



تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية
السابقة وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة
في سوق الكويت للأوراق المالية

The Association Between The Privacy Of Liquidity, Profitability And
Previous Outstanding Debt On Capital Structure Of Industrial
Companies Listed In Kuwait Stock Exchange Market

إعداد

فهد محمد سعد المحجان

إشراف

الدكتور

عبد الرحيم القدومي

الأستاذ الدكتور

عبد الناصر نور

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في

المحاسبة

قسم المحاسبة

كلية الأعمال

جامعة الشرق الأوسط

2012م

ب

تفويض

أنا الموقع أدناه " **فهد محمد سعد المحجان** " أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات الجامعية أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها.

الاسم: **فهد محمد سعد المحجان**

التوقيع: 

التاريخ: **2012 / 12 / 25 م**

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها :

تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة
وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت
للأوراق المالية

وأجيزت بتاريخ 2012 / 12 / 23 م

التوقيع

الجامعة

أعضاء لجنة المناقشة

	الشرق الأوسط	رئيساً ومشرفاً	الدكتور عبد الرحيم القدومي
	الشرق الأوسط	عضواً داخلياً	الدكتور عبد العزيز صيانه
	الإسراء	عضواً خارجياً	الدكتور محمود إبراهيم نور

شكر وتقدير

الحمد لله الذي علّم بالقلم، علّم الإنسان ما لم يعلم، واهب النعم ومسبغها،
وهادي الأمم و مسعدها.

والصلاة والسلام على معلّم الناس الخير، وهادي البشرية إلى الرشده، سيدنا
محمد وعلى آله وصحبه أجمعين، وبعد،

أما بعد، وفاءً وتقديرًا أتقدم بجزيل الشكر ووافر التقدير والإمتنان للأستاذ
الدكتور عبد الناصر نور والدكتور عبد الرحيم القدومي، اللذان أشرفا على رسالتي،
وأمداني بكل التوجيهات والإرشادات العلمية، ومنحاني من وقتها وجهدهما وعلمهما
الذي لا ينضب، إلى أن وصلت إلى ما هي عليه. والشكر موصول لأخي وصاحبي
وسندي الذي يدوم فضله بعد الله عز وجل صاحب اليد الطولى في إنجاز هذا العمل.

ولا يسعني إلا التقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لعضوي لجنة المناقشة
لتفضلهما بقراءة هذه الرسالة ومناقشتي في كل ما من شأنه إثراؤها وإخراجها بأكمل
صورة.

الباحث

الإهداء

إلى

وطني الغالي الكويت الحبيب

وإلى والديّ حباً وحناناً

وإلى إخوتي وأخواتي اعترازاً

وإلى كلّ من ساعدني في إنجاز هذا البحث

أهدي هذا الجهد العلمي

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
ب	تفويض
ج	قرار لجنة المناقشة
د	شكر وتقدير
هـ	الإهداء
و	قائمة المحتويات
ط	قائمة الجداول
ي	قائمة الأشكال
ك	الملخص باللغة العربية
م	الملخص باللغة الإنجليزية
1	الفصل الأول المقدمة العامة للدراسة
2	(1 - 1): التمهيد
5	(1 - 2): مشكلة الدراسة وأسئلتها
6	(1 - 3): أهداف الدراسة
7	(1 - 4): أهمية الدراسة
8	(1 - 5): فرضيات الدراسة
8	(1 - 6): حدود الدراسة
9	(1 - 7): أنموذج الدراسة
9	(1 - 8): التعريفات الإجرائية

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
11	الفصل الثاني الإطار النظري والدراسات السابقة
12	(2 – 1): المقدمة
13	(2 – 2): المزيج التمويلي
25	(2 – 3): أثر مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية
28	(2 – 4): الدراسات السابقة العربية والاجنبية
42	(2 – 5): ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة
43	الفصل الثالث الطريقة والإجراءات
44	(3 – 1): المقدمة
44	(3 – 2): منهج الدراسة
45	(3 – 3): مجتمع الدراسة وعينتها
46	(3 – 4): أدوات الدراسة ومصادر الحصول على المعلومات
47	(3 – 5): المعالجة الإحصائية المستخدمة

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
48	الفصل الرابع نتائج التحليل واختبار الفرضيات
49	(4 - 1): المقدمة
49	(4 - 2): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
54	(4 - 3): اختبار فرضيات الدراسة
59	الفصل الخامس النتائج والتوصيات
60	(5 - 1): النتائج
61	(5 - 2): التوصيات
62	قائمة المراجع
63	أولاً: المراجع العربية
66	ثانياً: المراجع الأجنبية

قائمة الجداول

الصفحة	الموضوع	الفصل – الجدول
45	الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية والتي يبلغ عمرها التأسيس أكثر من 10 سنوات	1 – 3
50	نسبة المديونية	1 – 4
52	السيولة ومعدل السيولة	2 – 4
53	معدلات الربحية	3 – 4
54	العلاقة بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة المديونية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية	4 – 4
56	العلاقة بين مكونات المزيج التمويلي ودرجة السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية	5 – 4
57	العلاقة بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة الربحية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية	6 – 4

قائمة الأشكال

الصفحة	الموضوع	الشكل
9	أنموذج الدراسة	(1 – 1)

الملخص باللغة العربية

تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة
وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق
الكويت للاوراق المالية

إعداد

فهد محمد سعد المحجان

إشراف

الدكتور

عبد الرحيم القدومي

الأستاذ الدكتور

عبد الناصر نور

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة
وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية. ولتحقيق
أهداف الدراسة تم تحليل القوائم المالية للشركات محل الدراسة وللسنوات 2009 ، 2010 ،
2011. وفي ضوء ذلك جرى جمع البيانات وتحليلها واختبار الفرضيات باستخدام الحزمة
الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS وتم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية لتحقيق أهداف
الدراسة، منها المتوسطات والانحرافات واختبار t لعينتين وتحليل الانحدار المتعدد. وبعد إجراء
عملية التحليل لبيانات الدراسة وفرضياتها توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أبرزها:

ل

1. هناك علاقة عكسية بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة المديونية في الشركات

الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

2. هناك علاقة إيجابية بين مكونات المزيج التمويلي ودرجة السيولة في الشركات

الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

3. هناك علاقة عكسية بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة الربحية في الشركات الصناعية

المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

وقد أوصت الدراسة بما يلي:

1. على الشركات محل الدراسة تغيير سلوكها التمويلي بعدم الإكتفاء بالتمويل الممتلك

وإنما الإعتماد أيضاً على التمويل المقترض للاستفادة من وفورات الضريبة التي يوفرها

هذا النوع من التمويل.

2. تشجيع الشركات الصناعية محل الدراسة في استخدام الأرباح المحتجزة كلما أصبح ذلك

ممكناً ووفق ما نصت عليه نظرية التسلسل في استخدام مصادر التمويل، ويقلل من الإعتماد

على الإقتراض، وكما نعلم أن زيادة الإقتراض تؤدي إلى زيادة نسبة السيولة؛ أي زيادة

الإستثمار في الأصول المتداولة، وهذا يعني زيادة الأموال غير المستثمرة.

ABSTRACT

The Association Between liquidity, profitability and outstanding debt on financial leverage of industrial Companies listed in Kuwait Stock Exchange Market

Prepared by:

Fahd Mohammed Saad AL-Mahgan

Supervised by:

Prof

Abdul Naser Nour

Dr.

Abdul Rahim Qaddoumi

This study aimed to analysis the association between liquidity, profitability and outstanding debt on financial leverage of industrial Companies listed in Kuwait Stock Exchange Market.

In order to achieve the objectives of the study, the researcher analysis the financial statements of the companies under study for the years 2009, 2010 and 2011.

The statistical package for social sciences (SPSS) was used to analyze and examine the hypotheses. The researcher used many statistical methods to achieve the

ن

study objectives, mean, standard deviation and multi regression. The main results of the study were:

1. There is a positive relationship between financial leverage and outstanding debt in industrial Companies listed in Kuwait Stock Exchange Market.
2. There is a positive relationship between financial leverage and liquidity in industrial Companies listed in Kuwait Stock Exchange Market.
3. There is a reverse relationship between financial leverage and profitability in industrial Companies listed in Kuwait Stock Exchange Market

The main recommendations of the study were:

1. The companies under study must change financial behaviors in direction not only equity financing, but the adoption of financing the borrower to take advantage of the tax protection exemption offered by this type of financing.
2. Industrial companies under study, which are characterized by a high rate of profitability and have the opportunity to capture profits, to rely less on borrowed money, and more on retained earnings; Due to the high risk implications of borrowing, and in line with the economic conditions they face.
3. Encouraging industrial companies under study be directed retained earnings for growth, which improves their financial structure, and will reduce their dependence on borrowing, it is known that increased borrowing requires increasing the proportion of liquidity; which requires higher investment in current assets, and this means less money will go to long term investements.

س

الفصل الأول

المقدمة العامة للدراسة

- (1 – 1) : التمهيد
- (2 – 1) : مشكلة الدراسة وأسئلتها
- (3 – 1) : أهداف الدراسة
- (4 – 1) : أهمية الدراسة
- (5 – 1) : فرضيات الدراسة
- (6 – 1) : حدود الدراسة
- (7 – 1) : محددات الدراسة
- (8 – 1) : أنموذج الدراسة
- (9 – 1) : التعريفات الإجرائية

الفصل الأول

المقدمة العامة للدراسة

(1 – 1): التمهيدي

تعمل منظمات الأعمال في بيئة متباينة المخاطرة لا تقتصر فقط في ما يحدث من تغيرات في تكلفة مصادر التمويل بل يمتد ليشمل ما تتعرض له إيراداتها من جانب الأصول. وبهذا يعبر عن السلوك المالي بمستوى التغير في اختيار مصادر التمويل المختلفة (Lutsoja & Lutsoja, 2008: 1). إذ تُقسم مصادر التمويل إلى مصادر مملوكة تعكس قيمة ما يدفعه المالكون للمنشأة من رأس المال ويأخذ شكل الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة، والقسم الآخر هو تمويل مقترض أي ما يحصل عليه المالكون من قروض مختلفة لأجل إكمال متطلبات مصادر التمويل اللازمة، إلى جانب مصادر تمويل أخرى تتمثل في الأرباح المحتجزة والأسهم الممتازة. ويعتبر معدل العائد الذي سيحصل عليه المالكون كلفة التمويل الممتلك أما الفائدة فهي كلفة التمويل المقترض. يوفر التمويل المقترض مزايا ضريبية من خلال اعتبار الفائدة كلفة تحسم من الإيرادات قبل فرض الضريبة. قد تعمل منظمات الأعمال في بيئة إقتصادية صعبة لا تمكنها من التقدير المسبق لإحتياجاتها المستقبلية من التمويل مما ينجم عن ذلك حالات عدم التأكد لمعدلات التضخم المؤثرة على أسعار الفائدة وتكلفة القروض والرسوم الضريبية التي تؤدي زيادتها إلى تفضيل القروض عن غيرها من مصادر التمويل. نتيجة لذلك تتأثر القرارات المالية وما يرتبط بها من قرارات استثمارية إذ تجد المنظمات نفسها مضطرة إلى البحث عن مصادر تمويل إضافية

لتنفيذ مشروع جديد أو خط إنتاجي جديد لا يكفي ما خصص له من مبالغ للتنفيذ بسبب ارتفاع مستوى الأسعار الناتج عن معدلات التضخم المرتفعة والناتجة عن تغيرات غير محسوبة في الإقتصاد الكلي الذي يشكّل البيئة العامة للمنظمة. ولذلك تلجأ منظمات الأعمال إلى المالكين بطرح أسهم جديدة لزيادة رأس المال المطلوب، ويتم شراء هذه الأسهم من المالكين الأوائل بسبب رغبتهم في عدم إضافة مالكيين جدد، ربما يكون لهم قدرة في التأثير على قرارات الإدارة. إذ يتم شراء الأسهم الجديدة من قبل المساهمين القدامى أو يتم التمويل من الأرباح المحتجزة وهي أرباح تخص المالكين وتعد من حقوقهم الأساسية، ولكن يتم التنازل عنها لإعادة استثمارها ولذلك يرتفع مستوى التمويل الممتمك قياساً بالتمويل المقترض. وإنّ اللجوء الى طرح أسهم جديدة أو إحتجاز الأرباح يعود إمّا إلى عدم وجود من يقرض المنظمة أو عدم تمكّنها من الحصول على التمويل اللازم أو عدم وجود أرباح واستخدامها في تمويل احتياجاتها. وإنّ هذه المعلومات لا تتوفر عند جميع الأطراف لأنها غير متاحة للجميع بنفس المستوى، إذ تتوفر معلومات الحاجات المستقبلية لدى الإدارة أكثر من المالكين (Pike & Neale, 2006: 662)

وترتبط وظيفة التمويل في الشركات في نوعين أساسيين من القرارات هما: قرارات الإستثمار، وقرارات التمويل. إذ يتعلّق قرار الإستثمار بتعريف المشاريع الإستثمارية الرأسمالية الرباحة، وتحديد الحجم الأمثل للموازنة الرأسمالية. ويهتم قرار التمويل بتحديد هيكل التمويل الأمثل لإستثمارات الشركة، أي مزيج التمويل الذي يخفّض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى، ويقلّل من المخاطر، وتعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية للسهم (الميداني، 1999) ، (الزبيدي، 2001).

