¹.

3- درجة المنافسة:

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقرارية أرباحها، فكلما ازدادت حدة المنافسة السعرية بين المؤسسات كلما انحسر هامش الربح مما يجد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من احد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة .

4- موقف إدارة المؤسسة اتجاه الخطر:

هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد، سياسات التمويل للمؤسسة، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية، فإنها لن تلجأ إلى تمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، إما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح².

5- موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر:

لاشك أن موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر تعاضم الخطر التمويلي للمؤسسة فهو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة فالترتيب الائتماني للمؤسسة وبالتالي مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار المزيج التمويلي المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل وغالباً ما تنصاع المؤسسة، لتوصيات الجهات المقرضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.

¹ عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، (2006)، ص 404.

² محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة المالية التمويلية في الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 578 .

الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي

يتأثر المزيج المكون للهيكل المالي بعدة محددات التي تنتمي إلى المحيط المالي ، وتتميز هذه المتغيرات بالتقلب وعدم الثبات وقد قسم الباحثين هذه المتغيرات إلى متغيرات داخلية ومتغيرات خارجية كل هذه المتغيرات تحدد معالم هذا الهيكل وذلك من خلال الموازنة بين العائد والمخاطر ومن أهم هذه المحددات نجد:

1. هيكل الأصول:

يرى الكثير من الباحثين أن هيكل الأصول دورا مهما في تحديد معالم الهيكل المالي إذ يعتبر أن ارتفاع قيمة الأصول الثابتة يؤدي إلى زيادة احتياج المؤسسة لتمويل طويل الأجل، ونفس الشيء بالنسبة للاستثمارات المتداولة فكلما زادت يؤدي ذلك إلى زيادة طلب التمويل بغرض اقتنائها مما يؤدي إلى زيادة قروض قصيرة الأجل ومن ثم زيادة نسبة المديونية في الهيكل المالي على اعتبار أن المؤسسات التي لها أصول قليلة هي أقل ضمانا وأكثر حساسية لظاهرة عدم التناظر في المعلومة لذلك تلجأ هذه المؤسسات إلى الاستدانة كونها أقل حساسية لعدم التناظر في المعلومة مقارنة بالتمويل بالأسهم من جهة، ومن جهة أخرى توصل كل من Bradley et Al (1984) في دراستهما إلى أن المؤسسات ذات مستوى العالي من الأصول الثابتة تقترض أموال بمعدل فائدة أقل مضمونة بقيمة الأصول الموجودة لديها.¹

2. حجم الشركة:

مما لا شك فيه أن حجم المؤسسة يلعب دورا أساسيا في التأثير على الهيكل المالي وذلك لعدة أسباب من بينها أن المؤسسات صغيرة الحجم تكلفه التمويل بالاستدانة فيها تكون مرتفعة بسبب أن المالكين يخافون من تكلفة الإفلاس من جهة وأن المقرضين من جهة أخرى عادة ما يضعون شروط إضافية على هذا النوع من المؤسسات بسبب رسميتها الصغيرة فهم يخافون على أموالهم، في حين أن الشركات الكبيرة وبسبب ضخامة رأسمالها فهي تستطيع الدخول للأسواق المالية وفتح رأسمالها أو الاستدانة بمعدلات كبيرة من جهة ومن جهة أخرى تستفيد هذا النوع من المؤسسات من وفورات الحجم الشيء الذي ينعكس بصفة مباشرة على التكلفة الإجمالية للتمويل التي عادة ما تكون أقل.

¹ غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، الجامعة الأردنية، (2011)، ص 369.

3. عمر المؤسسة:

يؤثر عمر المؤسسة بصفة مباشرة أو غير مباشرة في الهيكل المالي حيث يعتبر العديد من الباحثين أن هذا المحدد له أهمية خاصة إذ يستدل به كمؤشر لسمعة المؤسسة إذ يعطي فكرة عن قدرة هذه الأخيرة على الاستمرارية والبقاء وفي العادة تلجأ المؤسسات الحديثة إلى الاستدانة بغرض تلبية احتياجاتها التمويلية أما المؤسسات القديمة فإذا ما احتاجت إلى التوسع والنمو فستلجأ إلى الاستدانة بشروط ميسرة وهنا اختلفت النظريات في اتجاه التأثير فحسب نظرية المفاضلة يتوقع وجود علاقة إيجابية بين عمر المؤسسة ونسبة المديونية في الهيكل المالي في حين أن نظرية التمويل الرتي فترى أن هناك علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ونسبة المديونية في الهيكل المالي.¹

4. معدل نمو القيمة السوقية:

عادة ما تلجأ المؤسسات ذات النمو المرتفع للاستدانة لتغطية مختلف احتياجاتها التمويلية في حين ذات النمو المنخفض فتلجأ إلى التمويل بحسب النمو المتوقع وهذا ما يتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل، وحسب نظرية الإشارة فإن معدل النمو يعتبر كمؤشر عن الصحة المالية الجيدة للمؤسسة ومن ثم يقبل المقرضون على إقراض المؤسسة بشروط ميسرة وبالتالي وجود علاقة إيجابية بين معدل النمو والهيكل المالي، غير أن الدراسة التي قام بها كل من Roden & Lewellen (1995) ، و Rajan & Zingales (1995) أظهرت وجود علاقة عكسية بين معدل النمو المؤسسة ونسبة المديونية في هيكل مالها بسبب زيادة المخاطر مع زيادة الاستثمارات الجديدة.

5. الربحية:

يجمع العديد من الباحثين أن للربحية تأثير إيجابي على الهيكل المالي فكلما ارتفعت نسبة الربحية في المؤسسة كلما ارتفعت قدرتها على الاستدانة، فحسب Myers & Majluf (1984) تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد أكثر على التمويل الذاتي والمشكل من الأرباح المحتجزة ثم في مرحلة مقبلة على التمويل بالاستدانة وهذا يحدث في حالة عدم وجود تماثل في المعلومات وهذا لتقليل من مخاطر الإفلاس، غير أن بعض الدراسات التي قام بها كل من Hall & Al (2004)، Cabar & Holms & Myers (2003) ، Sunder (1999) وجدوا أن هناك علاقة عكسية بين الربحية والهيكل المالي.²

¹ عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، محددات الهيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية للفترة (2000-2006)، المجلة الأردنية في الإدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2، جامعة الأردنية، (2011)، ص 233.

² زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير غير منشورة، جامعة ورقلة، (2009)، ص 117.

6. معدل الفائدة:

تعكس معدلات الفائدة كما هو معلوم ثمن المبالغ النقدية المتنازل عنها خلال فترة زمنية معينة يلتزم المقترض بدفعها إلى المقرض وهي تدخل في تكلفة رأس المال، فالعلاقة التي تربط معدل الفائدة بالهيكل المالي هي علاقة عكسية على اعتبار أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي بإدارة المؤسسة إلى امتناع أو تخفيض من الاعتماد على الدين الخارجي مما يؤدي إلى زيادة الاعتماد أكثر على التمويل الذاتي الشيء الذي ينتج عنه ارتفاع في تكلفة التمويل الإجمالية.¹

7. النظام الضريبي:

تلعب الضريبة دورا هاما في اختيار تشكيلة الهيكل المالي على اعتبار أن الضريبة عبارة عن فريضة مالية نقدية تأخذها الدولة جبرا من الأعوان الاقتصاديين لتحقيق أهداف الدولة العامة، فعند ارتفاع معدلات الضرائب على الأرباح فتلجأ المؤسسة إلى الاعتماد أكثر على التمويل بالديون وذلك بغية تخفيض التكلفة الإجمالية للتمويل والاستفادة من تقليل الوعاء الضريبي التي تتميز به.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

مما سبق استخلصنا أن الهيكل المالي يعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينهما، ومن باب الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيار هيكلها المالي وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمؤسسة، ويكون اختيار الهيكل المالي المناسب بما يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض التكلفة إلى الحد الأدنى مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة. وتعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث انه منذ أزيد من أربعين عاما يدور جدل بين العلماء والممارسين في مجال الإدارة المالية حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان هذا الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا و يعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات.

ولذلك خصصنا هذا المطلب لتحليل المقاربات النظرية الأساسية التي درست الهيكل المالي للمؤسسة، وقسمناها إلى ثلاث فروع، فالفرع الأول يتعلق بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق ومن بين النظريات نجد مدخل صافي الربح ومدخل صافي الربح التشغيلي، النظرية التقليدية، و نظرية مودكلياني و ميلر في ظل غياب

¹ عبد الغفور دادن، وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدمائية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2016)، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، المجلة 8، العدد1 (2018)، ص38.

الضرائب وتكلفة الإفلاس، أما الفرع الثاني يتعلق بدراسة الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق ومن بين النظريات نجد مودكلياني و ميلر والضريبة على دخل المؤسسات، نظرية تكلفة الإفلاس، ونظرية التسوية، أما الفرع الأخير عبارة عن الهيكل المالي في ظل التيارات الجديدة حيث تضم نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، نظرية التسلسل الهرمي للتمويل. وذلك من خلال ثلاثة فروع التالية:

الفرع الأول: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق

في هذا المبحث سوف نستعرض مختلف وجهات النظر أو المقاربات التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق وعلاقته بتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، بين مؤيدة ومعارضة لوجود هيكل مالي أمثل. والمتمثلة في المقاربات التالية: نظرية صافي الربح، الربح التشغيلي، النظرية التقليدية، ونظرية مودكلياني و ملير في ظل غياب الضريبة و تكلفة الإفلاس.

1 - نظرية الربح الصافي، الربح التشغيلي (صافي ربح العمليات):

قام أحد المفكرين في مجال الإدارة المالية بعد عام 1952 وهو David Durand بعرض أسلوبين لتقييم قيمة المؤسسة من خلال مدى اعتمادها على القروض في تكوين هيكل رأس المال وهما أسلوب صافي ربح Net Income وأسلوب صافي ربح العمليات (الربح التشغيلي Net Operating Income)، وقد أثار الأسلوبان جدلا شديدا ترتب عليه ظهور اتجاهين من الفكر متناقضين فيما يتعلق بوجود أو عدم وجود هيكل مالي أمثل يترتب عليه تدنية التكاليف وتعظيم قيمة المؤسسة¹. سوف نتناول عرض وتحليل كل من وجهتي نظر فيما يلي:

1-1- نظرية الربح الصافي Net Income Theory:

يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل رأس المال، سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية من خلال تغيير نسبة الرفع إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذات التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتلك ذات التكلفة الأكبر². أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة³.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة السكندرية، 2004، ص 186.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 761.

³ محمد صالح الحناوي، نيهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص 342.

2-1 - مدخل صافي ربح التشغيلي " NOI " Net Operating Income Approach :

يؤكد مؤيدي نظرية صافي الربح التشغيلي (NOI) في صياغة الهيكل المالي إلى أن التغيير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ولا في القيمة السوقية للمؤسسة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائد القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون مستقلة عن أي تغييرات في الهيكل المالي وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة (WACC)¹.

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية Financial Risk التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لا بد أن يطلبوا معدل العائد المطلوب يمثل تكلفة التمويل الممتلك لذلك فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي².

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.

و إن المنهج العام لنظرية صافي ربح التشغيلي في صياغة الهيكل المالي يؤكد فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) وأيضا عن تشكيلة هيكل رأس المال وهو ما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة ستظل ثابتة رغم التغييرات التي تحصل في مستويات الرفع المالي. مما يعني أن التغييرات في هيكل الأموال لا تأثير لها على القيمة السوقية للمؤسسة وأيضا لا تأثير لها على تكلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل مالي أمثل فكرة غير مقبولة إطلاقا³.

2- النظرية التقليدية Traditional Theory :

يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلمة من الناحية التحليلية و الاستنتاجية، بالإضافة إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد وجهة نظر وسيطة بين نظرية صافي الربح (NI) ونظرية صافي ربح العمليات (NOI) ووفقا لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترفع وتخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الاقتراض.

¹ Jacques Teulie, Patrick Topsacalian , **Finance** , 2e Edition, Vuibert 1997, Page 354.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره أعلاه، ص 769.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 184.

يؤكد مؤيدي هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل Optimal Financial Structure ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، هذه التشكيلة المميزة من تشكيلة نظرية مصادر التمويل المقترضة والمملوكة تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي¹.

3- نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة وكلفة الإفلاس وكلفة الوكالة.

