

أثر استخدام القروض غير المتماثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل

التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الكويتية

**The Effect of Using Heterogeneity As Part of The Financial Structure  
on the Profitability of the Kuwaiti Shareholder Companies**

إعداد:

مطلق عبدالله مطلق الماجدي

إشراف:

الدكتور عبد الرحيم القدومي

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

قسم المحاسبة - كلية الأعمال

جامعه الشرق الأوسط

2014/2013

## تفويض

أنا مطلق عبدالله مطلق الماجدي أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي ورقياً وإلكترونياً للمكتبات، أو المنظمات، أو الهيئات والمؤسسات المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها.

الإسم: ..... طلوع محمد طلع الماجدي .....

التاريخ: ..... ٢٨ / ١٠ / ١٤٤٠ هـ .....

التوقيع: ..... [Signature] .....

## قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها: "أثر استخدام القروض غير المتماثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الكويتية".  
وأجيزت بتاريخ: 2014/2/2م.

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

رئيساً  
.....

الدكتور: **عبدلقدن اللويذ**

مشرفاً  
.....

الدكتور: **د. عبدالمجيد محمد عبدالمجيد**

عضواً خارجياً  
.....

الدكتور: **د. نوره محمد الحمد لسليمان**

## شكر وتقدير

أتوجّه بالشكر الجزيل إلى جامعة الشرق الأوسط ممثلةً برئيس الجامعة

كما أتوجه بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة الأفاضل على ما أتأحوه من وقت لمناقشة هذه الرسالة

وأخصّ بكلّ الشكر والتقدير المربي الفاضل

**الدكتور عبد الرحيم القدومي**

على كل ما قدّمه من جهد وارشاد وتوجيه حتى تخرّج هذه الدراسة بصورتها النهائية

## الإهداء

إلى عائلتي

لكل ما قدّموه لي من دعم وتشجيع

أهدي هذا الإنجاز

## المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	العنوان
ب	تفويض
ج	قرار لجنة المناقشة
د	شكر وتقدير
هـ	الإهداء
و	فهرس المحتويات
ط	قائمة الجداول
ي	قائمة الأشكال
ك	قائمة الملاحق
ل	الملخص باللغة العربية
ن	الملخص باللغة الانجليزية
<b>1</b>	<b>الفصل الأول: الإطار العام للدراسة</b>
2	المقدمة
4	مشكلة الدراسة
4	أسئلة الدراسة
5	فرضيات الدراسة

الصفحة	الموضوع
5	أهمية الدراسة
6	أهداف الدراسة
7	أنموذج الدراسة
8	التعريفات الإجرائية
9	حدود الدراسة
9	محددات الدراسة
<b>10</b>	<b>الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة</b>
11	الإطار النظري
12	مفهوم التمويل وأهميته
13	مبررات استخدام التمويل قصير الأجل وطويل الأجل
16	أنواع القروض
18	المزيج التمويلي (الهيكل المالي)
23	الهيكل التمويلي المستهدف
23	الهيكل الأمثل لرأس المال
24	الرافعة المالية والهيكل التمويلي
25	الرافعة المالية والمخاطرة المالية
25	محددات الهيكل المالي
33	العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي
35	سياسات التمويل

الصفحة	الموضوع
36	محددات اختيار التمويل المناسب
41	أهمية سياسة توزيع الأرباح
43	نظرية موديليانى-ميلر
43	نظرية التسلسل في استخدام مصادر التمويل
45	ثانياً : الدراسات السابقة
45	الدراسات باللغة العربية
52	الدراسات باللغة الانجليزية
61	ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة
<b>62</b>	<b>الفصل الثالث: الطريقة والإجراءات</b>
63	منهجية الدراسة
64	مجتمع الدراسة ووحدة المعاينة
64	أدوات جمع البيانات
65	متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة
<b>66</b>	<b>الفصل الرابع: نتائج الدراسة</b>
<b>80</b>	<b>الفصل الخامس: مناقشة النتائج والتوصيات</b>
84	مراجع الدراسة
90	الملاحق



## قائمة الجداول

الصفحة	المحتوى	الرقم
67	النسب المالية للشركات الكويتية قيد الدراسة موزعة خلال الفترة 2008-2012	1
72	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الالتواء للنسب المالية للشركات الكويتية خلال الفترة (2008-2012)	2
74	نتائج اختبارات لبحث اعتماد الشركات المساهمة العامة الكويتية على القروض بنسبة لا تزيد عن 50% من المجموع الكلي للهيكل التمويلي	3
76	نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لبحث اثر نسبة القروض طويلة الأجل إلى المجموع الكلي للهيكل التمويلي للشركات المساهمة الكويتية على ربحية الشركة	4
78	نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لبحث اثر لحجم القروض القصيرة إلى المجموع الكلي للهيكل التمويلي للشركات المساهمة الكويتية على ربحية الشركة	5

## قائمة الأشكال

الرقم	المحتوى	الصفحة
1	أنموذج الدراسة	7
2	مكونات الهيكل المالي	19

## قائمة الملاحق

الصفحة	المحتوى	الرقم
91	قائمة بأسماء الشركات عينة الدراسة	1

أثر استخدام القروض غير المتماثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل التمويلي على

## ربحية الشركات المساهمة الكويتية

إعداد:

مطلق عبد الله الماجدي

إشراف:

الدكتور عبد الرحيم القدومي

## الملخص

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر استخدام القروض غير المتماثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الكويتية، كما هدفت إلى استعراض مفهوم الهيكل التمويلي ومكوناته والعوامل المؤثرة فيه، وتم تطبيق الدراسة على (10) شركات مساهمة عامة كويتية مدرجة في سوق الأوراق المالية الكويتي من أصل (210) شركات، حيث قام الباحث بتحليل بيانات هذه الشركات للسنوات من (2008-2012)، وتم استخدام الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، والنسب المئوية وذلك بالإضافة إلى تحليل الانحدار البسيط.

وأظهرت الدراسة في نتائجها أن متوسط نسبة القروض الطويلة الأجل إلى المجموع الكلي لأصول الشركات المشمولة في الدراسة قد بلغ (0.089) بينما بلغ متوسط القروض قصيرة الأجل لهذه

الشركات (0.056)، كما أظهرت النتائج اعتماد الشركات الكويتية على القروض بنسبة تقل عن 50%، ولم تظهر فروق ذات دلالة احصائية بين متوسط مجموع القروض والنسب المرجعية مما يشير الى ان الشركات الكويتية تقتصر بمجموع الهيكل التمويلي ما نسبته 15%، كذلك أظهرت النتائج وجود تأثير للقروض الطويلة الأجل على ربحية الشركات الكويتية.

وقدمت الدراسة عدداً من التوصيات أهمها ضرورة أن تقوم إدارات الشركات المساهمة الكويتية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف تحقيق أداء مالي أفضل لهذه الشركات، وأهمية اعتماد إدارات الشركات الكويتية الشركات على التمويل طويل الأجل لما أظهرته نتائج الدراسة من أثر للقروض طويلة الأجل على ربحية الشركات المساهمة الكويتية.

**The Effect of Using Heterogeneity Debt in the Due terms As Part of The  
Financial Structure on the Profitability of the Kuwaiti Shareholder  
Companies**

By:

Mutlaq A. Al-Majdi

Supervisor

Dr. Abdulraheem Al-Qaddoumi

**Abstract**

The study aimed to analyze the impact of asymmetric maturity loans as part of the financing structure on the profitability of Kuwaiti shareholding companies, and the study aimed also to review the concept of financial structure its components and the factors influencing it. the study sample consisted of (10) Kuwaiti public shareholding firms listed in the Kuwait stock market out of (210) firms, collected and analysis in clueing data for the years (2008-2012), the arithmetic mean, standard deviation, and simple regression analysis.

The study results show that the average proportion of long-term loans of Kuwaiti companies as a presentably of its total assets have reached (0.089), while the average short-term loans to these companies (0.056), and the results showed the adoption of Kuwaiti companies on loans was less than 50%, to reach 15%, also the results showed a positive effect of long-term loans on the profitability.

The study recommended the need for the managements of Kuwaiti shareholding companies to study and evaluate the financial structure of funding in order to achieve better financial performance, and the importance of the adoption of the Kuwaiti companies of long-term loans as a one source of funding .

## الفصل الأول

### الإطار العام للدراسة



## الفصل الأول

### الإطار العام للدراسة

يتناول هذا الفصل عرضاً لمشكلة الدراسة وعناصرها، كما يستعرض فرضيات الدراسة والتعريفات الإجرائية الواردة لمصطلحات الدراسة، وعلى النحو الآتي:

#### (1-1) المقدمة:

يعد الإقتصاد الكويتي أحد أهم إقتصاد في المنطقة الإقليمية بالشرق الأوسط، ويتمتع بالعديد من المقومات والعوامل البارزة التي أسهمت إيجاد منطقة مؤثرة إقليمياً وعالمياً. ويمتاز بالانفتاح النسبي والمملوك من القطاع الحكومي، ويمثل النفط أحد مكوناته الرئيسية بمعدل يزيد عن (50%) من الناتج المحلي الإجمالي، و (95%) من الصادرات و (80%) من الإيرادات الحكومية. يُشكل احتياطي النفط الخام في الكويت حوالي 96 مليار برميل أي قرابة (10%) من الاحتياطي العالمي، ويتمتع الإقتصاد الكويتي بوجود سوق للأوراق المالية يسمح بتداول الأسهم بحرية تامة. يقصده الكثير من المواطنين للاستثمار وهو أحد الأماكن الذي تستخدمه الشركات للحصول على تمويل طويل الأجل. تتباين مصادر التمويل من حيث تكلفتها ودرجة مخاطره المصاحبة لها، وتحدد الشركة احتياجاتها التمويلية وكذلك هيكلها التمويلي في ضوء اعتبارات عديدة تتعلق بنوع وحجم استثماراتها وطبيعتها إدارتها ونظرتها تجاه كل من أهداف الربح والسيولة والمخاطرة.

تحصل الشركات على القروض طويلة أو قصيرة الأجل من البنوك أو من مصادر أخرى عن طريق إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية مثل السندات التي تتفاوت في مدد استحقاقاتها. وتشكل القروض جزءاً مهماً من الهيكل التمويلي للشركات دون الأخذ في الاعتبار أنها لا تشكل زياً موحداً (One uniform) بل هي أنواعا مختلفة تتباين في مدد استحقاقها .

إتهم الباحثان (Rauh and Sufi, 2008) بعض الدراسات السابقة في مجال المزيج التمويلي إهمالها المتعمد لتعدد أنواع القروض وعدم تماثلها Heterogeneity والأكتفاء بأبوابها متماثلة مع اعتبارها ذات تأثير متماثل على ربحية الشركات . يؤكد الباحثان السابقان ضرورة إعتبار القرض مصدر تمويل غير متماثلاً و ذو تأثير مختلف على الربحية نتيجة اختلاف مدة استحقاقه. فعلى سبيل المثال قد تعتمد الشركات في تمويل أصولها على قروض بضمانات Secured loans أو على قروض بدون ضمانات Unsecured و قد تجد الشركات ذات السمعة الإئتمانية المرتفعة فرصه لا تتوفر عند غيرها من الشركات ذات السمعة الإئتمانية المنخفضه في إختيار مصادر ماتحتاج إليه من قروض, وقد تجد الشركات ذات السمعة الإئتمانية المنخفضه نفسها مضطره إلى الإعتماد فقط على البنوك التجارية أو على نوع محدد من القروض تحصل عليه باتفاقيات وشروط صعبه لتمويل حاجتها من السيوله على النقيض من الشركات ذات السمعة الإئتمانية المرتفعه التي تتمتع بإمكانيات إختيار أفضل لنوع التمويل .

## (1-2) مشكلة الدراسة:

تسعى الشركات المساهمة العامة باختلاف أنواعها وأنشطتها إلى تعظيم ربحيتها بشكل مستمر حفاظاً على استمراريته وعلى حقوق المساهمين فيها، وهذا بدوره يتطلب من القائمين على إدارات هذه الشركات اتخاذ قرارات مناسبة حول القروض التي تلجأ لها هذه الشركات، وطبيعة هذه القروض وأنواعها، وهنا تتضح مشكلة الدراسة من خلال تحديد أثر استخدام القروض غير المتماثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الكويتية.

## (1-3) أسئلة الدراسة:

تهتم هذه الدراسة بإجابة الأسئلة التالية:

1. هل تعتمد الشركات المساهمة الكويتية على القروض بنسبة تزيد عن 50% من المجموع الكلي

للهيكل التمويلي؟

2. هل يوجد أثر لنسبة القروض طويلة الأجل إلى المجموع الكلي للهيكل التمويلي على ربحية

الشركات المساهمة العامة الكويتية؟

3. هل يوجد أثر لنسبة القروض قصيرة الأجل إلى المجموع الكلي للهيكل التمويلي على ربحية

الشركات المساهمة العامة الكويتية؟

#### (1-4) فرضيات الدراسة:

1. لا تعتمد الشركات المساهمة الكويتية على القروض بنسبة تزيد عن 50% من المجموع الكلي

للهيكل التمويلي.

2. لا يوجد أثر لنسبة القروض طويلة الأجل إلى المجموع الكلي للهيكل التمويلي على ربحية

الشركات المساهمة العامة الكويتية.

3. لا يوجد أثر لنسبة القروض قصيرة الأجل إلى المجموع الكلي للهيكل التمويلي على ربحية

الشركات المساهمة العامة الكويتية .

#### (1-5) أهمية الدراسة:

تتضح أهمية الدراسة من جانبين نظري وتطبيقي، أما الجانب النظري فيتمثل في بناء إطار

نظري حول القروض غير المتماثلة والهيكل التمويلي، واستعراض الدراسات السابقة العربية والأجنبية

التي تناولت هذا الموضوع وبيان اختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، في حين تتمثل أهمية

الجانب العملي للدراسة في عرض وتحليل بيانات الشركات المساهمة العامة الكويتية في السنوات

2008-2012 بهدف تحديد أثر استخدام القروض غير المتماثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل

التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الكويتية.

## (1-6) أهداف الدراسة:

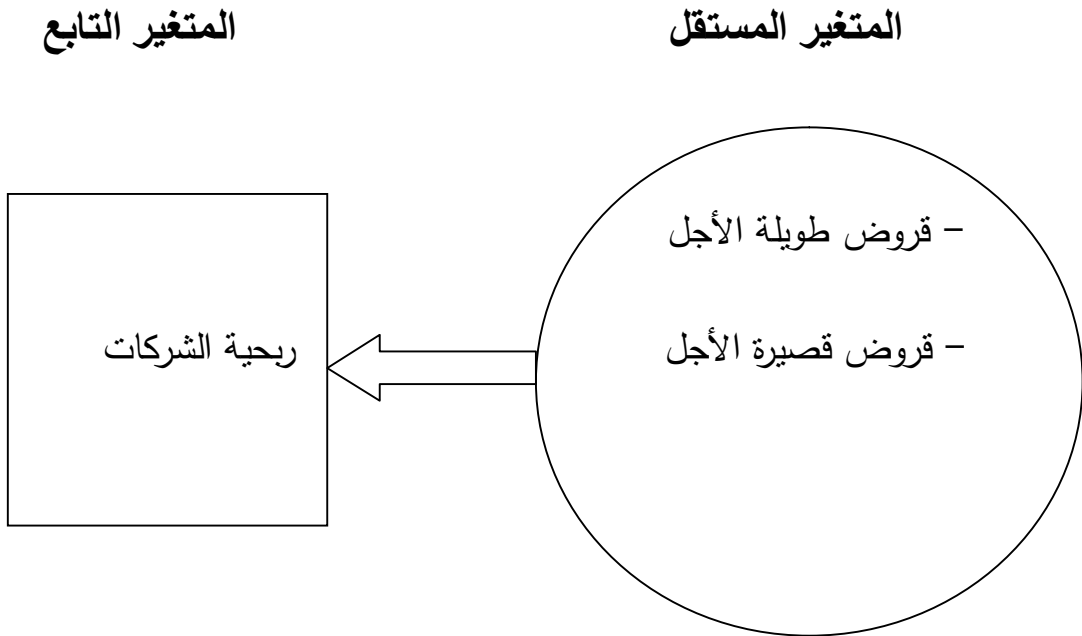
تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف على النحو الآتي:

1. توضيح القروض الغير متماثلة وأنواعها بالشرح والتفصيل .
2. استعراض مفهوم الهيكل التمويلي ومكوناته والعوامل المؤثرة فيه.
3. تحليل أثر استخدام القروض غير المتماثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الكويتية.
4. الخروج بمجموعة من النتائج والتوصيات التي يمكن الاستفادة منها من قبل المعنيين، ويمكن توضيح الجهات المعنية بالدراسة على النحو الآتي:
  - المستثمرون في أسهم تلك الشركات سواء منهم الحاليون أو المحتملون.
  - المقرضون.
  - الوسطاء الماليون في بورصة الكويت للأوراق المالية.
  - جهات الرقابة والإشراف على الشركات المساهمة العامة الكويتية : مثل هيئة الأوراق المالية، وزارة الصناعة والتجارة، والبنك المركزي.
  - الإداراه العليا للشركات المساهمه الكويتية.

