

تعتبر مهمة توفير الأموال اللازمة للمنشأة من المهام الصعبة، خاصة في ظل ندرة هذه الأموال، وتفاوت درجة تكلفتها وكذلك تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل، وتزداد هذه المهمة صعوبة أمام إدارة المنشآت في الدول الأقل تقدماً. إن زيادة الاعتماد على الأموال المقرضة ودون أن يكون هناك كفاءة في استخدامها يعرض ملاك الشركة للمخاطر مما يدفعهم إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه. الأمر الذي يزيد من تكلفة الاقتراض وتزداد معها مخاطر التمويل ومع إغفال تخفيض تكاليف التشغيل الثابتة وخصوصاً في حالة الركود الاقتصادي ويزداد الأمر تعقيداً عندما تضعف قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية تكفي لتحريك دورتها التشغيلية إضافة إلى العجز عن مواجاة التزاماتها الثابتة في مواعيد استحقاقها ومن ثم تتعثر عن مواصلة نشاطها وما يزيد من خطورة الأمر اضطرار دائني الشركة إلى عرض موجوداتها للبيع لسداد تلك الالتزامات وبالتالي تصفية وإنهاء وجود الشركة.

إن موضوع الربط بين الرفع المالي من جهة والعوائد المالية والقيمة السوقية لمنشات الأعمال من جهة أخرى مازال موضوعاً جديلاً ومعقداً لدى المهتمين بالفكر المالي، فهناك أكثر من نظرية حاولت تجسيد العلاقة بين الرفع المالي وأثره على أهداف الإدارة المالية والمتمثلة في زيادة ثروة الملاك، وتحقيق عوائد محاسبية، وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الرفع المالي.العوائد المالية والقيمة السوقية. ويرتبط توجه الشركات تجاه الرفع المالي بعدة عوامل منها وجود بدائل استثمارية، وبدائل تمويلية متعددة أمام تلك الشركات وكذلك وجود سوق مالي نشط هذا بالإضافة إلى توافر رزمة من القوانين والأنظمة الاقتصادية ذات العلاقة .

مشكلة الدراسة:

تنحصر مشكلة الدراسة في الآتي :

1/ هناك تبايناً في مستوى استخدام الرافعة المالية إلى جانب الاتجاه المتزايد في استخدامها لدى معظم الشركات عينة الدراسة .

2/ غياب الإستراتيجية أو الرؤية الواضحة لدى الشركات السودانية فيما يتعلق بهيكل التمويل الأمثل ، ودرجة الرافعة المالية المثلى .

3/ فشل المنشآت في تحديد هيكلها الملائم للأهداف وسياساتها وإمكانياتها والذي ينعكس على سيولتها وربحياتها.

4/ كيفية المفاضلة بين الاعتماد على الديون التي تسهم في زيادة ربحية المنشأة وتزيد مخاطرها، وأموال المساهمين التي تقلل من ربحية المنشأة وتخفف مخاطرها .

5/ عجز بعض المنشآت عن تغطية الأعباء الثابتة المترتبة على استخدام بعض مصادر التمويل، إلى المدى الذي يؤدي إلى مخاطر العسر المالي وإعلان التصفية .

6/ الاختلاف بين الباحثين في مجال اثر تشكيلة مصادر الهيكل المالي في قيمة المنشأة.

فرضيات الدراسة :

تقوم الدراسة على اختبار الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى :

مؤشرات الرافعة المالية تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

الفرضية الثانية :

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الرفعة المالية والأرباح التي تحققها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية .

الفرضية الثالثة :

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الرفعة المالية والربح المتوقع للسهم في الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية .

الفرضية الرابعة :

الهيكل المالي يؤثر في قيمة الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

أهداف الدراسة :

هدفت الدراسة إلى تحقيق ما يلي :

1. دراسة وتحليل المفاهيم الأساسية للرافعة المالية ونظرياتها المختلفة .
2. معرفة العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية بالشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية .
3. دراسة اثر درجة الرفعة المالية على الهيكل المالي وعلى تكلفة رأس المال واثار ذلك على القيمة السوقية للشركات .
4. تسليط الضوء على بعض إسهامات المفكرين الماليين في مجال الهيكل المالي من خلال التوجهات الحديثة في مجال الإدارة المالية، التي اشتملت على مجموعة من النظريات والنماذج والمداخل الحديثة في الهيكل المالي.
5. التعرف على نسبة الرافعة المالية لمصادر التمويل المقترضة في شركات المساهمة العامة العاملة في السودان.
6. التوصل إلى نتائج عملية وعلمية من شأنها أن تساعد متخذ القرار المالي في السودان للمفاضلة بين قرارات التمويل، وبالتالي اختيار هيكل التمويل الأمثل.
7. دراسة واستجلاء وتفسير وتوضيح الكثير من المفاهيم المعرفية التي تدخل في إطار الدراسة.

أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة في الآتي :

1/ الأهمية العلمية :

تتمثل في التالي :

1. الكشف عن النواحي الايجابية والسلبية للتركيبية التمويلية التي تحتاجها الشركات عند زيادة نسب الرافعة المالية، وحتى تتمكن المنتجات من المنافسة السوقية في ظل مناخ العولمة.

2. التركيز على ضرورة وجود الإدارة المالية الواعية والمتفهمة حتى يمكن الحصول على توعية التمويل المطلوب والمقدرة على الوفاء بالتزاماته، وحتى تسلك السلوك الصحيح تجاه اتخاذ قراراتها.

3. ندرة البحوث والدراسات التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية .

2/ الأهمية العملية :

تتمثل في التالي :

1. تساعد على توضيح العوامل الداخلية والخاصة التي تحدد كيفية توفير استخدام القروض الداخلية والخارجية وتعمل على تفعيل الدور التمويلي داخل المؤسسات موضوع البحث، وبالتالي توفر كافة أنواع التمويل المطلوبة.

2. تعتبر الرافعة المالية من أهم مصادر التمويل في ظل التنافس الشديد بين الأسواق المالية العالمية.

3. تقدم الدراسة في مجال الرفع المالية للمؤسسات نتائج وتوصيات تساعد في اتخاذ القرار المتعلق بالهيكل المالي.

مجتمع الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية وعددها (64) شركة .

عينة الدراسة:

تم اخذ عينة عشوائية نسبتها (16%) من إجمالي الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية ، وبلغت عددها (11) شركة ، ومجتمع البحث (200) عينة.

نموذج الدراسة :

الشكل رقم (1/1/1): يوضح العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة في الدراسة

أبعاد القيمة السوقية - متغيرات تابعة

الرافعة المالية - المتغير المستقل

م

م

الرافعة المالية

المخاطر المالية

الأرباح المتوقعة

الربح المتوقع للسهم

الهيكل المالي

المصدر: إعداد الباحث

منهجية الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على المنهج التاريخي لتتبع وعرض الدراسات والبحوث السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة، والمنهج الاستنباطي لتحديد محاور الدراسة وصياغة مشكلة الدراسة وفرضياتها، والمنهج الاستقرائي المعتمد على المصادر الميدانية لاختبار الفرضيات، والمنهج الوصفي التحليلي والاستعانة بالأساليب الإحصائية لتحليل نتائج الدراسة الميدانية بالإضافة إلى الاطلاع على المراجع والمصادر العلمية ذات العلاقة المباشرة بموضوع الدراسة.

حدود الدراسة :

تنحصر حدود الدراسة بالآتي :

الحدود المكانية : تم تطبيق الدراسة على عدد من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية .

الحدود الزمانية : غطت الدراسة الفترة الطويلة من عام 2004م- 2013م .

أدوات ووسائل جمع البيانات :

تعتمد الدراسة على نوعين من الأدوات

مصادر أولية : الاستبانة والوثائق والمقابلات الشخصية .

البيانات الثانوية : الكتب والدوريات الأجنبية والعربية والتقارير والرسائل الجامعية ، بالإضافة إلى التقارير الإدارية والمالية للشركات عينة الدراسة .

هيكل الدراسة :

تتكون الدراسة من مقدمة وأربعة فصول وخاتمة، حيث تتضمن المقدمة الإطار المنهجي والدراسات السابقة، الفصل الأول بعنوان الهيكل المالي ويعرض من خلال، المبحث الأول مفهوم الهيكل المالي، المبحث الثاني مصادر الهيكل المالي، المبحث الثالث تكلفة الهيكل المالي. الفصل الثاني يسمى الرافعة المالية والقيمة السوقية ويعرض من خلال، المبحث الأول مفهوم الرافعة المالية، المبحث الثاني القيمة السوقية، المبحث الثالث الرافعة المالية والمخاطرة. أما الفصل الثالث يسمى الأسس النظرية لهياكل التمويل ويعرض من خلال، المبحث الأول النظريات التي تؤيد تأثير الهيكل المالي في قيمة المنشأة، المبحث الثاني النظريات التي تعارض تأثير الهيكل المالي على قيمة المنشأة، المبحث الثالث النظرية الحديثة في تفسير الهياكل المالية. أما الفصل الرابع الدراسة الميدانية ويعرض من خلال المبحث الأول تحليل بيانات عينة الدراسة كمياً، المبحث الثاني تحليل البيانات واختبار الفرضيات .

أما الخاتمة فتتضمن النتائج والتوصيات، حيث يتم تحليل ومناقشة النتائج وعرضها والتوصيات والرؤى المستقبلية ، والمراجع والدوريات والملاحق.

ثانياً : الدراسات السابقة

اعتمدت الدراسة على الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع البحث وهي كالتالي :

1 . Titman & R. Wessel's, 1988, (The Determinants of Capital Structure Choice)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في معرفة محددات اختيار الهيكل التمويلي المناسب وتحليل المبررات الأساسية لبعض نظريات الهيكل التمويلي المثالي. هدفت الدراسة إلى التطبيق العلمي لنظريات هيكل التمويل على أوسع نطاق ممكن. اعتمدت الدراسة على المنهج الإحصائي التحليلي. توصلت الدراسة إلى نتائج منها، وجود علاقة طردية بين حجم المنشأة ونسبة الدين (الاقتراض)، ويبررون ذلك بأنه نشاط المنشآت الكبيرة الحجم

S.Titman & R . Wessel's , **The Determinant of Capital Structure Choice** , (1) (Journal of Finance .Vol. 43 .No.3 .April ,1988),P.P. 115-125 .

يتسم بقدر من التنوع مما يجعلها تتعرض لدرجة مخاطر اقل وبالتالي يكون للمنشأة الدافع لزيادة نسبة الاقتراض، بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل من حيث الأفضلية، إن استقرار مبيعات المنشأة يولد حافزا مع زيادة نسبة الاقتراض، عدم وجود علاقة بين معدل نمو المنشأة ونسبة الدين ومعرفة الطريقة المثلى لتمويل التنوع في المنشآت، إن التنوع مكلف ويحتاج إلى موارد مالية داخلية أو خارجية ويحول المهارات خلال الأعمال لزيادة قيمة المنشأة ويضيف هذا التنوع غير المرتبط بمنتجات لا تعتمد على موارد المنشأة الموجودة بل يتطلب إضافة موارد جديدة، إن الزيادة في التمويل غير المرتبط له علاقة ايجابية بالتمويل بالديون حيث تستفيد المنشأة من اقتصاديات الحجم الكبير ومن السوق المالي لرأس المال.

يتضح للباحث إن الدراسة ربطت بين الإدارة الإستراتيجية والإدارة المالية للمنشآت وحددت المصادر المالية الملائمة لكل نوع من أنواع إستراتيجية التنوع ، وجهت المنشآت التي ترغب في إضافة منتجات جديدة ليس لها علاقة بمنتجات المنشأة الحالية في الاعتماد على الديون، وتختلف دراستي عن هذه الدراسة بأنها تركز على الرفعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

2. دراسة: محمد علي إبراهيم العامري، 1990م، (اثر الهيكل المالي في المخاطرة و العائد بإطار نظرية المحفظة)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في تفسير سلوك الهيكل المالي للمنشآت العراقية واثار ذلك في تعظيم ثروة المالكين، والتي تناولت اثر النظرية التقليدية ونظرية مودقلياني وميلر في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة، وقد توصلت الدراسة إلى أن للهيكل المالي أثرا في ارتفاع وانخفاض كلفة التمويل والناجمة عن استخدام المديونية في الهيكل المالي لحين الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل، ومن ابرز توصيات هذه الدراسة التأكيد على وجود اثر للهيكل المالي في نمو موجودات المنشأة (انعكاس اثر قرارات التمويل في نمو المنشأة) إذ تقوم الإدارة المالية عند إعداد سياسة التمويل بالتدفقات النقدية من داخل

(1) محمد علي إبراهيم العامري ، اثر الهيكل المالي في المخاطرة و العائد بإطار نظرية المحفظة ، دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية العراقية، (بغداد: جامعة بغداد، كلية علوم الإدارة ، رسالة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال، 1990م).

وخارج المنشأة بهدف تحقيق المزيج المتوازن الذي يعظم ربحيتها ويضمن نموها واستمرارها.

يتضح للباحث إن هذه الدراسة تناولت اثر النظرية التقليدية ونظرية مودقلياني وميلر في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة، وتوصلت الدراسة إلى أن للهيكل المالي أثرا في ارتفاع وانخفاض كلفة التمويل والنتيجة عن استخدام المديونية في الهيكل المالي لحين الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل، وتختلف دراستي عن هذه الدراسة في تناولها لأثر الهيكل المالي علي الرافعة المالية.

3. دراسة: فراج مخيمر محمد عبد العال، 1991م، (استخدام الأسلوب الكمي لوضع الهيكل المالي الأنسب)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في سوء تخطيط الهياكل المالية مما أدى إلى حدوث خلل وعدم توازن في البنين المالي، وكذلك انخفاض معدل العائد على صافي حقوق الملكية من عائد الاستثمارات في مجالات التوظيف المضمونة، مما أدى إلي زيادة الفاقد نتيجة عدم التشغيل الاقتصادي لمنشآت الهيئة. هدفت الدراسة إلى اقتراح نموذج كمي شفاف مع طبيعة مشكلة تخطيط وتصميم الهياكل المالية، وتصميم هيكل يتناسب مع طبيعة الاستثمارات في الهيئة ويعظم العائد المتاح لأصحاب الملكية ويخفض تكلفة الأموال ومخاطر الاستثمارات في نفس الوقت. وتوصلت الدراسة إلى أن القطاع العام للصناعات الكيماوية يواجه مشكلة خلل في هيكلها المالي نتيجة عدم التخطيط سواء لمصادر أو استثمار الأموال، وعدم تحقيق الملائمة بين استثمار الأموال ومصادرها وعدم إتباع مبدأ التغطية في التمويل، واقترحت الدراسة نماذج رياضية لحل مشكلة تخطيط الهياكل المالية، وذكرت أن أهمها نموذج برمجة الأهداف. وأوصت الدراسة بضرورة استخدام الأساليب الكمية في علاج المشكلات الإدارية ومواجهة مشكلة الخلل في الهياكل المالية في منشآت القطاع العام بتوسيع قاعدة الملكية واستخدام نموذج برمجة الأهداف في عملية التخطيط بصفة عامة، وتخطيط وتصميم الهياكل للمؤسسات بصفة خاصة.

1 ((فراج مخيمر محمد عبد العال ، استخدام الأسلوب الكمي لوضع الهيكل المالي الأنسب بالتطبيق على هيئة القطاع العام للصناعات الكيماوية ، (القاهرة: جامعة القاهرة ، كلية التجارة ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشورة ، 1991م).

يتضح للباحث إن هذه الدراسة ساهمت في وضع نموذج كمي لتخطيط الهياكل المالية ومواجهة الخلل فيه وهو نموذج برمجة الأهداف، كما اهتمت بضرورة التخطيط المالي لمصادر واستخدامات الأموال وهي بذلك وضعت إطار عام لاستخدام الأساليب الكمية في المال الحالي، وتختلف دراستي عنها في توضيحها لمفهوم قيمة المنشأة وأهمية دراسة الرافعة المالية.

4. دراسة: عدنان تايه نياي النعميمي، 1992م، (النمو والهيكل المالي) ⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في التعرف على العلاقة بين النمو والهيكل المالي ضمن الإطار الاستراتيجي وذلك باستعراض الدراسات التي سبقتها، والتأكيد على الربط بين قرار الاستثمار وقرار التمويل إذا كان في نية الإدارة تعظيم قيمة المنشأة. هدفت الدراسة إلى تشخيص الاستراتيجيات المعتمدة في تمويل النمو وانعكاس ذلك على نسبة السنوية وفيما إذا كانت هناك استراتيجيات تمويل أفضل من غيرها في تصعيد وتيرة النمو.

يتضح للباحث إن الدراسة توصلت إلى استنتاج نظري هو أن الهيكل المالي هو عبارة عن مجموعة من الاستراتيجيات التي تعتمد على نسب المزج بين كل من التمويل الممتلك والتمويل المقترض، التي لكل منهما تأثير محدد في نمو المنشأة، وأنه لم يكن النمو دالة للتفاعل بين العوامل باستثناء شركة واحدة ضمن عينة الدراسة. وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في تناولها للهيكل المالي ودراسة الرفع المالي.

5. دراسة: رسلان ديدانية، 1992م، (محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية

المساهمة العامة في الأردن) ⁽²⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في معرفة أهم محددات ومكونات الهيكل المالي. هدفت الدراسة إلى معرفة مدي العلاقة بين بعض المؤشرات المحاسبية وبين شكل الهيكل للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، وهذه المؤشرات تشمل النسب المالية التي تعبر عن

1() عدنان تايه نياي النعميمي ، النمو والهيكل المالي ، دراسة في استراتيجيات تمويل النمو لعينة من الشركات الصناعية المساهمة المختلطة العراقية ، (بغداد : جامعة بغداد ، كلية علوم الإدارة ، رسالة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال غير منشورة ، 1992م).

2()) رسلان ديدانية ، محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن ، (عمان : الجامعة الأردنية ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشورة ، 1992م).

صفات وخصائص الشركات التي تمت دراستها وهي نسبة الأصول القابلة للرهن إلى مجموع الأصول، والإعفاءات والوفورات الضريبية غير الخاضعة للدين، ومدى تميز الشركة وحجمها، والتذبذب والربحية والنمو المتوقع. لقد استخدم الباحث الأساليب الإحصائية لتحليل البيانات والتي تمثلت باستخدام اختبار دوربن - واتسون لفحص الارتباط، واختبار كولجورف - سميرنوف لمعرفة فيما إذا كانت البيانات التي تم الحصول عليها من عينة الدراسة موزعة توزيعاً طبيعياً، وكذلك استخدم الباحث التحليلات الوصفية وتحليل الانحدار المتعدد. توصل الباحث إلى نتائج أهمها، هناك علاقة إحصائية بين نسبة الأصول القابلة للرهن والتذبذب بالدخل وربحية الشركات وحجم الشركات وتميز الشركات، هناك علاقة غير معنوية إحصائياً بين الإعفاءات والوفورات الضريبية وبين الهيكل المالي .