وتؤثر عدة عوامل في إختيار هيكل التمويل المناسب للشركة، منها داخلية وأخرى خارجية تؤثر على القرار وتتعلق العوامل الداخلية أساساً بعلاقة المفاضلة بين الخطر والمردود العائد لإدارة الشركة، أما العوامل الخارجية فتشمل حساسية الجهات المُقرضة لارتفاع مديونية الشركة، وطبيعة الصناعة التي تعمل بها تلك الشركة من حيث المنافسة، والنمو، واستقرار المبيعات والأرباح، وقيمة الموجودات. إن هذه العوامل تحدّد الطاقة الإستيعابية للدين، أي نسبة المديونية المثلي وتطور تكلفة رأس المال لمستويات الدين المختلفة.

وتتفاوت تركيبة الهيكل المالي بين شركة وأخرى، ولا توجد طريقة مباشرة توصل الشركات إلى كيفية تشكيل الهيكل المالي، ووفقاً لافتراض نظرية التسلسل في استخدام مصادر التمويل Pecking Order theory الذي قدمه (Mayers & Hajful, 1984) والذان أوضحا بأنه في حالة عدم تماثل المعلومات بين المنشأة من جهة والأسواق المالية من جهة أخرى فإن أول مصدر تمويل تلجأ إليه المنشأة، هو رأس المال الذي يتم توليده من مصادر داخلية (الأرباح المحتجزة)، وإذا لم تكن الأموال التي تم توليدها داخلياً كافية، تسعى إلى استخدام الديون الخارجية، يليها بعد ذلك إصدار حقوق الملكية بوصفها آخر مصدر تمويلي تلجأ إليه المنشأة حسب ما أوصت به النظرية السابقة. ويتم التعامل مع الدين كمصدر تمويل يأتي في المرتبة الثانية بعد الأرباح المحتجزة نتيجة ما يحدثه من رفع مالي وما يحققه من وفورات ضريبية، وهذا لا ينفى إرتفاع مخاطرها، وما ينجم عنه من زيادة ربحية المساهمين أو نصيب السهم من الأرباح (عبد الله والصدیق، 2002).

وبهذا فإن الدراسة الحالية تأتي لتحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

(1 – 2): مشكلة الدراسة وأسئلتها

تظهر مشكلة الدراسة في وجود مجموعة من العناصر تحول دون تمكن الشركات الصناعية الكويتية من الحصول على تمويل يساهم في تعظيم ثروة حملة الأسهم. ويسهم تحديد هذه العناصر في التأثير على قدرة الشركة على الحصول على التمويل وفق ما أوصت به نظرية التسلسل في استخدام مصادر التمويل Pecking Order theory. إذ أن نسبة السيولة والربحية ومعدل النمو هي عناصر مستهدفة من قبل المقرضين، فعدم تمتع الشركة بنسبة سيولة وربحية ومعدل نمو قد يؤثر في قدرتها على الحصول على تمويل. وتحتاج الشركة إلى تمويل لتغطية حاجتها قصيرة وطويلة الأجل. إذ يصبح المزيج التمويلي هو المفضل من وجهة نظر أصحاب الأسهم والإدارة إذا ما تم إختيار الأرباح المحتجزة أولاً، والقروض ثانياً، والأسهم العادية ثالثاً. عندها يتحقق الهدف الرئيسي للإدارة في تعظيم ثروة حملة الأسهم وما تصبو إليه من أهداف وحتى تكون المنشأة مؤهلة في ما يخص درجة الربحية ونمو الأصول وإستقرار المبيعات والسيولة. وعليه يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالتساؤلات التالية:

1. هل توجد علاقة بين مكونات المزيج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ودرجة ربحية الشركة؟

2. هل توجد علاقة بين مكونات الميزج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ودرجة سيولة

الشركة؟

3. هل توجد علاقة بين مكونات الميزج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ومديونية

الشركة؟

(1 – 3): أهداف الدراسة

إن الهدف الأساسي لهذه الدراسة يتمثل في تحديد طبيعة العلاقة بين مكونات الميزج

التمويلي ومجموعة العناصر المطلوب توفرها، والتي تمثل أهمية لدى المقرضين وفي قدرة

الشركة على الإقتراض، وذلك من خلال:

1. التعرف إلى طبيعة العلاقة بين مكونات الميزج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ونسبة

أصول الشركة.

2. التعرف إلى طبيعة العلاقة بين مكونات الميزج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ودرجة

سيولة الشركة.

3. بيان طبيعة العلاقة بين مكونات الميزج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ودرجة ربحية

الشركة.

4. إعطاء المزيد من المعلومات حول أهمية كل من السيولة والربحية ونسبة النمو في تمكين

الشركات من الحصول على تمويل عن طريق القروض.

(1 - 4): أهمية الدراسة

تعدُّ هذه الدراسة إمتداداً لمجموعة دراسات سابقة، والمتعلقة بالمزيج التمويلي. وتتميز أيضاً، على اشمال عددٍ كبيرٍ من الخصائص، وصفات الشركات التي من الممكن أن يكون لها تأثير على مزيجها التمويلي التي توصلت إليها الدراسات الأخرى. وأمّا الإستفادة العملية من هذه الدراسة فإنها تتمثل فيما يلي:

1. توفير معلومات إضافية لمستخدمي البيانات المالية والمقرضين بشكل رئيسي، بخصوص المزيج التمويلي للشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية نتيجة لإستكشاف أهمية خصوصية الشركات في الإعتماد على القروض.
2. بيان العلاقة بين ربحية الشركات (العائد إلى مجموع الأصول) من جهة وربحية العائد إلى حقوق الملكية من جهة أخرى.
3. مساعدة الشركات الراغبة في الحصول على تمويل لتقدير الأخطار الناجمة عن ضعف درجة الربحية السيولة أو نسبة نمو الأصول وما لذلك من أثر في عدم تمكّنها تحديد التمويل المرغوب.

(1 – 5): فرضيات الدراسة

الفرضية الأولى HO_1

- لا توجد علاقة عند مستوى دلالة إحصائية ($\alpha \leq 0.05$) بين مكونات المزيج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ودرجة الربحية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرضية الثانية HO_2

- لا توجد علاقة عند مستوى دلالة إحصائية ($\alpha \leq 0.05$) بين مكونات المزيج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ودرجة السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرضية الثالثة HO_3

- لا توجد علاقة عند مستوى دلالة إحصائية ($\alpha \leq 0.05$) بين مكونات المزيج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ونسبة المديونية السابقة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

(1 – 6): حدود الدراسة

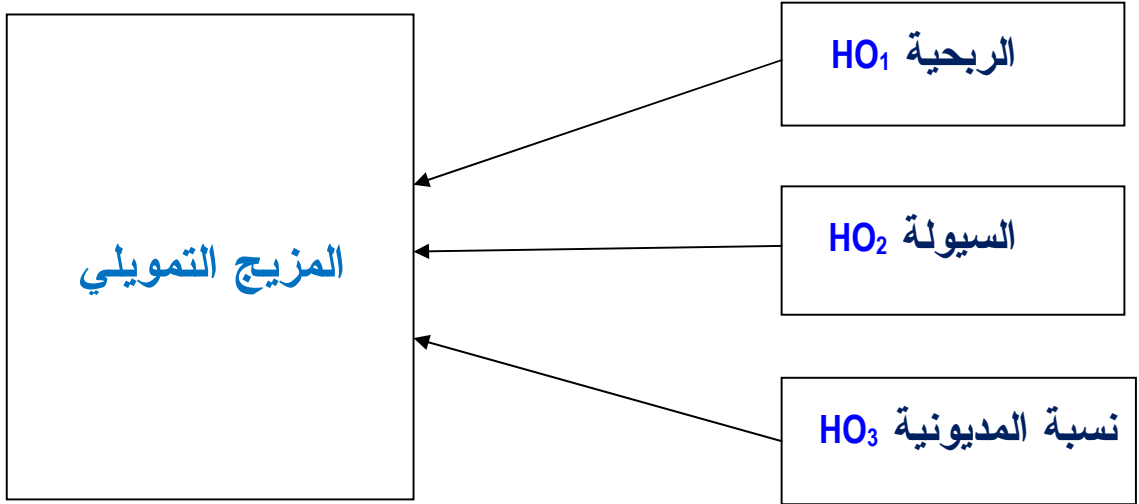
تقتصر الدراسة على:

الحدود المكانية: وهي الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، المرتبطة

بفترة زمنية ممتدة من العام 2009 – 2011.

الحدود الزمانية: وهي الفترة الزمنية التي ستطبق فيها الدراسة.

(1 – 7): أنموذج الدراسة



شكل (1-1)

أنموذج الدراسة

إعداد الباحث

(1 – 9): التعريفات الإجرائية

المزيج التمويلي: وهو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على حاجتها من الأموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على العناصر كافة والتي تتكون منها مكونا الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل (الهندي، 1997).

نسبة المديونية: وهي نسبة الديون للفترة السابقة، وتساوي قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول (شلاش، وآخرون، 2008).

السيولة: وتقاس بتقسيم الأصول المتداولة، على الخصوم المتداولة (نسبة التداول) (شلاش، وآخرون، 2008).

معدل هامش الربحية: وتقاس بتقسيم صافي الربح، بعد الضرائب خلال السنة الواحدة، على المبيعات للسنة نفسها (شلاش، وآخرون، 2008).

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

(2- 1): المقدمة

(2- 2): المزيج التمويلي

(2- 3): كفاءة القرارات الاستثمارية

(2- 4): الدراسات السابقة العربية والأجنبية

(2- 5): ما يُميّز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

(2-1): المقدمة

لعلّ من أهم القرارات التي يهتم بها المدير المالي هي التي تتمثل في تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة بشكل يضمن تحقيق أفضل استخدام لها، مما يعظّم العائد الذي يتطلّع المستثمرون لتحقيقه. لكن - وكما هو معروف - فإن لكلّ مصدر من هذه المصادر تكلفته الخاصة، ومخاطرته الخاصة، كما أن هناك عدة عوامل داخلية تتعلق بالمؤسسة، وخارجية تتعلق بالظروف البيئية المحيطة بها (تتحكم في كمية وزمن توفر التمويل من هذه المصادر التمويلية (Brigham, 2005).

إنّ الاهتمام بهيكل التمويل هو من صميم التخطيط المالي للمشروع، حيث تسعى المؤسسات بشكل عام والمشاريع الاقتصادية بشكل خاص للحصول على الأموال اللازمة لتوفير مستلزماتها بأقل تكلفة ممكنة، وفي الوقت المناسب الأمر الذي يساعدها على تحقيق الكفاية الإنتاجية، كما يعطيها الرؤية الواضحة في التعامل والتفاوض مع القنوات المالية المختلفة، وهنا تظهر كفاءة الإدارة المالية في إتخاذ القرارات المناسبة، التي تجنب المشروع الوقوع في صعوبات مالية غير متوقعة، وبالتأكيد فإنّ أهم هذه القرارات هو التوصل إلى هيكل التمويل الأمثل.

ويتوقف اختيار الهيكل التمويلي على درجة الرفع التشغيلي، ودرجة الخطورة في الجانب التمويلي، إذ يؤثر إختلاف مصدر التمويل على إرتفاع تكلفته، وما يرافق ذلك من قدرة المنشأة على سداد التزاماتها. ولما كانت التكلفة هي الوجه الآخر للعائد، فإنّ قرار اختيار هيكل التمويل

يصبح محصلة تأثير على العائد والمخاطر التي تتعرض لها المنشأة، أو بعبارة أخرى يصبح محصلة تأثير على القيمة السوقية للمنشأة (هندي، 2003).