## (1-7) أنموذج الدراسة:

في ضوء فرضيات البحث ومشكلته فقد تم تصميم أنموذج الدراسة من خلال الشكل (1) الذي

يوضح تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع على النحو الآتي:



شكل رقم (1)

أنموذج الدراسة

## (1-8) التعريفات الإجرائية:

1. سوق الأوراق المالية: السوق المالي الذي يحقق التواصل والتبادل بين بائعي الأوراق المالية

ومشتري تلك الأوراق وعبر توفير قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق.

2. الهيكل المالي (التمويلي) (**Financial leverage**): التركيبة التي حددتها الشركة لمصادر

التمويل الخاصة بتمويل استثماراتها، وهي مجموعة من العناصر التي تشكل جانب الإلتزامات

في قائمة المركز المالي سواء كان مصدرها ديناً خارجياً من الدائنين أو داخلياً من الملاك.

3. نسبة الربحية: تمثل النتيجة النهائية لعدد من السياسات والقرارات التي تتخذها المنشأة، وتوفر

نسبة الربحية معلومات تشير إلى مدى فاعلية عمليات وسياسات المنشأة، وتبين الآثار

المجتمعة لجوانب السيولة والأصول والدين على النتيجة التشغيلية للمنشأة.

4. القروض الغير متماثلة: هي القروض المختلفة في مدة الأستحقاقها وفق ما ورد في الميزانية

العمومية تحت بند قروض قصيرة الأجل وقروض طويلة الأجل.

5. القروض طويلة الأجل: هي عقد يتم بين المؤسسات المانحة للقروض، والمؤسسات التي تعاني

من عجز في تمويل استثماراتها الطالبة لهذه القروض، وفق بنود وشروط يتم تحديدها في

العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين بفترة زمنية لا تقل عن 7 سنوات، حيث تضمن العملية

انتقال الأموال من المقرض إلى المقرض بدفع الفوائد والمبلغ المقرض عند تاريخ الأستحقاق.

6. القروض قصيرة الأجل: هي قروض مدتها سنة واحدة في الغالب ويجب ألا يتجاوز السنتين

كحد أقصى، وإن كان بعض الإقتصاديين يجعل هذا الحد هو 18 شهراً فقط، أما الحد الأدنى

فيمكن أن يصل إلى يوم واحد.

#### (1-9) حدود الدراسة:

- المكانية: تختص هذه الدراسة في عينه من الشركات المساهمة العامة والمدرجة أسمائها ضمن

سوق الكويت المالي.

- الزمانية: قامت الدراسة على الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في بورصة الكويت

للأوراق المالية للسنوات 2008 - 2012.

#### (1-10) محددات الدراسة:

تمثلت محددات الدراسة في الحصول على البيانات المالية الخاصة بالشركات عينة الدراسة

للسنوات 2008-2012، وتحليل بيانات هذه الشركات تحقيقاً لأهداف الدراسة.



## الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات ذات صلة

## الفصل الثاني

### الإطار النظري والدراسات السابقة

يتناول هذا الفصل عرضاً لمتغيرات الدراسة ضمن ماورد في الدراسات السابقة والأدب النظري

الذي تناول هذا الموضوع، وعلى النحو الآتي:

#### (1-2) أولاً: الإطار النظري

حظي موضوع الهيكل التمويلي باهتمام الباحثين لما له من أثر على فاعلية أداء الشركات في محاولتها تعظيم ثروة حملة الأسهم. فهو مجموع الأموال المملوكة من قبل أفراد أو مؤسسات والممكن إعادة إستثماره من وقت إلى آخر لتحقيق المزيد من الأرباح وهو مصدر التمويل لنمو كل من الأصول الثابتة والنقدية والمخزون وبقية عناصر الأصول، وينظر إليه في كونه ما يتم استهلاكه من تمويل في عمليات الإنتاج وخلق الثروة . وتمّ اعتباره أساساً لمقارنة الشركات لآلية الأداء مع غيرها من شركات منخفضة الأداء. وينظر إليه في إعتباره مجموعة من المكونات المستخدمة في تمويل العمليات الإنتاجية في الشركات. وتتعدد هذه المكونات لتشمل كل من المصادر طويلة الأجل والقصيرة الأجل أو الداخلية التي تتمثل في الأرباح المحتجزة، وأخرى خارجية مثل القروض والأسهم العادية والأسهم الممتازة (Uremadu, 2012). و تؤثر مكونات الهيكل التمويلي على سياسة أداء الشركات في توزيع الأرباح، إذ غالباً ما يؤدي إرتفاع نسبة المديونية إلى مجموع (الأصول) إلى تحفظ الشركات في سياسة

توزيع الأرباح، وذلك إما بقيود يفرضها الدائنون أو لأن ارتفاع نسبة المديونية يتطلب توجيه المزيد من الأرباح لتسديد فوائد الديون بدلا من توزيعها على المساهمين.

### (1-1-2) مفهوم التمويل وأهميته:

من أجل استمرارية المؤسسات وتوسعها، فهي تحتاج وبشكل مستمر إلى رؤوس الأموال من أجل استثمارها في أصول مختلفة من معدات، آلات، مباني ومخزون أو من أجل تنفيذ البرامج والخطط، حيث أن التمويل يعتبر الداعم الأساسي، والذي ينظر إليه باعتبار أنه يمثل مجموع المفاهيم .

**المفهوم الأول:** التمويل هو "مصادر المال التي تحصل عليها الشركة لتمويل أنشطتها" (الطاهر، 2004، 41).

**المفهوم الثاني:** "ويمكن تعريفه على أنه مجموعة من الوسائل والأساليب والأدوات تستخدمها الإدارة في المشروع من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والتجارية، وعليه فإن تحديد مصادر تمويل المشروع تعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها (أل شبيب، 2004، ص 99).

**المفهوم الثالث:** "يقصد بهذا المفهوم تشكيلة الأموال التي حصلت عليها الشركة بهدف تمويل استثماراتها، متضمنة كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم" (هندي، 2003، 5).

**المفهوم الرابع:** "والتتمويل هو البحث عن المصدر الذي تستخدمه الإدارة للحصول على النوع المعين من الأموال اللازمة ومن ثم التزويد به (الحناوي وسلطان، 2003، 81).

وعلى ضوء المفاهيم السابقة الذكر نلاحظ تعدد الزوايا التي تم من خلالها تحديد مفهوم التمويل، فبعضهم يحدده من خلال توفير الموارد المالية للشركة، وهناك من ينظر إليه من خلال مختلف الوسائل والمصادر المستعملة لتلبية احتياجات مالية، وبعضهم الآخر ينظر إليه على أنه الاختيار المناسب الذي يناسب الاحتياج ثم التزود به، ومن خلال هذا كله نستنتج المفهوم الشامل للتمويل على أنه الوظيفة الإدارية في الشركة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب من أجل توفير الأحتياجات المالية اللازمة لأداء أنشطتها المختلفة، وهذا ما يساعد على تحقيق أهداف الشركة وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار الشركة والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين.

#### (2-1-2) مبررات استخدام التمويل قصير الأجل وطويل الأجل:

تلجأ الشركات عادة إلى التمويل قصير الأجل من أجل تمويل العجز في رأس مالها العامل الناتج عن نمو النشاط الداخلي للشركة فعليها أثناء دورة نشاطها أن تقوم بتغطية مخزونها ومدينوها، إذ أن الائتمان التجاري والائتمان المصرفي يعتبران من المصادر الرئيسية لمثل هذا النوع من التمويل. (هندي، 2003، 7).

فمصادر التمويل القصيرة الأجل تلعب دوراً ذو أهمية كبيرة في استمرارية النشاط وتوسيعه، وتعتبر المحرك الأساسي للعمليات الجارية عن طريق تغطية جزء كبير من عناصر الأصول المتداولة (السامرائي، 2001، 29).

يعتمد هذا النوع من التمويل على طبيعة العمل وطبيعة النشاط الذي تمارسه الشركة، وبالرغم من أن الشركات تتجنب عدداً من المشاكل المتعلقة في البحث عن المزيد من مصادر التمويل إذا أمكنها الحصول على تمويل طويل الأجل من أجل تمويل احتياجاتها في الموجودات والأصول المتداولة، إلا أن الشركات تلجأ إلى التمويل قصير الأجل لعدة أسباب منها: (لمناصرير، 2010، 25).

- الضعف في نسبة المخاطرة، وهذا ما يهم الدائنين في قصر فترة تسديد الدين والتي تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة ولقابليتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع الشركة، وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها.
- يمكن أن يكون الحصول على التمويل قصير الأجل أقل تكلفة من الحصول على التمويل متوسط أو طويل الأجل، لقصر فترة السداد ولضعف مستوى المخاطرة.
- الحاجة الموسمية للأموال اذ تلجأ الشركات إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل من أجل سد النقص في السيولة وتمويل احتياجاتها الناجمة عن التذبذب او عناصر الأصول المتداولة الأخرى في موسم معين .

- التمويل عند الشراء بالأجل عادة ما يكون قصير الأجل و بدون فوائد، و لا تتحمل الشركات أي تكلفة في حالات الشراء بالأجل على أن يتم التسديد بمدة معينة .
- أما فيما يتعلق بالتمويل طويل الأجل، نجد أن معظم الشركات تلجأ إلى هذا النوع من التمويل من أجل تغطية نشاطاتها الاستثمارية التي تقوم بها ولفترات طويلة، وذلك من أجل الحصول إما على وسائل الإنتاج ومعدات وإما على عقارات مثل الأراضي، المباني التجارية والإدارية. ومن هنا نجد أن الشركات تسعى للتمويل طويل الأجل لغرض تحقيق ما يلي: (الصباح والعامري، 2007، 11).
- تمويل شراء الأصول الدائمة ذات العمر الطويل.
- تمويل الجزء الدائم من رأس مال العامل، على أن يتم تمويل الجزء الآخر لخليط من السحب على المكشوف والتمويل قصير الأجل.
- تمويل ما يتم الاضطلاع به من استثمارات رأسمالية، وكذلك التوسعات الطويلة الأجل للمؤسسة.
- ومن أجل تحقيق الشركات الفعالية في اختيار واستخدام هذه الأموال في تغطية احتياجاتها، لا بد أن تكون هناك دراسة مسبقة لمختلف مصادر التمويل ومختلف العوامل المؤثرة فيها لاختيار التوليفة المثلى .

### (2-1-3) أنواع القروض:

فيما يلي عرض لأنواع القروض وفق عدم تماثل مدد استحقاقها .

#### أ. القروض قصيرة الأجل:

وتعتبر من مصادر التمويل التي تمول الدورة الاستقلالية للشركة وهي القروض التي لا يتجاوز أجلها عام، وتستعمل في مواجهة الخلل المؤقت بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة، أو دفع ضرائب مستحقة دون وجود سيولة كافية (الحاج، 2002، 51). وتشكل أنواع القروض قصيرة

الأجل مجموعه من الأنواع التالية :

**تسهيلات الصندوق:** تسهيل الصندوق هي تمويل يقدمه البنك للشركة من أجل تغطية فترة قصيرة جداً بسبب خلل بين مدخلات ومخرجات الشركة في نهاية الشهر (الطاهر، 2004، ص 58).

- **السحب على المكشوف:** فالشركة تلجأ إلى هذا النوع عندما تكون في حالة توسع ولا يرغب المساهمون في تقديم مساهمات جديدة، وهنا يتدخل البنك بوضع قروض تحت تصرف الشركة، وذلك بدفعه على شكل مسبق في حساب مدين (شلاش وآخرون، 2008، 49).

- **القروض الموسمية:** هو قرض بنكي موجه لتمويل احتياجات خزينة ناتجة عن نشاط موسمي،

ومدة القرض 9 أشهر (Nathalie, 2001, p223).

- **الخصم الجاري:** هو نوع من القروض الموجهة لتمويل حساب الزبائن، أي تعبئة الحقوق بتفاوض بين البنك والمؤسسة على حقوق هذه الأخيرة لدى الغير في تمويل نشاطها بالتنازل عن سنداتها ومالديها من كمبيالات (الصباح والعامري، 2007، 91).

### ب. القروض متوسطة الأجل:

وهي القروض التي يتجاوز اجلها العام ولا يزيد عن خمس سنوات ولا شك في أن للبنوك أو المصارف دور كبير في تمويل الاحتياجات المالية متوسطة الأجل، والتي تستحق بعد أكثر من سنة إلى غاية خمس سنوات، وغالبا ما تكون القروض المصرفية متوسطة الأجل مرهونة بضمانات (النعيمي والخرشة، 2007، 90). وللقروض متوسطة الأجل أنواع يمكن ذكر منها ما يلي:

- **قروض المدة:** وهي عبارة عن قروض مصرفية تستحق بعد أكثر من سنة إلى غاية سبع سنوات، وغالبا ما يكون هذا النوع من القروض مقيدة بمجموعة من الشروط (السامرائي، 2001، 48).

- **قروض التجهيزات:** تلجا المؤسسات عند الحاجة إلى طلب قروض متوسطة الأجل بغرض شراء تجهيزات جديدة محددة، وبإمكان المؤسسات في هذه الحالة الحصول على قروض التجهيزات متوسطة الأجل بضمان التجهيزات التي يتم شراؤها (سمير، 2001، ص 67).



### ج. القروض طويلة الأجل:

وتعرف بأنها قروض تمنحها مؤسسات متخصصة وتتجاوز مدتها في بعض الأحيان 7 سنوات، هدفها الرئيسي هو المساهمة في تغطية احتياجات المشاريع الإستراتيجية الكبيرة وتمويل الأصول الثابتة التي تزيد مدة اهتلاكها عن سبع سنوات، مثل تجهيزات البناء، هياكل المصانع (مبارك، 2004، 190).