يتضح للباحث إن الدراسة هدفت إلى معرفة مدي العلاقة بين بعض المؤشرات المحاسبية وبين شكل الهيكل للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، وهذه المؤشرات تشمل النسب المالية التي تعبر عن صفات وخصائص الشركات التي تمت دراستها وهي نسبة الأصول القابلة للرهن إلى مجموع الأصول، تتميز دراستي بأنها تركز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

6. **Kenneth A .Froot ,& Other, 1993,(Risk Management :Coordinating**

(⁽¹⁾ Corporate Investment Financing Policies

تمثلت مشكلة الدراسة في أسباب ارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجي عن مصادر التمويل الداخلي، وكيفية التنسيق بين إدارة المخاطر على سياسات التمويل والاستثمار. هدفت الدراسة إلى تطوير إطار عام يستخدم في تحليل إدارة مخاطر الاستثمار والتمويل، ووضع إستراتيجية إدارة مخاطر الاستثمار وسياسات التمويل. اعتمدت الدراسة على المنهج الإحصائي. توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها، تلجأ الشركات إلى التحوط عندما تكون مصادر التمويل الخارجي أكثر تكلفة من مصادر التمويل الداخلي تحسباً من الوقوع في خسائر أو أخطاء تقلل رغبة الشركات في التحوط واتخاذ تدابير

(1) Kenneth A.Froot & Other ,**Risk Management Coordinating Corporate Investment Financing Policies** (The Journal of Finance ,Vol.48 ,No. 5,May,1993),P.P.55-75

الحماية كلما كان التدفق النقدي مرتبط مع قيم الأصول غير النقدية، ومقدرة الشركات على زيادة التمويل الخارجي، تعتمد استراتيجيات الشركات المتعددة الجنسيات في إتباع تدابير الحماية على عدة أمور بما فيها التعرض لسعر الصرف وتكاليف الاستثمار والعائدات، تسعير الشركات متعددة الجنسيات إلى إيجاد فرص استثمارات ثابتة في الأقطار التي تعمل بها .

يتضح للباحث إن الدراسة تناولت مخاطر الاستثمار وسياسات التمويل، وركزت على الدور الذي يلعبه التمويل في إنعاش وجذب الاستثمارات. وأوضحت الدراسة مصادر التمويل المختلفة وكيفية المفاضلة بينهما، وساهمت في التعرف على مخاطر الاستثمار وكيفية إدارتها، وتختلف دراستي عن هذه الدراسة بأنها تركز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

Gay B. Hatfield, & Other, 1994,(**The Determination of Optimal Capital Structure, The Effect of Firm & Industry Debt Ratios on**

⁽¹⁾ **(Market Value**

تمثلت مشكلة الدراسة في المخاطر المالية الناجمة من زيادة نسب اقتراض المنشأة ونسب اقتراض الصناعة على القيمة السوقية عند تحديد الهيكل المالي الأمثل، وافترضت الدراسة إن المنشأة تبحث عن مستوي الاقتراض الأمثل، وإنها سوف تزيد أو تخفض من قيمة المنشأة بواسطة التغير في مستوي الديون، وبذلك فأنها تتجه نحو نسبة متوسط الصناعة أو بعيداً عنه، كما افترضت أن المنشأة التي معدل نموها مرتفع سوف تكون لها رافعة مالية مرتفعة لأنها سوف تحقق عوائد كافية تواجه بها مصروفات الفوائد الإضافية، وان من الخطورة على المنشأة التي معدل نموها منخفض أن تزيد رافعتها المالية لان عوائدها لا تزيد بصورة تغطي التزاماتها الثابتة. واستخدمت الدراسة المنهج الإحصائي الذي تم تطبيقه على 183 منشأة وصنفت هذه المنشآت حسب نسبة الرافعة المالية إلى منشآت رافعتها المالية أعلى من متوسط الصناعة وأخرى رافعتها المالية أقل

Gay B. Hatfield , & Other, **The Determination of Optimal Capital Structure ,The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value** ,(Journal of Financial & Strategic Decision, Vol. 17, No 3 , Jan. 1994),P.P.62-83

من متوسط الصناعة. كانت نتائج الدراسة غير معنوية، حيث لم تظهر علاقة بين مستوى ديون المنشأة ومستوى ديون الصناعة، وان مستوى ديون المنشأة لا يؤثر في القيمة السوقية لعوائد المساهمين، وبالتالي لم تثبت صحة فرضيات الدراسة. توصلت الدراسة إلى نتائج شبيهة بنتائج مودقلياني وميلر في عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المنشأة، كما نفت وجود اثر لنسبة ديون الصناعة بصورة عامة وحجم ديون المنشأة ومعدل نموها.

يتضح للباحث إن الدراسة درست وجود علاقة بين الرافعة المالية وقيمة المنشأة واثبات ذلك في المنشآت السودانية المدرجة في السوق المالي، وهي تتطابق مع افتراضات مدخل مودقلياني وميلر. تتميزت دراستي بأنها تركز على الرافعة المالية والرافعة التشغيلية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

8. دراسة: بشرى أحمد الحسني، 1994م، (اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات

الاستثمار)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في التعرف على الآثار المالية المترتبة على استخدام الرافعة المالية في الهيكل المالي. هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الاستثمار، وأجريت على خمس شركات تابعة للقطاع الصناعي المختلط بالعراق، وكان من أهم نتائجها، أن تكلفة التمويل تمثل محداً هاماً في مستوى معدل العائد على الاستثمار للشركات المذكورة، أي أن الدراسة خلصت إلى أنه توجد علاقة بين تكلفة التمويل ومعدل العائد على الاستثمار.

يتضح للباحث إن الدراسة هدفت إلى قياس أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الاستثمار، وتختلف دراستي عن هذه الدراسة في تناولها للهيكل المالي ودراسة الرفع المالي وأثره على قيمة المنشآت المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

9. Darrat F. Ali & Others, 1995, (Inter-Industry Differences & the

(Impact of Operating & Financial Leverages on Equity Risk)⁽²⁾

1 () بشرى أحمد الحسني ، أثر الرافعة المالية كلفة التمويل على قرارات الاستثمار، (بغداد:الجامعة المستنصرية ، كلية الاقتصاد والإدارة ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال غير منشورة ، 1994م).

تمثلت مشكلة الدراسة الاختلافات في نوع الصناعة وحجم الصناعة و تأثير كلا من الرافعة التشغيلية والرافعة المالية على المخاطرة ركزت هذه الدراسة على تحليل العلاقة بين درجة الرافعة التشغيلية ودرجة الرافعة المالية وقد أشارت إلى النموذج التقليدي الذي يدمج بين هاتين الرافعتين بحيث تم الخروج بمضمونين رئيسيين يمكن تطبيقهما على كافة الشركات. الأول، التغير في درجة الرافعة التشغيلية أو درجة الرافعة المالية يؤثر بشكل مباشر على درجة المخاطرة. الثاني، قد توجد علاقة عكسية بين درجة الرافعة التشغيلية ودرجة الرافعة المالية، وقد تم التوصل إلى أن العلاقة بين درجة الرافعة التشغيلية ودرجة الرافعة المالية ودرجة المخاطر تعتمد على قرار الشركة بخصوص الطاقة أو القدرة التشغيلية، وبالتالي قد تختلف بين المنافسين.

يتضح للباحث إن الدراسة تناولت التغير الذي يحدث في درجة الرافعة التشغيلية أو درجة الرافعة المالية والذي يؤثر بشكل مباشر على درجة المخاطرة ، تتميزت دراستي بأنها تركز على الرافعة المالية والرافعة التشغيلية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

10. دراسة: حاكم محسن محمد، 1995م، (تغير الهيكل المالي و أثره في قيمة

المنشأة) (1)

تمثلت مشكلة الدراسة في معرفة التغيرات المستمرة في تشكيلة الهيكل المالي ومعرفة اثر ذلك على قيمة المنشأة، حيث أشارت هذه الدراسة إلى مضمون نظرية التبادل في تحديد هيكل رأس مال المنشأة. وقامت الدراسة على الافتراضات نفسها للمدخل التقليدي والتي تسلم بوجود هيكل مالي امثل يحقق أدنى معدل موزون لكلفة التمويل وأعلى مستوى للعائد، وان قيمة المنشأة تتأثر بعنصرين أساسيين الأول هو المنافع التي تحصل عليها المنشأة من الاقتراض والمتمثلة بالوفورات الضريبية بسبب ارتفاع نسبة

Darrat F. Ali & Other, **Inter- Industry Differences and the Impact of ()2 operating and financial leverage on Equity Risk** ,(Review of Financial Economics,Vol.4, No.2 ,Mar.1995),P.P.200-215

1() حاكم محسن محمد ، تغير الهيكل المالي و أثره في قيمة المنشأة ، دراسة تحليلية في شركات صناعية عراقية، (بغداد : الجامعة المستنصرية ، كلية الاقتصاد والإدارة ، رسالة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال 1995م).

المديونية بالمستوى المقبول، والعنصر الثاني هو كلف الإفلاس إذ ترتبط هذه الكلفة بارتفاع نسب الاقتراض، وتكون اقل من الوفورات الضريبية لغاية النقطة التي تمثل الهيكل المالي الأمثل ، إذ أن تجاوز هذه النقطة يؤدي إلى ارتفاع كلف التمويل وازدياد مخاطر الإفلاس .

يتضح للباحث إن الدراسة قد توصلت إلى استنتاج رئيس يدعم الفرضية القائلة (تتباين قيمة المنشأة بتباين تركيبة الهيكل المالي وتزداد قيمتها بازدياد نسبة الرافعة المالية إلى الهيكل المالي). كما تتناسب العلاقة بين الهيكل المالي وكلفة التمويل تناسباً عكسياً والتي انعكست بشكل واضح في نموذج (CAPM) تسعير الموجودات الرأسمالية. وتختلف دراستي عن هذه الدراسة في تناولها للهيكل المالي ودراسة الرفع المالي وأثره علي القيمة السوقية للمنشآت.

11. دراسة: مصطفى منير الهاشمي، 1998م، (اثر التضخم في التمويل والاستثمار

وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في معرفة اثر التضخم في التمويل والاستثمار والهيكل المالية وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة، فقد بينت الدراسة أن القرارات المالية لمنشآت الأعمال والمتمثلة بقرار التمويل وقرار الاستثمار وقرار المقسوم تتأثر بالتضخم من خلال تأثيره في القوة الشرائية للنقود، إذ أن هناك علاقة عكسية بين التضخم والقوة الشرائية للنقود، فعندما ترتفع معدلات التضخم تنخفض القوة الشرائية للنقود الأمر الذي يستدعي تلك المنشآت إلى بذل الجهود كي تلتفت إلى مخاطرة انخفاض القوة الشرائية للنقود عند اتخاذ القرارات المالية والتي على أساسها تتحدد قيمة المنشأة .

يتضح للباحث إن الدراسة ركزت علي دراسة اثر التضخم في التمويل والاستثمار وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة حيث أن التضخم يؤثر على قيمة المنشأة من خلال تأثيره في القوة الشرائية للنقود، وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في تناولها للهيكل المالي ودراسة الرفع المالي والرفع التشغيلي.

(1) مصطفى منير الهاشمي ، اثر التضخم في التمويل والاستثمار وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة ، (بغداد : جامعة بغداد ، كلية علوم الإدارة ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال غير منشورة، 1998 م).

(1) (on Firm Performance : Additional Evidence

تمثلت مشكلة الدراسة في السيطرة على ملكية المنشآت وأثرها على أداء المنشآت، وقد هدفت الدراسة إلى التعرف على اثر هيكل الملكية على أداء الشركة وذلك من خلال التعرف على العوامل المحددة لهيكل الملكية وأثرها على أداء الشركة. قد شملت هذه الدراسة 310 شركة في الولايات المتحدة الأمريكية التي توافرت عنها المعلومات للفترة من 1988م إلى 1992م ، وتشير هذه الدراسة إلى أن العوامل المحددة لهيكل الملكية هي : اتجاهات رجال الإدارة، واتجاهات المالكين المؤسسين، وحجم الشركة، معامل بيتا (المخاطر النظامية)، نسبة العائد على السهم أي السعر السوقي للسهم كمتغيرات مستقلة، أما المتغير التابع فهو الأداء واستخدام عوائد السهم كمقياس للأداء. كما تشير الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين المالكين المؤسسين وأداء الشركة (عوائد السهم)، وذلك لأن المؤسسين أكثر نشاطاً في السيطرة على الإدارة لأن من مصلحتهم المحافظة على مستوي أداء مرتفع للشركة. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية غير مهمة بين معامل بيتا السوق (المخاطر النظامية) وأداء الشركة، لأن الزيادة في المخاطر النظامية غير قابلة للسيطرة عليها ويؤدي ذلك إلى إضعاف أداء الشركة. كما توصلت إلى وجود علاقة عكسية غير مهمة بين حجم الشركة وأدائها لأن الشركة ذات الحجم الكبير يؤدي حجمها إلى عدم استقرار أصولها وبالتالي ينعكس على أدائها. يتضح للباحث إن الدراسة تناولت العلاقة الطردية بين المالكين المؤسسين وأداء الشركة المالي والتدفق النقدي، وتختلف عن دراسة الباحث التي تركز على الديون وأثرها المالي والإداري على القيمة السوقية للمنشأة.

13. دراسة: ثروت محمد الأغبري، 2000م، (أثر الرافعة المالية على الأداء لشركات

(2) (الصناعات الغذائية اليمنية)

Han Kic .David Y.Suk ,The Effect of Ownership Structure on Firm (1
Performance : Additional Evidence (Review of Financial Economics Vol.45 ,No.
.2, March 1998), P.P.34-54

(2) ثروت محمد الأغبري ، أثر الرافعة المالية على الأداء لشركات الصناعات الغذائية اليمنية ، صنعا: جامعة
صنعا، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، 2002م).

تمثلت مشكلة الدراسة في المخاطر المالية الخاصة بالرافعة المالية وإمكانية تأثير هذه المخاطر على الهياكل المالية. حيث هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية، وأجريت هذه الدراسة على عشر شركات عاملة بالقطاع الصناعي الغذائي باليمن، وقد أثبتت الدراسة وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، وبالتالي على قيمة المنشأة على مستوى جميع الشركات قيد الدراسة.

يتضح للباحث إن الدراسة ركزت على دراسة الرافعة المالية وأثرها على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية، وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في تناولها للهيكل المالي ودراسة الرفع المالي وأثره على قيمة المنشآت المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

14. دراسة: نجلاء فتح الرحمن أحمد، 2000م، (استخدام الرفع المالي وأثره في القيمة

الاستثمارية للشركات والمؤسسات العامة السودانية)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في تحديد الكيفية التي يتكون بها الهيكل المالي والأسس التي يخضع لها والاعتبارات المؤثرة فيه، وبنيت الدراسة على الفرضيات التي جاء بها مودقلياني وميلر اللذان توصلا إلى عدم وجود علاقة بين درجة الرفع المالي وقيمة المنشأة الاستثمارية عند تجاهل الأثر الضريبي. وتضمن الجانب التطبيقي للدراسة على تحليل مكونات الهيكل المالي، وتحليل أثر الربحية في القيمة الاستثمارية وتكلفة الأموال للمنشأتين عينة الدراسة وهي شركة اسمنت عطبرة ومطاحن الغلال بعطبرة. تلخصت نتائج الدراسة في فقدان السياسة التمويلية الواضحة أدى إلى عدم استقرار الموقف المالي للمنشآت عينة الدراسة، وان هناك علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاستثمارية ومتوسط تكلفة الأموال، كما أن الصيغ التمويلية المتبعة بهذه المنشآت غير متجانسة وغير محددة، وذلك بسبب القيود التي تفرضها اللوائح المالية وان عدم وجود سوق فعالة بالسودان أدى إلى حجب نسبي لتمويل المنشآت العاملة وإلى عدم وجود قيم سوقية حقيقية لأسهمها. وأوصت الدراسة بضرورة اتخاذ سياسة مالية واضحة فيما

(1) نجلاء فتح الرحمن أحمد، استخدام الرفع المالي وأثره في القيمة الاستثمارية للشركات والمؤسسات العامة السودانية، (الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، رسالة ماجستير في المحاسبة غير- منشور، 2000م).

يتعلق باستخدام الرفع المالي والعمل على إيجاد سوق فعالة للأوراق المالية لصناعة الاسمنت والدقيق.

يتضح للباحث إن الدراسة وضعت إطار نظري لأثر الرفع المالي في القيمة الاستثمارية للمنشأة، وناقشت السياسات التمويلية للمنشآت، وتكلفة الأموال. وتختلف عن دراسة الباحث في تناولها للمؤسسات العامة فقط، بينما تناول الباحث شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

15. Aydin Ozkan, 2001, **(The Determinants of Capital Structure and**

Adjustment to Long Run Target : Evidence from UK Company

(⁽¹⁾ Panel Data

تمثلت مشكلة الدراسة في معرفة أهم محددات الهيكل التمويلي المستهدف ومعالجتها على المدى الطويل بالتطبيق على البيانات الدائمة للشركة في المملكة المتحدة. هدفت الدراسة إلى إجراء المزيد من الدراسات والتجريب العملي لمحددات هيكل التمويل المستهدف في الشركة ووضع المعالجة لتلك المحددات لتحقيق الهيكل التمويلي المستهدف، بالتركيز على قرارات هيكل التمويل المستمرة. استخدمت الدراسة المنهج الاستقرائي لاختبار مدي صحة الفروض والنظريات المتعلقة بمحددات الهيكل التمويلي وذلك باستخدام أسلوب (Generalized Method of Moment GMM) واستخدم المنهج التاريخي لتتبع الدراسات السابقة المتعلقة باختبار محددات الهيكل التمويلي. والمحددات (الفروض) التي تم اختبارها في هذه الدراسة شملت حجم المنشأة، فرص النمو، الوفورات الضريبية، الربحية، السيولة. جاء في نتائج الدراسة إن لكل من الربحية والسيولة وفرص النمو تأثيراً سالباً على خيارات المنشأة فيما يتعلق بهيكل التمويل، وكذلك جاء في الدراسة إن هناك أثراً محدوداً على مديونية المنشأة وان العلاقة عكسية بين الاعتبارات الضريبية ونسبة الاقتراض.

يتضح للباحث أن الدراسة ركزت على أهم محددات الهيكل التمويلي المستهدف ومعالجتها على المدى الطويل بالتطبيق على البيانات الدائمة للشركة في المملكة

Aydin Ozkan ,**The Determinants of Capital Structure and Adjustment to** ()1
Long Run Target: Evidence from UK Company panel Data ,(Journal of Business
Finance &Accounting Jan.\Mar 2001),P.P. 321-350

المتحدة، وتختلف عن دراستي التي تركز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشأة.

Graham & Others,2001,(Static Trade – off Theory of Capital Structure)⁽¹⁾ .16

تمثلت مشكلة الدراسة في الآثار السالبة لاستخدام نظرية التبادل ونظرية الالتقاط في التمويل دون النظر إلى حجم المنشآت. قدم الباحثان دراسة ميدانية لـ (392) من الشركات المالية تتضمن إحصائية لنسب المديونية إلى الملكية وهل هي نسب مديونية مثلى أو مستهدفة و قد توصلت الدراسة إلى إن 34 % من الشركات لها مدى مستهدف من نسبة المديونية إلى الملكية وان 10 % منها لها هيكل امثل مستهدف مقيد جداً وان 37 % لها هيكل مستهدف مرن، وان 19 % ليست لها نسب مستهدف أو مدى مستهدف، وقد تناولت الدراسة مجموعة من العوامل المؤثرة في قرار إصدار الدين والممثلة بكلف العسر المالي والإفلاس ومستويات الدين المقارنة وكلف المعاملات والرسوم والوفورات الضريبية والقابلة على التدفق النقدي وكذلك الربحية ومعدلات الائتمان والمرونة المالية.

يتضح للباحث أن الدراسة أشارت إلى الفروقات الواضحة بين نظرية التبادل ونظرية الالتقاط وانه ليس هناك نسبة مديونية إلى الملكية مستهدفة وان المنشآت المربحة تستخدم القروض بشكل أقل. وهذا يتفق فيما أشار إليه الباحث في دراسته.

17. دراسة:عبد القادر محمد احمد عبد الله و بابكر إبراهيم الصديق، 2002م، (محددات

الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية)⁽²⁾

Graham and Others , **Static Trade - off Theory of Capital Structure**, () 1
(Journal of Financial Economics, Vol. 23, No. 10, May 2001),P.P. 35-60

(2) عبد القادر محمد احمد عبد الله و بابكر إبراهيم الصديق ، محدّدات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية، (الرياض: مجلة الإدارة العامة ، المجلد الثاني والأربعون، العدد الثاني، 2002م) ، ص 231- 250 .