(2 - 2): المزيج التمويلي

لابد في البداية أن نفرّق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي Financial Structure والذي يظهر كيفية قيام المنشأة بتمويل أصولها المختلفة، وهو ما يُعبّر عنه بهيكل التمويل Capital Structure ، والذي يقصد به التمويل والثاني: هيكل رأس المال الدائم للمنشأة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة، وحقوق الملكية. ويستبعد جميع أنواع الإئتمان قصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال لمنشأة ما يعتبر جزءاً من هيكلها المالي (الحناوي، 2003). علماً بأنّ إهتمام هذه الدراسة هو في المزيج التمويلي.

يُعرف هيكل التمويل بأنه الجانب الأيسر من الميزانية، ويعبّر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن في الميزانية العمومية، إذ يمكن تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة، مثل رأس المال، والأرباح المحتجزة، وقروض قصيرة أو طويلة الأجل (السامرائي، 2001). ويتضح من هذا التعريف أن هيكل التمويل يتكون من: أموال ملكية- أي الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المنشأة - ومصادرهما وهي الأسهم، والأرباح المحتجزة والاحتياطيات النقدية، وأموال مقترضة وهي التي يتم الحصول عليها عن طريق القروض التي تحصل عليها المنشأة، ومن أنواعه: الائتمان التجاري، والقروض المصرفية

القصيرة الأجل، والقروض الطويلة الأجل، والسندات التي تصدرها المنشأة كنوع من القروض طويلة الأجل.

ويمكن تقسيم هيكل التمويل إلى نوعين، هما:

1. هيكل التمويل المستهدف،

على الشركات أن تحلل بداية مجموعة من العوامل المحيطة والخاصة بها، ثم تقوم بوضع هيكل التمويل المُستهدف، الذي تحدّد فيه مصادر التمويل المختلفة (المملّكة والمقترضة)، ونسبة كلّ مصدر من هذه المصادر في هذا الهيكل. ويجب الأخذ بالاعتبار أن الهيكل المستهدف قد يتغيّر بتغيّر الظروف المحيطة، ولكن بالرغم من ذلك يجب على الإدارة أن تحدّد لها هيكلًا تمويليًا مستهدفًا، لأن وجود هذا الهيكل المستهدف من شأنه أن يوضّح الرؤية أمام متخذ القرار التمويلي. فعلى سبيل المثال: إذا كان معدّل القروض الفعلية أقل من المستوى المستهدف فإنه من السهل التوسع في جانب الإقتراض، بينما إذا كان معدّل الدين أعلى من المعدّل المطلوب، فإنه يتم اللجوء إلى إصدار الأسهم والتمويل بحقوق الملكية (الحسني، 1994).

2. الهيكل الأمثل لرأس المال: الذي هو جزء من هيكل التمويل، وهو ذلك المزيج من القروض وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية (حنفي، 2000).

وهذا يؤيد مكونات هيكل التمويل في نقطة الموازنة بين المخاطرة والعائد فاستخدام المزيد من القروض يزيد المخاطر التي يتعرّض لها حملة الأسهم. ويؤدي إلى توقّع وطلب زيادة من العائد على حقوق الملكية، مع إعتبار ما ينجم عن زيادة المخاطر من انخفاض في أسعار الأسهم

والسندات الصادرة عن الشركة مقارنة في بعض الجوانب الإيجابية من زيادة الطلب عليها من قبل المستثمرين (Brigham & Ehrhart, 2005).

ويعرّف (الهندي، 1997) المزيج التمويلي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على حاجتها من الأموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على العناصر كافة والتي تتكون منها مكونات الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل، أو قصيرة الأجل، في حين يعرفه (الميداني، 1999): بكيفية تمويل إجمالي موجودات إستثمارات الشركة، من مصادر مذكورة في الجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين، الذي يبين كافة مصادر التمويل الذي تستخدمه الشركة، وهنا يفرّق الميداني بينه وبين هيكل رأس المال، الذي يقتصر فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة: كالديون الطويلة الأجل، والأسهم العادية، والأرباح المحتجزة.

وهناك عدة عوامل تحدّ من قدرة الشركة على استخدام الديون كمصدر تمويلي أهمها: عمليات درجة المخاطرة التي ترغب إدارة الشركة في تحملها عند التمويل بالدين، سعياً وراء ربحية أكبر، وتمثل في مدى حساسية الجهات المقرضة لارتفاع نسب المديونية، وعلى طبيعة الصناعة التي تعمل بها الشركة، من حيث المنافسة، والنمو، واستقرار المبيعات، وبنية الموجودات وتؤخذ جميع العوامل السابقة بعين الاعتبار من قبل المدير المالي، نتيجة لما ينجم عنها من تأثير على القيمة السوقية للأسهم في المدى الطويل، إذ يتوجب عليه أن يتجنب التوسع في استخدام القروض التي تتمتع بتكلفة منخفضة، خوفاً من آثارها السلبية في زيادة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، وارتفاع تكلفة الأموال في المستقبل وانخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية. ومن أجل

تجنّب هذه السلبيات، قد يكون من المجدي تحديد الهيكل المالي المطلوب تحقيقه في المستقبل من قبل الإدارة (شلاش، وآخرون، 2008).

وتختلف سياسة التمويل التي تتبعها منشأة تنتم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة في عملية اختيار مصادر التمويل الملائمة والمفاضلة بينها. وعادة ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة أنواع لسياسات التمويل (Brigham & Ehrhart, 2005):

أ- **سياسة التمويل المتحفظة:** وهي السياسة التمويلية التي يتم اتباعها عندما تكون إدارة المنشأة من النوع المحافظ، حيث إنها تقوم بالإعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول قصيرة الأجل؛ وذلك تلافياً لاحتمال انخفاض قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها أو ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وهذه السياسة تخفّض من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقاً لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع في مرحلة محددة، وتقدم الحماية اللازمة من مخاطر ارتفاع الأسعار والفائدة في المستوى قصير الأجل.

ب- **سياسة التمويل المجازفة:** وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تتميز إدارة المنشأة بقدر من الجرأة فإنها قد تذهب في إعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار بالرغم وما يترتب على ذلك من زيادة في مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، وإضطرار المنشأة إلى إعادة تجديد التمويل بأسعار الفائدة المرتفعة، ويتم إتباع هذه السياسة في حالة توقّع حدوث إنخفاض في أسعار الفائدة.

ت- **سياسة التمويل المثلى (المتكافئة أو المطابقة):** ويقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الإلتزام الحرفي بمبدأ التغطية الذي يقضي بضرورة مواعمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع

توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله، وعليه تقوم إدارة المنشأة بموجب إتباع سياسة التمويل بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل. وتتبع هذه الطريقة عندما لا تتمكن المنشأة من توقع ما سيحدث لأسعار الفائدة مما يضطرها إلى إدارة هذه السياسة. وهي ما تُعرف بإدارة الفجوة المتكافئة. ونتيجة لذلك تتأثر سياسة التمويل الملائمة بناءً على الظروف المحيطة بالمنشأة، وعلى التوقعات الدقيقة لهذه المنشأة فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

وتتأثر المنشأة عند إختيار مصادر التمويل بعدة عوامل تدخل في صياغة قرار التمويل المتعلق باستخدام أموال الملكية أو أموال الإقتراض، وتشمل ما يلي:

1. **درجة الرقابة:** غالباً ما يحرص أصحاب المنشأة على المحافظة على سيطرتهم على المنشأة غير منقوصة مما يجعلهم يعزفون عن استخدام أموال الملكية لزيادة رأس مال الشركة، وفي هذه الحالة فهم يفضلون استخدام أموال الإقتراض بدلاً عنها، لأن استعمالهم لأموال الملكية سيؤدي إلى إضافة مالكين جدد يشاركون في السيطرة على المنشأة (حنفي، 2000).

2. **الميزة الضريبية:** وتنتج الميزة الضريبية لأموال الإقتراض من حقيقة أن فوائد هذه القروض تعتبر مصاريف تخصم من الدخل قبل حساب الضريبة (Brigham & Ehrhart, 2005).

3. **الملاءمة:** ويُقصد بها المطابقة بين أنواع الأموال حسب أجلها وبين استخدامات هذه الأموال، حيث تستخدم الأموال قصيرة الأجل لتمويل الإحتياجات قصيرة الأجل، مثل الإحتياجات الموسمية، والأموال طويلة الأجل لتمويل الإحتياجات طويلة الأجل (حنفي، 2000).

4. **التوقيت:** إنّ توقيت الحصول على الأموال يعتمد على الوضع الاقتصادي السائد، إذ يأتي استخدام القروض طويلة الأجل في المرتبة الأولى عند نهاية مرحلة الركود وبداية مرحلة الإنتعاش والإزدهار لتفادي ارتفاع أسعار الفائدة المتوّقع حدوثه في مرحلة الإزدهار، وذلك لأن أسعار الفائدة تكون متدنية، وأنّ المنشأة مقبلة على مرحلة إزدهار تستطيع فيها سداد الفوائد والأقساط وتتفادى الإقراض في ظل ارتفاع جديد في أسعار الفائدة (رمضان، 1996).

5. **المرونة:** وتمثل الحرية في إرجاع الأموال إلى أصحابها عند عدم الحاجة إليها، أو استبدال مصادر الأموال، وهذا أمر ممكن في حالة أموال الاقتراض إذا ورد نص على ذلك في عقد القرض أو عقد إصدار السندات، كأن تكون السندات قابلة للإستدعاء. ولكن عامل المرونة غير وارد في أموال الملكية لأنه ليس للأسهم موعد للاستحقاق ولا يجوز للشركة إرجاع الأموال إلى حملة الأسهم وإلغاء الأسهم عند عدم الحاجة إليها (رمضان، 1996).

6. **توفر الأموال من مصادرها المختلفة:** إنّ لهذا العامل علاقة بحجم الأموال المرغوب في الحصول عليها من أسواق رأس المال فقد يكون المال المرغوب فيه قرصاً كبير الحجم نسبياً، ولكن المصرف لا توجد لديه المقدرة أو الرغبة لتغطية هذا القرض المطلوب لسبب أو لآخر، أو أن يكون المال المرغوب فيه أموال ملكية (بيع أسهم عادية) ولكنّ المستثمرين لا يرغبون في شراء الأسهم. لذلك ترى الشركة نفسها مضطرة في بعض الأحيان إلى استخدام المصدر المتاح من الأموال لعدم توفر الأموال المرغوب فيها، بسبب عوامل خارجة عن إرادتها وخاضعة لحركات الإقتصاد والسوق المالية بشكل عام (رمضان، 1996).

7. **التكلفة:** ويعتبر العبء الحقيقي للفوائد أقل مما يبدو لأول وهلة، وذلك بسبب الميزة الضريبية للإقتراض حيث تعتبر الفوائد مصروفات تخصم من الأرباح قبل إقتطاع الضريبة أي أن أموال الإقتراض أقل كلفة من أموال الملكية بسبب ما تتمتع به الميزة الضريبية (كراجة، 2000).
8. **المخاطرة:** وهي احتمال عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات تجاه أصحاب الأموال نتيجة إرتفاع نسبة المديونية على الأصول وما ينجم عن ذلك من صعوبة حصول المنشأة على قروض جديد (رمضان، 1996).

وهناك العديد من الصفات والأسباب الداخلية الخاصة بالشركة تكون سبباً في إختيار المزيج التمويلي، ومنها:

1. هيكل الأصول "بنية الموجودات":

إذ يشير (الميداني، 1999) إلى أن المنشأة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، أي أن هناك علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الإستيعابية للدين، فعندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة، فإنّ هذا يعني أن نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة وأن نسبة التكاليف المتغيرة إلى إجمالي التكاليف منخفضة، فيزداد هامش الربحية، وهذا يعني بدوره أن الشركة تتميز بدرجة رفع تشغيلي عالية، وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغيير صغير في المبيعات. وهنا تساهم درجة الرفع التمويلي في زيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة إلى المساهمين، وهذا يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه الشركة حفاظاً على عدم إرتفاع الرافعة التمويلية، فتزداد خطورة الشركة. وأشار (الهندي، 1997) إلى أن نسبة

الإقتراض قد تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة بوصفها أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان.

2. درجة التخصص:

والتي فيها يتضح أنه كلما اتجهت المنشأة نحو التخصص كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع منشآت أخرى مماثلة تتبع سياسة التنويع. فيصبح من المتوقع أن تميل المنشآت التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض، لتخفيض درجة المخاطرة في هيكل رأس المال (Titman & Wessels, 1988).