وتستخدم الشركات المساهمة القروض على شكلين هما كما يلي: (الصباح والعامري، 2007، 32)

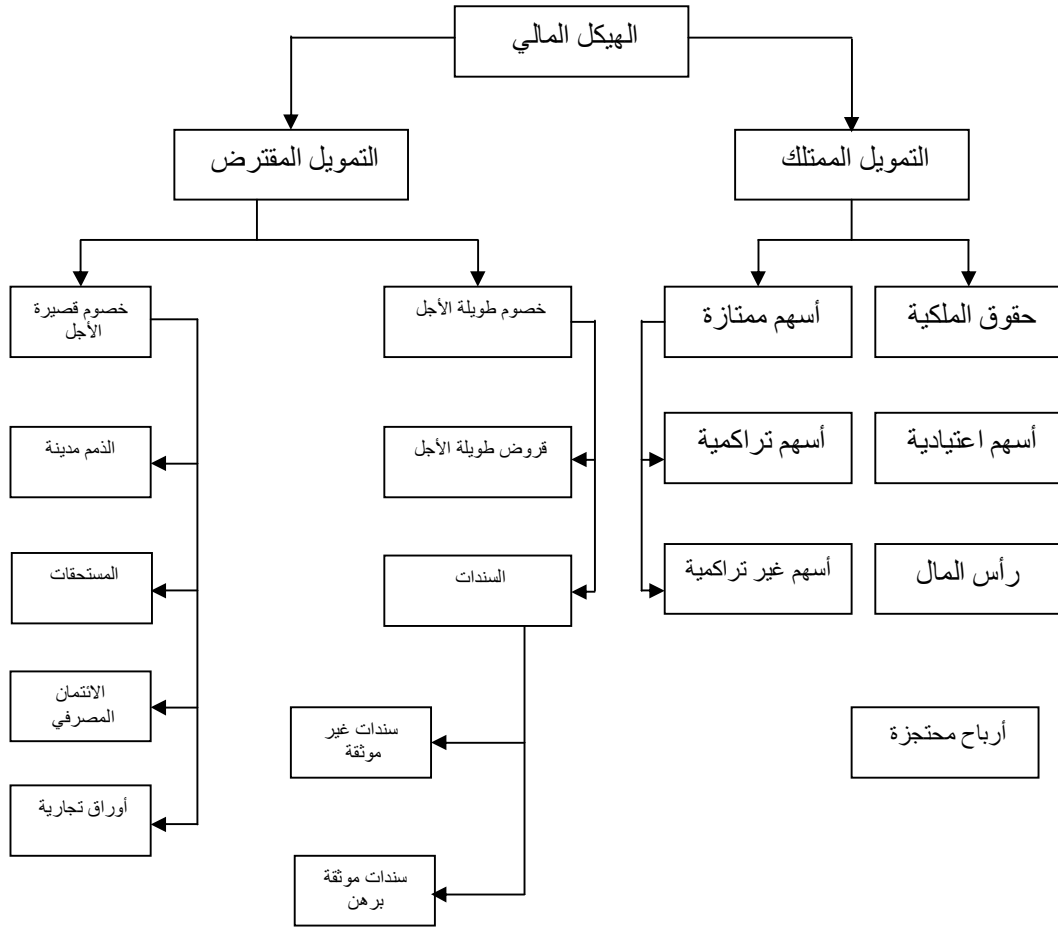
- **القرض الشخصي:** يركز هذا النوع من القروض على صدق الأمانة والوفاء بالعهد، وهو ما يطلق عليه بالقروض غير المضمونة يوضح في عقدة هذا الدين معدل الفائدة الواجب سداؤه، وعدد مرات الدفع وتاريخ وشروط سداؤه.

- **القرض المضمون:** فانه ذو ضمان اكبر ويتمثل ذلك في شروط هذا القرض خاصة ما يتعلق بأسعار الفائدة، ونجد انه كلما كان القرض أكثر ضمانا كلما كان معدل الفائدة منخفضا على القرض، على افتراض أن المقرض يكره المخاطر.

### (4-1-2) المزيج التمويلي (الهيكل المالي):

تقوم الشركة باختيار هيكلها المالي على العديد من الاعتبارات، إذ يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على الشركة اتخاذها، وترشيد هذا النوع من القرارات يتوقف على طبيعة ونوعية المعلومات الموفرة للمدير المالي، ومدى كفاءته في استخدام هذه المعلومات (مطر، 2003، 287).

وهذا ما يوضحه الشكل الآتي:



شكل رقم (2)

\* المصدر: النعيمي والخرشة (2007، 139) مكونات الهيكل المالي

ومن خلال الشكل رقم (2) يتبين أن الهيكل المالي للشركة ينقسم إلى قسمين هما:

1- **التمويل الممتلك:** والذي بدوره ينقسم إلى حقوق ملكية بمختلف أنواعها بالإضافة إلى الأسهم

الممتازة.

2- **التمويل المقترض:** والذي ينقسم إلى خصوم طويلة الأجل والمقصود بها الاستدانة طويلة الأجل

وخصوم قصيرة الأجل وهي الاستدانة قصيرة الأجل.

ومن خلال ما تم ذكره فهناك ثمة عوامل أساسية تباشر تأثيرها على القرارات الخاصة بتشكيل الهيكل المالي لأي مؤسسة والذي من خلاله تتمكن الإدارة من رفع مستوى ربحيتها، و تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة المالكين أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.

#### أ. الملاءمة:

والقصد من هذا العامل هو الملاءمة (أو المطابقة) فيما بين أنواع الأموال وذلك حسب أجلها وبين استخدامات هذه الأموال، فالأموال قصيرة الأجل تستخدم لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل، وذلك مثل الاحتياجات الموسمية والأموال طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات الطويلة الأجل (حنفي، 2002).

#### ب. التوقيت:

والمقصود به مراعاة حركة الاقتصاد فإن كان الاقتصاد يمر بنهاية مرحلة الركود، ويتجه نحو مرحلة الانتعاش والازدهار فإنه من الأفضل أن يتم التمويل بأموال الاقتراض، وذلك لأن أسعار الفائدة تكون متدنية وأن الشركة مقبلة على مرحلة ازدهار تستطيع فيها سداد الفوائد والأقساط بكل سهولة. كما أن هناك فائدة أخرى يمكن الاستفادة منها من الوفرة الضريبي الناجمه عن استخدام القروض لتحقيق الأرباح . وكذلك الاستفادة من انخفاض القيمة الشرائية للنقود في حالة الازدهار بسبب عوامل التضخم المتوقع أن تسود، فتسدد الأموال التي قوتها الشرائية أقل من القوة الشرائية للأموال التي اقترضتها، أما فيما إذا كان الاقتصاد يمر بنهاية فترة الازدهار ويكون في اتجاهه نحو الركود فمن المستحسن أن تستعمل الشركة أموال الملكية، (إصدار أسهم جديدة) من أجل تمويل حاجاتها وذلك لأن الأسهم (أموال

الملكية) لا ترتب على الشركة أية التزامات ثابتة، كما تفعل السندات أو القروض، فإن لم تحقق الشركة أرباحاً فإنه لا يتوجب عليها أن توزع أرباحاً، وفي مرحلة الازدهار تكون أسعار الفوائد عالية فيحول ذلك دون استخدام الاقتراض، كما أن أسعار الأسهم تكون مرتفعة نسبياً بسبب الازدهار، والإقبال على شرائها يكون كبيراً لذلك فمن السهل على الشركة التمويل لأموال الملكية في ظل تلك الظروف (الحاج، 2002، 30).

#### ج. المرونة:

ويقصد بالمرونة هنا: الحرية في إرجاع الأموال إلى أصحابها عند عدم الحاجة إليها أو استبدال مصادر الأموال، وهذا الأمر ممكن في حالة أموال الاقتراض إذا ورد نص على ذلك في عقد القرض أو عقد إصدار السندات، كأن تكون السندات قابلة الاستدعاء. ولكن عامل المرونة غير وارد في أموال الملكية لأنه ليس للأسهم موعد للاستحقاق ولا يجوز للشركة إرجاع الأموال إلى حملة الأسهم والغاء الأسهم عند عدم الحاجة إليها (الحاج، 2002، 34).

#### د. التكلفة:

وتعتبر العبء الحقيقي للفوائد أقل مما يبدو لأول وهلة، وذلك بسبب الميزة الضريبية للاقتراض - حيث تعتبر الفوائد مصروفات تخصم من الأرباح قبل اقتطاع الضريبة - أي أن أموال الاقتراض أقل كلفة من أموال الملكية بسبب الميزة الضريبية (كراجه، 2000).

### هـ. المخاطرة:

والقصد من الخطر هنا هو مخاطر عدم الوفاء وهو احتمال عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها تجاه أصحاب الأموال، وما يترتب على عدم قدرتها هذه من نتائج قد تكون مصيرية بالنسبة للشركة، خاصة إذا كانت أموالها مقترضة، والعسر المالي الناتج عسراً حقيقياً (الحاج، 2002، 41).

وبالتالي فهناك العديد من العوامل الممكن أخذها في الحسبان نتيجة لوجود عنصر المخاطرة رغم أنها تتفاوت في أهميتها حسب الظروف وهي:

- قيمة الأصل الضامن: فأى من الأصول يمكن استخدامها كضمان للقرض.
- تكاليف الإصدار للأوراق المالية.
- السرعة: أي درجة السرعة التي يمكن بها الحصول على الأموال من كل مصدر.

### و. الدخل:

فالدخل يعتبر مجموع التدفقات النقدية الصافية للشركة نتيجة لاستخدامها للموجودات. واحداً من الأهداف الرئيسية للتخطيط المالي في اختيار نوع الأموال التي تستخدم في الهيكل المالي، ولذا نرى أن المدير المالي يعمل على رفع معدل العائد على الاستثمار عن طريق استخدام أموال الغير، حيث يطلق على هذه العملية اصطلاحاً المتاجرة بالملكية أو الرفع المالي (الصباح والعامري، 2007، 88).

في حالة كانت تكلفة الاقتراض أقل من العائد على الموجودات تكون نسبة الربحية للمالكين أفضل مما لو كان التمويل عن طريق مساهمات جديدة، وقد تكون نتائج الرفع المالي عكسية، عندما تنخفض نسبة ربحية المالكين على حقوق الملكية في حالة ما إذا كانت تكلفة الاقتراض أعلى من العائد المحقق على الموجودات، وفي حالة تساوي العائد الناجم عن الموجودات وكلفة الاقتراض فلا يكون هناك أي فرق في نسبة ربحية المالكين سواء اعتمدت إدارة المؤسسة في تمويلها على الاقتراض أو من خال مساهمات جديدة.

#### (5-1-2) الهيكل التمويلي المستهدف:

على الشركات أن تحلل مجموعة من العوامل المحيطة والخاصة بها، ومن ثم تقوم بوضع الهيكل التمويلي المستهدف، والذي تقوم فيه بتحديد مصادر التمويل المختلفة (المملوكة والمقترضة) ونسبة كل مصدر من هذه المصادر في الهيكل (حنفي، 2002، 30).

#### (6-1-2) الهيكل الأمثل لرأس المال:

أما فيما يقصد بهيكل رأس المال الأمثل، والذي يعتبر جزءاً من هيكل التمويل، ذلك المزيج من القروض وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية (حنفي، 2002، 71).

## (2-1-7) الرافعة المالية والهيكل التمويلي:

إن نقطة ارتكاز الروافع المالية هي الفوائد، فزيادة الفوائد وارتفاعها تؤدي إلى ارتفاع درجه الرفع المالي، وبالتالي تزداد المخاطر في الشركة نتيجة عدم القدرة في تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد وتسمى هذه المخاطر بمخاطر التمويل Financial Risk يؤدي هذا الوضع إلى ارتفاع نقطة التعادل ويتطلب بذل المزيد من الجهد لزيادة المبيعات وتعديلها من أجل تحقيق الأرباح الصافية بعد الفوائد وقبل الضريبة.

ويشير (عقل، 2000، 11) إلى أن الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض يحقق الميزات التالية:

1. تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار.
2. عدم مشاركة الآخرين من المساهمين في تحقيق الأرباح (عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين).
3. الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للخصم من الضريبة.
4. في فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.
5. الاقتراض بحكمة يمكن للمؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

### (8-1-2) الرافعة المالية والمخاطرة المالية:

يقصد هنا بالمخاطرة المالية تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها مالكو الشركة (أصحاب الأسهم العادية) والناجمة بسبب اعتماد الإدارة على القروض الطويلة الأجل (السندات والأسهم الممتازة) في الهيكل التمويلي لموجودات الشركة، بسبب ما تتحمله الإدارة من تكلفة ثابتة كالفائدة واحتمالات عدم القدرة على سداد أصل القروض في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كلاهما، فهي مخاطرة مربوطة بالقروض، والمنطق أنه كلما زاد حجم القرض في هيكل تمويل الموجودات كلما زادت درجة المخاطرة. ومن الجدير معرفة أن مصدر هذه المخاطرة ليس الاقتراض بحد ذاته، وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك القروض، وهذا يعني تعرض الإدارة المالية إلى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحمله من تكلفة وهذا بحد ذاته مخاطرة مالية (زرعون، 2010، 11).

### (9-1-2) محددات الهيكل المالي:

تمثل المتغيرات الآتية أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المنشأة في اعتمادها على القروض في التمويل:

1. هيكل الأصول "بنية الموجودات":

يشير (Kumar et al., 2012) إلى أن المنشأة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لأنها تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، أي أن هنالك علاقة بين



بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين، فعندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة، فإن هذا يعني أن نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة، ناجماً عن ارتفاع حجم تكلفة إهلاك الموجودات الثابتة، وماتتيز به الشركة من درجة رفع تشغيلي عالية. توصف مثل هذه الشركات بأرتفاع حساسيه ماتحققه من أرباح لأي تغير صغير في المبيعات، وهنا يكون الاقتراض عاملاً لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة إلى المساهمين، و يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه الشركة إلا ضمن حدود ضيقة، لئلا تساهم في زيادة خطر تقلب أرباح الشركة، وتجعل نتائجه سلبية.

وأشار (هندي، 2003) إلى أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة بوصفها أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان، وقدرتها على تحقيق أعلى ربحية من الموجودات. نظراً لاتجاه أصحاب الملكية للاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نسبياً (Meckling, 2001)، يؤدي الاقتراض إلى اشتراط الدائنون رهن أصول المشروع لصالحهم وحمايتهم، ويقل تمويل المدينين لمشاريع لا تحوى على أصول قابلة للرهن، وتتأثر تكلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين أصحاب الملكية والدائنين، وبالتالي سيقبل فائض الأموال لدى الشركة نتيجة لتسديد القروض، الذي يمكن أن يستخدمه المديرون لصالحهم الذاتي.

## 2. درجة التخصص:

يشير (Joshua & Amir, 2008) أنه كلما اتجهت المنشأة نحو التخصص ارتفعت تكلفة الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع منشآت أخرى مماثلة تتبع سياسة التنوع فيصبح من المتوقع أن تميل المنشآت التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض لتخفيض درجة المخاطرة في هيكل رأس المال.

## 3. استقرار المبيعات:

هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح الشركة والتمويل بالدين، فكلما كانت المبيعات وأرباح الشركة أكثر استقراراً استفادت الشركة من رافعة التمويل، وحفقت مخاطرة أقل مما لو كانت متقلبة (مطر والسويطي، 2008، 56). وقد بين (Joshua & Amir, 2008) أن المبيعات والأرباح تزيد من الطاقة الاستيعابية للاقتراض، وتحمل نسب مديونية عالية في الشركات.

## 4. موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر:

إنَّ الترتيب الائتماني للشركة ومقدرتها على الاقتراض بشروط قياسية تعتمد في أهم وجوها على نسبة الدين في هيكل تمويل الشركة، وكلما احتاجت الشركة إلى تمويل جديد فإن موضوعي هيكل تمويل الشركة، ومزيج التمويل المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين الشركة والقطاع المصرفي، أو مؤسسات التمويل (مطر والسويطي، 2008، 89).

## 5. السيولة:

تُعبّر السيولة عن قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها، وغير المتوقعة وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى "سيولة المؤسسة"، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية؛ أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها "سيولة الأصل" (عقل، 2000، 83).

إن السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال (OSKAN, 2001) حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمنشآت التي تتمتع بسيولة عالية، لها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، الأمر الذي يسهل عليها الافتراض، وهنا نتوقع العلاقة الموجبة بينهما.

أما من ناحية أخرى، وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوافرة للمنشآت والأسواق المالية، فقد تستخدم المنشآت التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها، وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون.

## 6. التشريعات الضريبية والإعفاءات والوفورات:

تُعدّ فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثارا إيجابية على قيمة المنشأة (MODIGLLINI & MILLER,

(1958)، ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي لها ضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة كبيرة من الأموال المقترضة.