مودكلياني وميلر Modigliani Et Miller Theory اتجاها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة منذ أن نشر و نظريتهم عام 1958 إلا أن تلك النظرية لازال يتحاذبها الجدل الفكري بين المهتمين بالإدارة المالية وقد اسند لهم بحق أنهم مؤسسي المدرسة الحديثة للإدارة المالية.

إن المضمون النظري لنظرية مودكلياني و ميلر (M&M) بشأن صياغة الهيكل المالي وفي ظل عدم وجود الضريبة تتفق ونظرية صافي ربح التشغيلي السابقة التحديد، إذ أكد مودكلياني و ميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك هم أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل².

الفرع الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق

فيما سبق لم يؤخذ بعين الاعتبار وجود الضريبة على دخل المؤسسات وكذلك إهمال تكلفة الإفلاس، أما في هذا الفرع وفي ظل عدم كمال الأسواق سوف نستعرض مختلف النظريات التي عاجلت الهيكل المالي في هذا الإطار وتمثل في: نظرية مودكلياني و ميلر والضريبة على دخل المؤسسات، الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس، وأخيرا الهيكل المالي الأمثل ونظرية التسوية.

1- مودكلياني و ميلر والضريبة على دخل المؤسسات:

أدرك مودكلياني و ميلر في دراستهما عام 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلا إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض، وأن وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه انخفاض تكلفة الأموال، وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة

¹ Pierre Vernimmen , **Finance D'entreprise**, 8e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz , Paris, 2010, P 785.

² Modigliani Et Miller, **The Cost Of Capital- Corporation : Finance And The Theory Of Investment** , American Economie Review, N0 3 Juin 1958, Page 261-267

الخطر غير أنها ممولة كاملا عن طريق الملاك، وسوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبة الناتجة عن الاقتراض¹.

2- الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس:

تفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوع من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية وهذه المخاطر هي مخاطر إضافية تصيب المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما. إن هذا الاحتمال يعطي الحق لمقرضي المؤسسة في اتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس.

ليست كل المؤسسات بالضرورة ناجحة أو منتجة كفاية لتستمر في الوجود، فهناك بعض المؤسسات التي تصاب بالفشل في أعمالها، ويمكن تعريف الفشل بحسب مستوى حدته فإذا فقدت المؤسسة ملاءتها المالية فنيا أي أنها لم تعد تستطيع مواجهة التزاماتها الجارية بالرغم من أن مجوداتها تفوق مطالبها، فإنها تعتبر فاشلة. لكن مثل هذا الفشل لن يؤدي بالضرورة إلى الإفلاس ومن الممكن معالجته و إيجاد الحلول المناسبة له، ولعل أقصى درجات فشل المؤسسة هو عندما تصل إلى درجة الإفلاس التي تتميز بعدم مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها الجارية، أي أن حقوق المساهمين في الميزانية تصبح سالبة لكونها استهلكت بتسديد الخسائر السابقة².

و إذا كانت المؤسسة تتبع سياسة تمويلية تعتمد أساسا على الاقتراض، فان ذلك قد يؤدي إلى فشل المؤسسة فعندما تكون نسبة المديونية مرتفعة ويحدث انخفاض في الأرباح قبل الفائدة والضريبة الفعلية عما كان متوقعا، فان هناك احتمالا كبيرا بأن لا تتمكن المؤسسة من تغطية التزاماتها المالية الثابتة، أي الفائدة على الدين ودفعات تسديد القروض مما قد يعرضها للإفلاس، ويكون ذلك أكثر احتمالا إذا كانت الأموال المستمدة من القروض قد استعملت لتمويل استثمارات طويلة الأجل لا يمكن استعادة تكاليفها إلا على المدى البعيد. وعلاوة على ذلك " الإفلاس هي مجرد آلية قانونية تسمح للدائنين للتولي (الإستلاء) عندما تنخفض قيمة الموجودات مما يؤدي إلى الفشل المالي³."

¹ Pierre Virnimmen, **Corporate Finance : Theory And Practice** , Op.Cit, P 669.

² محمد أمين عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص 726-725.

³ R.Brealey & S. Myers, **Principe De Gestion Financière** , 7e Edition, Pearson Education France, 2003, p552

3- الهيكل المالي الأمثل ونظرية التسوية (statique du trade-off) .

إن العلاقة بين تكاليف الإفلاس و الوفورات الضريبية للديون تعرف بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط (Static-Trade-Off)، إن هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس و الوفورات الضريبية)¹.

بالنسبة لنظرية التسوية (حل الوسط)، نسبة الاستدانة المثلى تقوم على مميزات وتكاليف المرتبطة بالاستدانة. كما رأينا سابقا، المؤسسات سوف يعدلون هيكلهم المالي (رأس المال) ليصلوا إلى نسبة الاستدانة التي تعتبر كنسبة مستهدفة لأنها تعظم قيمة المؤسسة².

الفرع الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات الجديدة للمالية الحديثة

في هذا الفرع نستعرض النظريات التي اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل المالية في ظل التيارات المالية الجديدة التي تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور المتعدد الأشكال The Multiform Approach ،الذي يعرف حاليا بما يسمى النظرية الحديثة للمشروع The Modern Theory Of The Firm ،والتي ظهرت في منتصف السبعينات نتيجة الانتقادات التي وجهت لفكرة اللجنة الاقتصادية والمالية (انعدام الضرائب ومتغيرات أساسية أخرى)، ولفكرة توافر السوق الكاملة Perfect Financial Market أين تتاح المعلومة لكل الأعوان الاقتصاديين، وسلوك هؤلاء الأعوان يكون رشيد.

1- نظرية الوكالة:

نموذج تكلفة الوكالة Jensen Et Meckling سنة 1976 تنظر للمؤسسة على أنها مجموعة من العقود للتفاوض بين الوكلاء بحرية لتحقيق أهداف مختلفة في ظل عدم تماثل المعلومات يتم تصميم اختيار الهيكل المالي كطريقة لتخفيف من تكاليف الوكالة بسبب النزاعات بين المساهمين والمدراء من جهة والمساهمين والمقرضين من جهة أخرى³.

قام كل من Jensen Et Meckling سنة 1976 بإدماج مفهوم تعدد الأهداف ضمن التصور الأكاديمي لنظرية المشروع، فللملاك هدف معين (تعظيم القيمة) و للمسيرين أهداف عديدة، كما أن للدائنين (الجهات

¹ Jacques Teulié Et Autres , Op.Cit, P367

² Robert Cobbaut, **Théorie Financière** , Gestion Economica, 04e Edition, Paris, 1997, page 284.,.

³ Et-Taoufik, Benoit Gailly, **La Structure Financiere Des Pme De La Haute Technologie**, Les Côtes De Carthage 3, 4, 5 Et 6 Juin 2003, Xiième Conférence De l'Association Internationale De Management Stratégique. p 12.

المانحة للقروض) هدف آخر. وتؤدي هذه التعددية للأهداف إلى نشوء ما يدعى بصراع الوكالة حيث يؤدي هذا الصراع إلى عدم التوافق من حيث اختيار الهيكل المالي¹.

ويعرف كل من " Jensen et Meckling نظرية الوكالة " كما يلي:

"عقد يقوم بموجبه شخص، يسمى بالرئيس ويستخدم شخصا آخر يسمى الوكيل لتنفيذ مهمة محددة باسمه"². وجوهر النظرية هو طرح إشكالية وجود أهداف ذاتية خاصة بالمسيرين تؤدي بهم إلى انتهاج سلوك مخالفة عن سلوكهم في حالة كونهم ملاكا.

تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل الذي يمكن أن تكون بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ النيو كلاسيكي الذي يستند إلى فرضية تضارب المصالح بحيث يهدف كل عون اقتصادي إلى تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة. وتقترح هذه النظرية أسلوبا لتسيير صراع الوكالة بشكل أمثل، خصوصا فيما يتعلق بالقرارات المالية المناسبة³.

كما تحاول هذه النظرية تفسير سلوك المتعاملين بتمويل المؤسسة ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الوكالة أي حسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل وحياة المؤسسة، وذلك باعتبار الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تنير أخرى، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

2- نظرية الإشارة (نظرية عدم تماثل المعلومات):

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى المؤلف Ross سنة 1977، تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل أو تناظر المعلومات التي يتصف بها السوق، و الواقع أن المعلومات التي تتبناها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (signaux) خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة⁴.

¹ عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة ورقلة 2009-2010، ص 317.

² Fatimata Ly-Baro, **structure financier de l'entreprise**, Economica, Paris, 2002, Op.Cit P 29.

³ عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره أعلاه، ص 318.

⁴ Aimble Quintart, Richard Zisswiller, **Théorie De La Finance** , 2e Edition, Mise A Jour Juillet 1990, Gestion Puf, France , P. 272

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة (مركبة) complex أو إلى شروط خاصة في مختلف أشكال الهيكل المالي.¹

كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسببها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.²

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين , A , B المؤسسات من نوع A أحسن أداء من المؤسسات من نوع B ومن اجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا (critical) للاستدانة *D .

فترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد A لها القدرة على الاستدانة والعكس بالعكس.³

3- نظرية التسلسل الهرمي للتمويل (التمويل الرتيبي peking order theory):

استنادا إلى أبحاث التي قام بها Myers 1984 والتي تشير إلى أن الهيكل المالي للمؤسسة هو ببساطة النتيجة التراكمية للقرارات التمويلية الفردية للقادة حسب التسلسل الهرمي (P.O.T) Majulf Myers Et سنة 1984 أن التمويل الذاتي أفضل من التمويل الخارجي، وعندما تكون بحاجة إلى موارد خارجية فإن الديون تفضل على الأموال الخاصة (الأسهم) يستعملون استثنائيا الزيادة في رأس المال.⁴

وقد تم رفض فرضية وجود هيكل رأس المال الأمثل من قبل نموذج التسلسل الهرمي للتمويل، بسبب عدم تماثل المعلومات بين الوكلاء (الأعوان) من داخل وخارج المؤسسة، ويتبع التسلسل الهرمي واضح تملبها الحاجة إلى الأموال الخارجية وليس محاولة للعثور على نسبة الدين إلى حقوق المساهمين الأمثل.⁵

و بالتالي فإن نظرية التسلسل الهرمي يتطلب أن المؤسسات التي لديها أرباح كبيرة واحتياجات تمويل صغيرة تميل إلى انخفاض نسب الديون، وذلك أساسا لأنها تحتاج إلى أموال خارجية.¹

¹ 225 : Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, **Un Essai De Synthèse Des Débats Théoriques A Propos De La Structure Financière Des Entreprises**, In Revue Du Financier, N°31, (2001), P18.

² Pierre Vernimmen , **Finance D'entreprise**, 8e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz , Paris, 2010, P 785.

³ عبد الوهاب دادن، الجدال القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 339.

⁴ Fatima Ly Baro ,Op.Cit, Pp 47.48

⁵ 242 : Myers (1984) & N. Maljuf, (1984) , **Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have**, Journal Of Financial Economics, Vol. 13, N° 2, Pp. 187-221

المبحث الثاني: الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع

خلال مدة البحث تم الاطلاع على عدد كبير من الأبحاث والمقالات والمجالات التي تناولت الموضوع الهيكل المالي لذلك خصص هذا المبحث لعرض هذه الدراسات.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

الفرع الأول : دراسات باللغة العربية

1. دراسة بلخير بكاري، ضيف أيوب (2017) بعنوان: محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة " دراسة تطبيقية للعينة العاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة خلال الفترة (2011-2014)".²

تهدف الدراسة إلى التعرف على أي العوامل الأكثر تحديدا للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات في الجزائر خلال الفترة (2011-2014).

حيث استخدمنا نموذج الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية لتفسير العلاقة بين معدل هيكل المالي ومجموعة من محددات المالية والمثلة في: (هيكل الأصول، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية)، وشملت العينة 30 مؤسسة خدمية.

وقد توصلت الدراسة إلى أن هيكل الأصول وعمر المؤسسة هما المحددين الأكثر تأثيرا في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات، في حين أن كل من حجم المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية لا تلعب دورا في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

2. دراسة حمزة الزبيدي وحسين سلامة (2014) بعنوان: اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال، دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2003-2007).³

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة لهيكل رأس المال في الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية، والعوامل هي: (نوع الأصول، الحجم، المخاطرة، الربحية، السيولة والزكاة) وهيكل رأس

¹ Brealey et autres, op.cit, p566

² بلخير بكاري، ضيف أيوب، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تطبيقية للعينة العاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة خلال الفترة (2011-2014)، جامعة ورقلة، الجزائر (2017).

³ حمزة الزبيدي، وحسين سلامة، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال، دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2003-2007)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الإدارة، 2014.