3. استقرار المبيعات:

حيث إنَّ هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح الشركة والتمويل بالدين (الميداني، 1999) فكلما كانت المبيعات وأرباح الشركة أكثر استقراراً كلما استفادت الشركة من رافعة التمويل، وحققت مخاطرة أقل مما لو كانت متقلبة. وقد بيّن (Titman & Wessels, 1988) أن المبيعات والأرباح تزيد من الطاقة الإستيعابية للإقتراض، وتحمل نسب مديونية عالية في الشركات.

4. موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر:

إذ إن الترتيب الإئتماني للشركة ومقدرتها على الإقتراض بشروط قياسية تعتمد في أهم وجوها على نسبة الدين في هيكل تمويل الشركة، وكلما احتاجت الشركة إلى تمويل جديد فإن موضوعي هيكل تمويل الشركة ومزيجها المناسب يتصدران المناقشات والمفاوضات بين الشركة والقطاع المصرفي، أو مؤسسات التمويل (الميداني، 1999).

5. السيولة:

تُعبّر السيولة عن قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل (عقل، 1995) 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". فالسيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال. إذ 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 الإقتراض، وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوفرة لحملة الأسهم والأسواق المالية مقارنة مع توفرها لدى إدارة الشركات فإن القدرة على الإقتراض ستتخفض (Oskan, 2001).

6. التشريعات الضريبية والإعفاءات والوفورات :

تُعدُّ فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثراً إيجابية على قيمة المنشأة، ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي لها ضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الإعتماد بدرجة كبيرة من الأموال المقترضة، إذ أنه كلما ارتفعت الضريبة التي تخضع لها الأرباح الصافية للمنشأة كلما اتجهت لدرجة أكبر للإعتماد على المديونية التي تطرح كلفة الفائدة عليها ضمن بقية المصروفات من الإيرادات عند تقدير الضريبة (الشماع، 1999).

7. الربحية:

والتي تعد الهدف الأساسي لجميع المؤسسات، والأمر ضروري لبقائها واستمرارها، والغاية التي يتطلع إليها المستثمرون (عقل، 1995)، ويتحقق هذا الهدف من خلال قرارين مهمين، هما: قرار الإستثمار، وقرار التمويل. فقرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الإستثمار في موجوداتها، بشكل يمكن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن، وذلك من خلال الإستفادة من ميزة التوسع في الإقتراض الثابت الكلفة، ولكن دون تعرضهم للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الإقتراض.

أما قرار الإستثمار وفق افتراض نظرية تسلسل مصادر التمويل، فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل، ثم تتبعها القروض، ثم إصدار أسهم جديدة. وبناءً عليه، يصبح من المتوقع أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها، وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، ودرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، (عبد الله والصدیق، 2002). وبناءً عليه، نتوقع علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون، والسبب في ذلك هو أن المنشآت التي تتمتع بربحية متدنية وتواجه فرصاً استثمارية جيدة، ستلجأ إلى التمويل الخارجي، وستبدأ بالديون قبل إصدار حقوق الملكية، ووفقاً لمبدأ التسلسل في استخدام مصادر التمويل، فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى إرتفاع مستوى الديون في

المنشأة على الجانب الآخر، وعليه فإن المنشآت التي تتمتع بربحية مرتفعة تواجه فرصاً استثمارية جيدة، لأنها تستخدم أرباحها في تمويل الإستثمارات، الأمر الذي يجعل نسبة الديون لها متدنية.

8. الحجم :

إن الشركات صغيرة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من الشركات الكبيرة، في حالة اتجاهها للإقتراض طويل الأجل، وتزداد هذه التكلفة في حالة إتجاه الشركات الصغيرة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تتجه هذه الشركات للإقتراض 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 التنوع تتعرض لتلك المخاطرة بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال. وأضافت الدراسات إلى أن العلاقة موجبة بين الحجم ونسبة الرفع المالي (Oskan, 2001). فقدرة المنشآت كبيرة الحجم أعلى من قدرة صغيرة الحجم على الإقتراض نتيجة ثقة المقرضين بالقوائم المالية الصادرة عن المنشآت كبيرة الحجم والمقرونة بالخبرة والسمعة الأعلى.

9. معدل النمو:

حيث تلجأ المنشأة الفردية أو المساهمة المحدودة، التي تعتمد على أموال الملكية في تمويل استثماراتها، إلى الإقتراض لتمويل استثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب

ارتفاع تكلفتها وتوجه إلى ما ينجم عن الجمع بين أموال الملكية والإقتراض من رفع لتكلفة الوكالة، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمنشآت التي تنسم بالنمو، وتعدد الفرص المتاحة للإستثمار، وتتجم تكلفة الوكالة عن صراع بين الملاك من جهة والإدارة من جهة أخرى، ولما كانت تكلفة الوكالة تعني ارتفاع تكلفة الأموال المُقترضة، فقد يفضل الملاك في النهاية الإعتدال على مواردهم الذاتية. وقد يظهر الإستثمار في الفرص الإستثمارية مع نسبة الديون علاقة عكسية، من منطلق عزوف المنشآت التي تعتمد على التمويل بالدين الذي يحمل درجة من المخاطر بين طياته مما قد يضطرها إلى العزوف عن الدخول في هذه الإستثمارات. ويعود ذلك في إعتبارها ولا تدرّ دخلاً كافياً في الوقت الحاضر، ويصعب استخدامها كنوع من الضمان، وتعرض قيمتها للإخفاض في حالة زيادة خطر الإفلاس. وتؤثر هذه الأسباب في جعل العلاقة سلبية بين زيادة الإستثمار من جهة وإستخدام الديون من جهة أخرى (Harrise & Raviv, 1990).

(2-3): أثر مصادر التمويل على القرارات الإستثمارية :

وقد قدّمت عدة تعاريف للإستثمار نذكر منها: الإرتباط المالي بهدف تحقيق مكاسب يتوقع الحصول عليها على مدى مدة طويلة في المستقبل، وتوظيف الأموال المتاحة في اقتناء أو تكوين أصول بقصد استغلالها لتحقيق أغراض المستثمر، وكذلك هناك تعريف يتسم بالشمولية وهو: العملية الإقتصادية التي تقوم بتوظيف رؤوس الأموال، بهدف شراء مواد الإنتاج والتجهيزات، وذلك لتحقيق تراكم رأسمالي جديد، ورفع القدرة الإنتاجية أو تجديد وتعويض رأس المال القديم (نصر، 2008:

ويرى (الحنوي، مصطفى، 2006: 9) إن كلمة الإستثمار يقصد بها التضحية بالأموال الحالية في سبيل أموال مستقبلية. إذ إنّ هذا المفهوم يرتبط ببعدين أساسيين وهما الزمن والخطر. فالتضحية تأخذ مكانها في الحاضر وهي مؤكّدة، أمّا العائد فيأتي في المستقبل، وهو عادة غير مؤكّد. ويتغلّب عنصر الزمن في بعض الأوراق المالية مثل: السندات الحكومية، في حين يتغلّب عنصر الخطر في أوراق أخرى مثل: الأسهم العادية، وأخيراً فهناك الأوراق المالية التي يتواجد فيهما كل من الزمن والخطر بالقدر نفسه من الأهمية تماماً مثل: الأسهم العادية.

إنّ الإستثمار بالمفهوم العام والشامل هو إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلى الإستثمار، وليس للإكتناز (عبد الجواد، والشديفات، 2006: 15). لذلك تعتبر فوائض الدخل النقدية سواءً كانت لدى الأفراد، أو المؤسسات، أو المنشآت الأهلية والحكومية، فهي بمثابة المصدر الأساسي للإستثمار، ذلك لأنّ كلّ من يدخر مالاً يزيد عن حاجاته الإستهلاكية يعتبر مستثمراً محتملاً، وليس مؤكّداً لأنه ليس بالضرورة أن يستثمر كل ما لديه من فوائض نقدية، بل يحولها إلى مجرد مدخرات، أو إلى استثمارات غير حقيقية فالإستثمار يقوم على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للمدخر، وذلك أملاً في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل. لذا مادام المستثمر يقبل بمبدأ التضحية برغبة استهلاكية حاضرة، فإنه يكون مستعداً لتحمل درجة معينة من المخاطرة بفقدانها كلّها أو بعضاً منها، وبناءً عليه يكون من حقه أيضاً أن يتوقع الحصول على مكافأة أو عائد ثمناً لمخاطرته. وعليه فمن خلال المعطيات السابقة يمكن تعريف الإستثمار بشكل مبسّط: بأنه التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي، وذلك بقصد الحصول على منفعة مستقبلية أكبر، يمكن تحقيقها من إشباع

استهلاك مستقبلي. وكذلك يمكن تعريف الاستثمار بطريقة أخرى بأنه: التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وعن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وتضمن له قدرة أكبر على الاستهلاك في المستقبل وتتحقق هذه التدفقات المستقبلية في حالة توفر عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات (مطر، 2006: 20).

وتجمع كلمة الإستثمار ما بين التضحية بالأموال، والإرتباط المالي، والتوظيف للأموال في سبيل تحقيق هدف واحد في نهاية المطاف هو المنفعة أو العائد أو المكاسب في المستقبل. ويؤكد (صيام، 2003: 20) بأنه مهما كان نوع الإستثمار والمخاطر المحيطة به فإن المستثمر يسعى دوماً لتحقيق مجموعة من الأهداف ممثلة في:

1. تحقيق العائد الملائم.

2. المحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع.

3. استمرارية الدخل وزيادته.

4. ضمان السيولة اللازمة.

ويشدد (مقابلة، 2006: 2 – 3) على مراعاة متخذ القرار الإستثماري الرشيد لسلوك المدخل العلمي في اتخاذ القرار، الذي يقوم على خطوات محددة، أهمها تحديد الهدف الأساسي للإستثمار، وتجميع المعلومات والعوامل الملائمة، وتقييم العوائد المتوقعة للبدائل الإستثمارية المتاحة، واختيار البديل الإستثماري المناسب للأهداف. بالإضافة إلى مراعاة المبادئ أو المعايير التالية:

1. مبدأ تعدد الخيارات الإستثمارية.

2. مبدأ الخبرة والتأهيل.

3. مبدأ الملاءمة.

4. مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الإستثمارية.

ومن وجهة نظر عامة لا يكفي مجرد توفير فوائض نقدية من دخول الأفراد أو المنشآت والمؤسسات لكي تنشط حركة الإستثمار، بل لابد أيضا من أن يرافق ذلك مجموعة من العوامل التي تخلق الدافع لدى من لديهم هذه الفوائض لتحويلها إلى استثمارات وهذا يتطلب ما يلي (مطر، 2006: 21):

أ- توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري.

ب- توفر المناخ القانوني والإجتماعي والسياسي المناسب للاستثمار.

ج- وجود سوق مالي كفؤ وفعال، يوفر المكان والزمان المناسبين للجمع بين رغبة المتخزين في استثمار أموالهم، ورغبة المقرضين في الحصول على هذه الأموال.

د- توفر البيئة الإستثمارية المناسبة كالقوانين والتشريعات، وذلك بالإضافة إلى مناخ سياسي مستقر وآمن يوفر للإستثمارات عنصر الحماية والأمان.

(2-4): الدراسات السابقة العربية والأجنبية

(2-4-1): الدراسات السابقة العربية

دراسة (ديرانيه، 1992) بعنوان "محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية الأردنية". وهدفت إلى معرفة العلاقة بين بعض المؤشرات المحاسبية، وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، حيث تشمل هذه المؤشرات النسب المالية، التي تُعبّر عن صفات الشركات المُقترضة، وهي نسبة الأصول القابلة للرهن، إلى مجموع الأصول والإعفاءات، والوفورات الضريبية، غير المتعلقة بتكلفة الإقتراض، ومدى تميّز الشركة وحجمها، والتذبذب بالدخل، والربحية، والنمو المُتوقّع. وتوصّلت نتائج الدراسة إلى أن هنالك خمسة متغيرات مستقلة من أصل سبعة متغيرات: (الأصول القابلة للرهن، والتذبذب بالدخل، النمو، والربحية، والتميز، والحجم، والإعفاءات، والوفورات الضريبية) التي لها علاقة هامة إحصائياً مع مقياس أو أكثر للمتغير التابع في الدراسة، وهو الهيكل المالي، حيث جاءت النتائج بأن هنالك علاقة عكسية هامة إحصائياً بين نسبة الأصول القابلة للرهن، ونسبة المطلوبات قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية.

دراسة (الأغبري، 2000) بعنوان "أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات

الصناعات الغذائية اليمنية".

وهدفت إلى قياس أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية.

وأجريت على (10) عشر شركات عاملة في القطاع الصناعي الغذائي باليمن، وقد أثبتت الدراسة

وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على معدل العائد على الإستثمار، وكذلك على قيمة المنشأة على مستوى جميع الشركات قيد الدراسة.