من المحتمل أن تخفض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال (DE ANGELE & MUSULS, 1986) وتتجه المنشأة لفرص بديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض، مثل: الإهلاك، والخصومات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة نتيجة تنفيذها استثمارات جديدة تشجعها الحكومة في مناطق محددة. وأشار (OSKAN, 2001) (Joshua & Amir, 2008) (DE ANGELE & MUSULS, 1986) إلى أن الشركات ذات الإعفاءات الضريبية المرتفعة (مقابل الاستهلاك، والاستثمار في الأصول) مقارنة مع دخلها تحوى على نسب مديونية منخفضة مقارنة مع الشركات الأخرى المتشابهة، وأن قرار الشركة التمويلي يعتمد على مقدار الإعفاءات الضريبية، حيث إن عملية قيام الشركة بالافتراض لتمويل مشاريعها له فوائد ضريبية مقارنة مع قيام المنشأة بإصدار أسهم جديدة؛ وذلك لأن الربح على الأسهم يدفع بعد دفع الضرائب.

ويبين (Joshua & Amir, 2008) و (OSKAN, 2001) وجود علاقة موجبة بين نسبة

الاهلاك ونسبة المديونية.

## 7. الربحية:

هي الهدف الأساسي لجميع المؤسسات، وأمر ضروري لبقائها واستمرارها، وغاية يتطلع إليها المستثمرون (عقل، 2000، 91)، ويتحقق هذا الهدف من خلال قرارين مهمين، هما: قرار الاستثمار، وقرار التمويل.

قرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها، بشكل يمكّن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن، وذلك من خلال الاستفادة من ميزة التوسع في الاقتراض الثابت (الكلفة)، ولكن دون تعرضهم للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الاقتراض.

ووفق افتراض تسلسل مصادر التمويل (Kumar et al., 2012) فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل، ثم يتبعها القروض، وأخيراً، إصدار أسهم جديدة، وبناء عليه، يصبح من المتوقع أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها، وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، ولدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، وهذا ما أكدته دراسة (OSKAN, 2001) و(عبد الله والصديق، 2003) و (Joshua & Amir, 2008) وبناء عليه، نتوقع علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون، والسبب في ذلك أن المنشآت التي تتمتع بربحية متدنية وتواجه فرصاً استثمارية جيدة، - دون شك- ستلجأ إلى التمويل الخارجي، وستبدأ بالديون قبل إصدار حقوق الملكية، ووفقاً لمبدأ التدرج في استخدام مصادر التمويل،

وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع مستوى الديون في المنشأة على الجانب الآخر، فإن المنشآت التي تتمتع بربحية مرتفعة تواجه فرصاً استثمارية جيدة، فإنها تستخدم أرباحها في تمويل الاستثمارات، الأمر الذي يجعل نسبة الديون لها متدنية.

## 8. الحجم:

إن الشركات صغيرة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من الشركات الكبيرة، في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل (Joshua & Amir, 2008)، وتزداد هذه التكلفة في حالة اتجاه الشركات الصغيرة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تنتج هذه الشركات للاقتراض قصير الأجل، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة والتصفية، عندما تتعرض للمشاكل المالية وارتفاع عنصر المخاطرة الزائد نسبياً، وعليه، فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة ونسبة مديونيتها قصيرة الأجل.

وقد كشفت الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المنشأة ومخاطر الإفلاس، فالمنشآت الكبيرة، التي عادة ما يتم نشاطها بقدر من التنويع، تتعرض لتلك المخاطرة بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال (OSKAN, 2001)، وأن العلاقة موجبة بين الحجم ونسبة الرفع المالي.

## 9. معدل النمو:

إن المنشأة الفردية أو المساهمة المحدودة، والتي تعتمد على أموال الملكية في تمويل استثماراتها، عادة ما تلجأ إلى الاقتراض لتمويل استثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفتها، وإن الجمع بين أموال الملكية والاقتراض من شأنه أن يرفع من تكلفة الوكالة، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمنشآت التي تتسم بالنمو، نظرا لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات، ولما كانت تكلفة الوكالة تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية.

وهناك من يعتقد أن الاستثمار في الفرص الاستثمارية مع نسبة الديون ذو علاقة عكسية، من منطلق أن المنشآت التي تعتمد على التمويل بالدين الذي يحمل درجة من المخاطر بين طياته قد تضطر إلى العزوف عن الدخول في هذه الاستثمارات، إضافة إلى ذلك فإن الاستثمارات المرتقبة هي أصول رأسمالية شأنها زيادة قيمة المنشأة في المدى الطويل، لكنها لا تدر دخلا في الوقت الحاضر، كما أنه لا يمكن استخدامها كنوع من الضمان وإن قيمتها معرضة للانخفاض في حالة أن المنشأة تواجه خطر الإفلاس الأمر الذي يجعل علاقتها سالبة مع نسبة الديون (HARRIS & RAVIV, 1990).

## (10-1-2) العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي:

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بعوامل المتمثلة فيما يلي: (العلي، 2010، 38-39)

أ. نمو المبيعات: إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد و تنمو بمعدالت عالية (12% فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع تمويل هذا النمو اعتمادا على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

ب. استقرار المبيعات: توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقرار كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة اقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، وأن استقرارية المبيعات والأرباح يوسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر.

ج. 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 يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من احد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة.



د. بنية الموجودات: توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين في المؤسسة، فالطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون اقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.

هـ. موقف إدارة المؤسسة تجاه 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 التمويل 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 الأرباح.

و. موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر: لا شك 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، وغالبا ما تتصاع المؤسسة لتوصيات الجهات المقرضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.

## (11-1-2) سياسات التمويل:

هناك اختلاف بين سياسة التمويل التي تتبعها الشركة والتي تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة في اختيارها لمصدر التمويل الملائم والمفضلة بين مصادر التمويل المملوكة ومصادر التمويل المقترضة. وكثيراً ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة أنواع لسياسات التمويل: (هندي، 2003)

- **سياسة التمويل المتحفظة:** يتم إتباع السياسة التمويلية عندما تكون إدارة الشركة من النوع المحافظ فإن اعتمادها يكون على مصادر التمويل طويلة الأجل في تمويلها لجزء من الأصول المؤقتة.

- **سياسة التمويل المجازفة:** يتم إتباع السياسة التمويلية عندما تتميز إدارة الشركة قدر من الجرأة فمن الممكن أن تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة.

- **سياسة التمويل المثلى (المطابقة):** القصد من هذه السياسة هو القيام بالالتزام الحرفي بمبدأ التغطية الذي يقضي بالضرورة إلى موائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله.

ومن الجدير هنا اختيار سياسة التمويل الملائمة وذلك بناءً على الظروف المحيطة بالشركة، وعلى التوقعات الدقيقة لهذه المنشأة فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

## (2-1-12) محددات اختيار التمويل المناسب:

يمكن أن يتأثر قرار التمويل بطبيعة النظام المالي، وبالتالي الوسطاء الماليين المعنيين بالعملية التمويلية، بالإضافة إلى هيكل المحيط المالي والذي يعطي تغيره المستمر تنوعاً في الوسائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وفي هذا الصدد تعتبر البورصة البيئة الرئيسية لمصادر التمويل المختلفة، وهذا يتوقف بطبيعة الحال على فعالية هذه السوق في الاقتصاد. ففي اقتصاد المديونية تهيمن البنوك بصفة تكاد تكون كلية على تمويل الاقتصاد، قد لا يكون أمام المؤسسة أي خيار للتمويل، وبذلك تضطر إلى اللجوء للبنوك لتغطية احتياجاتها التمويلية. ويفترض أنه كلما تعددت مصادر التمويل كلما تيسرت شروط الحصول عليها (حنان، 2008، 31).

ومن جهة أخرى هناك مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين الذي يؤثر بقراراتهم وسلوكهم على مستوى قرار التمويل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. ومن بين هؤلاء الدولة التي تتدخل على مستوى قرار التمويل من خلال مختلف الحقوق، كالرسوم والضرائب، والتي لها تأثير كبير على هيكل حافظة الأصول وعلى هيكل تمويل المؤسسة، كما أن الدولة تتدخل في عرض الأموال وهي تلعب دوراً مهماً في عملية الوساطة المالية بتنظيم ومراقبة وتقنين النشاط البنكي. إضافة إلى ذلك طبيعة الصناعة، وحجم المؤسسة، ومعدل النمو وغير ذلك (هندي، 2003، 92).

وقبل اعتماد أي معيار من المعايير المستخدمة في المفاضلة بين وسائل التمويل، يجب أولاً تحديد الأموال اللازمة من خلال استعراض الهيكل المالي الذي ينطوي على كل أنواع التمويل. فقد

تكون الاحتياجات التمويلية موسمية ومؤقتة، وفي بعض الحالات قد يكون المصدر التمويلي المستخدم هو المصدر الوحيد المتاح. كما قد تكون هذه الاحتياجات كبيرة ولمدة طويلة. وبالتالي، فالخطوة الرئيسية في عملية التمويل هي معرفة الأموال اللازمة، وكذا الفترة الزمنية التي ستحتاج خلالها المؤسسة إلى هذه الأموال. أي أنه من المهم جدا أن تكون مصادر التمويل المستخدمة ملائمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه المصادر بتمويلها (الزبيدي، 2001، 51).

إن تعظيم ثروة أصحاب المؤسسة مرتبط بالقيود المفروضة على المؤسسة والحدود المسموح بها للاستدانة من المؤسسات المالية عن طريق مجموعة من النسب الهيكلية، كما أن الأمر مرتبط أيضا بأهداف المؤسسة، فإذا كانت هذه الأخيرة تبحث عن الاستقلالية المالية من أجل المحافظة على سلطة المساهمين الرئيسيين الحاليين، فإنها ستعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون، حتى لا تزيد من عدد المساهمين. أما إذا كانت المؤسسة تبحث عن المردودية المالية المثلى لأموالها الخاصة، فإنها ستلجأ للمزيد من الاستدانة للاستفادة القصوى من الرفع المالي (الزبيدي، 2001، 68).

فالحصول على القروض يترتب عليه مصاريف تتمثل في فوائد تفسر على أنها تكلفة حصول المؤسسة عن طريق اللجوء إلى الاقتراض. وفي حالة حصول المؤسسة على الأموال عن طريق أصحاب رأس المال المملوك، فإن توزيعات الأرباح تعتبر تكلفة الحصول على الأموال من أصحاب رأس المال (محمد واسماعيل ونور، 2009، 60).

وتتمثل تكلفة الأموال في تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال في المؤسسة، أي مصادر التمويل طويل الأجل، أما مصادر التمويل قصيرة الأجل، واستنادا إلى نظرية التمويل، فهي لا تؤخذ في الحسبان أثناء تقدير تكلفة الأموال على اعتبار أنها مصادر مؤقتة ولا تبقى على حال. ويمكن تعريف تكلفة رأس المال بأنها "ثمن استعمال الأموال في تمويل المشاريع الاستثمارية" (هندي، 2003، 98). أوهي عبارة عن الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية التي تم تمويلها من أموال حقوق الملكية أو من أموال الاقتراض أو كليهما معا، بحيث تؤدي عوائد هذه الاستثمارات إلى المحافظة على السعر السوقي للسهم أو إلى زيادته.

وتكتسي بعملية تقدير تكلفة الأموال درجة كبيرة من الأهمية، لأنها تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار. فالاستثمار الذي لا يحقق عائدا يساوي على الأقل تكلفة تمويله لا بد من رفضه، لأن قبوله سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية.

وبناء على تكلفة مصدر التمويل، يتحدد العائد المتوقع، لذلك فإن بعض المؤسسات تفضل القروض كمصدر من مصادر التمويل بدلا من الأسهم للاستفادة من الوفورات الضريبية، والتي تترك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة. وعلى العكس من ذلك، فقد تلجأ الدولة إلى تقديم بعض الإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار، وما يترتب عن ذلك من عدم الاعتماد على القروض أو المصادر الخارجية الأخرى، كما أن سياسة المؤسسة فيما يتعلق بتكوين المخصصات وحجز جزء من الأرباح يؤدي كذلك إلى عدم الاعتماد كليا على المصادر الخارجية.

إنّ تقدير تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال تمكن من حساب التكلفة الإجمالية لمصادر التمويل ثم تكوين متوسط مرجح بالأوزان لهذه التكلفة. ويمكن تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال بأنها القيمة المرجحة للتكلفة النسبية لمختلف مصادر التمويل، ويتم حساب هذه التكلفة باختيار الترحيحات المناسبة، فقد يكون الترحيح محاسبيا أو سوقيا، كما قد يكون هذا الترحيح تاريخيا أو مستهدفا (DeMarzo et al., 2007, 2088).

وعند ذكر تكلفة رأس المال، يمكن التمييز بين مفهومين أساسيين: التكلفة الصريحة والتكلفة الضمنية. فالتكلفة الصريحة لرأس المال هي معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، والناجمة بشكل مباشر عن استعمال مصدر تمويلي معين. أما التكلفة الضمنية فهي تكلفة الفرصة البديلة أي التكلفة التي تتحملها المؤسسة مقابل الحصول على مورد مماثل لذلك المصدر المستعمل.

وتحدّد قدرة استدانة المؤسسة بنسب الهيكل وقدرة التسديد، فإذا كانت هذه النسبة ضعيفة، فإنه على المؤسسة أن تبحث عن وسيلة أخرى غير الاستدانة.

وتجدر الإشارة إلى أنه هناك عدة عوامل لتحديد حصة الديون التي يجب أن تكون ضمن مجموع

الموارد منها: (هناندة، 2007، 60)

- البحث عن الأمان بالتقليص من المخاطر المرتبطة بعدم تسديد أقساط الديون.
- الاستقلالية اتجاه الدائنين.

- ضرورة تطور المؤسسة والذي يجعل من الضروري اللجوء إلى الديون لتمويل الاستثمارات المتاحة أمامها، غير أن هذا الإجراء من شأنه أن يزيد من تكلفة الوكالة، وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة.

- هدف المردودية والذي يوجه بدوره خيار التمويل، لأنه يمكن أن يكون مناسباً أو غير مناسباً. والاقتراض يجب أن يراعى فيه:

- معدل الفائدة الذي يزيد أو يقل عن معدل مردودية الاستثمارات المحققة.
- طبيعة الأموال المقترضة ومكانية تحويلها إلى أسهم إذا كانت في شكل سندات مثلاً (أو سندات قابلة للاستدعاء)، مما يخفض من تكلفة الوكالة، وبالتالي تكلفة الاقتراض.
- العلاقة الطردية بين فترة الاستحقاق والمخاطر المترتبة عن الأموال المقترضة. (مع ثبات العوامل الأخرى).

ولكل مؤسسة يوجد حجم أقصى للاستدانة والذي بعده تصبح الأخطار كبيرة، وعلى ذلك يصبح

التوازن المالي للمؤسسة مهدد بسبب أي ظرف أو حادث تتعرض له.

وعليه، فإن اختيار مصدر التمويل لا يجب أن يؤخذ تبعاً لقيود التوازن المالي فقط، لكن يجب

أيضاً أن يؤخذ في الحسبان هدف المردودية، ذلك أن مصادر التمويل لها تأثيرات جد مختلفة على

المردودية.

## (2-1-13) أهمية سياسة توزيع الأرباح:

من الأهداف الرئيسية لأي مشروع تجاري هو تحقيق الربح، فعند قيام الشركة بنشاطها بنجاح فإنه من المتوقع أن تحقق أرباحاً وهذه الأرباح يمكن الاحتفاظ بها في الشركة لغرض إعادة استثمارها أو توزيعها على المساهمين، ويمكن الاحتفاظ بجزء منها وتوزيع الباقي، ومن هنا تظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح نظراً لأنها السياسة التي تحدد مصدر الأرباح التي تحققها الشركة، فتحدد مقدار التوزيعات على المالكين وبالتالي مقدار الأرباح التي سيتم حجزها، ومسألة التصرف في الأرباح تعتبر من المشاكل الجوهرية التي تواجه المدير المالي مع أن الكلمة الأخيرة في هذا الموضوع هي للجمعية العمومية للمساهمين والتي تعتمد سياسة توزيع الأرباح التي يقترحها مجلس الإدارة.