المال الأصول مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول، ويتكون مجتمع الدراسة من 92 شركة مساهمة، وعينة من 64 شركة مساهمة تمثل قطاعات مختلفة.

حيث استخدمنا نموذج الانحدار المتعدد في الدراسة، وقد نتج عنها أن الأصول الملموسة والربحية، والحجم تؤثر على هيكل رأس المال أما بقية المتغيرات لا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية على هيكل رأس المال في الشركات السعودية المساهمة، كما نتج أن هناك ضعفا في الاتجاه لدى الإدارات في الشركات المساهمة السعودية إلى الاعتماد على الرفع المالي لأسباب متعددة.

3. دراسة غازي فلاح (2011) بعنوان: محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال، دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية خلال الفترة (1996-2007).¹

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في: (الحجم المؤسسة، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو) والعوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في: (معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات. باستخدام معادلة الانحدار المتعدد، وذلك باستخدام مقياس الهيكل المالي. وشملت العينة هذه الدراسة (54) على شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالمؤسسة، حيث أن حجم الشركة وهيكل الأصول كان له أثر إيجابي في مقياس الهيكل المالي، في حين كان المعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقياس الهيكل المالي، أما المعدل النمو فقد كان له أثر إيجابي في الهيكل المالي من جهة، ومن الجهة الأخرى أثبتت عدم وجود أثر العوامل الخاصة بسوق رأس المال في قرارات المديرين الماليين في المؤسسات، وأن هذه العوامل لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي.

¹ غازي فلاح، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال- دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2007)، دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية (2011).

4. دراسة سليمان شلاش، وآخرون (2008) بعنوان: العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي لفترة (1997-2001) المنارة، جامعة آل البيت.¹

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم محددات أو العوامل التي تتحكم في الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي وذلك خلال الفترة (1997-2001)، إضافة إلى تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المؤسسات موضوع البحث ثم معرفة قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويلية، وقد شملت الدراسة عينة مكونة من (58) شركة صناعية. حيث تم استخدام نموذج تحليل الانحدار المتعدد، معتمدا على متغير واحد تابع (الهيكل المالي) للشركة مقاسا بمجموع الديون إلى مجموع الأصول، وأربعة متغيرات مستقلة وهي: نسبة المديونية السابقة، السيولة، الربحية ومعدل النمو.

وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الرفع المالي في الشركات الصناعية الأردنية بمتوسط (36%)، وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلتها في الدول، حيث تجاوزت النسبة (80%)، إضافة إلى انه هنالك علاقة إحصائية هامة موجبة بين الهيكل المالي ونسبة المديونية السابقة عند مستوى معنوية (1%) وبينت أيضا وجود العلاقة إحصائية هامة وسالبة بين الهيكل المالي والربحية والسيولة ومعدل النمو عند مستوى معنوية (1%).

الفرع الثاني: الدراسات الأجنبية

1- دراسة Tabitha Nasieku (2015) بعنوان: محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة شرق أفريقيا.²

• Capital Structure Determinants Among Companies Quoted in Securities Exchange in East Africa.

هدفت الدراسة إلى إيجاد محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة شرق أفريقيا. على وجه التحديد وافترضت الدراسة عدة فرضيات لمعرفة علاقة هيكل رأس المال بكل من (الربحية، النمو، حجم الشركة، هيكل الأصول، وتكلفة رأس المال)، واشتملت الدراسة على مجموعة من 65 شركة مدرجة ونشطة التداول خلال الفترة (2009-2013) وتم تحليل البيانات باستخدام التحليل الوصفي. و أظهر التحليل علاقة إيجابية ضئيلة

¹ سليمان شلاش وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال -حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي لفترة (1997-2001) المنارة، جامعة آل البيت 2008.

² Tabitha, Nasieku, , Capital Structure Determinants Among Companies Quoted in Securities Exchange in East Africa (2015).

بين الربحية والنمو وحجم الشركة وهيكل رأس المال وعلاقة إيجابية مهمة مع هيكل الأصول، وعلاقة سلبية بين تكلفة رأس المال وهيكل رأس المال.

2- دراسة Awara & Obim & Atseye (2014) بعنوان: محددات الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة نيجيريا¹.

• **Deteminants of Financial Structure; Evidence from Nigerian Quoted Firms.**

تقوم الدراسة على إيجاد محددات الهيكل المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة الممتدة من (1999-2012) لعينة مكونة من 25 مؤسسة وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية (Panal).

توصلوا إلى أن كل من الربحية، مخاطر التشغيلية، معدل النمو، حجم المؤسسة هي المحددات أكثر تأثيرا على الهيكل المالي في المؤسسات المدرجة في بورصة نيجيريا.

3- دراسة Jian (2008) بعنوان: محددات الهيكل رأس المال للشركات المدرجة بالصين.²

• **The Determinants of Capital Structure Evidence from Chinese Listed Companies.**

هدفت الدراسة إلى معرفة محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة بالصين فقد قام بدراسة لعينة

تتكون من 972 شركة صينية، حيث درس الاختلاف في نظريات هيكل رأس المال (التسلسل، الوكالة، والتبادل) ويحاول الباحث فحص مدى تأثير هيكل الملكية و الربحية والمخاطر و الحجم على هيكل رأس المال، واستخدام الباحث الرفع المالي كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى أن هناك تناقض فيما يتعلق بتأثير الحجم على هيكل رأس المال، حيث يؤثر سلبا في القيمة الدفترية لنسبة الرفع المالي وإيجابا على القيمة السوقية، و وجد نتائج متناقضة فيما يتعلق بالعلاقة بين نسبة الرفع المالي والعمر، و وجد كذلك أن عمر الشركة له تأثير موجب على القيمة السوقية لنسبة الرفع ولا

¹ Atseye Anake, Edim Obim, Felix Awara, **Deteminants of Financial Structure; Evidence from Nigerian Quoted Firms**, Research Journal of Finance and Accounting, vol5, n:16, (2014).

² Jian, C. and Roger, S. **The Determinants of Capital Structure Evidence from Chinese Listed Companies**, Economic Change and Restructurin 60, (2008).

يوجد له تأثير في القيمة الدفترية، وأن المخاطر والأصول غير الملموسة تأثيرها موجب في نسبة الرفع المالي سواء
مقاس بالقيمة السوقية أو الدفترية.

4- دراسة Hisham Gharaibeh and Basil Al-Najjar (2007) بعنوان: محددات هيكل رأس المال "دراسة عن الشركات الصناعية الأردنية"، الجامعة الهاشمية¹.

• **Determinants of capital structure: (Evidence from Jordanian Data)**

هدفت هذه الدراسة للبحث في هيكل رأس المال للشركات في الدول النامية شملت الدراسة على عينة مكونة من 68 شركة من الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (1996-2000)، حيث استخدم الباحثان نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار محددات هيكل رأس المال. وتوصلت الدراسة إلى أن خيارات التمويل تتأثر بعدة عوامل منها: الربحية، حجم المؤسسة، نسبة النمو، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، بنية الموجودات، السيولة، الأرباح الموزعة. كما أثبتت الدراسة وجود هيكل تمويلي محدد مسبقاً لدى الشركات الصناعية الأردنية و أن هذه الشركات تقوم بتعديل الهيكل التمويلي حسب نسبة الرفع المالي المستهدفة.

5- دراسة Hafid belghiti (2006) بعنوان: دراسة محددات الهيكل المالي وهذا بالتطبيق على المؤسسات الكندية والأمريكية خلال السنوات 1998 إلى 2005 جامعة كيبك².

• **Les Déterminant De La Structure Du Capital Application pour Les Entreprise Canadiennes Et Américaines De 1998 a 2005.**

هدفت الدراسة إلى مقارنة النتائج النظرية والتجريبية على محددات هيكل رأس المال (الهيكل المالي)، ولتحقيق أهداف البحث استخدم الباحث أسلوب الانحدار بالإضافة إلى الأسلوب التحليلي المقارن للبيانات الذي يسمح له من دراسة الميزانيات والذي يحد من التحيز في اختبار الفرضيات. كان التركيز الرئيسي في هذه الأطروحة اختبار ميداني على بعض المتغيرات مثل: الضرائب، الإفلاس، التكاليف، نسبة الدين الأمثل، ودورها في تفسير هيكل رأس المال.

¹ Hisham Gharaibeh, Basil Al-Najjar, **Determinants of Capital Structure**, Jordan Journal of Business Administration, Volume 3, No. 2, (2007).

² Hafid Belghiti, **Les determinant De la Structure Du Capital Application pour les Entreprise Canadiennes Et Américaines**, thèse doctorat, université Québec A Montréal, 2006.

الفصل الأول: الأساس النظري للهيكل المالي والدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع

حيث توصلت الدراسة إلى وجود دور الايجابي لحجم التدفقات النقدية و مخاطر مقدار الدين فيما يتعلق بتأثيرها على ربحية المؤسسة بالإضافة للعلاقة العكسية بين الدين العام و الأداء. في الأخير أشارت الدراسة بضرورة القيام بنماذج تقوم بالأساس على مبادئ التسلسل الهرمي في التمويل من شأنها أن تثري دراسة تشكيل هيكل رأس مال للشركات.

المطلب الثاني: تقييم دراسات السابقة

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى تقييم الدراسات السابقة من خلال تحديد أوجه التشابه والاختلاف بينهما، من أجل تقييمها ومعرفة موقع الدراسة الحالية منها.

الفرع الأول: تقييم الدراسات السابقة العربية

ترتكز اغلب الدراسة إلى استخراج العوامل المحددة للهيكل المالي في مؤسسات من خلال استخدام عدة نماذج إحصائية، لإيجاد العلاقة بين الهيكل المالي ومجموعة من المتغيرات المالية، ومن هنا يمكن توضيح أكثر أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات من خلال الجدول التالي:

- يوضح هذا الجدول أهم أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات العربية.

الجدول رقم 1-1 : مقارنة بين الدراسات العربية

| المؤلف | الهدف | حدود المكانية و الزمنية | متغيرات الدراسة و الأدوات المستعملة | النتائج |
|------------------------|---|--|---|--|
| بلخير بكاري، وضيف أيوب | معرفة على أي العوامل الأكثر تحديدا للهيكل المالي. | 30 مؤسسة خدمية بولاية ورقلة خلال الفترة (2011-2014). | استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية، معتمد على متغيرات مستقلة (هيكل الأصول، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية لا المردودية المالية) والهيكل المالي كمتغير تابع. | هيكل الأصول وعمر المؤسسة هما المحددين الأكثر تأثيرا في تفسير الهيكل المالي، في حين أن كل من حجم المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية لا تلعب دورا في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات. |

الفصل الأول: الأساس النظري للهيكل المالي والدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع

| | | | | |
|---|---|--|---|--|
| <p>حمزة الزبيدي وحسين سلامة</p> | <p>اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة لهيكل رأس المال.</p> | <p>64 شركة مساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2003-2007).</p> | <p>استخدم نموذج تحليل الانحدار المتعدد، معتمدا على الرفع المالي كمتغير تابع، أما متغيرات مستقلة في: (الأصول الملموسة والربحية، والحجم، والسيولة، والمخاطر، والزكاة). المال.</p> | <p>تؤثر (الأصول الملموسة والربحية، والحجم) على هيكل رأس المال مقياسا بالرفع المالي، أما بقية المتغيرات لا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية على هيكل رأس المال.</p> |
| <p>غازي فلاح المؤمنني، علي محمود حسين</p> | <p>معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة، والعوامل الخاصة بالسوق في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات.</p> | <p>45 شركة خدمتية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (1996-2007).</p> | <p>استخدم نموذج تحليل الانحدار المتعدد معتمد على (الحجم، هيكل الأصول، معدل النمو، والعائد على الأصول) عوامل الهيكل المالي، (معدل الضريبة، معدل الفائدة، قيمة السوقية للأسهم رأس المال) عوامل السوق.</p> | <p>وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالمؤسسة، حيث (حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو) كان له أثر إيجابي، (معدل العائد على الأصول) له أثر سلبي في مقاييس الهيكل المالي، كما أثبتت عدم وجود أثر العوامل الخاصة بسوق رأس المال.</p> |
| <p>سليمان شلاش، و آخرون</p> | <p>معرفة أهم محددات الهيكل المالي للمؤسسات بإضافة إلى تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المؤسسات وكذلك معرفة قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويلية</p> | <p>58 الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان للفترة ما بين (1997-2001).</p> | <p>استخدم نموذج تحليل الانحدار المتعدد، معتمدا على الهيكل المالي كمتغير تابع، وأربعة متغيرات مستقلة وهي: نسبة المديونية السابقة، السيولة، الربحية ومعدل النمو.</p> | <p>هنالك علاقة إحصائية هامة موجبة بين الهيكل المالي ونسبة المديونية و، علاقة سالبة بين الهيكل المالي والربحية والسيولة ومعدل النمو.</p> |

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الدراسات السابقة العربية.