تمثلت مشكلة الدراسة في العوامل المحددة للهيكل المالي، ومدى تأثير كل عامل من هذه العوامل على مقدرة المنشأة في الحصول على التمويل اللازم لتغطية احتياجاتها المختلفة، وكذلك الاهتمام بهذه العوامل مستقبلاً حتى تتمكن من كسب ثقة مؤسسات التمويل. تمثلت فرضيات الدراسة في أن المنشآت كبيرة الحجم تميل إلى تنويع استثمارات وان نسبة الديون في هيكلها المالي أعلى من المنشآت الصغيرة الحجم، بينما نسبة الديون في المنشآت صغيرة الحجم منخفضة. توصلت الدراسة إلى نتائج منها إن منشآت الأعمال تعمل على تعزيز مكانتها الاقتصادية والتنافسية في الأسواق باستمرار كرد فعل حتمي للعولمة والاتفاقيات التجارية الدولية، وان هناك عدد من العوامل التي تؤثر في قدرة المنشآت على الاقتراض والحصول على احتياجاتها المالية بسهولة منها نسبة الديون للسنوات الماضية فكلما زادت هذه النسبة زادت مخاطر المنشأة وانخفض إقبال المقرضين على تقديم ديون لها، وكذلك حجم المنشأة والذي كلما زاد أدى إلى زيادة فرصة المنشأة في الحصول على مصادر تمويل إضافية، بالإضافة إلى عوامل أخرى هي ربحية المنشأة وسيولتها والضمانات التي تقدمه للمقرضين ومعدلات النمو.

يتضح للباحث إن الدراسة تناولت كيفية تحديد الهيكل المالي الأمثل من خلال تحديد العوامل المؤثرة عليه ووضعها في الاعتبار عند اختيار مصادر الحصول على الأموال وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في عرضها لإطار نظري وتطبيقي للهيكل المالي الأمثل، والمزايا والعيوب لكل مصدر من مصادره واثراً الرافعة المالية على قيمة المنشآت العاملة في السودان .

18. دراسة: بابكر مبارك عثمان الشيخ، 2002م، (اختيار وتقييم أسهم النمو وبناء

محفظتها) ⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في معرفة اثر تطبيق نظرية أسهم النمو في البيئة العراقية وذلك باختيار عينة عمديه من الشركات المساهمة المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية والبالغة عددها (16) شركة وللمدة من 1992م-1999م ، وقد استخدم الباحث مجموعة من نماذج موديكلياني وميلر ونموذج سلومون ونموذج القيمة الحالية لفرص النمو.

(1) ((بابكر مبارك عثمان الشيخ ، اختيار وتقييم أسهم النمو وبناء محفظتها ، دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية ، (بغداد : جامعة بغداد ، كلية علوم الإدارة ، رسالة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال غير منشورة ، 2002م).

وأشارت نتائج التحليل إلى أن أسهم النمو قد سعت تسعيراً مضخماً بصفة عامة، كما أظهر التحليل قبول فرضية البحث التي نصت على " انه يترتب على احتجاز نسبة عالية من الأرباح تزايد مساهمة فرص النمو في القيمة السوقية للأسهم " هذه الفرضية تنسجم مع افتراضات نظرية الالتقاط، فالمنشآت تفضل احتجاز الأرباح كمصدر تمويل داخلي منخفض الكلفة يساهم في تعظيم القيمة كخطوة أولى. وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في تناولها للهيكل المالي ودراسة الرفع المالي والرفع التشغيلي.

اتضح للباحث إن الدراسة سلطت الضوء على تطبيق نظرية أسهم النمو في البيئة العراقية، وتختلف دراستي عن هذه الدراسة في أنها تناولت الهيكل المالي وليس نظرية أسهم النمو في عينة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

19. دراسة:جميل جابر علاونه،2004م، (بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة

العامة الفلسطينية)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في الصعوبات المتعددة التي تواجهها الشركات المساهمة في بناء هيكل تمويل ملائم للشركة يتصف بالمرونة والتكلفة المنخفضة. هدفت الدراسة إلى التعرف على الجوانب التي تؤخذ بعين الاعتبار في عملية بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية، وتحديد مصادر التمويل المتاحة لها، ودراسة كيفية بناء واتخاذ القرار المالي فيها، وافترضت الدراسة عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في بناء وهيكل الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية تعزى لمحاور الدراسة وهي مصادر التمويل، معوقات التمويل، استخدامات التمويل، سياسات توزيع الأرباح المتبعة وهيكل رأس المال السليم. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي والمنهج الإحصائي وتوصلت إلى أن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية اعتمدت على التمويل الذاتي عن طريق أموال الملكية والتي تم الحصول عليها من الأرباح المحتجزة والاحتياطات، مما أدى إلى عدم التوازن بين أموال الملكية وأموال الاقتراض، وكذلك عدم الاهتمام بالرفع المالي، وان أهم المعوقات التي تواجه هذه المنشآت هي الظروف السياسية الاقتصادية غير المستقرة السائدة في المنطقة. أوصت الدراسة

(1) جميل جابر علاونه ، بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية ، (الخرطوم: جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه المحاسبة غير منشورة، 2004م).

بإعطاء أهمية لتمويل أعمال الشركات بواسطة الديون لمزاياها والعمل على إنشاء سوق سندات وزيادة الاعتماد على القروض البنكية، واستخدام التمويل طويل الأجل في الأغراض التي تتلاءم مع هذا التمويل.

اتضح للباحث إن هذه الدراسة مفيدة لمنشآت المساهمة العامة غير المالية التي ترغب في بناء هيكلها المالية وركزت على ضرورة استخدام الديون من سجلات وقروض بنكية، والاستفادة من مزايا الرفع المالي، وان الاعتماد على مصدر معين دون غيره يتسبب في تحقيق عدم التوازن المالي وعدم القدرة على تحقيق أرباح مرتفعة. وتختلف دراستي في توضيح تشكيلة مكونات الهيكل المالي لمنشآت المساهمة العامة في السودان والآثار والمخاطر المترتبة على استخدام الديون في تمويل احتياجات المنشآت.

20. دراسة: محمد أبكر احمد محمد، 2004م، (هيكل رأس المال وأثره في القيمة السوقية

للشركات) ⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في عدم الاهتمام باستخدام الطرق العلمية عند تكوين هيكل رأس المال للمنشآت، مما يقلل الفرصة في زيادة الناتج القومي والدخل القومي، والهدف منها إلقاء الضوء على المشكلات التي تعترض تكوين الهيكل المالي وبيان اثر تركيبية رأس المال وتحديد قيمة المنشأة ودراسة جدوى النظريات التي تحكم تكوين الهيكل المالي وتحليلها وبيان ما إذا كان هناك هيكل مالي نموذجي في أنواع المنشآت. واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي والاستنباطي والاستقرائي في جمع وتحليل بيانات الدراسة والتي غطت بعض شركات سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 2000م إلى 2002م . توصلت الدراسة إلى نتائج منها أن التمويل الدائن بنسبة تناسب حجم وطبيعة المنشأة ترفع من قيمة المنشأة السوقية، وزيادته عن الحد المعقول تؤدي إلى نتائج سلبية ومخاطر قد تتسبب في تصفية المنشأة، وان فاعلية وكفاءة سوق الخرطوم ضعيفة ولا تفي بحاجة المستثمر نسبة لقلّة الشركات المدرجة بالسوق وقلة المعاملات المالية وتأخير إصدار تقارير السوق.

(1) محمد أبكر احمد محمد ، هيكل رأس المال وأثره في القيمة السوقية للشركات ، (الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة ، 2004م).

اتضح للباحث إن الدراسة ركزت على المشكلات التي تواجه الهيكل التمويلي للشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، ووضحت أهمية استخدام الديون في تمويل المنشآت وزيادة قيمة المنشأة، وتختلف دراستي عن هذه الدراسة في أنها تناولت الهيكل المالي وليس هيكل رأس المال في عينة من عشرة الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية أن حدودها الزمنية عشرة سنوات.

Chin – Cheng Chen, 2004, (The Relationship Between Operating 21

(1) (Leverage & Financial Leverage

تمثلت مشكلة الدراسة في الآثار السلبية للإفراط في استخدام الرافعة التشغيلية والرافعة المالية معاً، وقد أجريت هذه الدراسة في جمهورية الصين الشعبية، وحسب الدراسة فإن معرفة المدير المالي باحتمالية النمو العالية، سيختار رافعة تشغيلية عالية كأداة تساعد على السعي إلى تحقيق تكلفة رأس مال منخفضة. وبالمقابل فإن معرفة المدير المالي بأن الشركة في مركز مالي سيء، فسيختار رافعة تشغيلية منخفضة، وسوف تتحمل الشركة تكلفة رأس مال أعلى والتي بدورها ستؤدي إلى مخاطرة أعلى. كما استنتجت الدراسة وجود علاقة إيجابية العلاقة بين الرافعة التشغيلية والرافعة المالية.

يتضح للباحث أن الدراسة ناقشت بعض الجوانب التي تؤثر في العلاقة بين الرافعة المالية والرافعة التشغيلية وتوقيت الاختيار، وتختلف دراستي بتركيزها على الرافعة المالية دون الرافعة التشغيلية وأثرها على القيمة السوقية وتناول مصادر التمويل المختلفة.

(2)(Jie Cai&Zhang,2005,(Capital Structure Dynamic&Stock Return 22

Chin – Cheng Chen, **The Relationship Between The Financial Leverage & () 1
The Operating Leverage**, (Journal of finance, Vol. 79 , No. 4, Dec, 2004),P.P.
.453-470

Jie Cai and Zhang, **Capital Structure Dynamic & Stock Return**, (Singapore: () 2
.University of Iowa Press, 2005),P.P.456-479

تمثلت مشكلة الدراسة في اختبار العلاقة بين التغيرات في الهيكل المالي وعوائد الأسهم، والعلاقة بين التغيرات في الرافعة المالية وعوائد الأسهم، وكذلك اثر التغير في الهيكل المالي في المخاطر التي تتحملها المنشأة. اهتمت الدراسة بدراسة العلاقة السلبية بين درجة الرافعة المالية قصيرة الأجل التي تم قياسها من خلال نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأصول وعوائد الأسهم، وكذلك هناك علاقة سلبية بين الرافعة المالية طويلة الأجل التي تم قياسها من خلال نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول وعوائد الأسهم، وطبقت الدراسة في عينة من المنشآت العامة غير المالية في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة من 1973م إلى 2003م، وتوصلت الدراسة إلى صحة فرضياتها، حيث أن هناك علاقة سلبية بين التغير في الرافعة المالية وعوائد الأسهم، ومع اخذ مخاطرة عدم القدرة على السداد في الاعتبار، فإن زيادة الرافعة تزيد من احتمال عدم القدرة على السداد، وبالتالي تزيد من المخاطر المالية للمنشأة، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم في السوق المالي، ذكرت الدراسة إن التغيرات في الرافعة المالية سواء كانت متجهة نحو الهيكل المالي الأمثل أو بعيدة عنه فإنها سوف تؤثر على أسعار الأسهم في سوق رأس المال وتوصلت الدراسة أيضا إلى أن التغيرات في الرافعة المالية قصيرة الأجل لها علاقة سلبية قوية بعوائد الأسهم عندما تكون المنشأة معرضة لمخاطر عدم القدرة على السداد، بينما العلاقة ضعيفة بين الرافعة طويلة الأجل وعوائد الأسهم.

يتضح للباحث إن هذه الدراسة أيدت الباحثين الذين يؤكدون على اثر الهيكل المالي في قيمة المنشأة التي تم قياسها من خلال عوائد الأسهم تتأثر بمستوي الديون في المنشأة وحجم المخاطرة المالية المتوقعة فيها. وهي مفيدة للباحث لأنها ناقشت مفهوم الرافعة المالية والمخاطر المالية الناجمة منها وأثرها في قيمة المنشأة. وتختلف دراستي عنها في استخدامه استمارة الاستبانة لمعرفة آراء الأفراد العاملين في المجال المالي في السودان بالعلاقة بين الرافعة المالية وعلاقتها بقيمة المنشأة.

23. Shumi ,Akhtar , 2005 (The Determinant of Capital Structure for

(¹) (Australian Multinational & Domestic Corporation

Shumi ,Akhtar ,The **Determinant of Capital Structure for Australian**(01 **Multinational & Domestic Corporation**, (Australian Journal of Management .,Vol.30 ,No.2,Dec. 2005), P.P.66 – 78

تمثلت مشكلة الدراسة في أسباب الاختلاف بين الهيكل التمويلي لكل من الشركات المحلية والشركات المتعددة الجنسيات في استراليا، والتعرف على أهم محددات الهيكل التمويلي للشركات المحلية والشركات المتعددة الجنسيات. هدفت الدراسة إلى تحديد الاختلاف في مستوي الرفع المالي بين الشركات متعددة الشركات. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي. توصلت الدراسة إلى نتائج منها، لا يوجد اختلاف في مستوي الرفع المالي بين الشركات المحلية والشركات المتعددة الجنسيات، إن تكلفة الوكالة، الربحية، حجم الشركة و ضمانات الأصول تعتبر أهم محددات الهيكل التمويلي للشركات المحلية، إن تكاليف الإفلاس ومستوي التنوع الجغرافي تعتبر أهم المحددات للشركات المتعددة الشركات.

يتضح للباحث إن هذه الدراسة تناولت أهم محددات الهيكل التمويلي للشركات المحلية والشركات متعددة الجنسيات في استراليا وساهمت في التعرف على أسباب الاختلاف في مستوي الرفع المالي بين الشركات، وتختلف دراستي عن هذه الدراسة بأنها تركز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

24. دراسة: مني عبد الله حسن، 2005م، (كفاءة مصادر التمويل والاستثمار)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في لجوء المستثمرين إلى مؤسسات التمويل الخارجي مما يترتب عليه تكلفة مالية عالية بسبب تراكم أصل الدين علاوة على الفوائد المركبة، مما يؤدي إلى عدم القدرة على الالتزام بدفع الإقساط المستحقة في مواعيدها. هدفت الدراسة إلى توضيح الدور الكبير الذي يمكن أن يلعبه السوق المالي الداخلي من خلال الجهاز المصرفي السوداني وسوق الخرطوم للأوراق المالية في جذب المدخرات واستقطاب أموال المستثمرين في الداخل والخارج لتمويل المشاريع الاقتصادية في ظل كفاءة هذه المصادر على نحو يؤدي إلى ارتفاع العائد على الاستثمار ورفع المستوي المعيشي للموظفين وانتعاش الاقتصاد السوداني. خرج البحث بنتائج أهمها إن وظيفة التمويل من الوظائف المهمة في المشاريع وخاصة المشاريع التي تحتاج لأموال ضخمة لتغطية عملياتها الضخمة والواسعة، وتلجأ المنشآت إلى التمويل طويل الأجل وقصير الأجل لتمويل الاحتياجات الضرورية .

(1) مني عبد الله حسن ، كفاءة مصادر التمويل والاستثمار ،(الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشور ، 2005م).

اتضح للباحث إن الدراسة وضحت الدور الكبير الذي يمكن أن يلعبه السوق المالي الداخلي من خلال الجهاز المصرفي السوداني وسوق الخرطوم للأوراق المالية في جذب المدخرات واستقطاب أموال المستثمرين في الداخل والخارج لتمويل المشاريع الاقتصادية في ظل كفاءة هذه المصادر على نحو يؤدي إلي ارتفاع العائد على الاستثمار، وتتميز دراستي بأنها تركز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

25. دراسة: محمد الحافظ عبد الصمد مختار، 2006م، (تأثير سياسات توزيع الأرباح على

القيمة السوقية للمنشأة)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في تأثير الأرباح الموزعة بذاتها على القيمة السوقية للمنشأة، واهتمت الدراسة بقضية تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة بالتطبيق على الشركة السودانية للاتصالات(سوداتل)، وقد حدد الباحث فروض الدراسة من خلال فرضيتين هما، إن سياسة توزيع الأرباح المتبعة تؤثر ايجابياً على القيمة السوقية للشركة، كما افترض الباحث إن تفضيلات المساهمين تؤثر على توزيعات الأرباح، وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية، أثبتت الدراسة إن أسعار الأسهم تتأثر بتوزيعات الأرباح وذلك مرجعه ما ذهب إليه (قوردن)، إن أسعار الأسهم تعتمد على توزيعات الأرباح، وان الشركة تحافظ على توزيعات الأرباح بمعدلات ثابتة وذلك لطمأنة المساهمين وعليه تحافظ على قيمة أسهمها في السوق.

يتضح للباحث إن الدراسة تناولت تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة، وأثبتت الدراسة إن أسعار الأسهم تتأثر بتوزيعات الأرباح، تتميز دراستي بالتركيز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

26. دراسة: محمود عبد الله الموعد، 2006م، (العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم

بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية)⁽²⁾

(1) محمد الحافظ عبد الصمد مختار، تأثير سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة ، (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير- منشورة ، 2006م).

(2) محمود عبد الله الموعد، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية، (الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير-

تمثلت مشكلة الدراسة في الصعوبات التي تواجه ارتفاع أسعار الأسهم بصورة طبيعية مما يجعل قيمة المنشآت غير طبيعية. هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان وذلك من خلال الكشف عن وجود علاقة محتملة بين التغير في سعر السهم (متغير تابع) والتغيرات في كل من (معدل دوران السهم، ربحية السهم، نصيب السهم من الأرباح الموزعة، سعر الفائدة على الودائع لأجل سنة، معدل التضخم) كمتغيرات مستقلة. ولاختبار الفرضيات قامت الدراسة بالتعامل مع المعلومات المنشورة والتي اشتملت على (سعر إغلاق السهم) معدل دوران السهم، ربحية السهم، نصيب السهم من التوزيعات النقدية خلال سنوات الدراسة، وقد أكدت الدراسة إن معدل السهم يؤثر على سعر السهم بصورة مباشرة وقوية وان هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة. ولم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية من جهة وبين سعر السهم من جهة أخرى، وهذا يدعو للاعتقاد بان المستثمر لا ينظر إلى ربحية السهم أو توزيعاته النقدية ولا يأخذ هذين العاملين بعين الاعتبار عند شراء الأسهم وإنما ينظر إلى الربح الرأسمالي الناتج عن التغير في سعر السهم.

يتضح للباحث إن الدراسة هدفت إلى التعرف على العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان، ووضحت إن معدل السهم يؤثر على سعر السهم بصورة مباشرة وقوية وان هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة. تختلف دراستي عن هذه الدراسة في تركيز الباحث على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

Williamson & Others,) 2006**The Importance of Optimal Capital** .27

(¹) (Structure

تمثلت مشكلة الدراسة في العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة الشركات، حيث إنها تحاول إثبات إن هيكل رأس المال المثالي يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة. اهتمت الدراسة

مشورة، 2006م).

Williamson & Others ,**The Importance of Optimal Capital Structure**,(01
(Australian Journal of Management ,Vol.40 ,No.5, Dec. 2006), P.P. 44 - 56

بالتركيز على أهمية الالتزام الرئيسي بتنمية وتطوير إستراتيجية الشركة لزيادة قيمة حقوق المساهمين فيها إلى الحد الأعلى على مر الزمن، والاهتمام بواجبات للمراقب المالي في أن يتأكد انه لا توجد أي مخاطر على التمويل قد تهدد الشركة وبأسلوب ثابت ومتناسك. وهذا يعمل على ضمان المحافظة على هيكل رأس مال امثل في الأغلب أو في كل الأوقات. ويمكن تحقيق ذلك عن طريق إستراتيجية مالية تقوم بالتقليل من معدل تكلفة رأس المال والحفاظ على سيولة كافية ومعتدلة في كل وقت، ضمان مرونة كافية لتمويل استثمارات الشركة ومشاريعها الجديدة لزيادة قيمة الشركة، وإحداث مخاطر في الملكية حيث أن المتاجرة بأسلوب متماسك وثابت مع إستراتيجية تتم بواسطة الإدارة. يتضح للباحث إن الدراسة حاولت إثبات إن هيكل رأس المال المثالي يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة على مر الزمان. وتختلف دراستي بأنها تركز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشأة.