يجب على الإدارة عند تخطيط سياسة توزيع الأرباح، و رسم السياسة التي تهدف إلى صالح الشركة نفسها، وصالح المساهمين فيها من حملة الأسهم لذلك عليها أن تعمل على حجز جزء من الأرباح لإعادة استثماره وأن تقوم بتوزيع عائد مناسب على حملة الأسهم، ويجب أن تتأكد الشركة أن السياسة التي تمارسها الشركة لا تخالف القوانين الموضوعية (الحناوي وسطان، 2003).

- سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري: تشير التوزيعات للأرباح كونها قراراً استثمارياً إذا ما

اعتمدت القرارات الخاصة بها على مصدر النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا

الموقف قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة.



- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي: تلجأ الشركات في بعض الحالات يمكن أن تلجأ الشركة إلى الاعتماد مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك من أجل تجنب المشكلة الاستثمارية الناتجة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية (زرقيون، 2010، 58).

وإن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية: توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) - الأموال المطلوبة للاستثمار.

- سياسة توزيع الأرباح من منظور تكلفة الوكالة: في حالة إصدار أسهم جديدة في الوقت الذي يتم فيه دفع توزيعات بالرغم من وجود تكاليف للمعاملات إلى ممارسة المزيد من الرقابة على الإدارة من قبل المساهمين الجدد. تلجأ الإدارة إلى إصدارات جديدة للأسهم إذا كان في ذلك مصلحه ذاتيه لها في ممارسه المزيد من السيطرة أو تشتيت الملكية. ففي حاله اعتبار التوزيعات من الأرباح هي مصدر معلومات عن الأداء المالي للشركة فإن تكلفه إصدار الأسهم قد تكون الأعلى والتي تلجأ لها الإدارة وتفضلها بالرغم أنها لاتؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين والفحص حول أسباب هذا الإجراء، الذي قد يكون هدفه السيطرة أو تشتيت الملكية، لأنه إذا كانت الحجة هي إيصال المعلومة فقد تكون تكلفة الصفقات أكبر من تكلفة إيصال المعلومة، أي مدى صحة هذا القرار.

## (2-1-14) نظرية موديليانى-ميلر:

نظرية (موديليانى-ميلر) Modigliani-Miller Theorem لفرانكو موديليانى ومرتون ميلر (تشكل الأساس للتفكير الحديث في بنية رأس المال، والنظرية الأساسية تنص على أنه في غياب الضرائب، وكلفة الإفلاس، والمعلومات غير المتماثلة، وفي سوق فعال فإن قيمة شركة ما لا يتأثر بكيفية تمويل هذه الشركة. ولا يهم إن كان رأس مال الشركة قجُ مِع بطرح أسهم أو ببيع دين، ولا يهم كذلك سياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين. ولذلك، فنظرية موديليانى-ميلر هي أيضاً كثيراً ما يُطلق عليها مبدأ عدم تأثير بنية رأس المال Capital Structure Irrelevance Principle (Joshua & Amir, 2008, 90).

## (2-1-15) نظرية التسلسل في استخدام مصادر التمويل Pecking Order Theory

تنتبأ هذه النظرية أن الشركات تفضل تمويل العجوزات المالية من خلال الدين أكثر من إستخدام حقوق الملكية، وتنتبأ هذه النظرية أن المديونية ستزداد بمرور الزمن وأن التأثير سيكون قوياً فيما يخص الشركات التي لديها عجوزات مالية كبيرة وقد تم وضع العجز المالي كمتغير إضافي (Murray & Goyal, 2003).

ووفقاً لافتراض التسلسل في استخدام مصادر التمويل الذي قدمه (Kumar et al., 2012) واللدان أوضحا بأنه في حالة عدم تماثل المعلومات لدى المنشأة والأسواق المالية فإن أول وحدة تمويل عمليات المنشأة، واستثماراتها هو رأس المال الذي يتم توليده من مصادر داخلية، وإذا لم تكن الأموال

التي تم توليدها داخليا كافية، فإن المنشأة تسعى إلى استخدام الديون الخارجية، يليها بعد ذلك إصدار حقوق الملكية بوصفها آخر مصدر تمويلي تلجأ إليه المنشأة، ولا شك أن هناك منفعة من التمويل بالدين، أو ما يسمى بالرفع المالي، والذي يُعدُّ أقل مصادر التمويل كلفةً نظرًا للوفورات الضريبية المترتبة عليه، وهذا لا ينفى ارتفاع مخاطرها، ولأن هذا المصدر يزيد من ربحية المساهمين عن طريق زيادة العائد على حقوق الملكية، وزيادة نصيب السهم من الأرباح، ولكن التمويل بالدين سيف ذو حدين إذ إنه قد يؤدي إلى تعظيم خسارة المساهمين في حالة انخفاض الأرباح (عبد الله والصدیق، 2003).

## (2-2) ثانياً: الدراسات السابقة

يتناول هذا الجزء عرضاً للدراسات السابقة العربية والأجنبية التي تناولت متغيرات الدراسة، وقد

تم ترتيبها تنازلياً من الأحدث إلى الأقدم، وعلى النحو الآتي:

### (1-2-2) الدراسات باللغة العربية:

(النجار، 2013) "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة

في بورصة فلسطين: دراسة اختبارية".

هدفت الدراسة الى اختبار أثر الرفع المالي على الاداء المالي للشركات المدرجة في بورصة

فلسطين وذلك وفقاً لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية العائد على الأصول (ROA)، والعائد على

حقوق الملكية (ROE)، والعائد على المبيعات (ROS) و نمو المبيعات والقيمة السوقية للشركة التي

تم احتسابها وفقاً لنموذج Tobin's q ومعرفة أيهما أكثر تأثيراً بالرفع المالي. وتكونت عينة الدراسة من

(48) شركة في كافة القطاعات، حيث قام الباحث باستخدام نماذج الانحدارات لتحليل البيانات واختبار

الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني. وأظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي للرفع المالي على

مقاييس الأداء المحاسبية (ROA, ROE, ROS) معدل نمو المبيعات وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات

لاحقة، كما أظهرت النتائج وجود أثر سلبي للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة حسب نموذج

Tobin's q ويمتد هذا الاثر لعدة سنوات لاحقة. وأوصت الدراسة بضرورة أن تقوم إدارات الشركات

المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول الى أفضل نسبة مثلى

للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه الشركات. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في تحديد بعض مصطلحات الدراسة.

(لزغم، 2012) "أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة

ميدانية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة".

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة، وتكونت عينة الدراسة من (34) مؤسسة صغيرة ومتوسطة بولاية ورقلة الجزائرية، حيث تم

تحليل البيانات المالية للشركات للفترة من (2005-2010)، وقام الباحث باستخدام أسلوب الانحدار

المتعدد من أجل اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة. وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ايجابية بين

الاقتراض وقرار الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود

علاقة لقرارات التوزيع في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وأوصت الدراسة بإعادة النظر في

الضمانات التي تطلبها البنوك على الاقتراض خاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستطيع

تقديم الكثير من الضمانات المطلوبة. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في تحديد بعض مصطلحات

الدراسة وبناء الإطار النظري.

(خليل، 2011) "أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح: دراسة اختبارية".

هدفت الدراسة إلى الكشف عن أثر الهيكل التويلي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني على ربحية تلك الشركات، ممثلة بحصة السهم العادي الواحد من الأرباح (EPS)، وعلى سياساتها في توزيع الأرباح ممثلة في حصة السهم من توزيعات الأرباح (DPS)، وتكونت عينة الدراسة من (75) شركة وتم الاعتماد على بياناتها المنشورة للأعوام (2007-2009). وقام الباحث باستخدام الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط إضافة للوسط الحسابي والانحراف المعياري. وأظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة بين الهيكل التمويلي للشركات وربحيتها، كما لم تظهر نتائج الدراسة وجود علاقة بين الهيكل التمويلي للشركات عينة الدراسة وسياسات توزيع الأرباح. وقدمت الدراسة عدداً من التوصيات أهمها توخي مراعاة عامل الكفاءة في استثمار الأموال المقترضة من خلال الحرص على اتخاذ القرار التمويلي الذي يراعي بين العائد المتوقع على الاستثمار بالنسبة للأموال المقترضة وبين الفائدة المدفوعة على تلك الأموال. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في مناقشة النتائج.

(الشواورة، 2010) "العوامل المؤثرة على تطبيق إعادة الهيكلة المالية في الشركات المساهمة العامة الأردنية".

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الربحية والسيولة والقيمة الاقتصادية للشركة من جهة، وتطبيق إعادة الهيكلة المالية في الشركات المساهمة العامة من جهة أخرى. وقام الباحث بتحليل البيانات التي تم جمعها من مديري الدوائر ورؤساء الأقسام في الشركات عينة الدراسة بواسطة قائمة الاستقصاء، وتم استخدام الحزمة الإحصائية (SPSS) والمتوسطات المرجحة للمتغيرات المستقلة والتابعة ومعامل الارتباط ومعامل التحديد والانحدار المتعدد ونسبة التباين. وأظهرت نتائج الدراسة أن ارتفاع وانخفاض حجم السيولة والربحية والقيمة الاقتصادية للشركات يدفع مديري الدوائر ورؤساء الأقسام إلى المطالبة بضرورة العمل على إعادة الهيكلة المالية للشركة، وذلك من خلال إعادة التوازن النسبي العمودي والأفقي بين الهيكل الاستثماري (الأصول المتداولة والأصول الثابتة) والهيكل التمويلي (الخصوم وحقوق الملكية) والنتائج المالية (الربحية والسيولة)، بما يضمن تعظيم القيمة الاقتصادية للشركة والتي من منظور الفكر المالي المعاصر تشكل الهدف الرئيسي والمحوري لقرارات الاستثمار والتمويل. وأوصت الدراسة بضرورة اهتمام إدارات الشركات بإعادة الهيكلة بما تقتضيه ضرورة الوضع المالي للشركة. وتم الاستفادة من هذه الدراسة في بناء الإطار النظري.

(سلام، 2009) "التركيبية المثلى للهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية".

هدفت الدراسة الى حساب المخاطر النظامية لأسهم الشركات الصناعية، ومن ثم حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمار فيها واستخدامه في تحديد قيمة أسهم تلك الشركات، وإيجاد العلاقة بين هذه القيم والقيم السوقية الفعلية من اجل الوصول إلى صيغة رياضية تمكن من تحديد التركيبية المثلى للهيكل الرأسمالي والتي تعرف بأنها التركيبية التي تعظم فيه السهم السوقية. وأظهرت نتائج الدراسة بأنه إذا كان بالإمكان التنبؤ (بدرجة معقولة) بالقيمة العادلة لأسهم الشركات الصناعية في الأردن، فإنه يمكن الوصول إلى التركيبية المثلى للهيكل الرأسمالي للشركات والتي تعرف بأنها التركيبية التي تعظم فيه الأسهم في السوق. وأوصت الدراسة بأهمية التنبؤ المالي في الشركات المساهمة العامة وأثره على خلق تركيبية مثلى للهيكل المالي. وقد استفادت الدراسة الحالية منها في تحديد بعض المتغيرات وبناء الإطار النظري.

دراسة الضب (2009) "تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالبورصة"

هدفت الدراسة إلى بيان أثر كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، حيث تكونت عينة الدراسة من جميع قطاعات الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ماعدا القطاع المالي. وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ذات



معنوية إحصائية لكل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، كما أظهرت النتائج أن تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة أكثر من تأثير الهيكل المالي. وأوصت الدراسة بأهمية تدريب الموظفين على الهيكل المالي للشركة بشكل يعود بالنفع على الأداء المالي للشركة. وقد استفادت الدراسة الحالية منها في تحديد بعض متغيرات الدراسة وتعريف المصطلحات.

(شلاش وآخرون، 2008) "العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)".

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك للفترة من 1997-2001، وقد تم تلخيص العلاقة بين المؤشرات المحاسبية وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة في الأردن باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، إذ شمل نموذج الدراسة أربعة متغيرات مستقلة، وهي نسبة المديونية السابقة للشركة، والسيولة، والربحية، ومعدل النمو، بينما تمثل نسبة الرفع المالي المتغير التابع في الهيكل المالي للشركة. وتكونت عينة الدراسة عن (58) شركة صناعية مدرجة خلال تلك الفترة. وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إحصائية مهمة وموجبة بين الهيكل المالي ونسبة المديونية السابقة عند مستوى معنوية 1%، كما أظهرت النتائج وجود علاقة دالة إحصائيةً وسالبة بين الهيكل المالي والربحية والسيولة ومعدل النمو عند مستوى المعنوية 1%. وقدمت الدراسة عدداً من التوصيات أهمها أن تتجه

المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة، نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض، وتماشياً مع الظروف الاقتصادية غير المستقرة التي تواجه الأردن. وقد استفادت الدراسة الحالية منها في بناء الإطار النظري.

(هناندة، 2007) "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن 1996-2006".

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر مصادر تمويل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن في الفترة 1996-2006 والبالغ عددها (65) شركة، حيث شملت عينة الدراسة جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في تلك الفترة، وشملت متغيرات الدراسة خمسة متغيرات مستقلة تتعلق بهيكل رأس المال وهي (القروض طويلة الأجل، والتمويل من خلال أسهم رأس المال، والتمويل من خلال الأرباح المحتجزة، وحجم الشركة، وعمر الشركة)، ومتغير تابع واحد فقط هو الأداء المالي ممثلاً بربحية الشركة. وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القروض طويلة الأجل، والتمويل من خلال رأس المال، والأرباح المحتجزة) وأداء الشركة. وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بالتمويل طويل الأجل لما له من أهمية في تحسين أداء الشركة. وقد أفادت الدراسة الحالية من هذه الدراسة في تعريف بعض مصطلحات الدراسة وبناء الإطار النظري.

(عباد، 2004) "أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان".

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر هيكل رأس المال على كل من ربحية الشركات وقيمتها، حيث قام الباحث بتطبيق الدراسة على عينة مكونة من (30) شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، حيث تم تحليل بياناتها المالية للفترة (1991-2000)، وقام الباحث باستخدام تحليل الانحدار المتعدد لفحص العلاقة بين متغيرات الدراسة. وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين ربحية الشركة وهيكل رأس المال، أي أن أرباح الشركة تقل مع زيادة الدين، كما أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال بمعنى أن زيادة الدين ترفع من قيمة الشركة. وأوصت الدراسة أنه يتعين على الشركات الأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار بخصوص زيادة ديونها أو تخفيضها رفع قيمة الشركة بأكثر قدر ممكن. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في بناء الإطار النظري.

### (2-2-2) الدراسات باللغة الانجليزية:

**(Khan, Abdul Ghafoor, 2012) "The Relationship of Capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan".**

هدفت الدراسة إلى بيان علاقة قرار هيكل رأس المال مع أداء الشركات في اقتصاديات سوق نامي مثل باكستان، حيث تكونت عينة الدراسة من (36) شركة في القطاع الهندسي في باكستان مسجلة في بورصة كراتشي خلال الفترة 2003-2009. وأظهرت نتائج الدراسة أن الرفع المالي الذي

تم قياسه بدين على المدى القصير إلى إجمالي الأصول وإجمالي الدين لإجمالي الأصول له علاقة سلبية كبيرة مع أداء الشركة مقاساً بالعائد على الأصول وإجمالي هامش الربح، كما أظهرت نتائج الدراسة أن العلاقة بين الرفع المالي وأداء الشركة مقاسة بالعائد على الملكية هي علاقة سلبية ولكن ليست بدرجة كبيرة، وأنه لا يوجد لحجم الأصل علاقة مهمة مع أداء الشركة مقاسة بالعائد على الأصول (ROA) وإجمالي الهامش (GM)، كذلك أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات في قطاع الهندسة في باكستان معتمدة بدرجة كبيرة على الدين على المدى القصير، إلا أن الديون ارتبطت مع شروط قوية تؤثر على أداء الشركات. وأوصت الدراسة بأهمية تطوير هيكل رأس المال للشركات بشكل يخدم أداء هذه الشركات. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في بناء الإطار النظري.