الفرع الثاني: تقييم الدراسات السابقة الأجنبية

- يوضح هذا الجدول أهم أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات الأجنبية.

الجدول رقم 1-2: مقارنة بين الدراسات الأجنبية

| المؤلف | الهدف | حدود المكانية و الزمنية | متغيرات الدراسة و الأدوات المستعملة | النتائج |
|---|---|---|--|--|
| Tabitha Nasieku | إيجاد محددات الهيكلية المالية للمؤسسات، و معرفة علاقة بينها و بين عدة متغيرات المستقلة. | 65 شركة المدرجة في بورصة شرق أفريقيا خلال الفترة (2009-2013). | تم تحليل البيانات باستخدام التحليل الوصفي، معتمدا على مجموعة متغيرات مستقلة (الربحية، النمو، حجم الشركة، هيكل الأصول، تكلفة رأس المال) والهيكل المالي كمتغير تابع. | علاقة إيجابية ضئيلة بين الربحية والنمو وحجم الشركة وهيكل رأس المال وعلاقة إيجابية مهمة مع هيكل الأصول، وعلاقة سلبية بين تكلفة رأس المال وهيكل رأس المال. |
| Awara & Obim & Atseye | إيجاد محددات الهيكلية المالية للمؤسسات. | 25 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة الممتدة- (1999-2012). | استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتعدد معتمدا على الهيكل المالي كمتغير تابع، وأربعة (الربحية، مخاطر التشغيلية، معدل النمو، حجم) المالي. | الربحية، مخاطر التشغيلية، معدل النمو، حجم المؤسسة هي المحددات أكثر تأثيرا على الهيكل المالي. |
| Jian | معرفة محددات هيكل رأس المال للشركات، وفحص مدى تأثير متغيرات مستقلة على هيكل الملكية، وكذلك دراسة الاختلاف في نظريات هيكل رأس المال. | 972 شركة مدرجة في بورصة شرق أفريقيا. | استخدم الباحث متغيرات مستقلة متمثلة في: (الربحية، المخاطرة، والحجم على هيكل رأس المال) ، ومتغير تابع متمثل في الرفع المالي). | عمر الشركة له تأثير موجب على القيمة السوقية لنسبة الرفع ولا يوجد له تأثير في القيمة الدفترية و أن المخاطرة في الأصول غير ملموسة تأثيرها موجب في نسبة الرفع المالي سواء مقاس بالقيمة السوقية أو الدفترية. |
| Hisham Gharaibeh and Basil Al-Najjar | هدفت هذه الدراسة للبحث في هيكل رأس المال ومعرفة مدى تأثير هذه العوامل على الشركات في الدول النامية. | 68 شركة صناعية أردنية خلال الفترة (1996-2000). | لاختبار محددات هيكل رأس المال استخدم نموذج الانحدار الخطي المتعدد و مجموعة من متغيرات مستقلة منها: الربحية، حجم المؤسسة، نسبة النمو، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، بنية الموجودات، السيولة، الأرباح الموزعة | أثبتت الدراسة أن خيارات التمويل تتأثر بعدة عوامل مستقلة، كما أثبتت وجود هيكل تمويلي محدد مسبقا لدى الشركات الصناعية وهي تقوم بتعديل الهيكل التمويلي حسب نسبة الرفع المالي المستهدفة. |

والرفع المالي كالمتغير تابع.

| | | | | |
|-----------------------|--|--|--|--|
| Hafid belghiti | هدفت الدراسة إلى مقارنة النتائج النظرية التجريبية على محددات هيكل رأس المال ، و معرفة دور هذه المتغيرات في تفسير هيكل رأس المال. | المؤسسات الكندية والأمريكية خلال السنوات 1998 إلى 2005 جامعة (الضرائب، الإفلاس، التكاليف نسبة الدين الأمثل). | استخدم أسلوب الانحدار والأسلوب التحليلي المقارن للبيانات حيث استخدم عدة متغيرات متمثلة في: (الضرائب، الإفلاس، التكاليف نسبة الدين الأمثل). | وجود دور ايجابي لحجم التدفقات النقدية و مخاطر مقدار الدين فيما يتعلق بتأثيرها على ربحية المؤسسة بالإضافة للعلاقة العكسية بين الدين العام و الأداء. |
|-----------------------|--|--|--|--|

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الدراسات السابقة الأجنبية.

الفرع الثالث: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

من خلال عرض للدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع، يمكننا توضيح موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في النقاط التالية:

- ✓ لا توجد أي دراسة أجريت في المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية في حدود ما أمكننا الوصول إليه؛
- ✓ أما بخصوص فترة الدراسة لا توجد أي دراسة شملت الفترة الحالية (2016-2017)؛
- ✓ اعتمادنا في الدراسة على نموذج الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية (Panal) وهذا ما ينطبق على بعض الدراسات فقط؛
- ✓ اعتمادنا في الدراسة على العينة مكونة من 30 مؤسسة المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية على خلاف بعض الدراسات؛

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق للأسس النظرية المتعلقة بالهيكل المالي، حيث قمنا بتوضيح المفاهيم المتعلقة به، وأهم مكونات التي تستخدمها المؤسسة لتمويل احتياجاتها، وكذلك أهم العوامل والمحددات المتحكمة فيه وأهم النظريات المفسرة له.

توصلنا إلى أن المؤسسة تمويل احتياجاتها المالية من خلال مصدرين أساسيين وهما الأموال الخاصة والديون، وهذا ما يعرف بالهيكل المالي، حيث يكون هذا الأخير أمثل عند التوليفة التي تحقق أدنى مستوى لتكلفة رأس المال ويجعل قيمة المؤسسة في أعلى مستوياتها.

حيث يكتسي الهيكل المالي أهمية بالغة في مجال النظرية المالية، كونها يعكس قراراتها التمويلية التي تعتبر عن كيفية تمويل استثماراتها من المصادر المتاحة أمامها بهدف الحصول على مردودية، و هاته الأخيرة تعد أداة لقياس الفعالية الاقتصادية لنشاط المؤسسة .

ولمعرفة أكثر بالموضوع ركزنا في المبحث الثاني لهذا الفصل على مجموعة من الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دارستنا، والذي تم من خلالها استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة، عيبتها، طريقة معالجتها، وكذا ذكر أهم نتائج المتوصل إليها، حيث حاولنا إبراز أوجه التشابه والاختلاف بينها و بين دارستنا وتوضيح موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة.

الفصل الثاني:

دراسة تحليلية وقياسية للهيكـ
المالي للمؤسسات المدرجة في
سوق مسقط للأوراق المالية

تمهيد:

بعد أن تطرقنا في الفصل الأول إلى المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي، ومحدداته، والنظريات المفسرة له وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل إلى معرفة محددات الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية للتوصل إلى نتائج الدراسة .

ولالإمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة ارتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة وطريقة جمع وتلخيص المعطيات والتعرف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية و برامج الدراسة المستخدمة في معالجة المجموعة، كما سيتم عرض، تحليل، تفسير، ومناقشة النتائج .
ولذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، الأول سنتناول فيه الطريقة والأدوات المستخدمة في تحليل محددات الهيكل المالي، أما المبحث الثاني نمذجة قياسية لهيكل المالي (تحليل، تفسير، مناقشة، النتائج).

✓ المبحث الأول: طريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.

✓ المبحث الثاني: نمذجة قياسية للهيكل المالي.

المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة

سنتعرض في هذا الجزء إلى طريقة الدراسة والأدوات المستخدمة، وكذا نمذجة قياسية لهيكل المالي عن طريق عرض نتائج الدراسة وتحليل ومناقشة النتائج .

المطلب الأول: طريقة الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى مجتمع وعينة الدراسة، تحديد متغيراتها، وكيفية قياسها حسابها مصادر جمع بياناتها.

الفرع الأول: المجتمع والعينة

أولاً: مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع المؤسسات التي تنشط في سوق المسقط للأوراق المالية الذي تم إنشاؤه بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88 /53 بتاريخ 21 يونيو 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصولياً فيما بين أطراف التعامل بائعين ومشتريين وكانت تمارس الرقابة على شركات الوساطة للتأكد من سلامة عملها ورصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها والإفصاح عن بياناتها خدمة لجمهور المستثمرين.

بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية 120 شركة في عام 2019 مقسمة على 4 قطاعات متمثل في: القطاع المالي، والقطاع الصناعي، والقطاع الخدمات، قطاع الصكوك والسندات، حيث تقدر قيمتها السوقية 23.6 \$ مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2009م.

تتمثل القيم والمبادئ الأساسية لسوق مسقط في الحوكمة الرشيدة، وتحقيق العدالة، والشفافية، والكفاءة، وتوفير الفرص المتساوية بين المستثمرين كافة. وتم منحها شهادة الأيزو ISO 9001:2008 في مجال تداول الأوراق المالية.

أنشئ مؤشر سوق مسقط للأوراق المالية في عام 1992م وتم اختيار شهر يونيو لعام 1990م كفترة أساس لاحتساب المؤشر. و اختلف عدد الشركات المكونة لعينة المؤشر منذ ذلك التاريخ ليستقر حالياً عند أنشط 30 شركة على مستوى السوق ككل. حيث سيعتمد المؤشر اعتباراً من الأول من يوليو 2009 الترجيح

بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات "Free Float"، وهو الأسلوب المعتمد في معظم المؤشرات حالياً.

ثانياً: عينة الدراسة:

تتمثل عينة الدراسة في جميع شركات قطاع الصناعة والخدمات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية خلال فترة (2016-2017)، وقد رعى في اختيار عينة الدراسة الشروط التالية :

✓ أن تكون الشركة مدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية؛

✓ ألا تكون قد أوقفت عن التداول خلال أي سنة من سنوات الدراسة؛

✓ ألا تكون الشركة قد تم الاستحواذ عليها أو تم إدماجها؛

وبناء على الشروط السابقة تم اختيار عينة مكونة من 30 شركة مدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.

الفرع الثاني: مصادر جمع البيانات:

بغرض تحقيق الأهداف الدراسة تم جمع المعطيات اللازمة وضرورية المتمثلة في:

✓ **البيانات الأولية:** تتمثل في البيانات التي تم الحصول عليها من خلال القوائم المالية المتمثلة في ميزانية جدول حسابات النتائج للمؤسسات المدرجة في السوق مسقط للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

✓ **البيانات الثانوية:** تتمثل في الكتب والمجلات بالإضافة إلى المقالات والدراسات المتعلقة بالموضوع.

الفرع الثالث: تحديد متغيرات الدراسة و كيفية قياسها:

1. تحديد متغيرات الدراسة:

نستخدم في هذه الدراسة سبعة متغيرات منها متغير تابع واحد وهو معدل الهيكل المالي TDTF وستة متغيرات مستقلة ممثلة فيما يلي:

➤ هيكل الأصول GAR

➤ المردودية المالية FP

➤ معدل النمو CROISS

➤ حجم الشركة TAILLE

➤ عمر الشركة AGE

➤ العائد على الأصول ROA

2. كيفية قياسها:

الجدول رقم 2-1: طريقة حساب متغيرات الدراسة

| المتغيرات | الرمز | كيفية حسابه |
|-------------------|--------|---|
| الهيكال المالي | TDTF | مثلا بالنسبة التالية: إجمالي الديون / إجمالي الأصول. |
| هيكال الأصول | GAR | مثلا بالنسبة التالية: الأصول الثابتة / إجمالي الأصول. |
| المردودية المالية | FP | تتمثل في حاصل قسمة النتيجة الصافية / الأموال الخاصة. |
| معدل النمو | CROISS | والممثل بالنسبة القيمة السوقية / القيمة الدفترية . |
| حجم الشركة | TAILLE | والمعبر عنه باللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول كقياس لحجم شركة. |
| عمر الشركة | AGE | والمعبر عنها بعدد سنوات التي ضمت منذ تأسيس الشركة ومباشرة أعمالها إلى سنة 2017. |
| العائد على الأصول | ROA | والممثل بالنسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الأصول. |

المصدر: من إعداد الطالبتين.