28. دراسة: فائزة عمر محمد المحجوب، 2007م، (اثر الهيكل المالي في قيمة المنشأة)⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في وجود خلل في الهياكل المالية لبعض المنشآت العاملة في السودان ومواجهتها لمشاكل عدم القدرة على تغطية التزاماتها المختلفة. وتتمثل أهداف الدراسة في التعرف على اثر تشكيلة مصادر التمويل في قيمة المنشآت العاملة بالسودان، وتحديد الكيفية التي يتكون بها الهيكل الأمثل لها والتعرف على اثر السياسات الاقتصادية العامة للدولة على الهياكل المالية للمنشآت، وإظهار دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في تمويل المنشآت في السودان. واعتمدت الدراسة على المنهج التاريخي والاستنباطي والاستقرائي وتوصلت الدراسة إلى نتائج منها إن الهيكل المالي الأمثل يسهم في تعظيم قيم المنشأة وان تنوع مصادر التمويل تتيح للمنشأة المقدرة على تعديل مصادر الأموال تبعا للمتغيرات الأساسية والاحتياجات المالية، وتتأثر ربحية المنشأة بكفاءة الأنظمة المحاسبية فيها، إن الشركات العاملة في السودان لا تعتمد على سوق الخرطوم للأوراق المالية في تغطية احتياجاتها المالية الدائمة بسبب انخفاض كفاءته وافتقاره لوسائل التقنية الحديثة .

(1) فائزة عمر محمد المحجوب، اثر الهيكل المالي في قيمة المنشأة، دراسة ميدانية لعدد من شركات القطاع التجاري والخدمي، الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال غير منشورة ، 2007م).

يتضح للباحث إن هذه الدراسة تناولت استراتيجيات الهيكل المالي الأمثل للمنشآت في السودان، وكيفية تطبيق مقاييس تكلفة الأموال في السودان. تميزت دراستي في أنها تناولت المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها لتركيب هيكل رأس المال، وتوضيح السياسة المالية التي يمكن بها تحقيق التوازن بين مصادر الحصول على الأموال واستخدامات هذه الأموال وتأثير ذلك على أداء الشركات.

29. دراسة: ألقاذفي محمد حسن يعقوب، 2008م، (هيكل التمويل وأثره في الأداء المالي

للشركات المساهمة العامة في السودان) (1)

تمثلت مشكلة الدراسة في انه ليس هناك اهتمام واضح لما تمثله تركيبة الهيكل المالي وعدم الاهتمام ينصب أساسا في عدم الأخذ بالطرق والأساليب العلمية عند تحديد المزيج المناسب لهيكل التمويل بما يحقق أهداف الشركة. هدفت الدراسة إلى التعرف على اثر تشكيلة مصادر التمويل في أداء الشركات، وتحديد الكيفية التي يتكون بها الهيكل المالي المثالي، مع بيان ودراسة العوامل التي تؤثر على قرار المفاضلة بين مصادر التمويل واختبار أسسها. اختبرت الدراسة فرضيات أهمها، الهيكل المالي الأمثل للشركة يؤثر في أدائها، زيادة نسبة الديون إلى حقوق الملكية في الشركة تؤثر على التقلبات في الأرباح المحققة، زيادة نسبة حقوق الملكية إلى الديون في الشركات تؤدي إلى الاستقرار في أدائها، الأخذ بالأساليب العلمية لبناء هيكل التمويل يؤدي إلى التوصل إلى مزيج مناسب لهيكل التمويل.

يتضح للباحث إن الدراسة هدفت إلى التعرف على اثر تشكيلة مصادر التمويل في أداء الشركات، وتحديد الكيفية التي يتكون بها الهيكل المالي المثالي، وساهمت في التعرف على مصادر تمويل الشركات. تميزت دراستي بأنها تركز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

30. دراسة: عثمان على القاسم أحمد، 2008م، (العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي

لشركات المساهمة السودانية) (2)

(1) ألقاذفي محمد حسن يعقوب، هيكل التمويل وأثره على الأداء المالي لشركات المساهمة العامة، (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشورة ، 2008م).

تمثلت مشكلة الدراسة في توافر الفرص الاستثمارية الواعدة في السودان، ولكن معظم شركات القطاع الخاص ظلت تعاني من عدم كفاية التمويل وتوفره في الوقت المناسب بالكلفة المناسبة، حيث ظلت سياسات الحكومة في ظل سياسات التحرير الاقتصادي تدور حول خفض السيولة مما صعب مهمة التمويل للشركات. تكمن أهمية الدراسة في التعرف على مصادر التمويل التي تلجأ إليها الشركات وتحديد أهم العوامل التي تؤثر في حجم وشكل التمويل. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها إن زيادة الربحية تقلل من الاعتماد على الديون بصورة كبيرة، وإن استخدام الشركة لسيولتها العالية في تمويل استثماراتها من مصادرها الداخلية يجعلها قادرة على أن تزيد من قدرتها الاقتراضية على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. توصي الدراسة بضرورة اهتمام الشركات بالأرباح المحتجزة والاستفادة منها قبل اللجوء إلى المصادر التمويلية الخارجية، كذلك ضرورة الاحتفاظ بأكثر قدر ممكن من الأصول الثابتة لأن ذلك يساعدها مستقبلاً على قروض إضافية، والجهات الممولة تنظر للأصول الثابتة على أنها تمثل ضمان بالنسبة إلى ما يقدموه من أموال في حال عجز الشركة عن السداد.

يتضح للباحث إن الدراسة تناولت العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي لشركات المساهمة السودانية، تميزت دراسية بأنها تركز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

31. دراسة: محمد قاسم تعناع، 2010م، (هيكل رأس المال وأثره في توجيه التمويل) ⁽¹⁾

تمثلت مشكلة الدراسة في صعوبات الحصول على التمويل الملائم والكافي مما ينعكس على هيكل رأس المال. وتهدف الدراسة إلى معرفة أهمية هيكل رأس المال وقدرته في الحصول على التمويل اللازم لأي شركة أو مؤسسة ومعرفة كيفية الوصول إلى المزيج الأفضل المثالي. وقد توصلت الدراسة إلى عدد من التوصيات منها، العمل على إيجاد مزيج تمويلي يحقق أكبر فائدة ممكنه وبأقل التكاليف وذلك بالاستعانة بخبراء ماليين

(2) عثمان علي القاسم أحمد، العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي لشركات المساهمة السودانية ، حالة الخطوط الجوية السودانية ، (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشور ، 2008م).

1 محمد قاسم تعناع ، هيكل رأس المال وأثره في توجيه التمويل ، (الخرطوم : جامعة النيلين ، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه في المحاسبة والتمويل غير منشورة ، 2010م).

واقطصاديين وإعطاء التمويل الخارجي أهمية أكبر عما هو عليه في الوقت الحاضر، الحصول على القروض من البنوك ومؤسسات التمويل الإسلامية المختلفة، تبني شركات الدواء الأردنية لسياسة الحصول على التمويل طويل الأجل بما يتناسب مع هذا النوع من التمويل، تبني الشركة لسياسة تمويلية مرنة بحيث يمكن تعديل المزيج التمويلي من سنة لأخرى وتنويع مصادر التمويل

يتضح للباحث إن الدراسة تركز على معرفة أهمية هيكل رأس المال وقدرته في الحصول على التمويل اللازم لأي شركة أو مؤسسة ومعرفة كيفية الوصول إلى المزيج الأفضل المثالي، وتميزت دراستي بأنها تركز على الرافعة المالية وأثرها المالي على القيمة السوقية للمنشآت.

الفصل الأول

الهيكل المالي

شهد العالم في الآونة الأخيرة تطورات كبيرة خاصة مع انتشار شبكة المعلوماتية التي أدت إلى تطور الأسواق المالية وارتباطهما وحرية انتقال رؤوس الأموال، خاصة في ظل اتفاقيات المنظمة العالمية للتجارة، والانتقال من اقتصاديات الاستدانة لاقتصاديات رأس المال، الأمر الذي فتح أمام المؤسسات بدائل للتمويل فزيادة البدائل المتاحة يزداد قرار التمويل تعقيدا. وسوف يعرض الباحث هذا الفصل من خلال المباحث التالية :

المبحث الأول : مفهوم الهيكل المالي.

المبحث الثاني: مصادر الهيكل المالي .

المبحث الثالث: تكلفة الهيكل المالي .

المبحث الأول

مفهوم الهيكل المالي

عرف الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها¹، كما عرف بأنه تركيبة الأنواع المختلفة للأوراق التي من خلالها يمكن توفير الأموال اللازمة لأنشطة المنشأة². عرف أيضا بأنه التمويل الدائم للمنشأة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، وجميع أنواع القروض قصيرة الأجل، وعلي هذا الأساس فان هيكل رأس مال المنشأة يعتبر جزءاً من هيكلها التمويلي³، وكذلك عرف الهيكل المالي بأنه مزيج أموال الملكية وأموال الاقتراض التي تستخدمها المنشأة في تمويل استثماراتها. ويشير مصطلح الهيكل المالي إلى الطريقة التي تم بها تمويل أصول الشركة. فهيكّل التمويل إذن هو تركيبة المصادر التي تم ويتم بموجبها تمويل الأصول والتي يمكن تقسيمها بصورة عامة إلى تمويل طويل الأجل وقصير الأجل وكذلك تمويل دائن وتمويل ملكية. ونجد إن الهيكل المالي يمكن أن يؤثر في حجم الإيرادات المحققة وفي توزيعات حملة الأسهم العادية وكذلك في درجة الخطورة المرتبطة بهذه الإيرادات وبالتالي يؤثر في قيمة المنشأة⁴. عرف بأنه الهيكل الذي يخفض تكلفة الأموال التي يحصل عليها المشروع إلى ادني حد

(1) سيد محمود الهواري، الإدارة المالية، (القاهرة: دار الجيل للطباعة، 1990م)، ص 119.

(2) Mohammed Mohsin & Khan Masood, **Corporate Finance**, (New Delhi: McGraw Hill-offices, 2001), P166.

(3) محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000م)، ص 317.

(4) اسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، (عمان: دار وائل للنشر، 2010م)، ص 188.

ممکن ويؤثر هيكل التمويل علي نوع الاستثمارات في المشروعات¹ ، وعرف بأنه تحديد مصادر واستخدامات الموارد المالية المختلفة والمتاحة لتمويل المشروع سواء كانت بالعملات المحلية او الأجنبية مع تحديد أوقات تدفقها عبر سنوات العمر الاقتصادي للمشروع².

يعرف الهيكل المالي للمنشأة أيضا بأنه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف المركز المالي . كما يعرف على انه الطريقة التي يتم عن طريقها تمويل أصول المنشأة، وانه يتمثل في فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية من الميزانية العمومية، والذي ينضمن المديونية قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) ، والمديونية طويلة الأجل(الخصوم طويلة الأجل) ، وحقوق الملكية . وكما تم تعريف الهيكل المالي على انه تشكيلة المصادر التي حصلت المنشأة منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها ، والهيكل يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية . وهناك فرق بين الهيكل المالي وهيكل راس المال الذي يراد به التمويل طويل الأجل أو الدائم المتجسد بكل من المديونية طويلة الأجل ، الأسهم الممتازة ، الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة و الايجارة المالية³.

1) جلال جويده القصاص، تخطيط المشروعات ودراسات الجدوى الاقتصادية ، (الإسكندرية:الدار الجامعية، 2010م)، ص 128 .

2) السيد محمد احمد السيرياتي، تخطيط المشروعات الاستثمارية ودراسة الجدوى،(الإسكندرية:مؤسسة رؤية للطباعة والنشر،2009م) ، ص 260 .

3) عدنان تايه أنعمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية،(عمان: دار المسيرة للنشر- والتوزيع والطباعة،2007م)، ص 137.

يتضح للباحث من التعريفات السابقة أن هيكل التمويل يتكون من أموال ملكية أي الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المنشأة ، ومصادرهما هي الأسهم ، والأرباح المحتجزة والاحتياطيات النقدية أما الأموال المقترضة هي التي يتم الحصول عليها عن طريق القروض التي تحصل عليها المنشأة ، ومن أنواعها الائتمان التجاري ، والقروض المصرفية القصيرة الأجل والقروض الطويلة الأجل والسندات التي تصدرها المنشأة كنوع من القروض طويلة الأجل.

أيضا يستنتج الباحث إن الهيكل المالي بأنه الهيكل الذي يحوي جميع بنود الخصوم الموجودة في الجانب الأيسر من قائمة المركز المالي والمستخدم في تمويل استثمارات المنشآت سواء هذه الأموال قصيرة الأجل أو طويلة الأجل ، أموال ملكية أو أموال اقتراض، تمويل دائم أو مؤقت.

مفهوم الهيكل المالي الأمثل

عرف الهيكل المالي الأمثل بأنه تشكيلة الأموال التي يترتب عليها اقل تكلفة ممكنة وتعظيم قيمة المنشأة، كما عرف بأنه المزيج من أموال الملكية وأموال الاقتراض الذي يعظم ثروة المالكين ويخفض تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان إلى أدنى حد ممكن¹. وكذلك عرف بأنه الهيكل المالي الذي يحقق التوازن الأمثل بين المخاطرة والعائد

Eugene Brigham & Joel Houston, **Foundation of Financial Management** , ((1 (Illinois :HarcourtCollege,2002) , p1

والذي يعظم القيمة السوقية للسهم¹. ويعرف بأنه الهيكل الذي يكون موارد مشروعات الأعمال من مصادرها المختلفة ، بما يحقق أقصى- ربحية ممكنة ويساهم في تحقيق القيمة السوقية للسهم².

يتضح للباحث تعريف الهيكل الأمثل بأنه الهيكل الذي يحقق أقصى- قيمة لملاك المشروع أو أقصى قيمة سوقية للسهم.

خصائص الهيكل التمويلي الأمثل

يتسم الهيكل التمويلي الأمثل بالخصائص التالية³ :

1.تدبير الاحتياجات التمويلية بأقل تكلفة وأدنى مخاطر وأيسر شروط .

2. يساهم في تحقيق التوازن بين مكونات هيكل التمويل الداخلي والخارجي وتحقيق التوازن والتناسق بين مكونات الهيكل التمويلي والهيكل الاستثماري.

3 .تعظيم ربحية المشروع والعائد على الأموال المستثمرة .

4.تقليل المخاطر المالية وتقليل أثرها على مخاطر الأعمال ومعدل نمو المشروع.

(1) منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر. ، (القاهرة : المكتب العربي الحديث ، 1996م) ، ص 108.

(2) زكي مكي إسماعيل، محمد الجلي سليمان، إدارة وتقويم المشروعات،(الخرطوم: منشورات جامعة السودان المفتوحة، 2006م)،ص 229.

(3) سعيد فرحات جمة ، الإدارة المالية ، (المنصورة : كلية التجارة ، 2000م)،ص ،ص 252،253 .

5. القدرة علي الوفاء بالدين، فيجب ألا يتجاوز اقتراض الشركة الحد الذي يهدد قدرتها علي الوفاء بالتزامات هذه القروض وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية .

6. المرونة، بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي بالجمود. وإنما يتعين تميزه بالمقدرة على تحديد وتغيير مصادر الأموال تبعاً لتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة .

7. الرقابة ، يجب أن يتضمن الهيكل المالي اقل مخاطر ممكنة لفقدان الرقابة والسيطرة على إدارة الشركة وذلك لتأمين استقرار السياسات المتبعة.

العوامل المؤثرة على الهيكل المالي الأمثل للشركة

تتمثل العوامل المؤثرة على الهيكل المالي في الآتي :

1. معدل نمو المبيعات :

إن نمو المبيعات مستقبلاً يعتبر مقياساً لمدي الزيادة التي يمكن أن تكون عليها عوائد أسهم شركة ما، والتي ازدادت بفضل الرافعة المالية، وإذا نمت كل من المبيعات والأرباح بمعدل معقول فإن العوائد للمساهمين ستزداد باستخدام الديون، ويجب علي الشركة

دوما ان توازن ما بين فوائد استخدام رافعة الديون وبين حقوق ملكيتها عند الاختيار

بين بدائل التمويل مستقبلا¹.

2. استقرار المبيعات والإيرادات :

ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسبة الاقتراض ارتباطا مباشرا ، فعندما تزيد درجة

استقرار المبيعات والإيرادات يتمكن المشروع من دفع التزاماتها الثابتة على القروض

بأقل درجة من الخطر، ذلك يعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض

لتقلبات مستمرة حيث يجد المشروع صعوبة في سداد الالتزامات².

3. الربحية :

الهدف الرئيس للإدارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، وان تحليل الأرباح

قبل الفوائد والضرائب وحصص السهم الواحد من الربح، من المؤشرات التي يجب ان

تؤخذ بعين الاعتبار كأول خطوة على طريق تصميم الهيكل المالي ، أي تحديد المزيج

الأمثل لمصادر التمويل . وان تحليل المؤشرين أعلاه يؤدي إلى إظهار تأثير البدائل

التمويلية المختلفة في العائد من السهم بمستويات مختلفة من الفوائد والضرائب.

4. الإدارة والسيطرة:

1 ((منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر،(القاهرة : المكتب العربي الحديث ، 1996م) ، ص 108.

2) (سعد طه علام ، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات،(القاهرة : دار طيبة للنشر، 2003م)، ص 68.

من العوامل المهمة في تصميم الهيكل المالي هو ميل الإدارة واتجاهاتها بشأن السيطرة على المنشأة. فالمقرضين ليس لهم دور في إدارة المنشأة، وإنما يمكن لهم وضع بعض الشروط واتفاقية القرض قد تحد من أنشطة الإدارة وتضمن تسديد الفوائد واصل القرض، وليس له تأثير في قرارات المنشأة وإنما يمكن له أن يقاضي المنشأة أمام المحاكم في حالة عجزها عن السداد ، عليه فان تأثير المقرضين في القرارات المتعلقة بسياسات المنشأة لا وجود له وكذلك ليس لهم أي دور في اختيار أعضاء مجلس الإدارة¹.

5.الملائمة :

ذلك بان يكون المصدر التمويلي ملائماً للمجال الذي تستخدم فيه الأموال فان كان تمويل رأس المال العامل هو الهدف من قرار التمويل ليس من الحكمة أن يكون تمويله بقروض طويلة الأجل بل بقرض قصير الأجل وذلك لتخفيض التكلفة المرجحة للأموال إلى حدها الأدنى².

6.هيكل المنافسة :

1)عدنان تايه أنعمي،ياسين كاسب الخرشه،أساسيات في الإدارة المالية،(عمان: دار المسيرة للنشر- والتوزيع والطباعة،2007م)، ص 202 .

2) سمير محمد عبد العزيز ، المداخل الحديثة في تمويل البنية الاقتصادية ،(الإسكندرية :مؤسسة شباب الجامعة ، 1988م)، ص 430.

تعتمد القدرة على سداد فوائد الديون بناءً على الربحية وأيضاً على حجم المبيعات، ومن ثم فإن الاستقرار في هوامش الأرباح يكون هاماً بنفس القدر لاستقرار حجم المبيعات. وإن سهولة دخول شركات جديدة لصناعة ما والقدرة على منافسة الشركات الحالية بالإضافة إلى درجة التنافس داخل السوق والعوامل الأخرى مثل الاحتياجات المالية ورأس المال والسلع البديلة وقنوات التوزيع ودرجة السيطرة والمشتريين والموردين وغيرها كلها تؤدي إلى تحديد شكل المنافسة بين الشركات ذات الصناعات المثيلة¹.