### **(Alkatib, Khalid, 2012) “The Determinants of Leverage of Listed Companies”.**

هدفت الدراسة إلى الاستطلاع التجريبي لمحددات الرفع لشركات مسجلة في سوق الأوراق المالية الأردني، حيث تكونت عينة الدراسة من (124) شركة مسجلة في البورصة الأردنية للفترة التي امتدت من عام (2007-2010)، وقد شملت العينة قطاع الخدمات والقطاع الصناعي، بينما استثنى القطاع المالي من الدراسة، ومن أجل تحليل البيانات تم توظيف نموذج التراجع، وتكونت المتغيرات التفسيرية للشركة من، السيولة، والحجم، ومعدل النمو، والربح، ومتغيرات ملموسة، بينما كان المتغير المستقل معدل الرفع. وأظهرت نتائج الدراسة أنه بالنسبة لكلا القطاعين الخدمات والصناعي لم توجد علاقة بدلالة إحصائية، وعندما تم فصل القطاعين كشفت النتائج للقطاع الصناعي أن للسيولة

وللمتغيرات الملموسة علاقة بدلالة معدل الرفع، بينما النتائج لقطاع الخدمات كشفت أن معدل النمو، والسيولة والمتغيرات الملموسة لها علاقة بدلالة معدل الرفع. وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بالسيولة ومعدل النمو لما لهما من أثر على معدلات الرفع في الشركات. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في تحديد بعض مصطلحات الدراسة وبناء الإطار النظري.

**(Uremadu, Sebastian, 2012) “The Impact of Capital Structure and liquidity on Corporate Returns in Nigeria: Evidence from Manufacturing firms”.**

هدفت الدراسة إلى إظهار أهمية هيكل رأس المال بالنسبة للاستقرار المالي للشركة والنمو والعوائد الدقيقة والسيولة التي لا يمكن التقليل من أهميتها خاصة وسط الأزمة المالية العالمية الحديثة. وتكونت عينة الدراسة من مصادر البيانات الدقيقة من القوائم المالية من (40) شركة من شركات مختارة تغطي الفترة من (2002-2006)، وتم ترتيب البيانات بطريقة تسلسل زمني، بشكل خاص حالات البيانات الدقيقة باستخدام منهجية تطبيق خطية طويلة أقل تربيعات لإجراء الاختبارات والتحليلات. وأظهرت نتائج الدراسة التأثير السلبي لقيمة الدين على المدى الطويل، ومعدلات الدين على المدى الطويل لإجمالي الالتزامات، ومعدلات الدين على المدى القصير لإجمالي الالتزام. ورأس المال الملكية لإجمالي التزام على الفوائد، والآثار الإيجابية لمعدل السيولة المحلية، ومعدلات دين على المدى الطويل لرأس مال ملكية وقيمة الدين على المدى القصير على الربحية. وقدمت الدراسة عدداً من التوصيات أهمها أن تحافظ الشركات النيجيرية على توازن نسب ديون على المدى الطويل في

مزيج هيكلها المالي، وعلى النظام المالي ربما في ذلك (النظام الاقتصادي) ومشاريع الشركة والسعي دائماً للحفاظ على سياسة وتصنيف سيولة محلية دقيقة حتى تبقى مستديمة في تحقيق النمو والربحية في السنين القادمة. واستفادت الدراسة الحالية منها في تحديد المنهجية وبناء الإطار النظري.

**(Anjan, Bimal & Nayyar, Suman, 2012) “financing Decisions: A study of pharmaceutical companies of India”.**

هدفت الدراسة إلى تحليل نموذج هياكل مالية لعدد من الشركات الهندية للفترة من (2007-2011) ولتحليل أثر تغيرات هيكل رأس المال على نموذج استثمارها خلال الفترة الزمنية، كما هدفت الدراسة إلى التحليل الداخلي للشركات عينة الدراسة بهدف تحديد أهمية مزيج الدين من أجل وضع أسس سياسة استثمار فاعلة، وتكونت عينة الدراسة من أربعة شركات هندية متخصصة في المواد الصيدلانية وذات سمعة عالية للفترة (2007-2011). وأظهرت نتائج الدراسة أن قرارات الهيكل المالي لشركات المستحضرات الطبية لها أثر محدود على نموذج استثمارها، أي أن الشركات تستخدم المصادر على المدى الطويل لتمويل أصولها الحالية ونشاطاتها التشغيلية للوصول إلى أرباح على المدى الطويل وتعظيم الربحية مع التكلفة الأقل من رأس المال. وقدمت الدراسة عدداً من التوصيات أهمها أن على الشركات والمدراء والمستثمرين أن يكرسوا المزيد من الوقت والمصادر لاتخاذ القرارات المالية عبر فصل أرباح السهم والهيكل المالي بشكل مشابه. واستفادت الدراسة الحالية منها في بناء الإطار النظري.

**(Awunyo, Vitor, Dadson & Badu, Jamil, 2012) "Capital Structure and Performace of Listed Banks in Ghana".**

هدفت الدراسة لاختبار تجريبي للعلاقة بين الهيكل المالي أو الرفع وأداء البنوك المدرجة في بورصة غانا من الفترة (2000-2010)، وتم جمع البيانات من بورصة غانا والتقارير السنوي للبنوك المدرجة في البورصة. وأظهرت نتائج الدراسة أن البنوك المدرجة في بورصة غانا مندفعة بدرجة عالية تحدث علاقة سلبية مع أداء البنوك، وأظهرت النتائج أن وجود مستوى عال من الاندفاع لدى البنوك المدرجة يعزى لاعتمادها الزائد على القروض قصيرة المدى كنتيجة لمعدل إقراض البنك المرتفع نسبياً والمستوى المنخفض لنشاطات سوق السندات، كما أظهرت النتائج أن للهيكل المالي للبنوك علاقة عكسية مع أداء هذه البنوك. وقدمت الدراسة عدداً من التوصيات أهمها أنه على الحكومة الغانية في المستقبل أن تعمل مع أصحاب القروض طويلة الأجل حتى تتجنب زيادة الاعتماد على القروض قصيرة الأجل، كذلك زيادة التسهيل الضريبي الذي من المحتمل أن يزيد من أرباح المؤسسات الغانية لتحسين الاستثمار الداخلي. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في تحديد المنهجية.

**(Parthiban et al., 2008) "The Implications of Debt Heterogeneity for R&D Investment and Firm Performance"**

هدفت الدراسة إلى بحث الآثار المترتبة على القروض المتمثلة على أداء الشركات، وناقشت الدراسة الفرضية القائلة أن القرض المتمثل يقدم حوكمة غير دقيقة لاستثمارات البحث والتطوير، وأن القرض التبادلي يفرض القيود التعاقدية الحازمة التي تقدم الحوكمة غير الدقيقة لاستثمارات البحث

والتطوير، وتم تطبيق الدراسة على عدد من الشركات اليابانية. وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي تنظم هياكل دينها مع استثمارات البحث والتطوير يكون مستوى أداءها أفضل من الشركات التي لا تنظم هياكل دينها، كذلك أظهرت نتائج الدراسة أن القرض غير المتمثل يقدم مضامين عملية قوية لمديري الشركات الخاصة والعامة الذين عليهم اتخاذ قرارات حول مصادر التمويل، كذلك أظهرت نتائج الدراسة أن الفشل في الأخذ في الاعتبار تماثل القرض قد يؤدي إلى نشوء أثر اقتصادي قوي على عوائد الاستثمار في البحث والتطوير، وقدمت الدراسة عدداً من التوصيات أهمها أن تختار الشركات النموذج الصحيح من القروض والنوع الذي يتوافق بشكل أفضل مع الاستثمارات الاستراتيجية للشركة. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في تحديد مصطلحات الدراسة وبناء الإطار النظري.

**(Song, Hon-Suck, 2005) “Capital Structure Determinants: An empirical study of Swedish companies”.**

هدفت الدراسة إلى تحليل القوة التفسيرية لنظريات هيكل رأس المال التي تم اقتراحها في أدبيات الإدارة المالية وذلك لتفسير الاختلافات في هياكل التمويل في الشركات السويدية، وبالاعتماد على بيانات للفترة 1992 إلى 2000، حيث تكونت عينة الدراسة من 6000 شركة سويدية، وباستخدام ثلاثة مقاييس مختلفة للمديونية هي: نسبة المديونية قصيرة الأجل، ونسبة المديونية طويلة الأجل، ونسبة المديونية الكلية. وأظهرت نتائج الدراسة وجود اختلافات ذات دلالة إحصائية للعوامل المحددة لهيكل التمويل عند التعبير عنها بالطرق الثلاثة المختلفة، كما أظهرت النتائج أن المقاييس الثلاثة المختلفة للمديونية تتأثر بدلالة إحصائية بكل من الربحية وحجم الشركة والتذبذب في الدخل ومعدل



النمو كمحددات للهيكل المالي، من جهة أخرى لم تظهر نتائج الدراسة أي أدلة إحصائية على أن معدل النمو وخاصية الشركة بكونها وحيدة Uniqueness أو غير وحيدة تؤثر بدلالة إحصائية على هيكل التمويل للشركات السويدية، كما أظهرت النتائج وجود اختلافات ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية قصيرة الأجل ونسبة المديونية طويلة الأجل، وأن حجم الشركة يؤثر طردياً وبدلالة إحصائية على نسبة المديونية طويلة الأجل، فإنه يؤثر عكسياً وبدلالة إحصائية على نسبة المديونية قصيرة الأجل. وأوصت الدراسة بالاهتمام بالقروض طويل الأجل لأثره على حجم الشركة. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في بناء الإطار النظري وتعريف بعض مصطلحات الدراسة.

**(Desmosak & Rataporn, 2004) "The Determinants of Capital Structure-evidence from the Asian Pacific region".**

هدفت الدراسة إلى فحص المحددات التي تؤثر على استخدام الرافعة المالية في هيكل التمويل، وأجريت هذه الدراسة في أربع بلدان مختلفة هي: تايلاند، ماليزيا، سنغافورة وأستراليا، حيث تكونت عينة الدراسة من (294) شركة تايلندية، و (669) شركة ماليزية، و (345) شركة سنغافورية، و (219) شركة أسترالية، وشملت الدراسة الفترة من 1993-2001 لبيانات هذه الشركات. وأظهرت نتائج الدراسة أن هيكل رأس المال يتأثر بالظروف البيئية التي تعمل بها المؤسسات (مثل نشاط سوق الأسهم المالية، ومعدل حقوق الدائنين وحقوق الملكية)، كذلك أظهرت نتائج الدراسة أنه كان للأزمة المالية التي عصفت بشرق آسيا عام 1997 تأثير واضح على الشركات العاملة هناك وعلى دور العوامل الداخلية الخاصة بالشركة مثل (حجم الشركة، والسيولة، وفرص النمو) حيث تغير تأثير هذه العوامل بعد 1997 عنه قبل

الأزمة. وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بكل من الرفعة المالية، وفرص النمو، والسيولة لما أظهرته النتائج من أثر ايجابي على حجم المنشآت. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في بناء الإطار النظري.

### **Fattouh (2003) "Capital structure in South Korea".**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تركيبة الهيكل المالي وتحديدًا نسبة الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل في شركات كوريا الجنوبية، كما هدفت إلى تقييم التغير في نسبة الديون في الشركات الكورية، واستخدمت الدراسة Conditional Quantile Regression methods لفحص التغير الذي يحدثه معدل الديون على الشركات عبر الزمن. وتكونت عينة الدراسة من (4832) شركة في كوريا الجنوبية مدرجة في السوق المالي الكوري حيث تم الاعتماد على البيانات الواردة في الميزانيات العمومية لتلك الشركات عن الفترة 1992-2001. وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات عينة الدراسة لا تنفي العلاقة بين هيكل رأس المال ومحدداته التي وجدت في الدول الأخرى (معدل نمو المبيعات، وهيكل المنافسة، وهيكل الأصول، واتجاهات الإدارة، واتجاهات المقترضين)، أي أن الدراسة أثبتت في نتائجها أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال وبين معدل نمو المبيعات، وهيكل المنافسة، وهيكل الأصول، واتجاهات الإدارة، واتجاهات المقترضين. وأوصت الدراسة بالاهتمام بهيكل رأس المال. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في بناء الإطار النظري.

**(Brailsford et al., 2002) “On the relation between ownership structure and capital structure”.**

هدفت الدراسة إلى بيان علاقة نسبة الملكية في نسبة المديونية، حيث تكونت عينة الدراسة من (30) شركة أمريكية مدرجة في سوق الأوراق المالية. وأظهرت نتائج الدراسة أنه عند انخفاض نسبة ملكية الإدارة ترتفع نسبة المديونية في هيكل التمويل لتعمل على تخفيض التضارب في المصالح، ومن جهة أخرى أظهرت النتائج أنه عندما ترتفع نسبة ملكية الإدارة فإن ذلك يؤدي إلى زيادة انتهازية الإدارة في سعيها لتحقيق مصالحها الخاصة مما يؤدي بالإدارة إلى تخفيض نسبة المديونية لتخفيض مخاطر الإفلاس، كذلك أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة بين نسبة كبار المساهمين في هيكل الملكية ونسبة المديونية في هيكل التمويل. وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بهيكل التمويل في الشركات. وقد أفادت الدراسة الحالية منها في بيان بعض مصطلحات الدراسة وبناء الإطار النظري.

**(Nejadmalayeri, Ali, 2001) “On the effect of The Term Structure Of Interest Rates On Corporate Capital Structure: Theory And Evidence”.**

هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير هيكل أسعار الفائدة على هيكل التمويل للشركات العقارية الأمريكية، وذلك من خلال تطوير نموذج ديناميكي لهيكل التمويل وباستخدام نموذج العامل الواحد ونموذج العاملين لـ (Baker, 2002). وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية بين معدلات الفائدة على الاقتراض قصير الاجل وكل من نسبة المديونية المثلى، وفترة الاستحقاق المثلى، وخدمة الدين الدورية. كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة على القروض طويلة

الأجل وكل من نسبة المديونية المثلى، وفترة الاستحقاق المثلى، وخدمة الدين الدورية. من جهة أخرى أظهرت نتائج الدراسة أن الدرغ الضريبي للشركة، ومعدل التضخم في الدولة، والتصنيف الائتماني للشركة، ومعدلات الفائدة على العقارات، هي كلها عوامل تؤثر على قرار استخدام الدين للشركات العقارية. وأوصت الدراسة بأهمية تحديد تأثير هيكل أسعار الفائدة على هيكل التمويل. وفادت الدراسة الحالية منها في بناء الإطار النظري.

### (3-2-2) ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تتاولت الدراسات السابقة عرضاً تفصيلياً للهيكل المالي والقروض وعلاقة هذه المتغيرات بعدة متغيرات مختلفة، كما تم عرض الدراسات التي تم تطبيقها على المجتمعات العربية والأجنبية على حد سواء، حتى يتسنى للباحث الحصول على أكبر عدد ممكن من مجتمعات الدراسة المختلفة. أما أختلاف هذه الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث المتغيرات، أما من حيث المجتمع والعينة فقد اختلفت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة كونها تم تطبيقها على المجتمع الكويتي، وتحديداً على الشركات المساهمة العامة الكويتية، أما الاختلاف الموضوعي للدراسة الحالية فقد تمثل عبر تحليل أثر استخدام القروض غير المتماثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الكويتية.