أما ما تعلق بصياغة نموذج رياضي لاختبار محددات الهيكلة المالية للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية تم تصميم النموذج ليتكون من مجموعة من المحددات والتي نعتقد أن لها تأثير على الهيكال المالي، إلا أنه توجد عوامل أخرى يفترض أن لها تأثير في اختيار توليفة الهيكال المالي، ليكون بذلك النموذج وفق الصيغة الآتية:

$$TDT = b_0 + b_1GAR + b_2FP + b_3CROISS + b_4TAILLE + b_5AGE + b_6ROA + Ei.$$

المطلب الثاني: الأدوات الدراسية

للإجابة على السؤال الرئيسي للدراسة واختبار مدى صحة الفرضية تم استعمال مجموعة من الأدوات الإحصائية القياسية والمؤشرات المالية المتمثلة فيما يلي:

حيث استخدمنا أسلوب الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطويلة (Panel) لتحديد طبيعة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، تم استعانة بالبرامج التالية:

(Microsoft Excel 2007) و(Eviews09).

المبحث الثاني: نمذجة قياسية للهيكل المالي

سنتناول في هذا المبحث مطلبين الأول يتمثل في عرض النتائج المتعلقة بمحددات قياس الهيكل المالي، أما في المطلب الثاني سنعرض تحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة:

سيتم في هذا المطلب عرض النتائج المتوصل إليها انطلاقاً من المعلومات التي تم جمعها، تلخيصها ومعالجتها فيما سبق.

1. تحليل الارتباط : تبين إشارة معامل الارتباط طبيعة العلاقة الموجودة بين المتغيرين سواء كانت عكسية أو طردية على التوالي، في حين أن قيمة معامل الارتباط (r) يقيس قوة العلاقة الموجودة بين الهيكل المالي وأحد محدداته وذلك من خلال القيمة الاحتمالية (prop) عند مستوى المعنوية 5%، حيث إذا كانت قيمة (prop) أقل من 0.05 فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنوياً عن صفر، أي توجد دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين .

الجدول رقم: 2-2 مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 05/10/19 Time: 11:24

Sample: 2016 2017

Included observations: 60

| Correlation | TDT | CROISS | FP | GAR | ROA | TAILLE | AGE |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| Probability | | | | | | | |
| TDT | 1.000000 | | | | | | |
| CROISS | 0.189878 | 1.000000 | | | | | |
| | 0.1462 | ----- | | | | | |
| FP | -0.077936 | -0.115338 | 1.000000 | | | | |
| | 0.5539 | 0.3802 | ----- | | | | |
| GAR | 0.014475 | 0.294732 | -0.274796 | 1.000000 | | | |
| | 0.9126 | 0.0223 | 0.0336 | ----- | | | |
| ROA | 0.007127 | 0.120901 | -0.173164 | 0.104845 | 1.000000 | | |
| | 0.9569 | 0.3575 | 0.1858 | 0.4253 | ----- | | |
| TAILLE | -0.363327 | -0.187462 | 0.186318 | -0.231732 | -0.046128 | 1.000000 | |
| | 0.0043 | 0.1515 | 0.1541 | 0.0748 | 0.7264 | ----- | |
| AGE | 0.012632 | -0.134300 | 0.099921 | -0.148459 | -0.423844 | -0.091996 | 1.000000 |
| | 0.9237 | 0.3063 | 0.4475 | 0.2576 | 0.0007 | 0.4845 | ----- |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews09.

نلاحظ من خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه أن هناك علاقة طردية غير دالة إحصائية بين كل من معدل الهيكل المالي ومعدل النمو، وهيكل الأصول، وعائد الأصول وعمر الشركة وهي غير دلالة إحصائية بالنسبة للمتغيرات بقيمة احتمالية مرافق لها (0.1462، 0.9126، 0.9569، 0.9237) على التوالي وهي أكبر من القيمة الاحتمالية 0.05، حيث أن الزيادة في المتغيرات يكون أثر لها إيجابي على الهيكل المالي .

نلاحظ كذلك أن هناك علاقة عكسية بين كل من معدل الهيكل المالي والمردودية المالية وحجم الشركة بقيم احتمالية (0.5539، 0.0043) بالتوالي، وهي ذات دلالة إحصائية بنسبة لحجم الشركة وهي أقل من مستوى الدلالة 0.05، و يعكس ذلك أن الزيادة في المتغيرات السابقة من شأنها أن تترك أثر سلبي في الهيكل المالي .

يتضح كذلك من خلال النتائج أن هناك علاقة طردية ومعنوية بين كل من معدل النمو وهيكل الأصول حيث بلغت القيمة الاحتمالية لها (0.0223)، في حين كذلك وجود علاقة عكسية ومعنوية بين كل من المردودية المالية وهيكل الأصول والتي بلغت (0.0336)، وكذلك وجود علاقة عكسية بين عائد الأصول وعمر الشركة (0.007) وهي معنوية أقل من 0.05 .

2. اختبار لاغرونج (LM):

يعتبر هذا الاختبار الأول في نموذج البيانات المقطعية والذي يهدف إلى اختيار ما بين نموذج الانحدار التجميعي أو بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية من خلال اختبار فرضياته، فإذا كانت القيمة الاحتمالية (LM) عند مستوى المعنوية أقل من 0.05 فإننا نرفض فرضيات H_0 (نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم) ونقبل فرضيات H_1 نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم للعلاقة وتعطي فرضيات نموذج كالتالي :

➤ H_0 : نموذج الانحدار التجميعي وهو ملائم لتمثيل العلاقة.

➤ H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية وهو ملائم لتمثيل العلاقة.

لجدول رقم: (2-3) اختبار لاغرونج (LM)

Lagrange multiplier (LM) test for panel data

Date: 04/25/19 Time: 11:04

Sample: 2016 2017

Total panel observations: 60

Probability in ()

| Null (no rand. effect) | Cross-section | Period | Both |
|------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Alternative | One-sided | One-sided | |
| Breusch-Pagan | 2.090642 (0.1482) | 0.344854 (0.5570) | 2.435496 (0.1186) |

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews 9

من خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه نجد أن $0.1482 < 0.05 = (prop)$ ومنه نقبل H_0 ونرفض H_1 أي أننا نرفض نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية ونقبل نموذج الانحدار التجميعي.

• اختبار معلمات النموذج:

يتم اختبار معلمات النموذج من الناحية الاقتصادية لتحديد مدى مطابقتها للتوقعات المسبقة ومن الناحية الإحصائية لتحديد مدى معنويتها الإحصائية .

1. تحليل الانحدار:

الجدول رقم: 2-4 نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: TDT

Method: Panel Least Squares

Date: 04/24/19 Time: 21:48

Sample: 2016 2017

Periodsincluded: 2

Cross-sections included: 30

Total panel (balanced) observations: 60

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| C | 1.882057 | 0.987738 | 1.905422 | 0.0622 |
| GAR | -0.336493 | 0.386034 | -0.871668 | 0.3873 |
| FP | 0.023398 | 0.174159 | 0.134348 | 0.8936 |
| CROISS | -0.083079 | 0.145813 | -0.569764 | 0.5712 |
| TAILLE | -0.138612 | 0.113981 | -1.216102 | 0.2293 |
| AGE | -0.002213 | 0.010787 | -0.205187 | 0.8382 |
| ROA | -1.671406 | 0.510142 | -3.276351 | 0.0019 |
| R-squared | 0.216416 | Meandependent var | | 0.549231 |
| Adjusted R-squared | 0.127708 | S.D. dependent var | | 0.789910 |
| S.E. of regression | 0.737749 | Akaike info criterion | | 2.338855 |
| Sumsquaredresid | 28.84650 | Schwarz criterion | | 2.583195 |
| Log likelihood | -63.16564 | Hannan-Quinn criter. | | 2.434429 |
| F-statistic | 2.439652 | Durbin-Watson stat | | 1.424545 |
| Prob(F-statistic) | 0.037142 | | | |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews09

- **هيكال الأصول:** تدل الإشارة في معادلة الانحدار المتعدد بالنسبة لمعامل هذا المتغير B_1 على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل هيكال الأصول والمتغير التابع معدل الهيكال المالي وهذا ما يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغير هيكال الأصول بـ 1% فإن الهيكال المالي سينخفض بـ 0.336493.
- **المردودية المالية:** يتضح من خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه وبالنظر إلى قيمة B_2 تدل على وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل المردودية المالية والمتغير التابع معدل الهيكال المالي وهذا ما لا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغير المردودية المالية بـ 1% فإن الهيكال المالي سيتغير بـ 0.023398 ومنه فإن المتغير غير مقبول اقتصاديا.
- **معدل النمو:** يلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين المتغير المستقل معدل النمو والمتغير التابع معدل الهيكال المالي وهذا ما توضحه قيمة معامل B_3 والتي بلغت -0.083079 والتي تشير إلى العلاقة العكسية وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغير معدل النمو بـ 1% فإن الهيكال المالي سينخفض بـ -0.083079 ومنه فإن المتغير مقبول اقتصاديا.
- **حجم الشركة:** يلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين المتغير المستقل حجم الشركة والمتغير التابع معدل الهيكال المالي وهذا ما توضحه قيمة معامل B_4 والتي بلغت -0.138612 والتي تشير إلى العلاقة العكسية وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغير حجم الشركة بـ 1% فإن الهيكال المالي سينخفض بـ -0.138612 ومنه فإن المتغير مقبول اقتصاديا.
- **عمر الشركة:** يلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين المتغير المستقل عمر الشركة والمتغير التابع معدل الهيكال المالي وهذا ما توضحه قيمة معامل B_5 والتي بلغت -0.002213 والتي تشير إلى العلاقة العكسية وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغير عمر الشركة بـ 1% فإن الهيكال المالي سينخفض بـ -0.002213 ومنه فإن المتغير مقبول اقتصاديا.
- **العائد على الأصول:** يلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين المتغير المستقل عائد الأصول والمتغير التابع معدل الهيكال المالي، وهذا ما توضحه قيمة معامل B_6 والتي بلغت -1.671406 والتي تشير إلى العلاقة العكسية وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغير عائد الأصول بـ 1% فإن الهيكال المالي سينخفض بـ -1.671406 ومنه فإن المتغير مقبول اقتصاديا.

- التحليل الإحصائي لنموذج :

عند إجراء الاختبار لفرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد نأخذ مجموعة من المعايير القياسية الإحصائية، وسيتم اختبار النماذج المقدرة باستعمال معايير إحصائية بهدف اختبار مدى الثقة الإحصائية في المقدرات الخاصة بمعلمات النموذج حيث يتم اختبار المعنوية الجزئية للمعلمات باستخدام إحصائية ستودنت واختبار المعنوية الكلية لنموذج باستخدام إحصائية فيشر ومعامل التحديد، تم دراسة مدى استقرار معلمات النموذج المقدر .

1- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة الجزئية:

في اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة يمكن اعتماد على توزيع ستودنت للوقوف على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع، وهذا من خلال الاعتماد على إحصائية t المحسوبة ومقارنتها بالقيمة الجدولة والمستخرجة من جدول توزيع ستودنت بمستوى المعنوية (0.05) ودرجة الحرية (n-k-1)، كما يمكن الاعتماد على القيمة الاحتمالية (prop) مقارنتها بالمستوى المعنوي (0.05) وفقا للفرضيتين التاليتين:

$$- H_0: b_i=0/ i=1, \dots, 3$$

$$- H_1: b_i \neq 0/ i=1, \dots, 3$$

وبناء على النتائج الواردة في الجدول أعلاه كانت نتائج الاختبار كالتالي:

- من أجل المعامل **C** ثابت: بلغت قيمة الاحتمالية المرافقة لمعامل الثابت $Prob = 0.0622$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 وعليه نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل الفرض العدم H_0 ، أي أن معلمة C ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% .

• **متغير هيكل الأصول:** أظهرت نتائج الواردة في الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية المرافقة لهذا المعامل بلغت $Prob = 0.3873$ وهي أكبر من 0.05 مما يعني قبول فرضية العدم H_0 ونرفض الفرض البديل H_1 ، أي أن معامل هيكل الأصول ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% .

- **متغير المردودية المالية:** بلغت القيمة الاحتمالية له $Prob = 0.8936$ هي أكبر من 0.05 وعليه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرض البديل H_1 ، أي أن معامل المردودية المالية B_2 ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% .

- **متغير معدل النمو:** بلغت القيمة الاحتمالية له $Prob = 0.5712$ هي أكبر من 0.05 وعليه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرض البديل H_1 ، أي أن معامل معدل النمو B_3 ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% .

- متغير حجم الشركة: بلغت القيمة الاحتمالية له $Prob = 0.2293$ هي أكبر من 0.05 وعليه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرض البديل H_1 ، أي أن معامل حجم الشركة B_4 ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% .