7. اتجاهات الإدارة:

اتجاهات الإدارة تؤثر بشكل مباشر في اختيار التمويل وفي تحديد نسبته وتؤثر أيضاً على ملكية الشركة والمخاطر المحيطة بها، ومن ناحية أخرى فإن زيادة درجة الرفع المالي من الممكن أن تؤدي إلى إفلاس الشركة وبالتالي يفقد المدراء سمعتهم، ولذلك هم أكثر حرصاً على عدم زيادة درجة الرافعة المالية إلى حد كبير⁽²⁾.

8. مخاطر الإفلاس:

(1) عدنان تايه ألعنيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سابق، ص 204 .

(2) بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، (غزة: الجامعة الإسلامية، كلية الدراسات العليا، رسالة ماجستير في التمويل غير منشورة، 2005م)، ص ص 81 82.

يحدث الإفلاس نتيجة لزيادة تدهور أداء العمليات بالشركة وينعكس ذلك في موقف سداد التزاماتها الثابتة المستحقة وزيادة مبالغ القروض طويلة الأجل مقارنة بحقوق ملكية الشركة عند مستوى محدد من أداء التشغيل ، بالإضافة إلى تردد الممولين في إعطاء الشركة تمويلا إضافيا ويترتب علي تدهور الشركة وصولها إلى مرحلة الإفلاس¹ .

تخطيط الهيكل المالي

عرف التخطيط بأنه التفكير المنظم السابق على عمليات التنفيذ، والذي يستهدف مواجهة المستقبل عن طريق العمل الذي حددت عناصره مسبقا، ويشمل تحديد الأهداف وإجراء التنبؤات ووضع السياسات والقواعد والبرامج وترجمتها إلى أرقام على هيئة ميزانية تقديرية² . وعرف تخطيط الهيكل المالي بأنه اتخاذ قرارات متعلقة بالحصول على الأموال اللازمة لتوفير المستلزمات الإنتاجية بأقل تكلفة ممكنة وفي الوقت المناسب³، كما عرف بأنه التنبؤ بالاحتياجات المالية للمنشأة وتحديد المصادر المناسبة لتوفير هذه الاحتياجات⁴، وعرف بأنه التقدير مقدما لنواحي النشاط المالي الضرورية ،

(1) محمد علي إبراهيم العامري ، الإدارة المالية ، (بغداد : جامعة بغداد ، 2001م)، ص 40.

(2) محمد كمال التابعي ، إدارة المؤسسات الاجتماعية ، (القاهرة : مكتبة نهضة الشرق، 1991م) ، ص 189.

(3) عدنان هاشم السامرائي ، الإدارة المالية- منهج تحليلي شامل ، (طرابلس:الجامعة لمفتوحة، 1993م). ، ص 187.

(4) محمد مطر ، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية ، (عمان : دار وائل للنشر، 2000م)، ص 263.

بما يفادي الضياع ، عن طريق السياسات وخطوات العمل التي تسهل التنسيق السليم بين الوظائف المختلفة والاستعداد للمستقبل¹ .

يتضح للباحث إن تخطيط الهيكل المالي هو اتخاذ قرارات متعلقة بوضع السياسات التمويلية المختلفة والإجراءات والقواعد الواجب تنفيذها لتحقيق هذه السياسات من أجل توفير احتياجات العمليات الإنتاجية والتسويقية وغيرها بالمنشأة ، والتي تجنب المنشأة الوقوع في صعوبات مالية في المستقبل .

يستطيع الباحث تعريف تخطيط الهيكل المالي بأنه التنبؤ بالأموال اللازمة لتحقيق أهداف المنشأة، ووضع السياسات والإجراءات والبرامج اللازمة لتغطية احتياجاتها المختلفة ، والتي تساعد إدارة المنشأة في تحقيق أهدافها في البقاء والنمو والاستمرار .

من أهم مزايا تخطيط الهيكل المالي ما يلي²:

أ. تحديد الاحتياجات المستقبلية في جانبي الموارد والإنفاق وتجنب المنشأة خطر الوقوع في العسر المالي .

ب. زيادة فاعلية الرقابة عن طريق تقديم المعايير الرقابية لقياس الأداء .

ت. تشجيع التفكير المستقبلي والاستعداد لمواجهة الاحتمالات المستقبلية .

(1) شوقي حسين عبد الله ، التمويل والإدارة المالية ، (القاهرة : دار النهضة العربية ،1993م) ، ص 11.

(2) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال،(الخرطوم: شركة مطابع السودان ، 2004م)، ص 80.

ث. تحديد الأهداف التمويلية وتوجيه الجهود نحو تحقيقها .

ج. المساعدة على مواجهة المنافسة وتحمل المتغيرات المفاجئة.

ح. يسهم في التنسيق بين أهداف الإدارات المختلفة.

يتطلب التخطيط الجيد للهيكل المالي توفير عدة متطلبات هي كالآتي¹:

أ. اهتمام التخطيط برعاية مصالح العاملين بالمنشأة والمتعاملين معها من

مساهمين وموردين ومقترضين وإدارة المنشأة والعاملين فيها.

ب. قيام التخطيط على أساس التنبؤ وهو وضع تقديرات موضوعية دقيقة لما

ستكون عليه الأحداث والظروف مستقبلا وليس على أساس التخمين .

ت. عند تحديد أهداف التخطيط يجب مراعاة الوضوح والواقعية والتوقيت الزمني .

ث. أن يعتمد التنبؤ على أسس علمية سليمة ، مستخدما الأساليب الإحصائية

والرياضية لقياس الظروف المستقبلية والتعبير عنها في شكل رقمي ، ويتطلب

ذلك كفاءة ودقة البيانات وسلامة الإحصاءات التي يتم جمعها.

ج. أن يتوفر في التخطيط درجة مناسبة من المرونة تسمح بإجراء تعديلات في

الخطة الموضوعية بما يتفق مع الظروف المستقبلية ،على أن تتم تلك التعديلات

بأقل تكلفة ممكنة.

1 ()أحمد حسن الزهري، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: دار الشروق للنشر، 1997م)، ص 175.

ح. أن تتم مراجعة دورية ومتابعة مستمرة لتنفيذ الخطط لضمان سير التنفيذ في

تحقيق الأهداف .

يتضح للباحث أن تخطيط الهيكل المالي يبدأ بالتنبؤ بالاحتياجات التمويلية للمنشأة،

والذي يتيح الفرصة للتعرف على الاحتياجات المالية المستقبلية والاستعداد لها

مسبقا، وكذلك يسهم في التعرف على ما سيكون عليه المركز المالي للمنشأة وربحيتها

في المستقبل ، واتخاذ الإجراءات التصحيحية إذا لزم الأمر.

أساليب التنبؤ المالي:

هناك عدد من أساليب التنبؤ المالي منها ما يلي:

1. أسلوب النسبة المئوية للمبيعات :

وهو أسلوب من أساليب التنبؤ المالي قصير الأجل والذي على أساسه تقسم بنود

الميزانية العامة إلى قسمين اعتمادا على مستوى المبيعات المتوقعة ، القسم الذي له

علاقة مباشرة مع المبيعات ، والقسم الذي ليس له علاقة مع المبيعات ، والخطوات

المتبعة في هذا الأسلوب هي كالآتي¹:

(1) منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص ص، 166 167.

الخطوة الأولى : تصنيف بنود ميزانية الفترة الماضية إلى مجموعتين ، تضم المجموعة الأولى البنود التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات ، بينما المجموعة الثانية البنود التي ليس لها علاقة مباشرة معها .

الخطوة الثانية : البنود التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات ، يتم إيجاد النسبة المئوية لقيمة كل بند طبقاً لميزانية الفترة الماضية إلى رقم المبيعات عن نفس الفترة .

الخطوة الثالثة : التنبؤ بما سيكون عليه كل بند من بنود الميزانية العمومية عن الفترة المقبلة (الميزانية العمومية المتوقعة) وذلك على النحو التالي:

1. بالنسبة لبنود الميزانية التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات ، يتم تقديرها بضرب النسبة المئوية لكل بند منها في قيمة المبيعات المتوقعة في الفترة المقبلة .

2. بالنسبة لبنود الميزانية التي ليس لها علاقة مباشرة مع المبيعات فتظهر في ميزانية الفترة المقبلة بنفس القيمة التي كانت عليها في ميزانية الفترة الماضية ، طالما لا تتوفر معلومات إضافية عنها .

الخطوة الرابعة: إيجاد مجموع الأصول ومجموع الخصوم في الميزانية العمومية المتوقعة ، فإذا اتضح إن جانب الأصول في الميزانية يفوق جانب الخصوم فسوف يمثل الفرق الاحتياجات المالية المطلوبة ، أما إذا زاد جانب الخصوم عن جانب الأصول فإن الفرق يمثل أصول زائدة عن الحاجة وقد يقتضي الأمر ضرورة التصرف فيها ، وإذا تساوى جانب الأصول والخصوم فلن تكون هناك احتياجات مالية .

2. أسلوب الانحدار للتنبؤ باحتياجات المالية :

يعطي هذا الأسلوب علاقات متوسطة بين المبيعات وكل بند من بنود الميزانية التي لها علاقة بها كل على حده، وتكون العلاقة بين رقم المبيعات وتلك البنود علاقة خطية، أي يمكن رسم تلك العلاقة بخط مستقيم لتوضيحها بيانياً، ويوضح الانحدار شكل العلاقة بين متغيرين من خلال تحديد اتجاه هذه العلاقة، ويمكن من تحديد أي المتغيرين يتغير أولاً، ويطلق على المتغير الأول المتغير المستقل والثاني المتغير التابع، والغرض من استخدام أسلوب الانحدار هو حساب المعادلة التي تمثل العلاقة الجبرية المتوسطة بين المبيعات وكل بند من البنود التي لها علاقة بها، وتعتمد الصيغة الرياضية على الاتجاه العام لنقاط الإحداثيات الموضحة باستخدام الرسم البياني، وتتبع الخطوات الآتية¹:

الخطوة الأولى: توفير بيانات إحصائية عن رقم المبيعات عن عدة سنوات سابقة ، وما كان عليه كل من بنود الميزانية التي لها علاقة مع المبيعات في تلك السنوات .

الخطوة الثانية: إيجاد العلاقة (معامل الانحدار) بين المبيعات وبين كل من البنود التي لها علاقة بها ، وعلى أساس هذه العلاقة يتم تقدير قيمة كل بند من هذه البنود ، أما البنود التي ليس لها علاقة بالمبيعات فتظل كما كانت عليه في ميزانية الفترة السابقة.

(1) فرد وستون ويوجين برجهام ، التمويل الإداري ، تعريب عبد الرحمن دعالة وعبد الفتاح السيد العماني ، (الرياض: دار المريخ، 2003م)، ص 263.

الخطوة الثالثة: تصوير الميزانية العمومية المتوقعة، وحساب الاحتياجات المالية أو الفائض المتوقع .

3. أسلوب الموازنة التقديرية النقدية :

الموازنة هي خطة كمية لاستغلال الموارد المتاحة للوحدة المحاسبية خلال فترة محددة في المستقبل، فهي ترجمة كمية لخطة المنشأة، وتقوم المنشأة بالتخطيط للاحتياجات النقدية من خلال إعداد الموازنة التقديرية لحركة النقود لديها من مقبوضات نقدية ومدفوعات نقدية عن فترة مستقبلية معينة¹. والخطوات المتبعة لإعداد الميزانية التقديرية النقدية هي كالآتي² :

الخطوة الأولى: تقدير قيمة المقبوضات النقدية: تشمل المبيعات النقدية، والمتحصل من المبيعات الآجلة وعائدات بيع الأصول، والعائدات النقدية من الاستثمارات والزيادة في رأس المال، وغيرها .

الخطوة الثانية : تقدير قيمة المدفوعات النقدية: تشمل قيمة مشتريات المواد الخام والأصول وأجور العاملين والإيجارات والمصروفات الإدارية والعمومية ومصروفات البيع والتوزيع والمصروفات الأخرى كالفوائد وتوزيعات الأرباح والتأمينات والضرائب وأي مدفوعات أخرى.

(1) خلدون إبراهيم الشريقات، إدارة وتحليل مالي ، (عمان: دار وائل للنشر، 2000م)، ص 192.

(2) عبد العزيز عبد الرحيم ، مرجع سابق ، ص 85.

الخطوة الثالثة: مقارنة المقبوضات مع المدفوعات وهي مقارنة التدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة ، للوصول إلى صافي التدفق الذي قد يكون فائضاً في حالة زيادة التدفقات النقدية الداخلة .

الخطوة الرابعة: إضافة الرصيد المرحل من الفترة السابقة إلى رصيد التدفق النقدي للفترة المحددة وذلك من أجل الوصول إلى الرصيد النقدي النهائي والذي يمثل صافي التدفق النقدي .

يتضح للباحث إن الميزانية التقديرية النقدية مهمة للمنشأة لأنها توفر معلومات عن حجم الفائض أو العجز في الأموال قبل فترة كافية ، مما يمنح المنشأة الوقت الكافي لدراسة البدائل التمويلية المتاحة لديها ، فهي تعطي تصور متكامل للسياسات المالية المطلوب مستقبلاً.

المبحث الثالث

مصادر الهيكل المالي

تعرف مصادر الهيكل المالي بأنها مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والجارية ، وعلى هذا الأساس فإن هيكل تمويل المشروع يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها ويمكن تقسيمها على النحو الآتي ¹ :

(1) دريد كامل ال شبيب ، مقدمة في الإدارة المعاصرة ، (عمان : دار المسيرة للنشر، 2006م) ، ص 223.

أموال الملكية :

يقصد بها الأموال التي يتم الحصول عليها من أصحاب المنشأة أي مالكيها، وهي استثمار طويل الأجل يوفر لأصحابه مجموعة من الحقوق ، كما توفر لهم أرباح بعد قرار المنشأة بتوزيعها وتشمل الأسهم بأنواعها والأرباح غير-الموزعة¹ . وعرفت بأنها مصادر التمويل التي تتمثل في الأرباح المحتجزة، والأسهم العادية والممتازة² ، وعرفت بأنها الأموال التي يقدمها أصحاب المشروع، وتمثل المصدر الأول للتمويل بالنسبة للمشروعات الجديدة والقاعدة التي تستند إليها المشروعات عند الاقتراض³ .

يستطيع الباحث تعريف أموال الملكية بأنها الأموال التي يكون مصدرها الملاك والأرباح المحققة نتيجة ممارسة المشروع لنشاطه الاقتصادي .أو أنها رأس المال الذي يقدمه المساهمين الذين يعتبرون المالكين الأساسيين للمنشأة ، ويتكون من حصص قياسية تعرف بالأسهم ،بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحتجزة. وفيما يلي أهم أنواع أموال الملكية :

الأسهم العادية :

1) محمد يوسف يس ، البورصة ، (بيروت: منشورات الطلي الحقوقية ،2004م) ، ص 42.

2) محمد عبد الفتاح العشماوي،دراسات جدوى المشروعات الاستثمارية،(القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، 2007م)،ص 80.

3) هيثم محمد ألزغبي ، الإدارة والتحليل المالي ، (عمان : دار الفكر للطباعة والنشر ،2000م)، ص 86.

هي وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد ، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع (أرباح ثابتة) سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها¹. يشير مصطلح السهم العادي ذلك السهم الذي لا يمتلك أي تفضيلات أو أسبقيات خاصة ، سواء في مقسوم الأرباح أو في حالة الإفلاس والتصفية ، وتمثل الأسهم العادية مصالح المالكين في المنشأة ، كما إنها تعد الأساس لهدف المنشأة بتعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية، حيث إن زيادة سعر السهم في السوق يشير إلى تعظيم تلك القيمة والعكس من ذلك في حالة انخفاض سعره² ، ويعرف السهم العادي أيضا بأنه مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية ، وتتمثل القيمة الاسمية في السعر المدون على قسيمة السهم ، وعادة ما يكون منصوص عليه في عقد التأسيس . أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة ، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال ، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية³ ، ويعرف السهم العادي أيضا هو سند ملكية له أكثر من قيمة هي القيمة الاسمية التي يصدر بها ، وينص عليها في

(1) دريد كامل ال شبيب ، مرجع سابق ، ص 201.

(2) عدنان تابه ألنعيبي ، ياسين كاسب الخرشه ، مرجع سابق ، ص 164 .

(3) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، (الإسكندرية: مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 1997م)، ص 167.

عقد التأسيس ، ويضع لها حدا أدنى . القيمة الثانية هي القيمة الدفترية وتتمثل في قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة ، أما القيمة الثالثة للسهم فهي القيمة السوقية وهي عبارة عن سعر السهم في سوق الأوراق المالية . وتتمثل القيمة الرابعة في القيمة التصفوية للمنشأة وهي القيمة التي يتوقع الحصول عليها في حالة تصفية المنشأة ، أما القيمة الخامسة فهي قيمة السهم حسب العائد وهي القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها مقابل حيازته للسهم العادي¹.

يتضح للباحث الأسهم العادية إنها حصة في رأسمال المنشأة المساهمة العامة المصدرة لهذه الأسهم ، وهي أوراق مالية لا تستحق ولا تعد بتوزيع نسبة أرباح ثابتة وتمنح حاملها حقا في ملكية المنشأة وما يتبع ذلك من مخاطر أعمال المنشأة وتبعات المسؤولية التي تحددها نسبة المساهمة في المنشأة .

مزايا إصدار الأسهم العادية

تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص من بينها ما يلي² :

أولا: إنها تعبير عن التمويل الممتلك لأصول المنشأة ، وهي تشكل الجزء الأساسي من حساب حقوق الملكية في كشف المركز المالي (الميزانية العمومية).

1) عبد القادر محمد احمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، إدارة مالية متقدمة، (عمان: دار وائل للنشر- والتوزيع، 2013م)، ص 120.

2) محمد أيمن عزت الميداني ، الإدارة التمويلية، (الرياض : مكتبة العبيكان ، 2004م) ، ص 711.

ثانيا: إن حاملها يتمتع بالحق في التصويت على قرارات إدارة المنشأة والرقابة على أنشطتها وأعمالها ، استنادا على نسبة مساهمته في رأس المال الممتلك .

ثالثا: إنها تعطي الحق في استلام مقسوم أرباح غير ثابت وغير- مؤكد كما هو الحال في السندات والأسهم الممتازة .

رابعا : تعطي لحاملها الأسبقية في شراء الإصدارات الجديدة من أسهم المنشأة قبل عرضها على الجمهور.

خامسا : الحق في اختيار أعضاء الفريق الإداري للمنشأة وإبعادهم وتغييرهم.

سادسا :لا تلتزم المنشأة بشراء الأسهم من أصحابها في حالة إصدارها وبالتالي فان هذه الأسهم تمثل مصدرا مستمرا للتمويل .

سابعا : لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على الشركة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها .

ثامنا : إن التمويل بإصدار الأسهم يعد توسيع لحقوق الملكية وهذا يخفض من خطر الرافعة المالية ، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للشركة في السوق المالي .