دراسة (عبدالله، والصدیق، 2002) بعنوان "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية".

وهدفت إلى التعرف على العوامل المحددة للهيكل التمويلي، ومدى تأثير كل عامل منها على مقدرة المنشأة في الحصول على التمويل، والعمل على الإهتمام بهذه العوامل مستقبلاً حتى تتمكن من كسب ثقة مؤسسات التمويل المختلفة، وعلاوة على ذلك فإن التعرف إلى تلك العوامل من شأنه تحديد الطاقة الإستيعابية للديون في المنشآت، ومعرفة مدى قدرتها على إقتراض الأموال، من الجهات التمويلية. وقد تبين، من خلال نتائج الدراسة، وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون (وهو المتغير التابع)، وكلّ من نسبة الديون السابقة وحجم المنشأة، من جانب آخر، وتبين من الدراسة وجود علاقة سالبة بين نسبة الديون من جهة، وكلّ من الربحية، والسيولة، وحجم الضمانات المقدّمة، وفرص النمو، من جهة أخرى. ولكنها علاقة معنوية فيما يتعلق بالربحية، وفرص النمو، وغير معنوية بالنسبة للسيولة والضمانات، وتبين أيضاً أن نتائج العلاقة بين نسبة الديون، وحجم المنشأة وربحيتها يتوافق مع فرضيات الدراسة، في حين أن النتائج المتعلقة بالعلاقة بين نسبة الديون، ونسبة الديون السابقة، وحجم الضمانات، وفرص النمو تتناقض مع فرضيات الدراسة.

دراسة (جرادات، وآخرون، 2004) بعنوان "الهيكل التمويلي للمشاريع الصغيرة في

الضفة الغربية: الحاجات المالية والصعوبات والمصادر المتاحة".

وهدفت إلى التعرف على الهيكل التمويلي للمشاريع الصغيرة في الضفة الغربية، والإحتياجات الأكثر أهمية لتلك المشاريع، ومدى مساهمة مصادر التمويل المختلفة في تلبية هذه الإحتياجات. كما هدفت الدراسة التعرف إلى العوامل التي تأخذها البنوك بعين الاعتبار عند منحها القروض لهذه المشاريع (من وجهة نظر القائمين على المشاريع الصغيرة)، بالإضافة إلى معرفة أثر متغيرات طبيعة نشاط المشروع الصغير ورأسماله، ومعدل العائد على الإستثمار، وشكل ملكيته على تلبية حاجاته المالية. ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة قوامها (600) مشروع صغير شملت كافة القطاعات الرئيسية (إنتاجية، وخدماتية، وزراعية، وتجارية)، وقد أعدت الإستبانة اللازمة وتم توزيعها إذ استرجع منها (504) استبانات، وتم إجراء التحليل الإحصائي اللازم باستخدام التكرارات، والنسب المئوية، والمتوسطات الحسابية، وتحليل التباين الأحادي، واختبار (شفيه) للمقارنات البعدية بين المتوسطات. حيث أظهرت نتائج الدراسة أن الإحتياجات المالية قد إحتلت المرتبة الأولى من حيث أهميتها وإلحاحها لدى أصحاب هذه المشاريع، كما أن التمويل الذاتي والتمويل غير الرسمي هما المصدران الأساسيان لتلك المشاريع. وقد أوصى الباحثون بضرورة إعداد برامج فعالة ومدروسة تأخذ بعين الاعتبار حاجات المشاريع الصغيرة وخصوصيتها الفلسطينية ومقدرتها على الإقتراض.

دراسة (الأغا، 2005) بعنوان "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على

الاستثمار: دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين".

وسعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل ومعرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار، من خلال تطبيق الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) خمسة عشر شركة خلال الفترة (1999 – 2003). واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية للشركات محلّ الدراسة. وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المُقترَض ومعدل العائد على الاستثمار، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الإعتماد على مصادر التمويل (الممتلكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الإستثمار.

دراسة (محمد، 2007) بعنوان "السلوك المالي لمنظمات الاعمال واثره في العائد

والمخاطرة".

وهدفت الدراسة إلى تقديم مساهمة النظرية والفكرية في مجال الفكر المالي، والتعرّف إلى السلوك المالي لمجموعة الشركات العينة. ومعرفة نتائج التغيّرات في السلوك المالي على العائد والمخاطرة لهذه المجموعة من المصارف وشركات القطاعين الصناعي والزراعي. وتكونت عينة البحث من المصارف وشركات القطاع الصناعي والقطاع الزراعي، وقد تم اختيار هذه الشركات كون البيانات المتعلقة بها متاحة وللمدة من (2000-2006): وقد توصلت الدراسة إلى أن رأس المال المُمْتَك في المصارف منخفض، ويعد ذلك أمراً اعتيادياً وذلك لان الودائع تشكّل النسبة

الأكبر للتمويل في القطاع المصرفي. وشكّل رأس المال المُمتلِك نسبة عالية إلى مجموع التمويل في شركات القطاع الصناعي، ويشير ذلك إلى أنّ السلوك المالي لشركات هذا القطاع تميل إلى التمويل المُمتلِك، ولا ترغب بالإقتراض ويسري ذلك على شركات القطاع الزراعي. وكان معدل العائد على الموجودات ومعدل العائد على حق الملكية منخفضاً، وذلك للظروف الاقتصادية المحيطة بجميع القطاعات بالإضافة إلى السلوك المالي الذي يميل إلى التمويل المُمتلِك، وأنّ علاقات الإرتباط والتأثير ضعيفة بين المتغيرات المستخدمة في التحليل، أي ليس للتمويل المُمتلِك تأثير كبير في مؤشري العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية.

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

وهدفت الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية، المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك للفترة من عام (1997م إلى 2001م). بالإضافة إلى تحديد الطاقة الإستيعابية للديون في المنشآت موضوع البحث، ومعرفة قدرتها على إقتراض الأموال من الجهات التمويلية. وقد تمّ تلخيص العلاقة بين المؤشرات المحاسبية وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة في الأردن، باستخدام أسلوب تحليل الإنحدار المتعدّد، حيث شمل أنموذج الدراسة أربعة متغيرات مستقلة، وهي: نسبة المديونية السابقة للشركة، والسيولة، والربحية ومعدل النمو، بينما تمثّل نسبة الرفع المالي المتغيّر التابع في الهيكل المالي للشركة. وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الرفع المالي، في الشركات الصناعية الأردنية بمتوسط 36%،

وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في دول، مثل الولايات المتحدة، وألمانيا، ودول شرق آسيا، حيث تجاوزت النسبة 80%، بالإضافة إلى أن هنالك علاقة إحصائية هامة وموجبة، بين الهيكل المالي، ونسبة المديونية السابقة عند مستوى المعنوية 1%، وبيّنت الدراسة أيضاً، وجود علاقة هامة إحصائياً وسالبة، بين الهيكل المالي، والربحية، والسيولة، ومعدل النمو عند مستوى المعنوية 1%.

دراسة (عبيدات، 2009) بعنوان "محددات كفاية رأس المال في البنوك التجارية الأردنية:

دراسة تطبيقية".

وهدفت الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل التي تحدد درجة كفاية رأس المال في البنوك التجارية الأردنية في بورصة عمان للفترة من (2000-2008) باستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد ومعامل الارتباط بيرسون. وتبين من نتائج الدراسة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين درجة كفاية رأس المال في البنوك التجارية، والعوامل المستقلة التالية: مخاطر السيولة، ومعدل العائد على الأصول. وبالمقابل هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين درجة كفاية رأس المال في البنوك التجارية، والعوامل المستقلة التالية: معدل العائد على حقوق الملكية ومخاطر سعر الفائدة. ووجود علاقة عكسية غير دالة إحصائياً بين درجة كفاية رأس المال في البنوك التجارية والعوامل المستقلة التالية: مخاطر رأس المال، مخاطر الائتمان، ومعدل القوة الإيرادية. كما تبين من نتائج الدراسة بأن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها تأثير مرتفع نسبياً على المتغير التابع وعلى التغيرات التي تحدث فيه، حيث بلغت نسبة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع إلى ما يقارب 61%.

دراسة (دلول، 2010) بعنوان "دور الإفصاح عن التنبؤات المالية في ترشيد قرارات

الإستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية".

وهدفت إلى التعرف على مدى إلتزام الشركات المساهمة في سوق فلسطين للأوراق المالية بالإفصاح عن التنبؤات المالية، ومدى تأثير هذه التنبؤات من حيث المحتوى والطبيعة والتوقيت في ترشيد القرار الإستثماري لدى المستثمرين، كما تطرقت إلى المعوقات التي تحد من إفصاح الشركات المساهمة في سوق فلسطين للأوراق المالية عن تنبؤاتها المالية. واستخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم جمع البيانات الثانوية من خلال الكتب والدوريات والمنشورات التي تناولت الإفصاح عن التنبؤات المالية، وتم جمع البيانات الأولية من خلال الإستبيان والمقابلة. فقد تم توزيع الإستبيان على مجتمع الدراسة بواقع (140) إستبانة. وتم إسترداد (131) إستبانة منها أي بنسبة إسترداد قدرها (93%) وتكوّن مجتمع الدراسة من المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية، وإدارة الشركات المساهمة فيه، وإدارته نفسها، والمدققين الخارجيين على الشركات المساهمة فيه. وبينت نتائج الدراسة إلتزام الشركات محل البحث بالإفصاح عن التنبؤات المالية مع وجود إختلاف نسبي في مستوى الإفصاح عن تلك التنبؤات، كما تبيّن وجود إجراءات جزائية أو عقابية بحق الشركات التي لا تقوم بالإفصاح عن أي أمور جوهرية قد تؤثر على وضعها المالي أو ملكيتها وذلك من قبل إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية أو هيئة سوق رأس المال، ووجود تأثير قوي لمحتوى الإفصاح عن التنبؤات المالية على القرار الإستثماري لدى

المستثمر، وكذلك بينت الدراسة أن معظم المستثمرين يفضلون أن تفصح الشركات عن تنبؤاتها المالية على شكل بيانات كمية أكثر من إفصاحها عن تلك التنبؤات على شكل بيانات وصفية.

(2-4-2): الدراسات السابقة الأجنبية

دراسة (Fattoh, et..al, 2003) بعنوان "Capital structure in South Korea".

وهدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تركيبة الهيكل المالي وتحديدًا نسبة الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل في شركات كوريا الجنوبية، وقد هدفت الدراسة إلى تقييم التغيير في نسبة الديون واستخدمت الدراسة الشركات الكورية خلال فترة (1992 – 2001) لفحص التغيير الذي يحدثه معدل الديون على الشركات عبر الزمن، وأجريت الدراسة على (4832) شركة في كوريا الجنوبية مدرجة في السوق المالي الكوري حيث تم الإعتماد على البيانات الواردة في الميزانيات العمومية لتلك الشركات عن الفترة من (1992 وحتى 2001) وقد توصلت الدراسة إلى أن شركات العينة لا تنفي العلاقة بين هيكل رأس المال ومحدداته التي وجدت في الدول الأخرى (معدل نمو المبيعات، هيكل المنافسة، هيكل الأصول، اتجاهات الإدارة، اتجاهات المقرضين، وبمعنى آخر أثبتت الدراسة أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال وبين معدل نمو المبيعات، هيكل المنافسة، هيكل الأصول، اتجاهات الإدارة، اتجاهات المقرضين.

دراسة (Loof, 2003) بعنوان " Dynamic optimal capital structure and technical

change".

وهدفت هذه الدراسة إلى إجراء مقارنة بين المحددات أو العوامل التي تشكل هيكل التمويل الأمثل بين دول مختلفة، واعتمدت هذه الدراسة على المقارنة باستخدام نتائج دراسات سابقة أُجريت في كلٍّ من الولايات الأمريكية ("483" شركة في الفترة من 1989 – 1996) والمملكة المتحدة ("122" شركة في الفترة 1990 – 1996) والسويد ("17" شركة في الفترة من 1991 – 1998). واهتمت الدراسة ببيان أهمية رأس المال بالمقارنة بين الأنظمة المالية الموجودة في عينة الدراسة. وأوضحت الدراسة أن هناك فروقاً بين الشركات في تكلفة رأس المال، وإرتباطاً بين هيكل رأس المال وقرارات الإستثمار، كما أظهرت النتائج وجود فروقات كبيرة وغير متوقعة بين الدول المدروسة من حيث هيكل رأس المال الأمثل. وهناك اختلاف في الرافعة بين الدول قيد الدراسة في شقي هيكل رأس المال (حقوق الملكية والديون) ولوحظ أن الشركات التي تعتمد على حقوق الملكية في التمويل أكثر من الديون تتسارع نحو تحقيق هيكل رأس مال أمثل مقارنة بتلك التي تعتمد على الديون بشكل أكبر.