- متغير عمر الشركة: حيث بلغت القيمة الاحتمالية له $Prob = 0.8382$ هي أكبر من 0.05 وعليه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرض البديل H_1 ، أي أن معامل عمر الشركة B_5 ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% .

- متغير عائد الأصول: حيث بلغت القيمة الاحتمالية له $Prob = 0.0019$ هي أقل من 0.05 وعليه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرض البديل H_1 ، أي أن معامل عائد الأصول B_6 له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% .

2. اختبار جودة التوفيق:

يعتمد هذا الاختبار بصفة أساسية على معامل التحديد المصحح لمعرفة نسبة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، وحسب النموذج المختار أعلاه ألا وهو نموذج التجميعي وحسب النتائج الواردة في الجدول السابق. نجد أن معامل التحديد بلغت قيمته $R = 0.216416$ ومعامل التحديد المصحح $Adjusted\ R\text{-}Squared = 0.127708$ أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 12.7708% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة و غير مقبولة في هذا النوع من التحليل.

3. اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

فمن خلال المعطيات الواردة في الجدول السابق نجد أن قيمة الاحتمالية المرفقة بالإحصائية فيشر قدرت $Prob(F\text{-}statistic) = 0.037142$ و هي أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض H_0 ونقبل H_1 ما يدل على وجود معلمة على الأقل تختلف معنويًا عن صفر أي هناك دلالة إحصائية ومعنوية كلية للنموذج ومن خلال ما سبق يمكن كتابة معادلة النموذج الكلي :

$$TDT = 1.882057 - 0.336493\ GAR + 0.023398\ FP - 0.083079\ CROISS - 0.138612\ TAILLE - 0.002213\ AGE - 1.671406\ ROA + Eit.$$

4. الاختبار الذاتي بين الأخطاء:

نعمد لإجراء هذا الاختبار على اختبار Breusch-Godfrey الذي يركز على مضاعف لاغرونج والذي يتوزع توزيع كفي دو، بحيث يسمح الاختبار بوجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد ونتائج هذا التحليل ملخصة في الجدول أدناه وفق الفرضيتين التاليتين:

H_0 : عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

H_1 : وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

الجدول رقم: 2-3 اختبار الذاتي بين الأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|--------|---------------------|----------|---------------|
| 0.5162 | Prob. F(1,52) | 0.427281 | F-statistic |
| 0.4844 | Prob. Chi-Square(1) | 0.488999 | Obs*R-squared |

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews 09

تبين النتائج الواردة في الجدول أعلاه إن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة تساوي 0.4889 فهي أقل تماماً من القيمة المحدولة لتوزيع كفي ذو درجة حرية 1 ونسبة معنوية 5% والتي تساوي 3.841، وهذا ما تؤكد القيمة الاحتمالية المرافقة حيث بلغت $prob=0.484$ وهي أكبر تماماً من المعنوية الإحصائية 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية البديلة ونقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

5. اختبار تجانس تباين الأخطاء:

نستعمل اختبار ARCH من أجل اختبار تجانس تباين الأخطاء وذلك بالاعتماد على مضاعف لاغرونج والذي يتوزع توزيع كفي دو، ونتائج هذا التحليل ملخصة في الجدول أدناه وفق الفرضيات الآتية:

H_0 : ثبات تباين البواقي.

H_1 : عدم ثبات تباين البواقي.

جدول رقم 2-3 اختبار تجانس تباين الأخطاء

Heteroskedasticity Test: ARCH

| | | | |
|--------|---------------------|----------|---------------|
| 0.9046 | Prob. F(1,57) | 0.014483 | F-statistic |
| 0.9026 | Prob. Chi-Square(1) | 0.014988 | Obs*R-squared |

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews 9

و انطلاقا من النتائج الواردة في الجدول أعلاه نجد أن القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرنج $Obs \cdot R^2 = 0.0149$ فهي أقل تماما من القيمة المحدولة لتوزيع كاي دو بدرجة حرية 1 ونسبة معنوية 5% والتي تساوي 3.841، وهذا ما يؤكد القيمة الاحتمالية المرافقة حيث بلغت $prob = 0.902$ وهي أكبر تماما من المعنوية الإحصائية 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية البديلة ونقبل الفرضية العدم التي تنص على ثبات تباين البواقي.

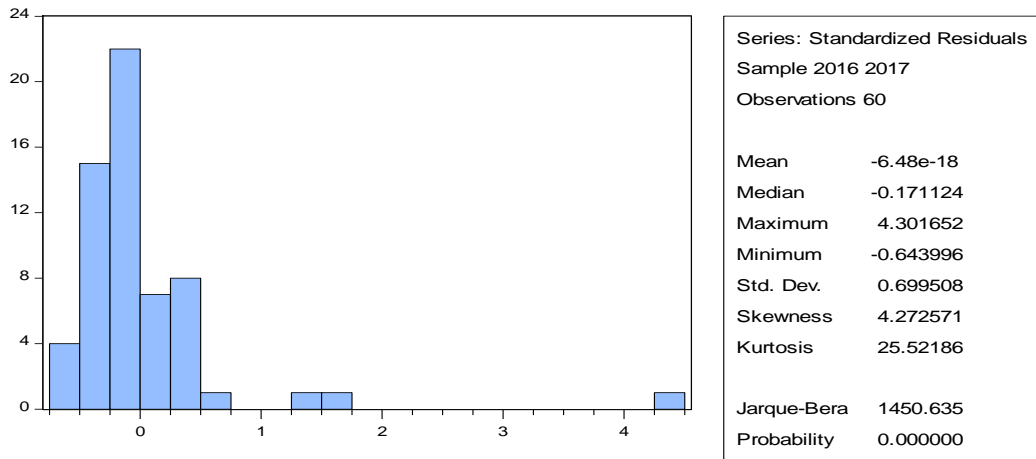
6. إخبار التوزيع الطبيعي:

بالنسبة لاختبار التوزيع الطبيعي للإخطاء فإننا سنعتمد على اختبار Jarque-Bera والذي يقوم على أساس فرضتين هما:

H_0 : الأخطاء موزعة توزيعا طبيعيا.

H_1 : الأخطاء غير موزعة توزيعا طبيعيا.

الشكل رقم 2-1 اختبار التوزيع الطبيعي



المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews

من خلال القيمة الإحصائية المرافقة لإحصائية Jarque-Bera الواردة في الشكل أعلاه نجدها $Prob = 0.000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ومنه نقبل الفرضية البديلة ونرفض الفرضية العدم وبالتالي الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي.

وكما هو معلوم أن من بين شروط قبول النموذج المقدر هو عدم وجود تداخل في المتغيرات المستقلة فيما بينها، وكذلك عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود المتغير العشوائي من جهة، وأن هذا المتغير العشوائي يتوزع توزيعا طبيعيا، وبعد التأكد من هذه الاختبارات أظهرت النتائج المتحصل عليها عدم وجود تداخل بين المتغيرات المستقلة وخلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي مع وجود توزيع طبيعي للمتغير العشوائي، مما يعني أن النموذج صالح لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة.

المطلب الثاني: تحليل و مناقشة النتائج:

حاولنا من خلال هذه الدراسة استخراج أهم العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وقد توصلت الدراسة إلى ما يلي:

(1) أظهرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية غير دالة إحصائية بين المتغير المستقل هيكل الأصول والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5% وهذه النتيجة جاءت مخالفة لما جاء في دراسة بكارى وضيف أيوب، غازى فلاح المومني وعلي محمود حسين، Tabitha Nasieku .

(2) وأظهرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية غير دالة إحصائية بين المتغير المستقل المردودية المالية والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة مخالفة لما جاء في دراسة بلخير بكارى وضيف أيوب.

(3) وقد كشفت الدراسة عن وجود علاقة عكسية غير دالة إحصائية بين المتغير المستقل معدل النمو والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة مخالفة لما جاء في دراسة بلخير بكارى وضيف أيوب، غازى فلاح المومني وعلي محمود حسين ، Atseye & Awara & Obim ، Tabitha Nasieku ، وموافقة لدراسة سليمان شلاش وآخرون.

(4) كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة عكسية غير دالة إحصائية بين المتغير المستقل حجم المؤسسة والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5% وهذه النتيجة جاءت مخالفة لما جاء في الكثير من الدراسات ومن بينها: دراسة بلخير بكارى وضيف أيوب، غازى فلاح المومني وعلي محمود حسين، حمزة الزبيرى وحسين سلامة، Atseye ، Tabitha Nasieku & Awara & Obim .

(5) وكشفت كذلك نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية غير دالة إحصائية بين المتغير المستقل عمر المؤسسة والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5% وهذه النتيجة جاءت مخالفة لما جاء في دراسة بلخير بكارى وضيف أيوب، و Jian .

(6) كشفت نتائج الدراسة أن وجود علاقة عكسية ذات دالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة العائد على الأصول والهيكل المالي عند مستوى المعنوي 5% وهذه النتيجة مخالفة لما جاء في دراسة غازى فلاح المومني وعلي محمود حسين والذي توصل في دراسته إلى علاقة طردية ويعود وجود العلاقة العكسية بين العائد على الأصول والهيكل المالي لدى شركات المدرجة في بورصة المسقط للأوراق المالية لتفضيل هذه الأخيرة التمويل الداخلي للأرباح متأتية من إجمالي أصول مما تؤدي إلى تراكم الاحتياطات وبالتالي زيادة التمويل الذاتي مما يؤدي بالمؤسسة بالإحجام (الاستدانة) تمويل خارجي .

خلاصة الفصل:

بعد إجراء الدراسة التطبيقية للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة (2016-2017) بالاعتماد على القوائم المالية المقدمة من طرف المؤسسات المتمثلة في الميزانيات وجدول حسابات النتائج، وكذلك من أجل دراسة العوامل المحددة للهيكل المالي ومعرفة مدى تأثير كل من المتغيرات المستقلة (هيكل الأصول، معدل النمو، عمر المؤسسة، المردودية، حجم المؤسسة، والعائد على الأصول) على معدل الهيكل المالي للمؤسسة .

كما تطرقنا في هذا الفصل إلى عرض و تحليل نتائج التي تم التوصل إليها من النماذج المقترحة بالنسبة لكل مؤشر من مؤشرات قياس المتغير التابع (الهيكل المالي).

ويمكن تلخيص أهم نتائج المتوصل إليها كما يلي:

- لخصت الدراسة أن متغير العائد على الأصول يلعب دورا جوهريا في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.

- استبعد النموذج كل من المتغيرات (هيكل الأصول، عمر المؤسسة، المردودية المالية، حجم المؤسسة، والمعدل النمو) ليس لها دلالة إحصائية، أي يعني لا تلعب دور في تفسير المتغير التابع (الهيكل المالي).

الخاتمة

الخاتمة

حاولنا من خلال هذا البحث استخراج أهم محددات الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وذلك لعينة مكونة من 30 مؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2016-2017، وقد توصلنا في هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات أهمها :

أ- النتائج النظرية :

✓ تعددت المفاهيم المعطاة للهيكل المالي إلى أن المؤسسة تمويل احتياجاتها المالية من خلال مصدرين أساسيين وهما الأموال الخاصة والديون، مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية.

✓ وهناك اختلافات كثيرة أثارت جدل كبير حول تأثير الهيكل المالي على تكلفة الأموال فبينما يعتقد المفكرون في وجود هيكل مالي مثالي تنخفض عنده تكلفة الأموال وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها، نجد أن $M & M$ يرفضان هذا الادعاء إذ يعتقدان أن هيكل رأس المال في ظل عدم وجود ضرائب لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة؛ فتكلفة الأموال و أيضا تكلفة المؤسسة لا يتغيران مع تغير هيكل رأس المال و هو ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات (NOI) ويختلف مع مدخل صافي ربح (NI) ولقد استدل $M & M$ على ذلك بفكرة الموازنة.

✓ أما في ظل وجود ضريبة على دخل المؤسسة فيعترف $M & M$ بأن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة ماثلة وتنتمي إلى نفس الدرجة من الخطر، إلا أنها ممولة بالكامل بمصدر الملكية زائدا القيمة الحالية للوفر الضريبي؛ فإن هيكل رأس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على أموال المقترضة.

✓ و أن العلاقة بين تكاليف الإفلاس و الوفورات الضريبية للديون تعرف بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط (Static-Trade-Off) *Théorie Du Compromis* ، هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس و الوفورات الضريبية).