الأسهم الممتازة

هي إحدى مصادر التمويل طويل الأجل وتعد من عناصر حقوق الملكية ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها¹ ، ويطلق على هذا النوع من الأسهم مصطلح أسهم التمتع ، وتُحمل هذه الأسهم، عادة بمقسوم أرباح محدد ، على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم أو مبلغ ثابت لكل سنة، وتجمع الأسهم الممتازة بين مزايا الأسهم العادية وبين مزايا أدوات المديونية (السندات) ، وتُعرف أيضا بأنه وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدرها المنشأة ، ويحق لحامله بما يعادل قيمة أسهمه ملكية جزء من هذه المنشأة . وبالإضافة إلى القيمة الاسمية للسهم يوجد قيمة دفترية وقيمة سوقية . كما يجمع السهم بين خصائص كل من السند والسهم العادي² . للسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية، فالقيمة الاسمية هي قيمة السهم في وثيقة الإصدار ، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في السوق المالي بمشاركة أطراف ، أما القيمة الدفترية فتتمثل بقيمة هذه الأسهم في السجلات مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة ، إذ لا يتم إضافة الاحتياطيات والأرباح المحجوزة لأنها لا تعد حقوقا لحملة الأسهم الممتازة، ويحصل حامل الأسهم الممتازة على الربح نتيجة لمنحه هذا الحق في كوبون الإصدار، ويكون مقدار الربح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز، وله الأولوية في الحصول على نصيبه عند التصفية . والسهم الممتاز أداة مالية مهجنة لأنه يجمع بين صفات الأسهم العادية والسندات، وعادة

(1) دريد كامل آل شبيب ، مرجع سابق ، ص ص 205 - 208 .

(2) عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز السهلاوي ، مرجع سابق ، ص 128.

يحدد حداً أعلى للعائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة ، وتحدد نسبة الأرباح التي يحصل عليها حامل الأسهم الممتازة في شروط إصدار هذه الأسهم، ولغرض تحديد القيمة الاسمية للسهم الممتاز فان ذلك يرتبط بمقدار رأسمال الشركة وقوتها في السوق، وفي كل الأحوال لا يحصل حامل السهم الممتاز على حصته من الأرباح إلا بعد أن تحقق الشركة الأرباح وتقرر توزيعها.

يتضح للباحث إن الأسهم الممتازة عبارة عن ورقة أو وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدرها المنشأة، ويحق لحاملها بما يعادل قيمة أسهمه ملكية جزء من هذه المنشأة، وحامل السهم الممتاز له أرباح محددة، على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم أو مبلغ ثابت لكل سنة.

حالات إصدار الأسهم الممتازة:

يتم إصدار الأسهم الممتازة في حالات محددة وهي¹:

أ. في حالة عدم إمكانية حصول الشركة على القروض من المؤسسات المالية نظراً لارتفاع مديونيتها أو ارتفاع معدلات الفائدة في السوق المالية .

ب. الاستفادة من المتاجرة بالملكية أي في حالة كون كافة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة أقل من كلفة إصدار الأسهم العادية، فمثلاً إذا كانت أرباح الأسهم الممتازة بنسبة 10% وكان العائد المتوقع على الاستثمار بنسبة 16%، ففي هذه الحالة نتخذ

(1) دريد كامل ال شبيب ، مرجع سابق ، ص ، ص 208- 210.

القرار بالتمويل بإصدار الأسهم الممتازة لأنها تحقق عائد أكبر لحملة الأسهم العادية (أي المستثمرين القداماء).

ج. في حالة ارتفاع مديونية الشركة أو زيادة الأعباء المالية المترتبة عليها، فإن التمويل بواسطة الأسهم الممتازة يفضل على التمويل بواسطة السندات أو القروض كونها ترتب التزامات على الشركة من حيث الأقساط أو الفوائد وتكون ملزمة بدفعها سواء حققت الربح أو لم تحققه وفي أوقات ومبلغ محدد، بينما في حالة التمويل بالأسهم الممتازة يتم منح حاملها نصيبهم من الأرباح عند تحققها واتخاذ القرار بالتوزيع.

أنواع الأسهم الممتازة

تتمثل أهم أنواع الأسهم الممتازة في التالي¹:

الأسهم مجمعة الأرباح: يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح حتى وان لم يتم توزيعها في نفس السنة المالية التي تتحقق بها، أي يتم ترحيل أو تجميع نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح المتحققة وغير المدفوعة في سنوات سابقة وتسديدها في سنوات لاحقة عند اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح حتى وان أدى ذلك إلى عدم حصول حملة الأسهم العادية على حصتهم من الأرباح.

1(رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية- مدخل إلى قرارات لاستثمار وسياسات التمويل، (عمان: دار المسيرة، 1997م)، ص 87 .

الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح: ونقصد بها أن يحصل حامل الأسهم الممتازة على حصته من الأرباح المقررة في شروط الإصدار ، بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية مع حملة الأسهم العادية ضمن شروط يتفق عليها .

الأسهم القابلة للاستبدال: ويقصد بها انه يتم منح حق الاستبدال للأسهم الممتازة بأسهم عادية، وهذا يعني إن حامل السهم الممتاز يستفاد من هذا الحق بتغطية درجة المخاطر التي قد يتعرض لها ، ونقصد بذلك إن حامل السهم الممتاز يستفاد في حالة وجود كساد من النسبة الثابتة المحددة من الأرباح للسهم الممتاز، وهو لا يتعرض لمخاطر انخفاض الأرباح .أما في حالة الرواج الاقتصادي فيقوم بتحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية للاستفادة من ارتفاع الأرباح كنتيجة للرواج الاقتصادي.

الأسهم القابلة للاستدعاء: في هذا النوع من الأسهم تقوم الشركة المصدرة للأسهم الممتازة بفرض شرط الاستدعاء بغرض شراء الأسهم الممتازة التي قامت بإصدارها أي يتم استدعاء الأسهم الممتازة مقابل دفع قيمة السهم نقداً إلى حامله ، وعادة يتم منح علاوة عند استدعاء السهم الممتاز.

خصائص الأسهم الممتازة : من بين الخصائص التي تتميز بها هذه الأسهم من غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل الأخرى ما يلي :

أولاً: الأسبقية في الأصول والأرباح ، حيث إنها تمتلك حق الأولوية على الأسهم العادية ، كون إن حقوقها واجبة السداد قبل الأسهم العادية في حالة إفلاس المنشأة وتصفية أصولها . كما إنها تمتلك الأولوية عند توزيع الأرباح على حملة الأسهم .

ثانياً: إمكانية تجميع الأرباح وتراكمها ، حيث تتمتع الأسهم الممتازة بخاصية تراكم مقسوم الأرباح لصالحها في حالة حجبها في سنة أو أكثر ، وذلك عن طريق تدوير تلك الأرباح إلى السنوات اللاحقة .

ثالثاً: حق التحول إلى الأسهم العادية ، وجود هذه الخاصية في الأسهم الممتازة يعني- إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية ويعبر ذلك عن قدرة السهم الممتاز الواحد من التحول إلى عدد من الأسهم العادية.

رابعاً: ذو قيمة اسمية ثابتة ، وهذه القيمة ضرورية لأغراض محاسبية ، وهي القيمة التي يجب دفعها إلى حامل السهم الممتاز في حالة تصفية المنشأة ، وهي بذلك على خلاف الأسهم العادية التي لا تكون قيمتها محددة .

الشروط الرئيسية لإصدار الأسهم الممتازة

هناك شروط رئيسية لإصدار الأسهم الممتازة تتلخص في الآتي¹:

أ. أولوية المطالبة على الأصول والعوائد:

(1) فرد ويستون ويوجين برجهام ، مرجع سابق، ص ص 661 ، 669.

إن كثيرا من الشروط المتعلقة بالأسهم الممتازة تصمم لتقليل مخاطرة المشتري في ضوء المخاطرة التي يتحملها حملة الأسهم العادية. وعادة ما يكون للأسهم الممتازة أولوية المطالبة على المكاسب والأصول . وهناك شرطان صمما لمنع تقليل هذه الأولوية. الشرط الأول :يذكر انه بدون موافقة حملة الأسهم الممتازة ، لا تستطيع الشركة إصدار أوراق مالية ذات أولوية على المكاسب والأصول أعلى أو مساوية للأسهم الممتازة. الشرط الثاني:يهدف للاحتفاظ بالمكاسب في الشركة ، وهذا يتطلب مستوى أدنى من الأرباح المحتجزة قبل التصريح بالتوزيعات للأسهم العادية. ولكي يتأكد وجود أصول سائلة لا بد من وجود حد أدنى لنسبة التداول.

ب.القيمة الاسمية :

عادة ما يكون للأسهم الممتازة قيمة اسمية ، وهذه القيمة لها معنى- كمي .أولاً، تحدد القيمة الاسمية المبلغ المستحق لحاملي الأسهم الممتازة عند التصفية. ثانياً ، إن ربحية الأسهم الممتازة كثيرا ما تحسب كنسبة من القيمة الاسمية.

ج.تراكم الأرباح:

تصدر معظم الأسهم الممتازة بحيث تكون متراكمة . ولهذا ، فإن كل الأرباح الخاصة بالأسهم الممتازة لفترة سابقة يجب إن تدفع قبل دفع التوزيعات للأسهم العادية . إن تراكم الأرباح تكون بمثابة أداة لحماية حاملي الأسهم الممتازة . وإذا لم تكن الأسهم الممتازة متراكمة الأرباح ، فإن الأسهم العادية والممتازة قد لا يدفع لهما توزيعات لعدة

سنوات . ويمكن للشركة عندئذ إن تعطي توزيعات كبيرة للأسهم العادية ومدفوعات محددة للأسهم الممتازة .

د.القابلية للتحويل :

تصل نسبة الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية والتي صدرت في السنوات الأخيرة إلى حوالي 40%، ويمكن تحويل كل سهم ممتاز إلى 2.5 من الأسهم العادية حسب رغبة حامل الأسهم الممتازة .

أموال الاقتراض:

عرفت أموال الاقتراض بأنها اتفاق بين الدائن والمدين يقدم بموجبه الدائن مبلغا من المال على أن يقوم المدين بإعادته مع فوائده في أوقات محددة يتم الاتفاق عليها¹، وعرفت بأنها الأموال التي يمكن الحصول عليها بالاقتراض من البنوك او من المستثمرين في أسواق رأس المال أو من خلال إصدار السندات² . وهي أيضا الأموال التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر من المؤسسات المالية المحلية والدولية كالمصارف وشركات التأمين ، وأموال الاقتراض تمثل التزاما على المستثمر او المؤسسة يتعين الوفاء بها خلال فترة زمنية معينة وفي مقابل الحصول على تلك القروض يلتزم المقترض بسداد أقساط سنوية أو ربع سنوية أو اقل من ذلك بالإضافة إلى فائدة

1) عبد الغفار حنفي ، وآخرون ، الإدارة المالية ، (الإسكندرية :الدار الجامعية ،1997م) ، ص 504.

2) برايان كويل ، هيكل رأسمال الشركات، (القاهرة : دار الفاروق للنشر والتوزيع ،2006م) ، ص 84.

سنوية يتم الاتفاق على سدادها في شروط القرض ، بالإضافة إلى المؤسسات المحلية هناك العديد من المؤسسات الدولية والإقليمية التي تساهم في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة في الدول النامية ، كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير¹ .

يستطيع الباحث تعريف أموال الاقتراض بأنها الأموال التي لا يقدمها المساهمين ، وإنما الأموال التي يتم الحصول عليها من جهات خارجية وتتميز بارتفاع درجة المخاطرة المالية ، وتمثل التزاما ماليا بسداد أصل الدين بالإضافة إلى الفائدة المترتبة عليه والمحددة بزمن معين².

يتضح للباحث إن الاقتراض يعتبر سياسة سليمة بالنسبة للمنشآت التي تتصف إيراداته بالثبات والانتظام ، وذلك لأنه أقل تكلفة من التمويل بالأسهم ، لأن المقرضون يطلبون نسبة محددة ثابتة هي معدل الفائدة على الأموال المقترضة وعادة تكون منخفضة مقارنة مع العوائد التي يطلبها أصحاب الأسهم ، بالإضافة إلى إن تكاليف إجراءات المعاملات الخاصة بالاقتراض أقل من تكاليف إجراءات معاملات الأسهم ، أما المنشآت التي تكون إيراداتها متقلبة وأنشطتها غير مستقرة فأنها تكون عرضة لعدم إمكان دفع الأعباء الثابتة في حالة اعتمادها على الاقتراض ، ولذلك ينبغي أن تقلل من نسبة الاقتراض في تمويل أنشطتها ، حتى لا تتعرض للمخاطر المالية الناجمة من

(1) سعيد عبد العزيز ، دراسات جدوى المشروعات ، (الإسكندرية : الدار الجامعية ، 2003م) ، ص 164.

(2) فرد وستون ويوجين برجهام ، مرجع سابق ، ص 658 .

عدم توفر النقدية لسداد أصل القرض وفائدته وكذلك مخاطر الإفلاس والتصفية .

وتأخذ الأموال المقترضة أشكال مختلفة.

مصادر التمويل المقترض طويل الأجل :

أ.القروض طويلة الأجل :

يعد هذا التمويل بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقترض على تسديد فوائد دورية طيلة سنوات الاقتراض إضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن توقيتات يتم الاتفاق عليها مع المقرض . وقد يكون الطرف المقرض منشأة مالية وسيطة . وتتراوح أجال هذه القروض بين (3) سنوات إلى (15) سنة . وقد تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين أو بأي نوع من الضمانات الأخرى.

ب.السندات (Bonds):

هناك تعريفات عديدة للسندات لكن معظمها يؤكد إن السند هو ورقة مالية تصدرها الشركات المساهمة أو المنظمات الحكومية وتعتبر عن قروض طويلة الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت أو متغير- ، وتلتزم المنشأة التي أصدرت السند بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد سنويا أو كل ستة شهور أو حسب ما اتفق عليه¹.

1() اسعد حميد العلي ، الإدارة المالية - الأسس العلمية والتطبيقية ، (عمان : دار وائل للنشر،2010م) ، ص 205.

هي أيضا أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة تصدر من جهات عديدة مثل الدولة والشركات ، وتطرح للتداول إلى الأفراد والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويل الأجل ، وبذلك يعد التمويل بواسطة السندات شكلا من أشكال التمويل طويل الأجل¹ ، والسند أيضا عبارة عن شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر لها دفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل السند بالإضافة إلى منحه فائدة دورية تدفع سنويا أو نصف سنويا ، تتراوح فترات استحقاق السند بين- القصيرة (من سنة إلى خمس سنوات) ، والمتوسطة (من خمس إلى عشر- سنوات) ، والطويلة الأجل (10 سنوات فأكثر)² . ويعتبر السند أيضا من أهم أدوات المديونية السندات وهي بمثابة عقد أو اتفاق بين- الجهة المصدرة لها والمستثمر الذي يشتريها ، ويقضي هذا الاتفاق بان يفرض المستثمر في الجهة المصدرة لها مبلغا معيناً لمدة محددة وبسعر فائدة معين، والسندات أيضا أوراق مالية ذات دخل ثابت وتتمتع بقابلية التداول ، وهي تمثل عقد طويل الأجل تلتزم بموجبه المنشأة بتسديد دفعات دورية من الفوائد التي تمثل كلفة الاستخدام للأموال ، إضافة إلى أصل المبلغ لمن يحمل السند . ويتراوح اجل السند (20-30) سنة ، إلا انه في السنوات الأخيرة سادت سندات ذات أجال تنحصر- بين-(7-10) سنوات³ . ويعرف أيضا السند بأنه حصة من قرض أي إن الشركة تقترض من الجمهور عن طريق بيعه وثائق تسمى سندات بقيمة اسمية محددة وتحمل فائدة

(1) دريد كامل ال شبيب، مرجع سابق ، ص 212 .

(2) اسعد حميد العلي ، مرجع سابق، ص 206 .

(3) عدنان تايه النعيمي ، ياسين كاسب الخرشه ، مرجع سابق ، ص 169 .

محددة يتم دفعها إما كل ستة أشهر مرة وإما كل سنة مرة وتستحق هذه السندات بعد فترة زمنية طويلة نسبياً قد تصل إلى عشرة أو خمسة عشرة سنة وقد تتجاوز ذلك¹.

تصدر السندات بقيمة اسمية وتاريخ استحقاق معين ، وعندما يحين تاريخ الاستحقاق تقوم الجهة المصدرة للسند برد قيمة السند إلى حاملها .وللسند قيمة سوقية قد تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الاسمية ، وفي هذه الحالة سيحقق حامل السند مكاسب رأسمالية ، وقد تكون القيمة السوقية أقل من القيمة الاسمية ، وفي هذه الحالة سيتحمل حامل السند الخسارة الرأسمالية² .

في نهاية الفترة أي عند موعد الاستحقاق تقوم الشركة بدفع القيمة الاسمية لحامل السند وتسترد السند منه وهذا ما يطلق عليه إطفاء السندات أي سداد قيمتها . يمثل السند مستند مديونية طويلة الأجل تصدره الشركات ويعطي لحامله الحق في الحصول علي القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضا الحق في معدل فائدة دوري (كوبون) يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية ، وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية³. ونجد في أحيان كثيرة لا تكفي أموال الملكية لتغطية حاجة المشروع من التمويل طويل الأجل مما يحدو بهذه المشاريع إلى الاقتراض. والسندات هي احد الأدوات المالية التي طورت للاقتراض أموالاً لفترات

(1) منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث،1997م) ، ص 31.

(2) عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز السهلاوي ، مرجع سابق ، ص 128.

((3) منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مرجع سابق، ص 31 .

طويلة الأجل. فالسند صك مديونية يصدره المقترض ويبيعه إلى الجمهور أو المؤسسات المالية بقيمته الاسمية أو بأكثر منها إذا ما بيع بعلاوة إصدار أو بأقل منها إذا ما بيع بخصم إصدار. ويظهر على السند اسم الجهة المصدرة (المقترضة) ورقمه، ونوعه، والقيمة الاسمية له، ومدته، وسعر الفائدة، وقد يصدر باسم المشتري أو لحامله¹.

يرى الباحث إن السند ما هو إلا وثيقة مديونية طويلة الأجل تصدره المنشآت، ويعطي حامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق. ويختلف السند عن الأنواع الأخرى للقروض كونه يباع إلى فئات مختلفة سواء الجمهور العادي أو للمؤسسات المالية، بينما يتم الحصول على القروض المصرفية من مصادر محددة.

خصائص السندات :

تعد السندات من مصادر التمويل طويلة الأجل ومن أدوات الدين وتتميز بالخصائص التالية :

1. تعتبر السندات حق دائنية على الشركة إذ تلتزم الجهة المصدرة لها بإطفاء قيمتها ودفع فوائدها في الفترات المحددة لذلك في وثيقة الإصدار، وهي من

1() سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1990م)، ص، 315 .

الحقوق الممتازة أي تمنح الأولوية في الحصول على مستحقاتها قبل حقوق حملة الأسهم العادية والممتازة .

2. السندات هي أداة دين استثمارية ثابتة الدخل أي تصدر بنسبة فائدة محددة ولها مدة إطفاء تتحدد في شروط إصدارها وعلى الجهة المصدرة تسديد قيمتها في نهاية هذه المدة حتما

3. قابليتها على التداول مع وجود احتمال تحقيق أرباح وخسائر رأسمالية عند ارتفاع قيمة السند في السوق المالي إضافة إلى الفوائد الجارية التي يحصل عليها .

4. تحقيق الميزة الضريبية حيث إن كلفة الفائدة السنوية تعتبر من المصاريف التي تحمل لحساب الأرباح والخسائر عند احتساب الضريبة على الأرباح

5. لا يحق للمستثمر حامل السندات الاشتراك في الإدارة أو التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية والمساهمة في قراراتها .

6. تعد احد الوسائل المهمة في تنويع مصادر التمويل وقد يؤدي إلى زيادة عائد المتاجرة بالملكية في حالة ما إذا كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من سعر فائدة السند في حالة انخفاض كلفة التمويل بالسند مقارنة بمصادر التمويل المتاحة الأخرى.

7. إن صفات السندات لا يعني- عدم وجود قيود على إصدارها فهناك سندات تصدر بضمانات أي يتم اشتراط تقديم بعض الأصول ضمان لحقوق حملة السندات ، وكذلك ضرورة أن يؤخذ بعين الاعتبار التعليمات المالية والأعراف التجارية التي لا تسمح بإصدار السندات بنسبة محددة من رأس مال الشركة إضافة إلى القيود القانونية والقيود المالية المتعلقة بنسبة المديونية.