دراسة (Desmosak & Rataporn, 2004) بعنوان " The Determinants Of Capital

Structure: evidence from the Asian Pacific region

وهدفت إلى فحص المحددات التي تؤثر على استخدام الرافعة المالية في هيكل التمويل، وأجريت هذه الدراسة في أربع بلدان مختلفة هي تايلاند، ماليزيا، سنغافوره وأستراليا، حيث تم اختيار (294) شركة من تايلاند، و (669) شركة من ماليزيا، و (345) شركة من سنغافوره،

و(219) شركة من أستراليا. وشملت الدراسة الفترة من (1993 إلى 2001) لبيانات هذه الشركات. وقد توصلت الدراسة إلى أن هيكل رأس المال يتأثر بالظروف البيئية التي تعمل بها المؤسسات مثل نشاط سوق الأسهم المالية، معدل حقوق الدائنين وحقوق الملكية، كما 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 عام (1997) عنه قبل الأزمة. كذلك فقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً لكل من الرافعة المالية، وفرص النمو والسيولة على حجم المنشآت.

دراسة (Jose, et.al, 2008) بعنوان "Corporate Hedging, Investment and Value".

وهدفت إلى التعرف على أثر سياسة تمويل الشركات على أداء الشركات وقيمتها، حيث قامت الدراسة بالتركيز على بيئة الإقتصاد الكلي واستعراضنا الأزمة المحلية للعملة البرازيلية في عام (1999)، ثم تناول تغيرات سعر الصرف وانعكاساتها على الأمان المصرفي والمؤسساتي، وقد استخدمت الدراسة طريقة (Fixed effect) كأحد الأساليب المستخدمة في تحليلها، وقد أشارت نتائجها: إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية والدفترية للمنشأة وقرارات الأمان مع هامش الربح التشغيلي، والعقود المشتقة للعملة البرازيلية، والإنفاق الرأسمالي، والميزانية النقدية، فيما أشارت النتائج كذلك إلى عدم وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لحجم المنشأة، ومعدل نمو المبيعات مع قرارات الأمان المصرفي في نموذج الـ Fixed Effect، وتوصلت إلى أن مستخدمي العقود المشتقة ونظام الأمان يستثمرون أكثر من غير المستخدمين للعقود المشتقة.

دراسة (AL-Zubi, at..el, 2008) بعنوان " Capital Adequacy, Risk Profiles and Bank "

"Behaviour: Empirical evidence from Jordan

وهدفت إلى اختبار سلوكيات البنوك تجاه التغيرات في متطلبات رأس المال المفروضة من قبل الجهات الرقابية على البنوك الأردنية خلال الفترة من عام (1990 إلى 2003) . إستناداً إلى النموذج المطور من قبل العالمين (Shrieves & Dahl) عام (1992)، ولإثراء وتدعيم النتائج الإحصائية استندت هذه الدراسة إلى استخدام نموذج المعادلات الآنية التي من خلالها تم استخدام ثلاث طرق إحصائية هي: (Fixed Effects) ، (Random Effects) ، (Generalized Least Square). وأظهرت نتائجها الإحصائية وجود علاقة إيجابية بين إطار القيود والتشريعات ومستويات رؤوس الأموال للبنوك التي تحتاج إلى إعادة هيكلة (تدعيم) تماشياً مع مستويات المخاطرة للبنوك . وأظهرت النتائج أيضاً - نتيجة لإقتراب رؤوس أموال البنوك من المستويات الدنيا لمتطلبات رأس المال - دافعا لزيادة قاعدة رأس المال بما يتوافق مع مستويات المخاطرة للبنوك.

دراسة (Gill, et..al, 2011) بعنوان " The Effect of Capital Structure on Profitability: "

"Evidence from the United States

وهدفت إلى التعرف على أثر الهيكل التمويلي على الربحية في الولايات المتحدة الأمريكية. وتكونت عينة الدراسة من (272) شركة أمريكية مسجلة في سوق نيويورك للأوراق المالية لفترة (3) سنوات من عام (2005) ولغاية عام (2007). وبعد تطبيق الدراسة التطبيقية توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إرتباط إيجابية بين الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الربحية،

وإنّ هناك علاقة بين مجموع الديون إلى إجمالي الأصول والربحية في صناعة الخدمات. ووجود علاقة إيجابية بين الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل.

دراسة (Najjar & Petrov, 2011) بعنوان " Capital Structure of Insurance

."Companies in Bahrain

وهدفت إلى تحديد الخصائص الحرجة للشركات التي يجب أن يأخذها المديرون بعين الاعتبار عند وضع الهيكل الأمثل لرأس المال. وقد تكونت عينة الدراسة من شركات التأمين البحرينية العاملة في الفترة (2005 – 2009). وقد توصلت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج من أبرزها وجود علاقة إرتباط قوية بين خصائص الشركة مثل ملموسية الأصول، والربحية، وحجم الشركة، ونمو العائد، والسيولة وهيكل رأس المال.

دراسة (Al-Farisi & Hendrawan, 2012) بعنوان " Effect of Capital Structure on

Banks Performance: A Profit Efficiency Approach Islamic and Conventional Banks

."Case in Indonesia

وهدفت إلى إختبار أثر الهيكل المالي على أداء مجموعتين من البنوك الإسلامية والإجتماعية وذلك من خلال إستخدام مدخل كفاءة الربح. ولتحقيق أهداف الدراسة تم تبني مرحلتين: الأولى تمثلت في قياس درجة كفاءة الربح لكل بنك في أندونيسيا خلال الفترة من (2002) ولغاية (2008) باستخدام مدخل التوزيع الحر، وفي المرحلة الثانية تم توظيف معدل رأس مال البنك لقياس أثره على الأداء. وقد توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج أبرزها أنه في المرحلة الأولى تبين أنّ معدل درجات كفاءة الربح في البنوك مساوية إلى (60%) وأن أعلى

درجة مساوية إلى (78%). وهو ما أشار إلى أن مستوى التحسن قد بلغ (18%) في اداء البنوك. فيما أظهرت نتائج المرحلة الثانية أن معدل رأس مال البنوك له تأثير سلبي على كفاءة الربح.

دراسة (Kouki & Ben Said, 2012) بعنوان " Capital Structure Determinants: New

." Evidence from French Panel Data

وهدفت إلى إختبار أثر المحددات النظرية والتطبيقية لإختيارات الهيكل المالي للشركات الفرنسية. وتكونت عينة الدراسة من (244) شركة فرنسية مسجلة للفترة ما بين (1997 – 2007). وقد أظهرت نتائجها الدراسة إلى وجود تكامل بين فرضية المقايضة والمتغير وعجز التمويل، في حين تم الكشف عن أي أثر مفيد لظروف السوق في نسبة الدين. بالإضافة إلى وجود عملية التكيف الحيوي إلى المستوى المستهدف.

دراسة (Heng, et..al, 2012) بعنوان " Board of Directors and Capital Structure:

."Evidence from Leading Malaysian Companies

وهدفت إلى فحص العلاقة بين مجلس إدارة الشركات والهيكل المالي لتلك الشركات في أسواق ماليزيا الناشئة. وتكونت عينة الدراسة من (75) شركة ماليزية غير مالية رائدة ومسجلة في سوق كوالا لمبور للأوراق المالية من الفترة الممتدة بين (2005 – 2008). وقد توصلت الدراسة إلى أن حجم المجلس يرتبط بشكل إيجابي مع نسبة الدين إلى الأصول. كما أن قرارات الهيكل التمويلي للشركات لا تتأثر بالمديرين التنفيذيين ومجلس الإدارة.

(2 – 5): ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

وتتميز هذه الدراسة بأنها على حد علم الباحث من الدراسات الرائدة والأولى على مستوى دولة الكويت والتي ركزت على موضوع الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وهو ما يتعلق بتوفير معلومات مستقبلية لخدمة المستثمرين الأمر الذي سيساهم في تحديد أثر خصوصية الشركات المساهمة في الحصول على تمويل أمثل ينعكس أثره على كفاءة قراراتها الإستثمارية، وما يميز الدراسة مجتمعها عينتها والمتضمن الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، فيما تمثلت العينة بالشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية والتي يبلغ عمرها التأسيس أكثر من عشر سنوات. وسوف تعتمد في جمع البيانات من واقع التقارير المالية الحقيقية.

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

(الطريقة والإجراءات)

(3 - 1): المقدمة

(3 - 2): منهج الدراسة

(3 - 3): مجتمع الدراسة وعينتها

(3 - 4): أدوات الدراسة ومصادر الحصول على المعلومات

(3 - 5): المعالجة الإحصائية المستخدمة

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

(الطريقة والإجراءات)

(3 - 1): المقدمة

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. ولتحقيق هذه الأهداف تناول هذا الفصل وصفاً لمنهج الدراسة، ومجتمع الدراسة وعينتها، وكذلك أدوات الدراسة ومصادر الحصول على المعلومات، والمعالجات الإحصائية المستخدمة.

(3 - 2): منهج الدراسة

استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي، بهدف جمع البيانات وتحليلها واختبار الفرضيات، وذلك من خلال تحليل بيانات الشركات محل الدراسة وكشف العلاقات بين أبعادها المختلفة وتفسيرها والوصول إلى إستنتاجات تسهم في تحسين الواقع وتطويره.

(3 - 3): مجتمع الدراسة وعينتها

تكوّن مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية أما عينة الدراسة فقد تم إختيارها من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية والتي يبلغ عمرها التأسيس أكثر من عشر سنوات، والبالغ عددها (17) شركة وفق الجدول (1 - 3).

جدول (3 - 1)

الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية والتي يبلغ عمرها التأسيس أكثر من عشر سنوات

الشركة	ت
إسمنت الكويت	1
إسمنت الهلال	2
إسمنت بورتلاند كويت	3
أسيكو للزجاج	4
الخليج لصناعة الزجاج	5
الشعبية الصناعية	6
الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية	7
الصناعات المتحدة	8
الكويت للمشاريع الصناعية	9
بوبيان للبتر وكيمويات	10
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	11
السكب الكويتية	12
الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن	13
المعادن والصناعات التحويلية	14
المقاولات والخدمات البحرية	15
صناعات التبريد والتخزين	16
الصناعات الوطنية القابضة	17

(3 - 4): أدوات الدراسة ومصادر الحصول على المعلومات

تكوّنت الدراسة من جانبين؛ جانب نظري وآخر تطبيقي، ففي الجانب النظري تم التطرق إلى معظم المفاهيم والمبادئ العلمية ذات العلاقة بالموضوع، أما في الجانب التطبيقي فقد اعتمد الباحث على المنهج الوصفي والتحليلي الذي يهدف - من خلاله - إلى تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

واعتمدت الدراسة الحالية في جمع البيانات وأساليب تحليلها والبرامج المستخدمة فيها من

خلال:

- الكتب والدوريات والرسائل الجامعية؛ وذلك بهدف بناء الإطار النظري للدراسة.
- وفي الجانب التطبيقي فقد قام الباحث ومن خلال استخدام التقارير المالية للشركات محل الدراسة أولاً إلى استخراج قيمة كل مكون من مكونات المزيج التمويلي المحددة في الدراسة وعلى مدى ثلاث سنوات، أي أن كل مكون من مكونات المزيج التمويلي أخذ ثلاثة أرقام ثم تم أخذ المعدل لكل مكون وإختبار علاقته مع المزيج التمويلي للشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. وما يتعلق بكيفية تحديد كفاءة القرارات الاستثمارية فسيتم تحديده بالإعتماد على مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الإستثمارية. وبهذا تُعد هذه الدراسة دراسة تتسم بالجانب النوعي (دراسة نوعية) أي أنها تعتمد في تحقيق أهدافها وجمع بياناتها على التقارير المالية للشركات محل الدراسة.

(3 – 5): المعالجة الإحصائية المستخدمة

لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن أسئلتها واختبار فرضياتها استخدم الباحث الأساليب

الإحصائية التالية:

1. الإنحرافات المعيارية (Standard Deviation) لقياس درجة تشتت الاستجابات حول وسطها

الحسابي.

2. إختبار (t) لعينتين مستقلتين لإختبار فرضيات الدراسة.

3. الإنحدار المتعدد للتنبؤ بمزيج التمويل الأمثل.