## الفصل الثالث

### الطريقة والإجراءات

## الفصل الثالث

## الطريقة والإجراءات

يتناول هذا الفصل وصفاً للمنهجية المستخدمة في الدراسة وكذلك وصفاً لمجتمع الدراسة، ووصفاً لأداة الدراسة، ومتغيرات الدراسة المستقل والتابع والوسيط، والإجراءات المتبعة في تنفيذ الدراسة والمعالجة الإحصائية لتحليل المعلومات. وفيما يلي تفصيل بذلك:

### (1-3) منهجية الدراسة:

بالرجوع الى الدراسات ذات الصلة والعلاقة بموضوع البحث من خلال التعرف على جوانب الدراسة البحثية كافة، وبناءً على طبيعة الدراسة والمعلومات المراد تحليلها، ومن خلال الأسئلة التي تسعى هذه الدراسة إلى الاجابة عنهما، استخدم الباحث المنهج الوصفي (Descriptive analysis) في عرض البيانات واعداد الجداول اللازمة لذلك، والمنهج النوعي (Qualitative analysis) وذلك في حصر وتحليل البيانات الفعلية للشركات المشمولة في عينة الدراسة الاختبارية (Empirical)، وتم استخدام نموذج تحليل الانحدار البسيط (Simple Regression Analysis) لغرض معرفة تأثير متغير الهيكل التمويلي على كل من استخدام القروض كأحد مكونات الهيكل التمويلي على الربحية (ربحية الشركة ممثلة بالعائد على السهم الواحد، وحصصة السهم من التوزيعات) باستخدام حزمة التحليل الإحصائي (SPSS).

### (2-3) مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من (10) شركات مدرجة في سوق الكويت المالي من أصل (210) خلال الفترة 2008-2012، وتم اختيار هذه الفترة لأهميتها من الناحية الاقتصادية وفترة مابعد الأزمة المالية .

### (3-3) أدوات جمع البيانات:

لغايات تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، تم جمع البيانات المناسبة لأهداف الدراسة بالطرق الآتية :

- أولاً: البيانات الأولية: تم جمع البيانات الأساسية المتعلقة بمتغيرات هذه الدراسة بالشركات الكويتية المدرجة أسهمها في بورصة الكويت من البيانات الختامية للشركات المساهمة العامة الكويتية خلال الفترة من 2008-2012.
- ثانياً: البيانات الثانوية: تتمثل في الكتب العربية والإنجليزية والمقالات بالإضافة إلى الدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع والنشرات إذ تم الإطلاع على أكبر قدر ممكن من الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع في الكويت وفي دول أخرى وكذلك الدراسات الشبيهة، وذلك بهدف تغطية الجانب النظري من الدراسة.

### (3-4) متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة:

اشتملت الدراسة على متغير مستقل ومتغير تابع، وُحدد المتغير المستقل القروض قصيرة

الأجل والقروض طويلة الأجل، وُحدد المتغير التابع في ربحية الشركة.

وإستخدام الباحث في تحليل بيانات الدراسة واختبار فرضيتها أساليب الإحصاء الوصفي مثل:

الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، والنسب المئوية، وذلك بالإضافة إلى تحليل الإنحدار البسيط.



## الفصل الرابع

### أختبار الفرضيات

## الفصل الرابع

### أختبار الفرضيات

يتضمن هذا الفصل عرضاً للنتائج التي توصلت إليها الدراسة من خلال الإجابة عن أسئلتها،

وعلى النحو الآتي:

#### جدول (1)

النسب المالية للشركات الكويتية قيد الدراسة موزعة خلال الفترة 2008-2012

نسبة الريح	نسبة مجموع القروض	نسبة قروض قصيرة الاجل	نسبة قروض طويلة الاجل	مجموع الاصول	السنة	الشركة
0.56	0.43	0.00	0.43	111464845	2008	ابكاروس
0.01-	0.22	0.00	0.22	150049465	2009	
0.02	0.19	0.00	0.19	181353897	2010	
0.05	0.18	0.00	0.18	182243004	2011	
0.05	0.22	0.00	0.22	170201858	2012	
0.14	0.25	0.00	0.25	159062614	المجموع	
0.01	0.29	0.05	0.24	237030080	2008	
0.04	0.32	0.04	0.28	256953866	2009	
0.08	0.22	0.02	0.20	331061986	2010	
0.16	0.18	0.01	0.17	234416788	2011	
0.05	0.19	0.14	0.05	230804808	2012	
0.07	0.24	0.05	0.19	258053506	المجموع	

0.08-	0.04	0.04	0.00	47018476	2008	السكب
0.14	0.00	0.00	0.00	50282003	2009	
0.10	0.00	0.00	0.00	59470096	2010	
0.07-	0.01	0.01	0.00	50881958	2011	
0.02	0.00	0.00	0.00	52982550	2012	
0.02	0.01	0.01	0.00	52127017	المجموع	
0.01	0.03	0.03	0.00	14749737	2008	الشعبية
0.10	0.01	0.01	0.00	16278898	2009	
0.07	0.00	0.00	0.00	16175555	2010	
0.06	0.02	0.02	0.00	17707414	2011	
0.05	0.04	0.04	0.00	18568175	2012	
0.06	0.02	0.02	0.00	16695956	المجموع	
0.01	0.15	0.03	0.12	97059236	2008	الصناعات الهندسية
0.06	0.11	0.02	0.09	87892456	2009	
0.06	0.14	0.02	0.12	81394203	2010	
0.04	0.08	0.00	0.08	94183271	2011	
0.02	0.08	0.01	0.07	108901871	2012	
0.04	0.12	0.02	0.10	93886207	المجموع	
0.07	0.30	0.10	0.20	554606	2008	الاغذية الكويتية
0.07	0.00	0.00	0.00	589751	2009	
0.13	0.00	0.00	0.00	420580	2010	
0.09	0.18	0.06	0.12	581061	2011	
0.08	0.15	0.05	0.10	602980	2012	
0.09	0.12	0.04	0.08	549796	المجموع	
0.07	0.15	0.01	0.15	125667090	2008	المشتركة
0.07	0.09	0.01	0.08	116900954	2009	

0.07	0.08	0.02	0.06	135362693	2010	
0.07	0.06	0.01	0.05	145692612	2011	
0.06	0.09	0.03	0.06	173154266	2012	
0.07	0.10	0.02	0.08	139355523	المجموع	
0.08	0.15	0.15	0.00	893703	2008	الوطنية للاتصالات
0.11	0.15	0.15	0.00	888425	2009	
0.07	0.14	0.14	0.00	1005161	2010	
0.26	0.07	0.07	0.00	1422933	2011	
0.06	0.03	0.03	0.00	1477977	2012	
0.12	0.11	0.11	0.00	1137640	المجموع	
0.03	0.45	0.18	0.27	230818843	2008	المباني
0.07	0.40	0.14	0.26	220612554	2009	
0.07	0.42	0.37	0.05	256421000	2010	
0.07	0.38	0.29	0.09	307186553	2011	
0.09	0.34	0.27	0.07	384241248	2012	
0.06	0.40	0.25	0.15	279856040	المجموع	
0.09	0.10	0.00	0.10	1641815	2008	المخازن
0.09	0.19	0.14	0.05	1784173	2009	
0.02	0.09	0.04	0.05	1494598	2010	
0.02	0.05	0.02	0.03	1399975	2011	
0.03	0.06	0.03	0.03	1432824	2012	
0.05	0.10	0.05	0.05	1550677	المجموع	

يلاحظ من بيانات الجدول (1) استخدام القروض في الهيكل التمويلي (نسبه مجموع القروض

إلى مجموع الأصول ) كانت متباينه بين الشركات المستهدفه ففي الوقت الذي ارتفعت هذه بنسبه

(0.25) في شركة ايكاروس لوحظ أنها كانت أكثر ارتفاعاً منها شركة أخرى مثل شركة المباني (0.40) ولوحظ أن هذه النسبة كانت منخفضة في مجموعه أخرى من هذه الشركات اذ بلغت (0.24) في شركة الخليج للكييلات و (0.01) بالسكب و(0.02) بالشعبييه و(0.12) بالصناعات الهندسية و(0.12) الأغذية الكويتيه و (0.10) المشتركة و (0.11) الوطنية للاتصالات و (0.10) بالمباني. وبلغ المتوسط العام لنسبه القروض طويلة الأجل إلى مجموع الأصول في الشركات (0.089) بينما بلغ متوسط القروض قصيرة الأجل الى مجموع الاصول في الشركات (0.154) لكل السنوات . ومن الجدير بالأهتمام تتباين هذه المتوسطات خلال سنوات الدراسة, ان شركة ايكاروس قد بلغت (0.25) وان هذه الشركة قد ركزت على القروض الطويلة التي كانت اكبر قيمة لها (بالمتوسط) خلال العام 2008 اذ بلغت (0.43) حيث يلاحظ ان نسبة الربح التي بلغت (0.56) كانت الاكبر في ذلك العام مقارنة بباقي الفترة الزمنية.

اما بالنسبة لشركة الخليج للكابلات فقد بلغت نسبة مجموع الهيكل التمويلي (0.24) وان هذه الشركة قد ركزت على القروض الطويلة التي كانت اكبر قيمة لها (بالمتوسط) خلال العام 2009 اذ بلغت (0.32) حيث يلاحظ ان نسبة ربح قد بلغت (0.16) وذلك في العام 2011.

اما بالنسبة لشركة السكب فقد بلغت نسبة مجموع الهيكل التمويلي (0.01) وان هذه الشركة قد ركزت على القروض القصيرة التي كانت اكبر قيمة لها (بالمتوسط) خلال العام 2008 اذ بلغت (0.04) حيث يلاحظ ان نسبة ربح قد بلغت (0.14) وذلك في العام 2009.

اما بالنسبة لشركة الشعبية فقد بلغت نسبة مجموع الهيكل التمويلي (0.02) وان هذه الشركة قد ركزت على القروض القصيرة التي كانت اكبر قيمة لها (بالمتوسط) خلال العام 2012 اذ بلغت (0.04) حيث يلاحظ ان نسبة ربح قد بلغت (0.10) وذلك في العام 2009.

اما بالنسبة لشركة الصناعات الهندسية فقد بلغت نسبة مجموع الهيكل التمويلي (0.11) وان هذه الشركة قد ركزت على القروض الطويلة التي كانت اكبر قيمة لها (بالمتوسط) خلال العام 2008 و 2012 اذ بلغت (0.12) حيث يلاحظ ان نسبة ربح قد بلغت (0.06) وذلك في العامين 2009 و 2010.

اما بالنسبة لشركة الاغذية الكويتية فقد بلغت نسبة مجموع الهيكل التمويلي (0.13) وان هذه الشركة قد ركزت على القروض الطويلة التي كانت اكبر قيمة لها (بالمتوسط) خلال العام 2008 اذ بلغت (0.20) حيث يلاحظ ان نسبة ربح قد بلغت (0.13) وذلك في العام 2010.

اما بالنسبة لشركة المشتركة فقد بلغت نسبة مجموع الهيكل التمويلي (0.10) وان هذه الشركة قد ركزت على القروض الطويلة التي كانت اكبر قيمة لها (بالمتوسط) خلال العام 2008 اذ بلغت (0.15) حيث يلاحظ ان نسبة ربح قد بلغت (0.07) وذلك خلال الفترة (2008 – 2011).

اما بالنسبة لشركة الوطنية للاتصالات فقد بلغت نسبة مجموع الهيكل التمويلي (0.11) وان هذه الشركة قد ركزت على القروض القصيرة التي كانت اكبر قيمة لها (بالمتوسط) خلال العامين

2008 و 2009 اذ بلغت (0.15) حيث يلاحظ ان نسبة ربح قد بلغت (0.26) وذلك في العام 2011.

اما بالنسبة لشركة المباني فقد بلغت نسبة مجموع الهيكل التمويلي (0.40) وان هذه الشركة قد ركزت في بداية الفترة (اي عامي 2008 و 2009) على القروض الطويلة بعد هذه الفترة (اي 2010 - 2012) بدأت تعتمد بصورة اكبر على القروض القصيرة التي كانت اكبر قيمة لها (بالمتوسط) خلال العام 2010 اذ بلغت (0.37) حيث يلاحظ ان نسبة ربح قد بلغت (0.09) وذلك في العام 2012.

اما بالنسبة لشركة المخازن فقد بلغت نسبة مجموع الهيكل التمويلي (0.10) حيث يلاحظ ان هذه الشركة قد اعتمدت على القروض القصيرة والطويلة بصورة متوازنة تقريبا حيث كانت تركيزها الاكبر في عام 2008 على القروض الطويلة التي بلغت (0.010) بينما ركزت على القروض القصيرة في عام 2009 حيث بلغت (0.14) ثم عادت الى التوازن بين نوعي القروض حيث يلاحظ ان اعلى نسبة ربح قد بلغت (0.09) وذلك في العامين 2008 و 2009.

## جدول (2)

المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الالتواء للنسب المالية للشركات الكويتية خلال الفترة

(2012 - 2008)

معامل الالتواء	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	النسبة المالية
1.27	0.099	0.089	نسبة القروض طويلة الاجل
2.16	0.082	0.056	نسبة القروض القصيرة
0.90	0.126	0.145	نسبة مجموع القروض الطويلة والقصيرة
	0.087	0.071	نسبة الربح المتغير التابع

يبين الجدول (2) ان متوسط نسبة القروض الطويلة الاجل الى مجموع الأصول للشركات الكويتية قد بلغ (0.089) بينما بلغ متوسط القروض القصيرة الى مجموع الاصول لهذه الشركات (0.056) وبلغ المتوسط الحسابي لمجموع القروض (0.154) كذلك يبين الجدول ان قيمة معاملات الالتواء للقروض طويلة الاجل قد بلغت (1.27) وللقروض القصيرة (2.16) ونسبة مجموع القروض (0.90) وتدرج هذه القيم ضمن المدى المقبول لمعاملات الالتواء والبالغ (1.96) باستثناء معامل الالتواء للقروض قصيرة الاجل البالغة (2.02) وهي قريبه جدا من القيمة المقبولة لمعامل الالتواء المذكورة (1.96) حيث يفترض التاكيد من مدى مطابقة توزيع بيانات الدراسة بالتوزيع الطبيعي من خلال معامل الالتواء كشرط اساسي لتطبيق اختبارات وكذلك تحليل الانحدار .



اختبار الفرضيات:

أولاً: اختبار الفرضية الاولى

- لا تعتمد الشركات المساهمة العامة الكويتية على القروض بنسبة تزيد عن 50% من المجموع

الكلي للهيكل التمويلي.

وقد استخدم اختبار ت للعينة الواحدة بهدف اختبار هذه الفرضية حيث تم تحديد نسبة ال 50%.

كقيمة محددة للمقارنة بسبب ان القوانين لا تسمح بتجاوز هذه النسبة في القروض.