8. الاستفادة من الرفع المالي شريطة أن تكون كلفة السندات اقل من العائد المتوقع على استثمار الأموال الناجمة عن بيع السندات ،أي أن يكون هناك فرق موجب بين العائد المتحقق وبين الكلفة المدفوعة يؤدي إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم.

شروط إصدار السندات:

- أ. من أهداف إصدارها المتاجرة بالملكية في حالة ما إذا كان معدل العائد على الاستثمار اكبر من سعر الفائدة.
- ب. انخفاض كلفة التمويل بالسند مقارنة بمصادر التمويل الأخرى المتاحة.
- ت. الميزة الضريبية حيث إن كلفة الفائدة السنوية تعتبر من النفقات التي تحمل لحساب الأرباح والخسائر عند احتساب الضريبة على الأرباح .
- ث. لا يحق لحملة السندات الاشتراك في الإدارة أو التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية أو التأثير على قراراتها .

ج. تعتبر احد الوسائل الفعالة في تنويع مصادر التمويل وتخفيض درجة الخطر

المالي للمشروع وقد يؤدي إصدارها إلى زيادة العائد على الاستثمار.

أنواع السندات (Forms of Bonds) :

تصنف السندات حسب عدة معايير منها الضمان وسعر الفائدة والجهة المصدرة والقابلية للاستعاء والقابلية للتحويل ومن أهم أنواعها¹:

أولاً: السندات الحكومية: التي تصدرها الحكومة ممثلة بوزارة المالية عبر البنك المركزي وهذا النوع مخاطره منخفضة وفائدته أيضا منخفضة طالما إن احتمالات تعرض الحكومة إلى الإفلاس هامشية حتى ولو تعرضت إلى أزمة نقدية تستطيع التمويل بالتضخم بطبع العملة دون غطاء من الذهب أو العملات الأجنبية وهي صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، في الدول النامية والتي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد لا يقتصر حق إصدار تلك الأوراق على الحكومة المركزية، بل يمتد إلى الحكومات المحلية.

ثانياً: السندات العادية (Bonds): وهي الإصدارات ذات الطبيعة العامة والتي تتحدد كلفتها بسعر الفائدة الثابت مع التزام الجهة المصدرة بتسديد

(1) سريد كمل - الم - شبيب، مرجع سابق، ص 214.

قيمة السند بتاريخ الاستحقاق المعين في شروط الإصدار إضافة إلى الفوائد ، وقد تكون السندات لسمية أي باسم صاحب السند فهو النبي يستحق الفوائد وقيمة الإطفاء أو قد يكون السند لحامله وبذلك يستحق من يحمل السند حقوقه المنصوص عليها في شهادة الإصدار ، وهناك سندات تسمى سندات البيع وهي تعطي لحاملها الحق في إعادةها إلى الجهة المصدرة ولستلام مبلغها وتكون الفائدة عليها منخفضة مقارنة بالسندات العادية وتصدر هذا النوع من السندات الشركات الصناعية ذات المركز المالي الجيد .يعتمد ملاك هذه السندات على القوة الايرادية للشركة المصدرة ، فليس لهم رهن على أي أصل من أصول الشركة ..

ثالثا:السندات المضمونة (Mortgage Bonds):تصدر السندات المضمونة شرط رهن بعض الموجودات في الشركة، ولا يحق للشركة المالكة التصرف بهذه الموجودات المرهونة إلا بعد إطفاء قيمة السندات، وقد يكون الضمان بالأصول الثابتة وفي هذه الحالة يحق للشركة المالكة التصرف بجزء من هذه الأصول أو التصرف بحدود المبالغ التي تستهلك من قيمة السندات أو من خلال استبدالها بموجودات أخرى، ومن الممكن إصدار السندات بكفالة شركات أخرى أو بنوك وقد يكون الرهن من الدرجة الأولى إذا لا يجوز استخدامه كضمان لإصدارات جديدة أخرى أو

من- الدرجة الثانية حيث- يمكن- استخدامه- لأكثر- من- إصدار- وهذا النوع هو الأكثر- شيوعا- من- غير-ه-

رابعاً السندات- ذات- الدخل- (Income Bonds) :- هذا النوع من- السندات- لا يحق- لحاملها- الحصول- على- قيمة- الفوائد- إلا إذا حققت- الشركة- الأرباح الكافية- لتسديد- الفوائد- وعادة- تكون- أسعار- الفائدة- لهذا النوع من- السندات- مرتفعة- مقارنة- بالسندات- العادية- لغرض- ترغيب- المستثمر- بشرائها- و السندات- الدخلية- هي- التي- تحصل- على- الفائدة- المحسنة- لها ، إذا كانت- المكاسب- كافية- لسداد- التزامات- الفائدة- مع- إن- الأصل- ، انه يجب- سداد- الفوائد- عند- الاستحقاق- .وهكذا- فإن- الفائدة- نفسها- ليست- مصروفاً- ثابتاً - ومن- الناحية- التاريخية- نجد- إن- السندات- الدخلية- كانت- تصدر- عندما- تواجه- الشركة- صعوبات- مالية- وإن- ماضيها- يوضح- إنها- قد- لا- تستطيع- مواجهة- التزامات- ثابتة- بمستوى- كبير- في- المستقبل-

خامساً السندات- مقاسمة- الأرباح: وهذه- الميزة- تمنح- لغرض- تشجيع- المستثمرين- للاكتتاب- بالسندات- كونها- تمنح- المستثمرين- في- هذا النوع من- السندات- امتيازاً- إضافياً ، فبالإضافة- إلى- الفائدة- الثابتة- فإنه- يشارك- حاملي- الأسهم- العادية- بنسبة- من- الأرباح- التي- تحققها- الشركة- وتحسد- هذه- النسبة- في- شروط- الإصدار-

سادسًا السندات القابلة للاستبدال - باسهم عادية (Convertible Bonds) :- تتمتع هذه السندات بميزة حق استبدالها باسهم عادية وعلى أساس رغبة حاملها ، ويتم تحديد طريقة الاستبدال ونسبتها وموعدها بشروط الإصدار ، وتتمتع مثل هذه السندات بمرونة فحاملها يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود ، ويمكنه الحصول على حصة من الأرباح في فترات الرواج بعد استبدال السندات باسهم عادية .

سابعًا: السندات القابلة للاستدعاء: تلزم الشركة بدفع قيمة تفوق القيمة الاسمية للسند من أجل استدعائه قبل تاريخ الاستحقاق ، وتسمى الزيادة عن القيمة الاسمية بتعويض الاستدعاء¹ وهي تلك السندات التي تمنح الحق للشركة باستدعائها بعد مرور فترة محددة من إصدارها ، ويكون ذلك من خلال شراء السندات نقداً من أسواق التداول أو باستدعاء هذه السندات لقاء علاوة إضافية تمنح إلى حاملها بالإضافة إلى قيمة السند الأصلية .

ثامنًا: السندات القابلة للاستهلاك :-

بوسطه. هنا النوع من السندات تضع المنشأة جدولاً زمنياً لتسديد قيمتها بحيث تكون ملتزمة بشراء عدد معين من السندات سنوياً ، وفي العادة تكون الفائدة على مثل هذا النوع من السندات لقل من الفائدة على

1 ((عبد القادر محمد احمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق ، ص 127.

تاسعاً السندات ذات الأموال الغاطسة :- هي تلك السندات التي تصدر من قبل المنشآت الأعمال التي ترغب في إعادة تسديد السندات بشكل نظامي وذلك عن طريق وضع مقدار محدد من المال جنباً للغرض المنكور ، حيث تقوم المنشأة بدفع مبلغ معين من المال أو نسبة من مبلغ الدين لطرف ثالث بمثابة أموال غاطسة بحيث يتم استخدام هذه الأموال الغاطسة لإطفاء السندات أما عن طريق استدعاء تلك السندات بعلاوة تزيد عن القيم الاسمية أو شراء تلك السندات في سوق الأوراق المالية فيما إذا كانت تباع بخصم يقل عن القيم الاسمية .-

عاشراً السندات المتسلسلة :- مثل هذا النوع من السندات يكون مناسباً للمنشآت التي ترغب في توزيع السندات التي تصدرها ضمن سلسلة من الإصدارات تستحق في سنوات متعاقبة وتتمتع هذه السندات بخاصية الاستدعاء قبل تاريخ استحقاقها .-

ومن وجهة نظر مصدري (المقترضين) القروض طويلة الأجل ، نجد إن هناك العديد من المزايا والعيوب للسندات .-

وتشتمل المزايا على ما يلي :-

1. إن تكلفة الاقتراض محسنة من قبل فحاملو السندات لا يشاركون الشركة في الأرباح العالية التي قد تحققها .-
2. وبالإضافة إلى أن تكلفتها محسنة ، فإن عائد السندات غالباً ما يكون لقل من عائد الأسهم العادية .-
3. لا يشارك حملة السندات مالكي الشركة في الرقابة عند استخدام القروض في تمويل الشركة .-
4. إن مدفوعات الفوائد على القروض تقطع قبل حساب الضريبة .-
5. تحقيق المرونة في الهيكل المالي بوضع شرط حق الاسترداد في وثيقة التعاقد .-

أما عيوب السندات للمقترض فتتمثل في¹ :

1. إن تكلفة القروض ثابتة. فإذا تذبذبت مكاسب الشركة ، فقد تصبح غير قادرة على دفع هذه التكلفة (الفوائد).
2. إن المخاطر العالية تؤدي لارتفاع معدلات الرسملة على حقوق الملكية ، وعلى الرغم من إن الرافعة مفضلة وترفع من مكاسب السهم ، إلا إن معدلات الرسملة المرتفعة الذي تسببه الرافعة قد تسبب انخفاض قيمة الأسهم العادية.
3. إن القروض عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق محدد ، وان المدير المالي للشركة يجب عليه تكوين احتياطي لتسديدها في ميعادها.
4. طالما إن القروض طويلة الأجل هي التزام لفترة طويلة ، فإنها تتضمن مخاطرة ،ويمكن أن تتغير- التوقعات والخطط التي صدرت فيها القروض ، وان القروض يمكن أن تصبح عبئاً.
5. إن العلاقة بين- المقرض والمقترض التي توضحها وثيقة التعاقد ، يحتمل أن تكون شروطاً متشعبة عما تكون عليه وثائق العقود قصيرة الأجل . وعليه ، فان الشركة يمكن أن تواجه كثيراً من المشاكل والقيود عما إذا استخدمت القروض قصيرة الأجل في تمويل احتياجاتها المالية أو أصدرت أسهماً عادية.
6. هناك حد أقصى- في الشركة للتمويل باستخدام القروض طويلة الأجل . ويجب أن يراعى هذا الحد المعايير العامة المقبولة للسياسة المالية التي توضح إن نسبة القروض لن تزيد عن حد معين .فإذا زادت القروض عن هذا الحد فان تكلفتها تزداد بسرعة.

1 () فرد ويستون ويوجين برجهام ، مرجع سابق ، ص 659.

2. القروض المصرفية طويلة الأجل² :

تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة الطويلة الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي وتكون مدتها أكثر من سنة ، وتمنح مثل هذه القروض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى المحلية من داخل البلد أو خارجية من خارجه .

يتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقرض وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقرض في المواعيد التي يتفق عليها وتكون على شكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفين ، وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وإمكانية الطرفين ، وقد يكون سعر الفائدة بنسبة ثابتة أو عائمة وتحدد مقدار العمولة ومواعيد وطريقة التسديد عند إبرام عقد منح القرض ، بالإضافة إلى بعض الضمانات التي قد يطلبها المصرف مثل الحفاظ على درجة سيولة الأصول ونسبة المديونية ومكونات هيكل رأس المال ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها والحد الأدنى من الرصيد الذي يجب الاحتفاظ به .

يتضح للباحث إن أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها الشركة في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول على مصدر تمويل مناسب ، وفي بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض أقل تكلفة من المصادر الأخرى على اعتبار إن الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تخفض

2 () دريد كامل ال شبيب ، مرجع سابق ، ص 215.

من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال ، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقترض على تسديد الالتزامات المترتبة عليه ، ويعتمد احتساب كلفة القروض على المبلغ المقترض ومعدل سعر الفائدة وفترة الاقتراض .

خصائص القروض طويلة الأجل :

من وجهة نظر حاملي القروض طويلة الأجل ، (القرض يكون جيدا بالنسبة للمخاطرة) نجد إن لهذه القروض مزايا محددة بالنسبة للدخل منها ، وأنها ضعيفة في الرقابة على الشركات المصدرة ، ويتضح ذلك من التفصيل التالي¹:

1- في مجال المخاطرة ، نجد إن القرض مفضلا ، لأنه يعطي حامله أولوية المطالبة في حالة تحقيق المكاسب وعند التصفية . كما للدين تاريخ استحقاق محدد ، كما إنها محمية بالشروط المتضمنة في وثيقة التعاقد.

2- يحصل حامل السند على عائد محدد ، باستثناء السندات الدخلية ، وهذا العائد غير مرتبط بالمكاسب التي تحققها الشركة ، ومع ذلك فالقروض لا تشترك في الأرباح غير العادية التي تحققها الشركة وذلك لان فوائدها محددة . ويعاني حملة السندات بالفعل في فترات التضخم .

1 (فرد ويستون ويوجين برجهام ، مرجع سابق ، ص 658 .

3- في مجال الرقابة على الشركة ، نجد إن حامل السند ليس له حق التصويت.

على قرارات الشركة . ومع ذلك إذا عجزت الشركة عن سداد فوائد السندات.

فإن من حق حاملي السندات ممارسة الرقابة على الشركة .

القرارات التي تتعلق باستخدام القروض طويلة الأجل:-

عندما نأخذ في الحسبان إن هناك عسبا من طرق التمويل طويلة الأجل نجد إن

الحالات التالية يفضل فيها استخدام الديون طويلة الأجل :-

1. وجود استقرار نسبي لكل من المبيعات والدخل ، أو توقع زيادة المبيعات.

مستقبلا.

2. توقع ارتفاع جوهري في مستوى الأسعار مستقبلا ، وهنا يحقق للشركة مزايا

تتمثل في تسديد القرض بقيمة أرخص.

3. إن نسبة القروض الحالية منخفضة نسبياً للمجال الذي يتم تمويله (إنتاج-

تسويق-الخ)

4. عندما ترى إدارته الشركة إن سعر السوق للأسهم العادية منخفضة مقارنة

بالسندات .

5. عندما ترغب الإدارة في الاحتفاظ بالرقابة على الشركة ، وبالتالي نجد إن بيع

أسهم عادية سيتضمن مشاكل في الاحتفاظ بإدارة الشركة.

الاستئجار: Leasing

الاستئجار هو عقد يبرم بين طرفين هما المستأجر والمؤجر ، يلتزم بموجبه الطرف الأول بدفع مبالغ محددة بتواريخ متفق عليها للطرف الثاني المالك لأصل من الأصول مقابل انتفاع الطرف الأول وهو المستأجر بالخدمات التي يقدمها الأهلويطلق على هذا النوع من التمويل الذي يمكن أن تلجأ إليه منشآت الأعمال بالتمويل التاجيري ويعرف بالاستئجار على أنه ترتيب أو عقد يعطي لأحد الأطراف ، الذي يسمى بالمستأجر ، الحق باستخدام أحد الأصول الثابتة المملوكة لطرف آخر ، الذي يسمى بالمؤجر لمدة محددة ومقابل دفعات محددة أيضا تشير إلى بدل الإيجار.

أهم البنود التي يتضمنها عقد الاستئجار هي المدة الأساسية للعقد التي لا يمكن خلالها إلغائه ، وقيمة دفعة الإيجار الشهرية ، وتاريخ دفعها ، وإمكانية تجديد العقد أو شراء الأصل في نهاية مدة العقد ، والجهة التي تتحمل صيانة الأصل ومن بين الأصول التي يشملها الاستئجار الآلات ، المعدات ، والتجهيزات في مجال النقل كالطائرات والسفن والشاحنات³.

يستخلص الباحث إن الاستئجار هو استئجار الأصل أو الآلة على أنه تلك العملية أو الترتيب الذي يضمن شراء استخدام الأصل لمدة زمنية طويلة نسبيا من دون تملك الأصل ، وهناك عدة أنواع لعقود الاستئجار أهمها الاستئجار التمويلي ، الاستئجار التشغيلي ، الاستئجار المقرون أو المرتبط برفعة التمويل .-

أ. الاستئجار التمويلي (الرأسمالي) :-

يمثل هذا النوع من الاستئجار عقدا بين المستأجر والمؤجر ، يلتزم المستأجر بموجب هذا العقد بدفع أقساط مالية للمؤجر نظير استخدامه للأصل .- مجموع هذه الأقساط المالية

(1) عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز السهلاوي ، مرجع سابق ، ص 123.

(2) عدنان نايف ألنعمي ، ياسين كاسب الخرشه ، مرجع سابق ، ص 177.

(3) عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز السهلاوي ، مرجع سابق ، ص 125.

يغطي قيمة الأصل بالإضافة إلى تحقيق عائد مناسب للمؤجر، ويطلق عليه أيضا تسمية الاستئجار المالي . ويختلف هذا النوع من التأجير عن النوع السابق ،التأجير التشغيلي ، في ثلاثة جوانب هي : انه لا يتضمن تقديم المؤجر لخدمات الصيانة ، وان العقد لا يمكن إلغائه ، وانه يمتد لمدة طويلة تمتد حتى نهاية العمر الاقتصادي للأصل ، أي أن المؤجر يستلم دفعات أو بدلات إيجار مساوية لقيمة الأصل بالكامل زائداً عائد على الاستئجار . ويتضمن التأجير الرأسمالي عدة بدائل هي كما يلي :

- التأجير المباشر، وهو الذي يعطي الحق للمستأجر باستخدام الأصل الذي يكون مملوكا لحد تاريخه.

- البيع ثم الاستئجار،الذي بموجبه تقوم المنشأة ببيع احد الأصول الثابتة التي تمتلكها إلى منشأة أخرى ، وبالوقت نفسه تجري ترتيبات لاستئجاره من المالك الجديد لمدة محددة من الزمن ،وبموجب هذا الأسلوب فان المنشأة البائعة تستلم قيمة الأصل بالكامل ،وتقوم بتسديد بدلات إيجار دورية مقابل استئجاره من المالك الجديد.

- التأجير المدفوع ماليا ، وهو ذلك الأسلوب ، الذي يكون فيه ثلاثة أطراف هم :المستأجر الذي يقوم باقتراض نسبة من الأموال لاستخدامها بشراء الأصل،المؤجر الذي يمتلك الأصل ، والطرف الثالث وهو المقرض الذي يقدم الأموال.

ومن أهم خصائص هذا النوع من الاستئجار :

أولاً: انه لا يمكن إلغاؤه وإذا أراد المستأجر فعل ذلك ؛ فعليه أن يدفع ما تبقى من قيمة العقد دفعة واحدة .وإذا تخلف المستأجر؛فان ذلك من شأنه أن يؤدي إلى إفلاسه .

ثانياً: يتحمل المستأجر صيانة الأصل ، وكذلك نفقات التامين والضرائب.

ثالثاً: قد يمنح المستأجر خيار تجديد العقد لفترة إضافية بإيجار منخفض أو شراء الأصل .

ويدخل ضمن الاستئجار التمويلي كل من الاستئجار عن طريق البيع وإعادة الاستئجار وكذلك الاستئجار المباشر. ففي حالة البيع وإعادة الاستئجار تقوم شركة ما تملك أصلاً من الأصول ببيع هذا الأصل إلى مؤسسة بسعر سوقي عادل وتتسلم المبلغ نقداً ، وفي نفس الوقت تقوم باستئجار ذات الأصل الذي باعته من الجهة المشترية . في هذه الحالة فان دفعات الإيجار ستغطي سعر الأصل المدفوع ، علاوة على تحقيق عائد مناسب للمؤجر . ومن أهم مزايا هذا النوع من التمويل هو توفير سيولة كافية للشركة يمكن أن تستفيد منها في تمويل استثماراتها .