الفصل الرابع

نتائج التحليل واختبار الفرضيات

(4 - 1): المقدمة

(4 - 2): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

(4 - 3): اختبار فرضيات الدراسة

(4 – 1): المقدمة

يستعرض هذا الفصل نتائج التحليل الإحصائي للمتغيرات المعتمدة في الدراسة من خلال عرض المؤشرات الإحصائية الأولوية لبيانات الشركات، من خلال المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لكل متغيرات الدراسة والأهمية النسبية، وكذلك يتناول الفصل اختبار فرضيات الدراسة والدلالات الإحصائية الخاصة بكل منها.

(4 – 2): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

لوصف مستوى مكونات المزيج التمويلي للشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية عمد الباحث إلى استخدام المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، كما هو موضح بالجدول (4 – 1) ؛ (4 – 2) ؛ (4 – 3).

معدلات الربحية

ترتيب أهمية الشركة	الانحراف المعياري	معدل الربحية	العام			الشركة	ت
			2011	2010	2009		
8	0.002	0.052	0.055	0.051	0.051	إسمنت الكويت	1
13	0.038	0.022	0.058	0.027	-0.018	إسمنت الهلال	2
2	0.114	0.163	0.037	0.26	0.194	إسمنت بورتلاند كويت	3
14	0.003	0.013	0.01	0.016	0.014	أسيكو للزجاج	4
1	0.022	0.184	0.159	0.196	0.199	الخليج لصناعة الزجاج	5
6	0.023	0.077	0.056	0.074	0.102	الشعبية الصناعية	6
16	0.023	-0.025	-0.047	-0.007	-0.029	الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية	7
12	0.031	0.028	0.0007	0.022	0.063	الصناعات المتحدة	8
4	0.020	0.098	0.115	0.104	0.076	الكويت للمشاريع الصناعية	9
8	0.001	0.052	0.053	0.051	0.052	بوبيان للبتروكيماويات	10
5	0.058	0.091	0.155	0.079	0.04	الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	11
7	0.106	0.056	-0.065	0.098	0.136	السكب الكويتية	12
10	0.011	0.050	0.038	0.059	0.055	الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن	13
17	0.076	-0.051	-0.0006	-0.015	-0.139	المعادن والصناعات التحويلية	14
11	0.008	0.030	0.027	0.025	0.04	المقاولات والخدمات البحرية	15
3	0.070	0.124	0.183	0.046	0.145	صناعات التبريد والتخزين	16
15	0.003	-0.02	-0.022	-0.016	-0.022	الصناعات الوطنية القابضة	17
-	0.036	0.055	المعدل والانحراف المعياري العام				

ويظهر الجدول (4 - 1) إلى معدل الربحية للشركات محل الدراسة. حيث تراوحت

معدلات الربحية بين (0.051 - 0.184). بمعدل ربحية عام مقداره (0.055). ففي عام (2009)

تراوح معدل الربحية ما بين (-0.139) كحد أدنى لشركة المعادن والصناعات التحويلية، و(0.199)

كحد أعلى لشركة الخليج لصناعة الزجاج. أما في عام (2010) فقد تراوح معدل الربحية ما بين (-0.016) كحد أدنى لشركة الصناعات الوطنية القابضة، و(0.26) كحد أعلى لشركة إسمنت بورتلاند كويت. وأخيراً، ففي عام (2011) تراوح معدل الربحية ما بين (-0.0006) كحد أدنى لشركة المعادن والصناعات التحويلية، و(0.183) كحد أعلى لشركة صناعات التبريد والتخزين. وبشكل عام فقد جاءت في المرتبة الأولى من حيث إرتفاع الربحية شركة الخليج لصناعة الزجاج بمعدل ربحية بلغ (0.184) وإنحراف معياري بلغ (0.022)، فيما حصلت شركة المعادن والصناعات التحويلية على المرتبة السابعة عشرة والأخيرة من حيث الربحية بمعدل ربحية بلغ (-0.051) وإنحراف معياري بلغ (0.076).

جدول (4 - 2)

معدل السيولة بالمررة

ترتيب أهمية الشركة	الانحراف المعياري	معدل السيولة	العام			الشركة	ت
			2011	2010	2009		
10	0.159	1.266	1.191	1.159	1.449	إسمنت الكويت	1
4	0.344	3.594	3.770	3.815	3.197	إسمنت الهلال	2
1	2.713	9.639	12.773	8.054	8.091	إسمنت بورتلاند كويت	3
12	0.436	1.055	1.307	1.308	0.551	أسيكو للزجاج	4
3	2.100	5.875	7.872	6.071	3.684	الخليج لصناعة الزجاج	5
5	0.954	3.536	2.442	3.966	4.200	الشعبية الصناعية	6
11	0.130	1.091	1.095	1.219	0.959	الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية	7
17	0.256	0.287	0.165	0.115	0.582	الصناعات المتحدة	8
8	0.735	2.956	3.656	3.023	2.19	الكويت للمشاريع الصناعية	9
9	0.116	2.253	2.387	2.196	2.176	بوبيان للبتر وكماويات	10
14	0.335	1	1.370	0.916	0.714	الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	11
2	2.505	7.378	4.653	9.581	7.902	السكب الكويتية	12
13	0.051	1.020	1.015	1.074	0.972	الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن	13
7	0.633	3.238	3.899	3.179	2.636	المعادن والصناعات التحويلية	14
15	0.020	0.964	0.958	0.988	0.948	المقاولات والخدمات البحرية	15
6	0.877	3.406	2.951	4.418	2.851	صناعات التبريد والتخزين	16
16	0.107	0.583	0.669	0.462	0.618	الصناعات الوطنية القابضة	17
-	0.734	2.890	المعدل والانحراف المعياري العام				

كما يشير الجدول (4 – 2) إلى السيولة للشركات محل الدراسة. حيث تراوحت معدلات السيولة بين (0.287 – 9.639) مرة. بمعدل سيولة عام مقداره (2.890). ففي عام (2009) تراوح معدل السيولة ما بين (0.551) كحد أدنى لشركة أسيكو للزجاج، و(8.091) كحد أعلى لشركة إسمنت بورتلاند كويت. أما في عام (2010) فقد تراوح معدل السيولة ما بين (0.115) كحد أدنى لشركة الصناعات المتحدة، و(8.054) كحد أعلى لشركة إسمنت بورتلاند كويت. وأخيراً، ففي عام (2011) تراوح معدل السيولة ما بين (0.165) كحد أدنى لشركة الصناعات المتحدة، و(12.773) كحد أعلى لشركة إسمنت بورتلاند كويت. وبشكل عام فقد جاءت في المرتبة الأولى من حيث إرتفاع السيولة شركة إسمنت بورتلاند كويت بمعدل سيولة بلغ (9.639) مرة وإنحراف معياري بلغ (2.713)، فيما حصلت شركة الصناعات المتحدة على المرتبة السابعة عشرة والأخيرة من حيث معدل السيولة بلغ (0.287) وإنحراف معياري (0.256)

جدول (4 - 3)

نسبة المديونية السابقة

ترتيب أهمية الشركة	الانحراف المعياري	معدل المديونية	العام			الشركة	ت
			2011	2010	2009		
11	0.028	0.424	0.43	0.393	0.449	إسمنت الكويت	1
7	0.012	0.252	0.242	0.249	0.266	إسمنت الهلال	2
2	0.024	0.095	0.068	0.107	0.112	إسمنت بورتلاند كويت	3
15	0.019	0.647	0.66	0.658	0.625	أسيكو للزجاج	4
3	0.082	0.152	0.101	0.108	0.248	الخليج لصناعة الزجاج	5
4	0.026	0.157	0.186	0.134	0.152	الشعبية الصناعية	6
17	0.031	0.863	0.898	0.854	0.837	الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية	7
12	0.018	0.433	0.422	0.423	0.455	الصناعات المتحدة	8
8	0.085	0.293	0.288	0.21	0.381	الكويت للمشاريع الصناعية	9
10	0.022	0.421	0.395	0.433	0.436	بوبيان للبتروكيماويات	10
9	0.068	0.309	0.259	0.282	0.387	الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	11
1	0.007	0.034	0.043	0.028	0.031	السكب الكويتية	12
16	0.053	0.677	0.66	0.635	0.737	الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن	13
5	0.044	0.201	0.16	0.195	0.248	المعادن والصناعات التحويلية	14
13	0.012	0.550	0.54	0.547	0.564	المقاولات والخدمات البحرية	15
6	0.034	0.209	0.233	0.17	0.224	صناعات التبريد والتخزين	16
14	0.025	0.638	0.652	0.609	0.654	الصناعات الوطنية القابضة	17
-	0.035	0.374	المعدل والانحراف المعياري العام				

يشير الجدول (4 - 3) إلى معدل نسبة المديونية السابقة للشركات محل الدراسة. حيث

تراوحت المعدلات بشكل عام بين (0.034 - 0.863). بمعدل عام مقداره (0.374). ففي عام

(2009) تراوح معدل نسبة المديونية السابقة ما بين (0.031) كحد أدنى لشركة السكب الكويتية،

و(0.837) كحد أعلى للشركة الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية. أما في عام (2010) تراوح معدل نسبة المديونية السابقة ما بين (0.028) كحد أدنى لشركة السكب الكويتية، و(0.854) كحد أعلى للشركة الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية. وأخيراً، ففي عام (2011) تراوح معدل نسبة المديونية السابقة ما بين (0.043) كحد أدنى لشركة السكب الكويتية، و(0.898) كحد أعلى للشركة الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية. وبشكل عام فقد جاءت في المرتبة الأولى من حيث إنخفاض نسبة المديونية شركة السكب الكويتية بمعدل مديونية بلغ (0.034) وانحراف معياري بلغ (0.007)، فيما حصلت الشركة الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية على المرتبة السابعة عشرة والأخيرة من حيث نسبة المديونية بمعدل مديونية بلغ (0.863) وانحراف معياري (0.031).

(4 – 3): اختبار فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية الأولى H_{01}

لا توجد علاقة عند مستوى دلالة إحصائية ($\alpha \leq 0.05$) بين مكونات المزيج التمويلي (نسبة المديونية إلى الأصول) ونسبة الربحية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

ولإختبار هذه الفرضية عمد الباحث إلى استخدام (t) لعينتين مستقلتين للتحقق من العلاقة بين مكونات المزيج التمويلي، ونسبة الربحية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. والجدول (4 – 4) يوضّح ذلك.

جدول (4 - 4)

العلاقة بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة الربحية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق

الكويت للأوراق المالية

Sig* مستوى الدلالة	درجات الحرية	T المحسوبة	مستوى الدلالة	معامل الإرتباط	الإنحرا ف المتوسط الحسابي ي	المتغيرات
0.000	16	- 5.517	0.011	0.600	0.421	نسبة المديونية إلى الأصول
					0.036	نسبة الربحية

وباستخدام اختبار (T) لعينتين مستقلتين، كانت النتائج الموضحة في الجدول التالي (4) –
 (4). وذلك وفقاً لقاعدة القرار التالية المتعارف عليها في تقييم نتائج هذا الاختبار، وهي: ترفض
 الفرضية الصفرية H_0 وتقبل الفرضية البديلة H_1 إذا كان مستوى الدلالة (Sig) يساوي أو أقل من
 مستوى معنوية الاختبار وهي (0.05).

تشير النتائج الموضحة أعلاه إلى أن قيمة (T) المحسوبة والبالغة (- 5.517) دالة عن مستوى
 (0.05) إلا أن العلاقة أخذت المنحى السلبي العكسي. مما يوجب رفض الفرضية الصفرية
 (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) أي أن عينة الدراسة جميعها كوحدة واحدة ترى أن هناك
 علاقة عكسية بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة الربحية في الشركات الصناعية المدرجة في
 سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرضية الثانية H_{O2}

لا توجد علاقة عند مستوى دلالة إحصائية ($\alpha \leq 0.05$) بين مكونات المزيج التمويلي ودرجة السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. ولإختبار هذه الفرضية عمد الباحث إلى استخدام إختبار (T) لعينيتين مستقلتين للتحقق من العلاقة بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. والجدول (4 - 5) يوضح ذلك.

جدول (4 - 5)

العلاقة بين مكونات المزيج التمويلي ودرجة السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق

الكويت للأوراق المالية

Sig* مستوى الدلالة	درجات الحرية	T المحسوبة	مستوى الدلالة	معامل الإرتباط	الإنحرا ف المعيار ي	المتوسط الحسابي	المتغيرات
0.001	16	4.124	0.000	0.998	0.421	0.331	نسبة المديونية إلى الأصول
					0.734	2.890	درجة السيولة

وباستخدام إختبار (T) لعينيتين مستقلتين، كانت النتائج الموضحة في الجدول التالي (4 - 5). وذلك وفقاً لقاعدة القرار التالية المتعارف عليها في تقييم نتائج هذا الإختبار، وهي: ترفض الفرضية الصفرية H_0 وتقبل الفرضية البديلة H_1 إذا كان مستوى الدلالة (Sig) يساوي أو أقل من مستوى معنوية الإختبار وهي (0.05).