✓ و حسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل وحياة المؤسسة، وذلك باعتبار الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تأثير آخر، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

✓ وقد تم رفض فرضية وجود هيكل رأس المال الأمثل من قبل نموذج التسلسل الهرمي للتمويل، بسبب عدم تماثل المعلومات بين الوكلاء (الأعوان) من داخل وخارج المؤسسة، ويتبع التسلسل الهرمي واضح تمليها الحاجة إلى الأموال الخارجية وليس محاولة للعثور على نسبة الدين إلى حقوق المساهمين الأمثل.

مما سبق نلاحظ اختلاف وجهات النظر بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي مناسب أو أمثل بالنسبة للمؤسسة الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ومن ثم يعظم قيمة المؤسسة؛ إن اتخاذ مثل هذا القرار المعقد والمهم لا بد أن يتم على أساس محددات و عوامل كثيرة دقيقة ، التي تؤثر في الهيكل المالي و التي تنتمي إلى المحيط المالي تتميز بالتقلب وعدم الثبات وقد قسمها الباحثين إلى متغيرات داخلية و متغيرات خارجية مختلفة.

ب- النتائج تطبيقية:

✓ أظهرت النتائج التطبيقية عن عدم وجود علاقة ذات دالة إحصائية بين المتغير المستقل "هيكل الأصول" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5% لذلك تلجأ هذه المؤسسات إلى الاستدانة كونها أقل حساسية لعدم التناظر في المعلومة مقارنة بالتمويل بالأسهم.

✓ كشفت كذلك الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دالة إحصائية بين المتغير المستقل "المردودية المالية" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5% بسبب أنه كلما ارتفعت النتيجة الصافية ارتفع إجمالي الأصول، مما يؤدي ذلك إلى انخفاض في إجمالي الديون.

✓ كشفت نتائج الدراسة أن هناك متغير واحد مستقل وهو "العائد على الأصول" وهو المسؤول على تحديد الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية ، حيث يفسر الأثر الإيجابي للعائد على الأصول الذي يسمح للمؤسسات بإعادة استعمال التمويل الداخلي للأرباح المتأتية من إجمالي الأصول مما يؤدي إلى تراكم الاحتياطات وبالتالي زيادة التمويل الذاتي مما يؤدي بالمؤسسة بالإحجام (الاستدانة) تمويل خارجي .

✓ كما كشفت الدراسة عن استبعاد خمسة متغيرات مستقلة وهي هيكل الأصول، المردودية المالية، معدل النمو، حجم الشركة وعمر الشركة، حيث كشف التحليل أن هذه المتغيرات ليس لها دالة إحصائية وهو ما يعني أن هذه المتغيرات لا تلعب دورا في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.

✓ أظهرت النتائج الدراسة أن المتغيرات المستقلة المعتمدة في النموذج تفسر نسبة

12.77% من تعبيرات الهيكل المالي وهي نسبة غير مقبولة.

ت- اختبار الفرضيات

لقد وضعنا في بداية دراستنا فروض أساسية كانت منطلق الدراسة، ومن خلال التحليل تم التوصل إلى النتائج التالية:

- كشفت نتائج الدراسة أن هناك متغير واحد مستقل وهو "العائد على الأصول" وهو المسؤول على تحديد الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية ، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة .

- كما كشفت الدراسة عن استبعاد خمسة متغيرات مستقلة ، لأن هذه المتغيرات ليس لها دالة إحصائية وهو ما يعني أن هذه المتغيرات لا تلعب دورا في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وبالتالي عدم صحة الفرضيات الأولى، الثانية، الثالثة، الخامسة و السادسة.

ث- التوصيات:

وبعد استعراضنا لنتائج الدراسة يمكننا تقديم التوصيات التالية:

✓ توصي الدراسة أن يتم توسيع المتغيرات بحيث تشمل الدراسة متغيرات أخرى لم تتضمنها الدراسة هذه، مثل معدل الفائدة و النظام الضريبي، وإعادة النظر في المؤشرات التي تم استخدامها لقياس المتغيرات، ولاسيما المتغيرات التي لم تكن لها دلالة إحصائية.

✓ إعادة إجراء الدراسة على مجتمع آخر مثل قطاعات البنوك والتأمين إذا توفرت المعلومات لمساعدة تلك الشركات على اختيار هيكل رأس مال أفضل.

✓ كما توصي الدراسة بقيام الشركات بإعادة النظر في سياستها المالية، والاستفادة من نتائج هذه الدراسة للوصول إلى أفضل أداء.

✓ توسيع الدراسة من حيث الفترة الزمنية ومن حيث المتغيرات بحيث تشمل الدراسة متغيرات أخرى لم تقع ضمن الدراسة.

ج-أفاق الدراسة:

بعد معالجة الإشكالية والمتمثلة في ما هية المحددات الأكثر تأثيرا على الهيكل المالي لمؤسسات الخدمات المدرجة في سوق المسقط للأوراق المالية اتضح لنا مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تكون موضوع دراسة مستقبلية للمهتمين في هذا المجال وهي:

✓ دراسة تنبؤية للقيم المستقبلية لمؤشرات الهيكل المالي، بناء على النماذج القياسية للانحدار الخطي وغير الخطي أو بتحليل السلاسل الزمنية لهذه المؤشرات.

✓ دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقرارات التمويل في تحديد القيمة السوقية لسوق مسقط للأوراق المالية .

قائمة المصادر والمراجع

➤ المراجع باللغة العربية:

- الكتب:

1. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006 .
2. براق محمد وغربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2015.
3. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004 .
4. دريد كمال آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط 2، 2009.
5. رابع خوني، ورقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار ايتراك للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.
6. سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية (مدخل حديث)، بدون دار نشر.
7. عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
8. عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، (2006).
9. عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة السكندرية ، 2004.
10. عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009 .
11. عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاتب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
12. علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
13. محمد أيمن الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة ، الرياض ،السعودية.
14. محمد صالح الحناوي، نيهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003 .

15. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، 2011 .
16. مليكة زغيب، ميلود بوشنيقر، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2011.
17. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
18. نور الدين خبايا، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1997.
- المجالات العلمية:
19. بكاري بلخير، ضيف أيوب، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة خلال الفترة (2011-2014)، العدد 1، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، غرداية الجزائر، (2017).
20. حفصي رشيد، عبد الغفور دادن، صلاح الدين نعاس، العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدمائية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2016)، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، المجلد 8، العدد 1، (2018).
21. حمزة الزبيدي، وحسين سلامة، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال - دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2003-2007)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، (2014).
22. شلاش سليمان، البقوم علي، العون سالم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال الحال تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001)، مجلة المنارة، العدد 1، جامعة آل البيت، (2008).
23. عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية للفترة (2000-2006)، المجلد 7، العدد 2، الجامعة الأردنية، (2011).
24. غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، الجامعة الأردنية، (2011).

25. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث جامعة ورقلة، العدد4، 2006.

26. عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث - جامعة ورقلة، عدد 07، 2009.

- الأطروحات والمذكرات:

27. زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير غير منشورة، جامعة ورقلة، (2009).

➤ المراجع باللغة الأجنبية:

- الكتب:

1. Aimble Quintart, Richard Zisswiler, **Théorie De La Finance** , 2e Edition, Mise A Jour Juillet 1990, Gestion Puf, France .
2. Et-Taoufik, Benoit Gailly, **La Structure Financiere Des Pme De La Haute Technologie**, Les Côtes De Carthage 3, 4, 5 Et 6 Juin 2003, Xiième Conférence De l'Association Internationale De Management Stratégique.
3. Fatimata Ly-Baro, **structure financier de l'entreprise**, Economica, Paris, 2002.
4. Jacques Teulie, Patrick Topsacalian , **Finance** , 2e Edition, Vuibert 1997.
5. Pierre Vernimmen , **Finance D'entreprise**, 8e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz , Paris, 2010
6. R.Brealey & S. Myers, **Principe De Gestion Financière** , 7e Edition, Pearson Education France, 2003.
7. Robert Cobbaut, **Théorie Financière** , 4E Edition, Gestion Economica, Paris, 1997.

- المجلات العلمية:

8. Atseye Anake, Edim Obim, Felix Awara, **Deteminants of Financial Structure; Evidence from Nigerian Quoted Firms**, Research Journal of Finance and Accounting, vol5, n:16, (2014).

9. Jian, C. and Roger, S. **The Determinants of Capital Structure Evidence from Chinese Listed Companies**, Economic Change and Restructuring 60, (2008).
10. Modigliani Et Miller, **The Cost Of Capital- Corporation : Finance And The Theory Of Investment** , American Economic Review, N0 3 Juin 1958.
11. Myers & N. Majluf, **Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have**, Journal Of Financial Economics, Vol. 13, N° 2, (1984).
12. Pierre Virnimmén, **Corporate Finance : Theory And Practice** , Pacal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur & Antonio Salvi, Edition John Wiley & Sons, Ltd, England, 2005.
13. Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, **Un Essai De Synthèse Des Débats Théoriques A Propos De La Structure Financière Des Entreprises**, In Revue Du Financier, N°31, 2001.
14. Tabitha, Nasieku, **Capital Structure Determinants Among Companies Quoted in Securities Exchange in East Africa (2015)**.

- البحوث جامعية:

15. Hafid Belghiti, **Les determinant De la Structure Du Capital Application pour les Entreprise Canadiennes Et Américaines**, thèse doctorat, université Québec A Montréal, (2006).
16. Hisham Gharaibeh, Basil Al-Najjar, **Determinants of Capital Structure**, **Jordan Journal of Business Administration**, Volume 3, No. 2, (2007).

- المواقع الإلكترونية:

موقع بورصة المسقط للأوراق المالي / <https://ar.wikipedia.org/wiki/>

الملاحق

الملحق رقم 01: إختبار لاغرنج

Lagrange multiplier (LM) test for panel data
Date: 04/25/19 Time: 11:04
Sample: 2016 2017
Total panel observations: 60
Probability in ()

| Null (no rand. effect) Alternative | Cross-section One-sided | Period One-sided | Both |
|---------------------------------------|----------------------------|-----------------------|----------------------|
| Breusch-Pagan | 2.090642 (0.1482) | 0.344854 (0.5570) | 2.435496 (0.1186) |
| Honda | 1.445905 (0.0741) | -0.587243 (0.7215) | 0.607166 (0.2719) |
| SLM | 1.932820 (0.0266) | -0.164685 (0.5654) | -- -- |

الملحق رقم 02: نتائج إختبار الإرتباط الذاتي بين الأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|--------|---------------------|----------|---------------|
| 0.5162 | Prob. F(1,52) | 0.427281 | F-statistic |
| 0.4844 | Prob. Chi-Square(1) | 0.488999 | Obs*R-squared |

Test Equation:

Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 05/19/19 Time: 10:42
Sample: 2001 2060
Included observations: 60

Presample missing value lagged residuals set to zero.

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|--------|-------------|------------|-------------|-----------|
| 0.9908 | -0.011617 | 0.114620 | -0.001331 | TAILLE |
| 0.9911 | 0.011249 | 0.512997 | 0.005771 | ROA |
| 0.9885 | 0.014503 | 0.388232 | 0.005631 | GAR |
| 0.9948 | 0.006582 | 0.175116 | 0.001153 | FP |
| 0.9260 | 0.093354 | 0.148126 | 0.013828 | CROISS |
| 0.9632 | -0.046306 | 0.010873 | -0.000504 | AGE |
| 0.9977 | 0.002881 | 0.993128 | 0.002861 | C |
| 0.5162 | 0.653667 | 0.140202 | 0.091646 | RESID(-1) |

| | | | |
|-----------|-----------------------|-----------|--------------------|
| -1.83E-16 | Mean dependent var | 0.008150 | R-squared |
| 0.699231 | S.D. dependent var | -0.125368 | Adjusted R-squared |
| 2.364004 | Akaike info criterion | 0.741768 | S.E. of regression |
| 2.643250 | Schwarz criterion | 28.61140 | Sum squared resid |
| 2.473233 | Hannan-Quinn criter. | -62.92013 | Log likelihood |
| 1.995866 | Durbin-Watson stat | 0.061040 | F-statistic |
| | | 0.999622 | Prob(F-statistic) |