### جدول (3)

نتائج اختبار ت لبحث اعتماد الشركات المساهمة العامة الكويتية على القروض بنسبة لا تزيد عن

50% من المجموع الكلي للهيكل التمويلي

مستوى الدلالة	قيمة ت	درجات الحرية	القيمة المرجعية	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المجموع الكلي للهيكل التمويلي
0.000	19.75	49	% 50	0.126	0.145	
0.004	3.04	49	% 20			
0.801	0.24	49	% 15			

يبين الجدول (3) ان قيمة متوسط نسبة مجموع الهيكل التمويلي قد بلغ (0.145) حيث تمثل

هذه القيمة نسبة مجموع القروض الطويلة والقصيرة الى مجموع الموجودات الكلي بانحراف المعياري

(0.126) وتبين قيمة ت المحسوبة وباللغة (19.75) عند اختبار بقيمة مرجعية تساوي 50% وجود

فروق ذات دلالة احصائية بين متوسط نسبة مجموع الهيكل التمويلي حيث يلاحظ ان قيمة المتوسط الحسابي كانت اقل مما يشير الى ان قروض الشركات الكويتية بالمتوسط لا تتجاوز القيمة المرجعية اي ما نسبته (50%) من الهيكل التمويلي وعليه يتم رفض الفرضية والاستنتاج باعتماد الشركات الكويتية على القروض بنسبة تقل عن 50 % وقد تم اختبار الفرضية عند قيمة مرجعية (نسبة 20%) اذ تبين ان قيمة ت المحسوبة قد بلغت (3.04) بمستوى دلالة (0.004) وهذا يعزز ان الفروق دالة من الناحية الاحصائية, كما تم اختبار الفرضية عند النسبة (15%) بسبب ان قيمة متوسط النسبة كان الاقرب الى 15% حيث بلغت قيمة ت المحسوبة (0.24) بمستوى دلالة (0.801) وحيث ان قيمة مستوى الدلالة كان اكبر من 0.05 فهذا يشير الى انه لا توجد فروق ذات دلالة احصائية بين متوسط مجموع القروض والنسب المرجعية مما يشير الى ان الشركات الكويتية تقتصر بمجموع الهيكل التمويلي ما نسبته 15%.

ويمكن تفسير هذه النتيجة أن الشركات الكويتية لديها من السيولة ما يجعلها بعيدة عن حاجة الاقتراض، بالإضافة إلى توفر الدخل من خلال الأرباح التي تندرج ضمن الميزانية الخاصة للشركات مما يساعدها على تخطي العقبات ونقص السيولة التي تؤدي إلى الاقتراض. ولعل مرد ذلك إلى طبيعة السوق الكويتي النشط تجارياً والذي يتمتع بسيولة قوية وقدرة شرائية عالية مما يخلق مناخاً مناسباً للشركات.

### اختبار الفرضية الثانية:

- تنص الفرضية الثانية على "لا يوجد أثر لنسبة القروض طويلة الأجل إلى المجموع الكلي للهيكل التمويلي للشركات المساهمة الكويتية على ربحية الشركة".

لاختبار هذه الفرضية فقد استخد تحليل الانحدار البسيط حيث يوضح الجدول التالي نتائج أثر

القروض طويلة الاجل في نسبة ربحية الشركات الكويتية.

#### جدول (4)

نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لبحث اثر نسبة القروض طويلة الأجل إلى المجموع الكلي للهيكل التمويلي للشركات المساهمة الكويتية على ربحية الشركة

المتغير المستقل	R	R <sup>2</sup>	F	Sig F	$\beta$	Sig $\beta$	الحد الثابت	نتيجة الفرضية
القروض طويلة الأجل	0.339	0.115	6.25	*0.016	0.300	0.016	0.043	رفض

يبين الجدول (4) ان قيمة العلاقة بين القروض طويلة الاجل و ربحية الشركات الكويتية قد

بلغت (0.339) وهي دالة من الناحية الاحصائية عند مستوى (0.05) أو أقل لأن قيمة مستوى دلالة

F البالغة (0.016) كانت اقل من (0.05) ويبين الجدول ان المتغير المستقل (القروض الطويلة

الاجل) قد اثر في المتغير التابع (ربحية الشركات) عند مستوى (0.300) وهذا التأثير دال احصائياً

عند مستوى دلالة  $\beta$  بلغ (0.016) .

كما يبين الجدول ان قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) قد بلغت (على شكل نسبة مئوية) 11.5% وهي تشير الى نسبة تفسير التغير او الاختلاف الحاصل في المتغير التابع (ربحية الشركات) والعائد الى المتغير المستقل (القروض طويلة الأجل). بناءً عليه تم رفض الفرضية الثانية وقبول الفرضية البديلة والتي تشير إلى وجود تأثير للقروض طويلة الأجل على ربحية الشركات الكويتية.

ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن الشركات الكويتية تميل إلى الاحتفاظ بسيولة أكبر نتيجة للتوسع في أعمالها وسوق استثماراتها ما يدفعها إلى الاقتراض بنسب أقل وفترات أطول، ومن هنا أظهرت نتائج التحليل وجود علاقة للقروض طويلة الأجل على ربحية الشركات. ولعل السوق الكويتي الذي يمتاز بتوسعه المستمر في العقدين الأخيرين ساهم في تحفيز الشركات على التوسع في أعمالها بشكل مستمر.

اختبار الفرضية الثالثة:

- تنص هذه الفرضية على "لا يوجد أثر لحجم القروض قصيره الأجل كجزء من المجموع الكلي على ربحية الشركات".

لاختبار هذه الفرضية فقد استخد تحليل الانحدار البسيط حيث يوضح الجدول التالي نتائج اثر

القروض القصيرة في ربحية الشركات الكويتية

جدول (5)

نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لبحث اثر لحجم القروض قصيرة الاجل إلى المجموع الكلي

للهيكل التمويلي للشركات المساهمه الكويتيه على ربحية الشركة.

المتغير المستقل	R	R <sup>2</sup>	F	Sig F	$\beta$	Sig $\beta$	الحد الثابت	نتيجة الفرضية
القروض القصيرة	0.013	0.001	0.008	0.929	-	0.929	0.071	قبول

يبين الجدول (5) ان قيمة العلاقة بين القروض قصيرة الاجل و ربحية الشركات الكويتية قد

بلغت (0.013) وهي علاقة غير دالة من الناحية الاحصائية عند مستوى دلالة (0.05) لان قيمة

مستوى دلالة F البالغة (0.929) كانت اكبر من (0.05) كما يبين الجدول ان المتغير المستقل

(القروض قصيرة الاجل) اثر في المتغير التابع (ربحية الشركات) اذ بلغت قيمة التأثير (- 0.013)

بمستوى دلالة (0.929) وتعتبر هذه القيمة غير دالة لان مستو دلالاتها كان اكبر من 0.05 .

كما يبين الجدول ان قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) قد بلغت (على شكل نسبة مئوية) 0.1 % وهي تشير الى نسبة تفسير التغير او الاختلاف الحاصل في المتغير التابع والذي يمكن نسبه الى المتغير المستقل(القروض القصيرة).

وحيث ان قيمة مستوى دلالة F كان اكبر من 0.05 فهذا يشير الى قبول فرضية الدراسة الصفرية ورفض البديلة .

ويمكن تفسير هذا بأن النتائج التي ظهرت من خلال التحليل تشير إلى عدم وجود تأثير للقروض قصيرة الأجل على ربحية الشركات، ويرى الباحث أن الألتزام بأقساط سداد كبيرة وخلال فترة زمنية قصيرة يؤثر سلباً على مقدار الموجودات وسيولتها التي تعتبر أساساً لأستثمارات الشركات.

## الفصل الخامس

### مناقشة النتائج والتوصيات

## الفصل الخامس

### مناقشة النتائج والتوصيات

- يتضمن هذا الفصل مناقشة النتائج التي تم التوصل إليها بعد أن قام الباحث بتطبيق أدوات الدراسة وتحليلها وعرض نتائجها، وقام بمناقشة النتائج وفقاً لأسئلة الدراسة كما يلي:
- أن المتوسط العام لنسبة القروض طويلة الأجل إلى مجموع الأصول في الشركات الكويتية قد بلغ (0.089) بينما بلغ المتوسط العام للقروض قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول لهذه الشركات (0.056).
  - أن قيمة معامل الالتواء للقروض طويلة الأجل قد بلغت (1.27) وللقروض قصيرة الأجل وهي ضمن المدى المقبول لمعاملات الالتواء والبالغ (1.96).
  - بلغت نسبة مجموع القروض للشركات المساهمة الكويتية (0.90) وتدرج هذه القيم ضمن المدى المقبول لمعاملات الالتواء والبالغ (1.96) باستثناء معامل الالتواء للقروض قصيرة الأجل البالغة (2.02).
  - أظهرت النتائج اعتماد الشركات الكويتية على القروض طويلة الأجل بنسبة تقل عن 50%، ولم تظهر فروق ذات دلالة احصائية بين متوسط مجموع القروض والنسب المرجعية مما يشير الى ان الشركات الكويتية تقترض بمجموع الهيكل التمويلي ما نسبته 15%.



- أظهرت النتائج أن قيمة العلاقة بين القروض طويلة الأجل وربحية الشركات الكويتية قد بلغت (0.339). كما أن المتغير المستقل (القروض طويلة الأجل) قد أثر في المتغير التابع (ربحية الشركات) إذ بلغت قيمة التأثير (0.300) وهذا التأثير دال إحصائياً لأن مستوى دلالة  $\beta$  بلغ (0.016) وهو أقل من 0.05. وعليه، أظهرت النتائج وجود تأثير للقروض طويلة الأجل على ربحية الشركات الكويتية. وفي دراسة هناندة (2007) أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القروض طويلة الأجل وأداء الشركة، وهو ما يتفق مع نتائج الدراسة، أما في دراسة (Awunyo, Vitor, Dadson & Badu, Jamil, 2012) فقد أظهرت نتائجها أن للهيكل المالي للبنوك علاقة عكسية مع أداء هذه البنوك. من جهة أخرى فقد أظهرت نتائج دراسة (Song, Hon-Suck, 2005) أن حجم الشركة يؤثر طردياً وبدلالة إحصائية على نسبة المديونية طويلة الأجل.

## التوصيات:

بناءً على ما تم التوصل إليه من نتائج في الدراسة، وما تم عرضه في الفصول السابقة،

يوصي الباحث بما يلي:

1. ضرورة أن تقوم إدارات الشركات المساهمة الكويتية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف تحقيق أداء مالي أفضل لهذه الشركات.

2. أهمية أن تقوم الشركات المساهمة الكويتية بمواءمة مصادر التمويل مع طرق توظيف الأموال وخاصة في ظل استخدام القروض طويلة الأجل.

3. أهمية اعتماد إدارات الشركات الكويتية الشركات على التمويل طويل الأجل لما أظهرته نتائج الدراسة من أثر للقروض طويلة الأجل على ربحية الشركات المساهمة الكويتية.

4. ضرورة اهتمام إدارات الشركات بهيكل رأس المال الأمثل الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية كما أظهرت نتائج الدراسة والتحليل.

5. تفادي استخدام القروض قصيرة الأجل ما أمكن وذلك لصالح استخدام القروض طويلة الأجل في التمويل نتيجة لعدم تأثير القروض قصيرة الأجل على الربحية .

## مراجع الدراسة:

### أولاً: المراجع باللغة العربية

- آل شبيب، دريد (2004) مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان.
- الحاج، طارق (2002) مبادئ التمويل، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان.
- حنان، رضوان (2008) مدخل النظرية المحاسبية: الإطار الفكري: التطبيقات العملية، ط 2، عمان: دار وائل للنشر.
- الحناوي، محمد، وسلطان، إبراهيم (2003) الإدارة المالية والتمويل، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية.
- حنفي، عبد الغفار (2002) أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية.
- خليل، إسلام (2011) أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح: دراسة اختبارية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان.
- الزبيدي، حمزة (2001) الإدارة المالية، دار الوراق للطباعة والنشر والتوزيع، عمان.
- زرقون، محمد (2010) أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة المباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد الثامن.

- السامرائي، عدنان (2001) الإدارة المالية: منهج تحليل شامل، الطبعة الأولى، الجامعة المفتوحة، طرابلس، ليبيا.
- سلام، أسامة (2009) التركيبة المتلى للهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، دراسات، العلوم الادارية، 36 (1): 1-18.
- سمير، محمد (2001) التأجير التمويلي، دار الإشعاع للنشر والتوزيع، الإسكندرية.
- شلاش، سليمان، والبقوم، علي، والعون، سالم (2008) العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)، مجلة المنارة، 14 (1): 45-81.
- الشواورة، فيصل (2010) العوامل المؤثرة على تطبيق إعادة الهيكلة المالية في الشركات المساهمة العامة الأردنية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الثالث، 53-85.
- الصباح، عبد الستار، والعامري، سعود (2007) الإدارة المالية: الأطر النظرية والحالات العملية، دار وائل للنشر، عمان.
- الضب، علي (2009) تأثير الهيكل المالي وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، الجزائر.
- الطاهر، لطرش (2004) تقنيات البنوك، منشورات ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

- عباد، منير (2004) أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد.
- عبد الله، عبد القادر، والصدیق، بآبكر (2002) محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة، الرياض، 42 (4): 723-745.
- عقل، مفلح (2000) مقدمة في الإدارة المالية، منشورات البنك العربي، عمان.
- العلي، أسعد (2010) الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان.
- كراجة، عبد الحليم (2000) الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان.
- لزغم، سمية (2012) أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر.
- محمد، منير، وإسماعيل، وإسماعيل، ونور، عبد الناصر (2009) التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات، ط 3، عمان: دار وائل للنشر.

- مطر، محمد (2003) **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
- مطر، محمد، والسويطي، موسى (2008) **التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات العرض والقياس والإفصاح**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
- النجار، جميل (2013) **مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة اختبارية**، مجلة جامعة الأزهر، 15 (1): 281-318.
- النعيمي، عدنان، والخرشة، ياسين (2007) **أساسيات في الإدارة المالية**، دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان.
- هناندة، موفق (2007) **اثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان.
- هندي، منير (2003) **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية.

#### ثانياً: المراجع باللغة الانجليزية

- Alkatib, Khalid (2012) The Determinants of Leverage of Listed Companies, **International Journal of Business and Social Science**, 3 (24): 78-83.

- Awunyo-Vitor, Dadson & Badu, Jamil (2012) Capital Structure and Performance of Listed Banks in Ghana, **Global Journal of Human Social Science**, 12 (5): 56-62.
- Brailsford, Tim, Oliver, Barry, & Pua, Lay (2002) On the relation between ownership structure and capital structure, **Journal of Accounting and Finance**, 42: 1-26.
- DeMarzo, Peter, & Michael, Fishman (2007) Optimal long-term financial contracting, **Review of Financial Studies**, 20: 2079-2128.
- Joshua, R., & Amir, S. (2008) **Capital Structure and Debt Structure**, National Bureau of Economic Research, Inc. Joshua D.
- Khan, Abdul Ghafoor (2012) The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan, **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, 2 (1): 60-91.
- Kumar & others (2012) Financial Decisions: A Study of Pharmaceutical Companies of India, **International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research**, vol. (1).
- Meckling, M. (2001) Managerial Behavior, **Journal of Financial Economics**, 9 (2): 111-134.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958) The cost of capital Corporation finance & the theory of investment, **American economic review**, June, pp261-292.

- Murray, F., & Goyal, V. (2003) Testing the pecking order theory of capital structure, **Journal of Financial Economics**, 67, 217–248.
- Nejadmalayeri, Ali (2001) On the effect of The Term Structure Of Interest Rates On Corporate Capital Structure: Theory And Evidence, Unpublished doctorate Dissertation, University of Arizona, USA.
- Oskan, A. (2001) Determinants of capital structure & Adjustment to long run target: evidence from UK company panal data, **Journal of business financial & accounting**, 28 (2): 175-198.
- Parthiban, D., Jonathan, O., & Toru, Y. (2008) The Implications of Debt Heterogeneity for R&D Investment and Firm Performance, **Academy of Management Journal**, 51 (1): 162-188.
- Song, Hon-Suck (2005) **Capital Structure Determinants: An empirical study of Swedish companies**, Centre of Excellence for Science and Innovation Studies, Royal Institute of Technology, Sweden.
- Uremadu, Sebastian, Efobi, Rapuluchukwu (2012) The Impact of Capital Structure and Liquidity on Corporate Returns in Nigeria: Evidence from Manufacturing Firms, **International Journal of Academic Research in Accounting**, 2 (3): 1-16.



الملاحق

## ملحق رقم (1)

## أسماء الشركات عينة الدراسة

الإسم	م
ابكاروس	1
الخليج للكابلات	2
السكب	3
الشعبية	4
الصناعات الهندسية	5
الاغذية الكويتية	6
المشتركة	7
الوطنية للاتصالات	8
المباني	9
المخازن	10