وتشير النتائج الموضحة أعلاه إلى أن قيمة (T) المحسوبة والبالغة (4.124) دالة عن مستوى (0.05) إلا أن العلاقة أخذت المنحى الإيجابي. مما يوجب رفض الفرضية الصفرية (HO2) وقبول الفرضية البديلة (H12) أي أن عينة الدراسة جميعها كوحدة واحدة ترى أن هناك علاقة إيجابية بين مكونات المزيج التمويلي ودرجة السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرضية الثالثة HO3

حيث لا توجد علاقة عند مستوى دلالة إحصائية ($\alpha \leq 0.05$) بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة المديونية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. ولإختبار هذه الفرضية عمد الباحث إلى استخدام إختبار (T) لعينتين مستقلتين للتحقق من العلاقة بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة المديونية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. والجدول (4 – 6) يوضح ذلك.

جدول (4 – 6)

العلاقة بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة المديونية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق

الكويت للأوراق المالية

Sig* مستوى الدلالة	درجات الحرية	T المحسوبة	مستوى الدلالة	معامل الإرتباط	الإنحرا ف المعيار ي	المتوسط الحسابي	المتغيرات
0.008	16	- 3.004	0.001	- 0.725	0.421	0.331	نسبة المديونية إلى الأصول
					0.035	0.374	نسبة المديونية

باستخدام إختبار (T) لعينيتين مستقلتين، كانت النتائج موضحة في الجدول التالي (4 – 6). وذلك وفقاً لقاعدة القرار التالية المتعارف عليها في تقييم نتائج هذا الإختبار، وهي: ترفض الفرضية الصفرية H_0 وتقبل الفرضية البديلة H_a إذا كانت قيمة T المحسوبة أكبر أو تساوي قيمتها الجدولية. أو إذا كان مستوى الدلالة (Sig) يساوي أو أقل من مستوى معنوية الإختبار وهي (0.05).

وتشير النتائج الموضحة أعلاه إلى أن قيمة (T) المحسوبة والبالغة (3.004 -) دالة عن مستوى (0.05) إلا أن العلاقة أخذت المنحى السلبي العكسي. مما يوجب رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_a1) أي أن عينة الدراسة جميعها كوحدة واحدة ترى أن هناك علاقة عكسية بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة المديونية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

وبناءً على نتائج التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة، يمكن التنبؤ بمكونات المزيج التمويلي بدلالة المتغيرات المستقلة والمتمثلة بمعدل المديونية، ودرجة السيولة، ونسبة الربحية، وكما يلي:

$$\text{Financial Mixture Components} = A + \{(\beta_1 A_1) + (\beta_2 A_2) + (\beta_3 A_3)\}$$

$$\text{Financial Mixture Components} = 0.00539 + \{(0.323 A_1) + (0.333 A_2) + (0.342 A_3)\}$$

حيث أن:

A_1 : الربحية

A_2 : السيولة

A_3 : المديونية السابقة

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

(5 - 1) : النتائج

(5 - 2) : التوصيات

(5 – 1): النتائج

1. تراوحت معدلات المديونية للشركات التي أُجريت عليها الدراسة بشكل عام بين (0.034) — (0.863). وبمعدل عام مقداره (0.374). وقد جاءت في المرتبة الأولى من حيث إنخفاض نسبة المديونية: شركة السكب الكويتية، فيما حصلت الشركة الكويتية لصناعات الأنابيب والخدمات النفطية على المرتبة السابعة عشرة والأخيرة.
2. تراوحت معدلات السيولة بين (0.287 — 9.639) مرة. بمعدل سيولة عام مقداره (2.890). وقد جاءت في المرتبة الأولى من حيث إرتفاع السيولة شركة إسمنت بورتلاند كويت، فيما حصلت شركة الصناعات المتحدة على المرتبة السابعة عشرة والأخيرة.
3. تراوحت معدلات الربحية بين (0.184 — -0.051). بمعدل ربحية عام مقداره (0.055). فقد جاءت في المرتبة الأولى من حيث إرتفاع الربحية شركة الخليج لصناعة الزجاج، فيما حصلت شركة المعادن والصناعات التحويلية على المرتبة السابعة عشرة والأخيرة.
4. هناك علاقة عكسية بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة المديونية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.
5. هناك علاقة إيجابية بين مكونات المزيج التمويلي ودرجة السيولة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.
6. هناك علاقة عكسية بين مكونات المزيج التمويلي ونسبة الربحية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

(5 – 2): التوصيات

1. زيادة توسيع المجالات الإستثمارية التي تعمل فيها الشركات محل البحث من خلال المنتجات التي تقدمها.
2. على الشركات محل الدراسة تغيير سلوكياتها التمويلية المالية وذلك في الإتجاه ليس بالتمويل الممتمك فقط وإنما باعتماد التمويل المقترض للاستفادة من الحماية الضريبية التي يوفرها هذا النوع من التمويل.
3. البحث عن أسباب تدني العائد والعمل على تمكين الإدارات من إتخاذ قرارات للتوسع في الإستثمار أو تنويعه حسب الظروف الإقتصادية وبما يتناسب مع قدراتها المالية.
4. دراسة وتحليل أنماط التمويل في ضوء الكلفة والخطر واختيار نمط التمويل المناسب.
5. تشجيع الشركات الصناعية محل الدراسة نحو التوجه إلى الأرباح المُحتجزة لأغراض النمو، مما يحسّن الهيكل المالي، ويقلّل من الإعتدال على الإقتراض، وكما نعلم أن زيادة الإقتراض يتطلب زيادة نسبة السيولة؛ أي زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة، وهذا يعني زيادة الأموال غير المستثمرة.

المراجع

أولاً: المراجع العربية
ثانياً: المراجع الأجنبية

أولاً: المراجع العربية

1. الأغا، بسام محمد، (2005)، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار: دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة: فلسطين.
2. الأغبري، ثروة محمد، (2002)، "أثر الرافعة المالية على الأداء لشركات الصناعات الغذائية اليمنية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة صنعاء، اليمن.
3. جرادات، محمود؛ أبو الرب، نور الدين؛ أبو الرب، محمود، (2004)، "الهيكل التمويلي للمشاريع الصغيرة في الضفة الغربية: الحاجات المالية والصعوبات والمصادر المتاحة"، مجلة دراسات، العلوم الادارية، المجلد (31) العدد (2): 313 – 332.
4. الحسني، بشرى أحمد، (1994)، "أثر الرافعة المالية كلفة التمويل على قرارات الإستثمار"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة المستنصرية، بغداد: العراق.
5. الحناوي، محمد؛ مصطفى، نهال أحمد، (2006)، "مبادئ وأساسيات الإستثمار"، مكتبة جامعة الأقصى، غزة، فلسطين.
6. حنفي، عبد الغفار، (2000)، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديد، الإسكندرية، مصر.
7. دلول، محمود سعيد، (2010)، "دور الإفصاح عن التنبؤات المالية في ترشيد قرارات الإستثمار في سوق فلسطين للاوراق المالية: دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة: فلسطين.

8. ديرانية، رسلان، (1992)، "محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية الأردنية"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان: الأردن.
9. الزبيدي، حمزة، (2001)، "الإدارة المالية"، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان: الأردن.
10. السامرائي، عدنان هاشم، (2001)، "الإدارة المالية : منهج تحليلي شامل"، الطبعة الثالثة، الجامعة المفتوحة، طرابلس.
11. شلاش، سليمان ؛ البقوم، علي ؛ العون، 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، المجلد (14) العدد (1): 45 - 81.
12. الشماع، خليل محمد، (1999)، "الإدارة المالية"، جامعة بغداد، بغداد: العراق.
13. صيام، أحمد زكريا، (2003)، "مبادئ الاستثمار"، مكتبة جامعة غزة للبنات، غزة، فلسطين.
14. عبد الجواد، محمد عوض، والشديفات، علي ابراهيم، (2006)، "الإستثمار في البورصة"، مكتبة جامعة الاقصى، غزة، فلسطين.
15. عبد الله، عبد القادر، والصدیق، بابكر، (2002)، "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة الإدارة العامة، المجلد (42)، العدد (4)، كانون أول: 723 - 745.
16. عبيدات، سامر فخري، (2009)، "محددات كفاية رأس المال في البنوك التجارية الأردنية: دراسة تطبيقية"، ورقة عمل <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads>
17. عقل، مفلح، (1995)، "مقدمة في الإدارة المالية"، منشورات البنك العربي، عمان: الأردن.

18. كراجة، عبد الحليم، (2000)، "الإدارة المالية والتحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان: الأردن.
19. محمد، حاكمي محسن، (2007)، "السلوك المالي لمنظمات الأعمال وأثره في العائد والمخاطرة"، ورقة عمل، <http://eco.asu.edu.jo/ecofaculty/wp-content/uploads>
20. مطر، محمد، (2006)، "إدارة الإستثمارات"، مكتبة جامعة الأقصى، غزة، فلسطين.
21. مقابلة، إيهاب، (2006)، "الإئتمان للمشروعات الصغيرة والمتوسطة"، ورقة عمل مقدمة لدورة تدريبية لمنظمة العمل العربية، عمان، الأردن.
22. الميداني، محمد ايمن، (1999)، "الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض: المملكة العربية السعودية.
23. نصر، لؤي فتحي، (2008)، "دور هيئة تشجيع الإستثمار في تشجيع الإستثمار المحلي والأجنبي في فلسطين"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة: فلسطين.
24. الهندي، منير إبراهيم، (1997)، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث الإسكندرية: مصر.
25. الهندي، منير إبراهيم، (2003)، "الفكر الحديث في التمويل"، المكتب العربي الحديث الإسكندرية: مصر.

ثانياً: المراجع الأجنبية

1. Al-Farisi, Ade Salman & Hendrawan, Riko, (2012), “Effect of Capital Structure on Banks Performance: A Profit Efficiency Approach Islamic and Conventional Banks Case in Indonesia”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol.86: 6 – 19.
2. AL-Zubi, K. Al-Abadi, M & Afaneh, H, (2008), “Capital adequacy, risk profiles and bank behaviour: Empirical evidence from Jordan”, *Jordan Journal of Business Administration*, Volume 4, No. 1: 89 – 105.
3. Gill, Amarjit; Biger, Nahum & Mathur, Neil, (2011), “The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States”, *International Journal of Management*, Vol. 28, No. 4: 3 – 15.
4. Harrise, M., & Raviv, A, (1990), “Capital structure & the information role of debt”, *Journal of Finance*, Vol. 43:321-349.
5. Heng, Teh Boon; Azrbaijani, Shabnam & San, Ong Tze, (2012), “Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading alaysian Companies”, *Asian Social Science*, Vol. 8, No. 3: 123 – 136.
6. Jose M. B, Amiyatosh. P & Uday. R, (2008), “Corporate Hedging, Investment and Value”, **Working Paper**, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/1-43>
7. Kouki, Mondher & Ben Said, Hatem, (2012), “Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data”, *International Journal of Business and Management*, Vol. 7, No. 1: 214 – 229.

8. Loof, Hans, (2003), “Dynamic optimal capital structure and technical change”, **Working paper**, The Royal Institute of technology, Centre of Excellence for Science and Innovation Studies.
9. Lutsoja, Kaja & Lutsoja, Margus, (2008), “The Main Changes in Financial Behaviour Of Estonian Firms In Transition Economy”, *International Business & Economics Research Journal*, Vol.7, No.1: 1 -10.
10. Myers, S. C., & N. Majluf, (1984), “Corporate financing & Investment decisions when firms have information that Investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13: 187-221.
11. Najjar, Naser & Petrov, Krassimir, (2011), “Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain”, *International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 11: 138-145.
12. Oskan, A, (2001), “Determinants of capital structure & Adjustment to long run target: evidence from UK company panel data”, *Journal of business financial & accounting*, Vol 28, No. 1&2, Jan/March: 175-198.
13. Pike, Ricarel & Neale, Bill, (2006), “*Corporate finance and investment decisions & strategies*”, 5th ed, Prentice Hall, N.Y.
14. Titman, Sheridan & Wessels, Roberto, (1988), “The determinants of capital structure choice”, *Journal of Finance*, Vol.43, No.1, March: 1-19.