الملحق رقم 03: إختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

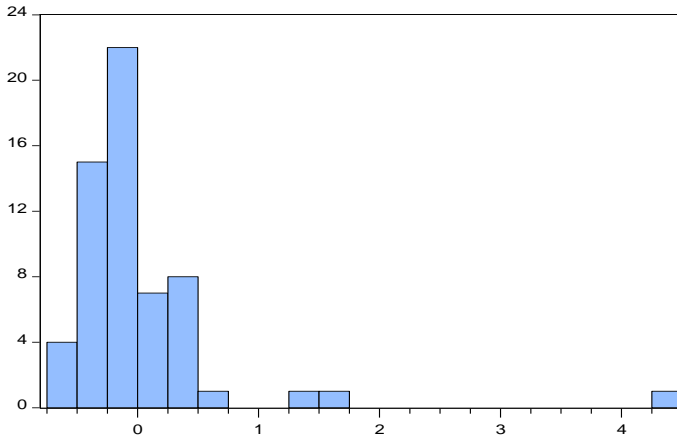
| | | | |
|--------|---------------------|----------|---------------|
| 0.9046 | Prob. F(1,57) | 0.014483 | F-statistic |
| 0.9026 | Prob. Chi-Square(1) | 0.014988 | Obs*R-squared |

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 05/19/19 Time: 10:45
 Sample (adjusted): 2002 2060
 Included observations: 59 after adjustments

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|--------|-------------|------------|-------------|-------------|
| 0.1379 | 1.504611 | 0.328266 | 0.493912 | C |
| 0.9046 | -0.120347 | 0.132457 | -0.015941 | RESID^2(-1) |

| | | | |
|----------|-----------------------|-----------|--------------------|
| 0.486126 | Mean dependent var | 0.000254 | R-squared |
| 2.450906 | S.D. dependent var | -0.017285 | Adjusted R-squared |
| 4.681240 | Akaike info criterion | 2.471997 | S.E. of regression |
| 4.751665 | Schwarz criterion | 348.3139 | Sum squared resid |
| 4.708732 | Hannan-Quinn criter. | -136.0966 | Log likelihood |
| 2.000597 | Durbin-Watson stat | 0.014483 | F-statistic |
| | | 0.904631 | Prob(F-statistic) |

الملحق رقم 04: التوزيع الطبيعي



| Series: Standardized Residuals | |
|--------------------------------|-----------|
| Sample 2016 2017 | |
| Observations 60 | |
| Mean | -6.48e-18 |
| Median | -0.171124 |
| Maximum | 4.301652 |
| Minimum | -0.643996 |
| Std. Dev. | 0.699508 |
| Skewness | 4.272571 |
| Kurtosis | 25.52186 |
| Jarque-Bera | 1450.635 |
| Probability | 0.000000 |

الملحق رقم 5: العينة الدراسة لشركات المدرجة في السوق مسقط للأوراق المالية

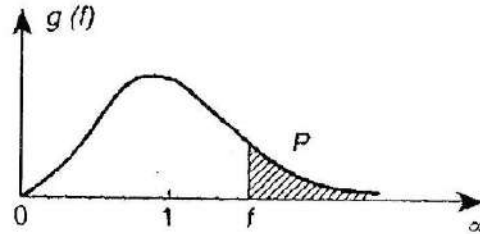
| اسم الشركة | اسم الشركة | اسم الشركة | الرقم |
|--|---------------------------------------|---|---------------|
| شركة فولتامب | شركة الجزيرة للمنتجات الحديد | شركة العمانية عالمية لتنمية والاستثمارات | 01 |
| شركة الفجر العالمية | صناعة مواد البناء والمقاولاتية | شركة الشرقية للاستثمارات القابضة | 02 |
| كلية مجان | شركة اغلاف ظفار | شركة عمانية للاستثمار والتمويل | 03 |
| فنادق الخليج | شركة ظفار لصناعة السمكية والغذائية | شركة جلفار للهندسة والمرطبات | 04 |
| العالمية للإدارة الفنادق | مصانع مسقط للخياطة | شركة الحسن للهندسة | 05 |
| الوطنية للمياه المعدنية | شركة الغاز الوطنية | الانوار للبلاط والسيراميك | 06 |
| العمانية العالمية الاوربية لصناعة الاغذية | شركة الاسمنت | فندق البريمي | 07 |
| خزف عمان | شركة العمانية القطرية للاتصال | صناعة المواد الكشطية | 08 |
| الشرقية لتحلية المياه | شركة العمانية للاتصالات | الجزيرة للخدمات | 09 |
| عمان كلورين | الصفاء للاغذية | شركة المها لسيراميك | 10 |
| 10 | 10 | 10 | مجموع |
| 30 | | | المجموع الكلي |

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات سوق مسقط للأوراق المالية.

الملحق رقم 06: جدول توزيع فيشر – Snedecor table de la loi de ficher – Snedecor

4. TABLE DE LA LOI DE FISHER-SNEDECOR

Valeurs de F ayant la probabilité P d'être dépassées ($F = s_1^2/s_2^2$)



| v_2 | $v_1 = 1$ | | $v_1 = 2$ | | $v_1 = 3$ | | $v_1 = 4$ | | $v_1 = 5$ | |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ |
| 1 | 161,4 | 4052 | 199,5 | 4999 | 215,7 | 5403 | 224,6 | 5625 | 230,2 | 5764 |
| 2 | 18,51 | 98,49 | 19,00 | 99,00 | 19,16 | 99,17 | 19,25 | 99,25 | 19,30 | 99,30 |
| 3 | 10,13 | 34,12 | 9,55 | 30,81 | 9,28 | 29,46 | 9,12 | 28,71 | 9,01 | 28,24 |
| 4 | 7,71 | 21,20 | 6,94 | 18,00 | 6,59 | 16,69 | 6,39 | 15,98 | 6,26 | 15,52 |
| 5 | 6,61 | 16,26 | 5,79 | 13,27 | 5,41 | 12,06 | 5,19 | 11,39 | 5,05 | 10,97 |
| 6 | 5,99 | 13,74 | 5,14 | 10,91 | 4,76 | 9,78 | 4,53 | 9,15 | 4,39 | 8,75 |
| 7 | 5,59 | 12,25 | 4,74 | 9,55 | 4,35 | 8,45 | 4,12 | 7,85 | 3,97 | 7,45 |
| 8 | 5,32 | 11,26 | 4,46 | 8,65 | 4,07 | 7,59 | 3,84 | 7,01 | 3,69 | 6,63 |
| 9 | 5,12 | 10,56 | 4,26 | 8,02 | 3,86 | 6,99 | 3,63 | 6,42 | 3,48 | 6,06 |
| 10 | 4,96 | 10,04 | 4,10 | 7,56 | 3,71 | 6,55 | 3,48 | 5,99 | 3,33 | 5,64 |
| 11 | 4,84 | 9,65 | 3,98 | 7,20 | 3,59 | 6,22 | 3,36 | 5,67 | 3,20 | 5,32 |
| 12 | 4,75 | 9,33 | 3,88 | 6,93 | 3,49 | 5,95 | 3,26 | 5,41 | 3,11 | 5,06 |
| 13 | 4,67 | 9,07 | 3,80 | 6,70 | 3,41 | 5,74 | 3,18 | 5,20 | 3,02 | 4,86 |
| 14 | 4,60 | 8,86 | 3,74 | 6,51 | 3,34 | 5,56 | 3,11 | 5,03 | 2,96 | 4,69 |
| 15 | 4,54 | 8,68 | 3,68 | 6,36 | 3,29 | 5,42 | 3,06 | 4,89 | 2,90 | 4,56 |
| 16 | 4,49 | 8,53 | 3,63 | 6,23 | 3,24 | 5,29 | 3,01 | 4,77 | 2,85 | 4,44 |
| 17 | 4,45 | 8,40 | 3,59 | 6,11 | 3,20 | 5,18 | 2,96 | 4,67 | 2,81 | 4,34 |
| 18 | 4,41 | 8,28 | 3,55 | 6,01 | 3,16 | 5,09 | 2,93 | 4,58 | 2,77 | 4,25 |
| 19 | 4,38 | 8,18 | 3,52 | 5,93 | 3,13 | 5,01 | 2,90 | 4,50 | 2,74 | 4,17 |
| 20 | 4,35 | 8,10 | 3,49 | 5,85 | 3,10 | 4,94 | 2,87 | 4,43 | 2,71 | 4,10 |
| 21 | 4,32 | 8,02 | 3,47 | 5,78 | 3,07 | 4,87 | 2,84 | 4,37 | 2,68 | 4,04 |
| 22 | 4,30 | 7,94 | 3,44 | 5,72 | 3,05 | 4,82 | 2,82 | 4,31 | 2,66 | 3,99 |
| 23 | 4,28 | 7,88 | 3,42 | 5,66 | 3,03 | 4,76 | 2,80 | 4,26 | 2,64 | 3,94 |
| 24 | 4,26 | 7,82 | 3,40 | 5,61 | 3,01 | 4,72 | 2,78 | 4,22 | 2,62 | 3,90 |
| 25 | 4,24 | 7,77 | 3,38 | 5,57 | 2,99 | 4,68 | 2,76 | 4,18 | 2,60 | 3,86 |
| 26 | 4,22 | 7,72 | 3,37 | 5,53 | 2,98 | 4,64 | 2,74 | 4,14 | 2,59 | 3,82 |
| 27 | 4,21 | 7,68 | 3,35 | 5,49 | 2,96 | 4,60 | 2,73 | 4,11 | 2,57 | 3,78 |
| 28 | 4,20 | 7,64 | 3,34 | 5,45 | 2,95 | 4,57 | 2,71 | 4,07 | 2,56 | 3,75 |
| 29 | 4,18 | 7,60 | 3,33 | 5,42 | 2,93 | 4,54 | 2,70 | 4,04 | 2,54 | 3,73 |
| 30 | 4,17 | 7,56 | 3,32 | 5,39 | 2,92 | 4,51 | 2,69 | 4,02 | 2,53 | 3,70 |
| 40 | 4,08 | 7,31 | 3,23 | 5,18 | 2,84 | 4,31 | 2,61 | 3,83 | 2,45 | 3,51 |
| 60 | 4,00 | 7,08 | 3,15 | 4,98 | 2,76 | 4,13 | 2,52 | 3,65 | 2,37 | 3,34 |
| 120 | 3,92 | 6,85 | 3,07 | 4,79 | 2,68 | 3,95 | 2,45 | 3,48 | 2,29 | 3,17 |
| ∞ | 3,84 | 6,64 | 2,99 | 4,60 | 2,60 | 3,78 | 2,37 | 3,32 | 2,21 | 3,02 |

Nota. — s_1^2 est la plus grande des deux variances estimées, avec v_1 degrés de liberté.

| الصفحة | المحتوى |
|--|--|
| II | الإهداء |
| III | الشكر |
| IV | الملخص |
| V | قائمة المحتويات |
| VI | قائمة الجداول |
| VII | قائمة الأشكال |
| VIII | قائمة الملاحق |
| أ | المقدمة |
| الفصل الأول: الأساس النظري للهيكل المالي والدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع | |
| 2 | تمهيد |
| 3 | المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي |
| 3 | المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي و مكوناته |
| 3 | الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل |
| 4 | الفرع الثاني: مكونات مفهوم الهيكل المالي |
| 8 | المطلب الثاني: عوامل إختيار الهيكل المالي و محدداته |
| 8 | الفرع الأول: عوامل الهيكل المالي |
| 10 | الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي |
| 12 | المطلب الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي |
| 13 | الفرع الأول: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق |
| 15 | الفرع الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق |
| 17 | الفرع الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات الجديدة للمالية الحديثة |
| 20 | المبحث الثاني: الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع |
| 20 | المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة |
| 20 | الفرع الأول: دراسات باللغة العربية |
| 22 | الفرع الثاني: الدراسات الأجنبية |
| 25 | المطلب الثاني: تقييم الدراسات السابقة |
| 25 | الفرع الأول: تقييم الدراسات السابقة العربية |

| | |
|--|---|
| 27 | الفرع الثاني: تقييم الدراسات السابقة الأجنبية |
| 28 | الفرع الثالث: موقع الدراسة من الدراسات السابقة |
| 29 | خلاصة الفصل: |
| الفصل الثاني: دراسة تحليلية وقياسية للهيكل المالي للمؤسسة المدرجة في البورصة مسقط للأوراق المالية | |
| 31 | تمهيد |
| 32 | المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة |
| 32 | المطلب الأول: طريقة الدراسة |
| 32 | الفرع الأول: المجتمع و العينة |
| 33 | الفرع الثاني: مصادر جمع البيانات |
| 33 | الفرع الثالث: تحديد متغيرات الدراسة و كيفية قياسها |
| 34 | المطلب الثاني: أدوات الدراسة |
| 35 | المبحث الثاني: نمذجة قياسية للهيكل المالي (تحليل، تفسير، ومناقشة نتائج) |
| 35 | المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة |
| 43 | المطلب الثاني: تحليل و مناقشة النتائج |
| 44 | خلاصة الفصل |
| 46 | الخاتمة |
| 50 | قائمة المصادر والمراجع |
| 55 | الملاحق |
| 59 | فهرس المحتويات |