أما الاستئجار المباشر. فيسمح للمنشأة بالحصول على أصل لا تملكه . وطبقاً لهذا النوع تقوم المنشأة بتحديد الأصل الذي تود شراءه وتتفق مع المالك لهذا الأصل على السعر وتاريخ التسليم ، ثم تقوم المنشأة بعد ذلك بعمل الترتيبات اللازمة مع مؤسسة تمويلية تتولى الأخيرة شراء الأصل من المالك الرئيسي وتقوم المنشأة في نفس الوقت

بتوقيع عقد استئجار مع المؤسسة التمويلية . ووفقا لهذا العقد ينبغي على المنشأة دفع كامل قيمة الأصل مضافا إليه عائد مناسب للمؤجر ويتحمل المستأجر كافة النفقات من تأمين وصيانة وضرائب.

ب. الاستئجار التشغيلي :

يطلق عليه أحيانا عقد استئجار الخدمات ، لأنه يرتبط أساسا باستئجار التجهيزات والخدمات . حيث يقدم المؤجر الخدمة المطلوبة بما في ذلك تكاليف الصيانة الدورية والتأمين والضرائب مقابل دفعات سنوية يدفعها المستأجر للمؤجر نظير- الانتفاع بخدمة الأصل¹ ،

من أهم خصائص هذا النوع من الاستئجار:

تتلخص خصائص الاستئجار التشغيلي في التالي²:

- إن مدة عقد الاستئجار اقل للأصل ، وهذا يمنح المؤجر فرصة تأجيره مرة أخرى لنفس المستأجر أو مستأجر آخر أو بيعه .
- قد يشتمل العقد على بند يمنح المستأجر إلغاء العقد قبل نهايته بعد منح المؤجر فترة إنذار ، وقد يترتب على الإلغاء بعض التكاليف المتمثلة في

1 () عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز السهلاوي ، المرجع السابق ، ص 124.

2 () عدنان تابه ألعيمي ، ياسين كاسب الخرشه ، مرجع سابق ، ص 179 .

الجزاءات أو الغرامة ، لكنه في نفس الوقت يتيح للمستأجر فرصة البحث عن أصل أكثر حداثة وكفاءة .

- يسهل عملية اقتناء الأصول الثابتة ، كما انه يمثل احد بدائل التمويل المتاحة للمنشأة لتمويل استثماراتها في الأصول الثابتة .

- الاستئجار كأسلوب للتمويل هو اقل كلفة من البدائل الأخرى المتاحة .

- يعطي المستأجر الشعور بالملكية للأصل المستأجر .

- تحاشي بعض الشروط التي قد يفرضها مقدمي الأموال في البدائل الأخرى مثل تحويل المديونية إلى ملكية كما هو الحال في سندات ،الحصول على مقسوم أرباح ، ووضع الشروط الرقابية وغير ذلك.

- المرونة في هيكله بدلات الإيجار حيث تمكن المستأجر من الربط بين بدلات الإيجار وبين التدفقات النقدية المتحققة من الأصل المستأجر.

- كما يوفر الاستئجار البساطة في الإجراءات المتعلقة بعملية الاستئجار.

- توفير الميزة الضريبية ، حيث أن بدلات الإيجار تطرح من الدخل الخاضع للضريبة وبالتالي تخفيض العبء الضريبي على المنشأة المستأجرة.

ج.الاستئجار المرتبط جزئياً برافعة التمويل :

يوجد في هذا النوع من الاستئجار ثلاثة أطراف هي: صاحب الأصل ، والمستأجر ، ومؤسسة التمويل .عندما يحدد المستأجر الأصل الذي يود الانتفاع بخدماته ، يقوم المؤجر بشراء الأصل ويموله جزئياً من أمواله الخاصة ويمول الجزء المتبقي عن طريق قرض من مؤسسة تمويلية أو أية جهة أخرى برهن الأصل المشتري.

ويتصف هذا النوع من التمويل بعدد من المزايا أهمها :

1. يتميز بقدر من المرونة ؛حيث انه يمكن تبديل الأصل في حالة استئجار الخدمة أو تبديل المكان في حالة العقار.
2. يمنح الاستئجار المنشأة وفرا ضريبيا ، حيث أن دفعات الإيجار تخصم من الأرباح قبل الضرائب وبالتالي فهي تخفف العبء الضريبي .
3. في حالة إفلاس المستأجر فان التزام المستأجر يكون اقل مقارنة بالمقترض.
4. يمكن أن تستخدم الأموال المتوفرة عن طريق الاستئجار في تمويل رأس المال العامل .
5. الأصول المستأجرة لا تظهر ضمن بنود الميزانية العمومية ،وبالتالي قد يكون له الأثر الايجابي في التحليل المالي.

ثانياً:عيوب الاستئجار:

إن التمويل التاجيري يعاني من بعض المحددات أو العيوب بالنسبة للمستأجر هي:

- القيود المفروضة على استخدام الأصل المستأجر .
- خسارة القيمة المتبقية من قيمة الأصل المستأجر بعد انتهاء مدة الإيجار.
- عواقب النكول أو عدم القدرة على الدفع.
- تحمل المستأجر لضرائب مبيعات مضاعفة ، المرة الأولى عند شراء المؤجر للأصل ، والمرة الثانية عند استئجاره من قبل المستأجر.
- الاستئجار يكون لفترة محدودة ، فإذا عزمت المنشأة على الاستمرار في الاستئجار فلن تتمكن من ذلك إلا عن طريق زيادة قيمة قسط الإيجار.
- تكلفة الفوائد على بعض عقود الاستئجار أكبر من تكلفة الاقتراض المباشر .

العوامل المؤثرة في قرارات الاستئجار:

هناك عوامل تؤثر في الاستئجار لا بد من أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار المذكور هي :

أولاً: القيمة المتبقية المقدرة ، نلاحظ بان المؤجر سوف يمتلك الأصل بعد انتهاء مدة الإيجار ، فان كانت القيمة المتبقية المتوقعة كبيرة فان المؤجر سيحقق ميزة مقارنة بالمستأجر والعكس من ذلك عندما تكون القيمة المتبقية المتوقعة متدنية فان المستأجر سيحقق ميزة مقارنة بالمؤجر.

ثانياً: زيادة الائتمان المتاح ، في بعض الأحيان فإن المنشأة التي تؤكد على تعظيم درجة الرافعة المالية قد تحقق مزايا من الاستئجار للأسباب أدناه :

- إن المنشأة تستطيع عن طريق الاستئجار المالي من توفير أموال بمبالغ أكبر مما يمكن لها إن توفره عن طريق القروض المضمونة بالأصول ولفترات أطول.
- وبسبب إن بعض الاستئجارات لا تظهر في الميزانية العمومية ، مما يجعل من الاستئجار يقدم للمنشأة صورة جيدة عند تحليل الائتمان في حالة الحصول على التمويل المقترض.

مصادر التمويل الداخلية :

وعرفت بأنها الفائض النقدي المتولد من العمليات الجارية والفائض من العمليات الأخرى، حيث يشكلان المقدرة الذاتية للشركة علي التمويل من مصادرها الداخلية ويتكون التمويل الذاتي من الأرباح المحتجزة ، الإهلاك والاحتياطيات الديون المشكوك فيها¹ ، وناقش منها :

الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدراً تمويلياً ذاتياً وهي عبارة عن أرباح تم تحقيقها ولم يتم توزيعها على المساهمين . وقد ينص نظام المنشأة على استقطاع نسبة معينة من

1 () رضوان وليد العمار ، أساسيات في الإدارة المالية ، (عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، 1997م) ، ص 163.

الأرباح بهدف تكوين الاحتياطات واستخدامها للتوسع في نشاطات المنشأة ومجابهة الطوارئ ، أو توزيعها على المساهمين في حالة عدم كفاية أرباح المنشأة للفترة الحالية خاصة إذا كانت المنشأة تتبع سياسة التوزيع الثابت . كما نجد إن ارتفاع قيمة الأرباح المحتجزة يؤدي إلى ارتفاع القيمة الدفترية ، وبالتالي لها تأثير ايجابي على القيمة السوقية¹.

تشكل الأرباح النقدية المتوقعة مصدر العائد الأساسي- الذي يستخدمه المستثمرين وحملة الأسهم العادية في تحديد السعر المتوقع للسهم . وتختلف سياسة توزيع الأرباح لعوامل محددة مثل: طبيعة المنشأة ، نوع منتجاتها ، البيئة التي تعمل بها ، ومخاطرها وغيرها ، إن الأرباح التي تحققها أي منشأة هي حق لحملة الأسهم العادية بالكامل ولكن تستطيع المنشأة أن تقسم الأرباح المحققة إلى جزئيين: أولهما هي الأرباح الموزعة والقسم الآخر هو الأرباح المحتجزة ، وهو الجزء الأهم لأنه يمثل أكثر مصادر التمويل الداخلي فعالية².

نجد إن جعل الأرباح المحتجزة مصدرا للتمويل الداخلي يعتمد على العائد الذي تستطيع المنشأة تحقيقه ، فحتى تستطيع المنشأة الحصول على الأرباح المحتجزة يجب عليها أن تحقق عائدا مساويا أو اكبر من العائد الذي تحققه المنشأة لحملة الأسهم العادية ، فمن وجهة نظر حامل السهم تمثل الأرباح المحتجزة استثمارا جديدا

(1) عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز السهلاوي ، مرجع سابق ، ص 138.

((2) عدنان تايه أنعمي ، ياسين كاسب الخرشه ، مرجع سابق ، ص 168.

في المنشأة نفسها وعليه فإنه سيطلب عائداً يكون على الأقل مساوياً لعائده من الأسهم العادية .

يرى الباحث إن الأرباح المحتجزة أحد أهم أنواع التمويل الداخلي للمنشأة فهي تستخدم أحياناً كبديل عن إصدار أسهم عادية جديدة ، ولا تستطيع المنشأة توفير هذا النوع من التمويل إلا إذا لم تقم بدفع أرباح نقدية لحملة الأسهم العادية . وعليه فإن المستثمر لا يفضل احتجاز أرباحه إلا إذا التزمت المنشأة بتقديم عائد يكون مساوياً للعائد الذي تحققه للأسهم العادية التي يمتلكها على أقل تقدير . وبناءً على ذلك فإن الأرباح المحتجزة بالنسبة لحامل السهم العادي تعد استثماراً جديداً في أسهم المنشأة نفسها ، مما يعني إن عائده المطلوب لقاء احتجاز هذه الأرباح هو نفس عائد الأسهم العادية التي بحوزته .

وتتلخص أهم الأسباب والمبررات التي تدفع بالمنشأة إلى احتجاز الأرباح كمصدر من مصادر التمويل في التالي :

- تتسم أنشطة بعض المنشآت بالموسمية والتقلب في الإيرادات ؛ الأمر الذي يحتم عليها احتجاز جزء من الأرباح لمقابلة أية آثار سلبية لهذا التقلب .
- تسعى كثير من المنشآت إلى الاعتماد على مصادرها الذاتية في التمويل وبالتالي تضع برنامجاً يهدف إلى استخدام الأرباح المحتجزة بهدف تقليل الاعتماد على الديون والاعتماد على المصادر الذاتية .

- قد يتصف نشاط المنشأة بالنمو المتسارع؛ الأمر الذي يحتم عليها إعادة

استثمار جزء من أرباحها بهدف مسايرة النمو والتطور .

من أهم مزايا احتجاز الأرباح واستخدامها في التمويل هو أولاً عدم الحاجة إلى

إجراءات مطولة للحصول على التمويل المطلوب ، ثانياً إنها مصدر مرن الاستخدام من

حيث التوقيت والقيمة ، ثالثاً إنها لا تمثل التزاماً على المنشأة ينبغي سداه في تاريخ

محدد ، ورابعاً إن استخدامها في التمويل لا يحتاج إلى ضمانات أو رهن لأصول

المنشأة . وأخيراً تعتبر الأرباح المحتجزة أقل تكلفة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى ،

ولكن من ناحية علمية فقد تكون مرتفعة التكلفة ؛ لأن تكلفتها عبارة عن تكلفة الفرصة

البديلة لاستثمار تلك الأرباح خارج المنشأة .

يرى الباحث إن الأرباح المحتجزة عبارة عن أموال أرباح متراكمة عبر السنوات ،

وتكون صغيرة الحجم في السنوات الأولى للاحتجاز مما يقلل من جدوى استخدامها

إضافة إلى أن ارتفاع حجم الأرباح المحتجزة قد يجبر المنشأة على تحويلها إلى رأس

مال وإصدار أسهم مجانية للمساهمين.

ثانياً: مصادر التمويل قصيرة الأجل:

إن المقصود بالتمويل قصير الأجل ذلك النوع من التمويل الذي يستخدم لتمويل

الاستثمارات الجارية قصيرة الأجل ، أي لتغطية الاحتياجات المالية الموسمية وقصيرة

الأجل الخاصة بتنفيذ الأنشطة التشغيلية للمشروعات ، وتكون فترة التمويل عادة أقل

من سنة لتغطية كلفة دورة الاستثمار سواء كانت صناعية أو تجارية . وتتمثل أهم مصادر التمويل قصير الأجل في الائتمان التجاري ، الائتمان المصرفي ، الأوراق التجارية ، وأدوات سوق النقد ، ومصادر أخرى منها المتأخرات والقروض الخاصة¹ .
وأهم أنواع التمويل قصير الأجل الآتي :

أولاً: الائتمان التجاري (Trade Credit)

هو عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كاملة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة ، ولذلك فإن الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري ، لأن الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها ، ويحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل ، والهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض كلفة هذا الائتمان.

1) Titman .S. and R . Wessels , **The Determinants Capital Structure Choice** , (London: Journal Of Finance, Vol. 40, No.12 , March ,1988) P . 1 ، 19

2) () سعيد كمل - ال - شبيب ، مرجع سابق ، 220 .

يقصد بالائتمان التجاري التمويل قصير الأجل الذي تحصل عليه المنشأة من الموردين

والمتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للمواد أو السلع التي تتحصل عليها المنشأة . وكما

هو معلوم فان المنشأة في كثير من الحالات تلجأ إلى سياسة البيع بالأجل بهدف

زيادة مبيعاتها وأرباحها ، وفي الوقت نفسه فإنها تستفيد من الائتمان التجاري الذي

تقدمه المنشآت الأخرى التي تسعى أيضا إلى زيادة مبيعاتها . والائتمان التجاري يظهر

في الميزانية العمومية للمنشأة في شكل ذمم دائنة

يرى الباحث تعريف الائتمان التجاري بأنه تسهيلات قصيرة الأجل يحصل

عليها المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها . عليه نجد إن

الائتمان التجاري يوفر السيولة النقدية للمشاريع التي لا تستطيع الحصول

على الأموال عن طريق وسائل تمويل أخرى بسبب ظرف مالي أو قانوني

، ويعتبر الائتمان التجاري احد الوسائل المهمة في الوقت الحاضر لترويج

وتسويق البضاعة ، لان منح الائتمان التجاري لا يستند على فكرة الحصول

على الأرباح والإيرادات العاجلة بعد كل عملية بيع فقط ، بل إن مانح

الائتمان التجاري ينظر إلى الأرباح والإيرادات التي يحصل عليها نتيجة

تكرار عمليات البيع للعملاء والمتعلمين معه الجسد والقبلي .

وهناك أسلوبان لمنح الائتمان التجاري هما الحساب الجاري وأوراق الدفع

2:

1. الحساب الجاري :-

هو من أسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد

الإجراءات الخاصة بمنحه ، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر

(1) عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز السهلاوي ، مرجع سابق ، ص 91.

(2) سريد كمل- ال- شبيب ، مرجع سابق ، ص 222.

الحساب- الجاري- لدى- العميل- وكونه- يتمتع- بملاءة- مالية- جيدة- وسمعة- في- السوق- وقدرته- على- التسديد- - ويتم- اعتماد- هذا- الأسلوب- ، لتسديد- قيمة- المستلزمات- ، عندما- تكون- الثقة- عالية- بين- الطرفين-، حيث- تظهر- هذه- المشتريات- في- السجلات- المحاسبية- للمنشأة- المشتريّة- تحت- اسم- الحسابات- أو- النعم- البائنة- - وهذا- النوع- الأكثر- شيوعاً-

2. أوراق- الدفع-

هي- وثيقة- مالية- يتعهد- بموجبها- محررها- القيام- بتسديد- مبلغ- البضاعة- الموردة- إليه- في- تاريخ- محدد- ، وتعتبر- هذه- الوثيقة- دليل- قانوني- على- مديونية- العميل- للمورد- لا- يمكن- إنكارها- ، إذ- يتم- استخدام- الكمبيالات- أو- السند- الانسي- لإثبات- عملية- البيع- على- الحساب- في- بعض- عمليات- من- الائتمان- ، والميزة- الأساسية- للبيع- بهذه- الطريقة- هي- إمكانية- خصم- قيمة- الكمبيالة- من- قبل- المورد- لذلك- تجعل- المورد- في- مركز- قوي- خاصة- عند- حلول- موعد- الاستحقاق- وفي- حالة- التأخير- عند- التسديد- يمكن- إحالة- أوراق- الدفع- إلى- القضاء- واحتمال- إشهار- إفلاس- المشتري- ، وبالتالي- يتجنب- المشتري- تحرير- الكمبيالات- للمورد- ويفضل- تمويل- الاحتياجات- المالية- عن- طريق- استخدام- أسلوب- الحساب- الجاري- - وهذا- النوع- من- الائتمان- يتم- استخدامه- عندما- تكون- الثقة- بين- المنشأتين- غير- متوفرة- - ويتطلب- هذا- الأسلوب- إجراءات- أكثر- رسمية- من- الأسلوب- الأول- حيث- إن- هذه- الأوراق- يمكن- خصمها- لدى- المصارف- قبل- موعد- استحقاقها-

العوامل- التي- تؤثر- على- منح- الائتمان- التجاري-

1. قوة- وملاءة- المركز- المالي- للمورد- الذي- يحدد- مقدار- الائتمان-

التجاري- الممنوح- للمشتري- وفترة- هذا- الائتمان-

2. رغبة- البائع- في- تخفيض- حجم- المخزون- والتخلص- منه- واعتبار- منح

الائتمان- إحدى- الوسائل- الاقتصادية- لتخفيض- كلفة- الخزن- وتنشيط-

المبيعات- والحصول- على- رضا- المستهلك- وكسب- عملاء- جدد-

3. سرجة خطر الائتمان التجاري- أي- سرجة احتمال- تحول- ديون- معدومة ، وهذا الأمر- مرتبط- بنوعية البضاعة- وطبيعة العملاء ودرجة نشاطهم- والفترة- الزمنية اللازمة لتسويق- البضاعة- والتي- تؤثر- على- تحديد- حجم- الائتمان- وتكرار- الحصول- عليه-
4. طبيعة السلعة المباعة أي- مدى- كونها- بضاعة- جديدة- أو موسمية ، فأحيانا تتكدس- البضاعة- في- المخازن- إذا كانت- الكمية المعروضة أكثر- من- المطلوبة- وخاصة في- مواسم- معينة-
5. لشتداد المنافسة- في- السوق- بين- الموردين- وموقع العملاء فيه ، ولتحقيق- عنصر- الرضاء لدى- العملاء إضافة- إلى- معالجة حالة الكساد السائد في- الاقتصاد-

أسباب- استخدام- الائتمان- التجاري- كمصدر- للتمويل- :-

1. الكلفة- ويقصد بالكلفة- انخفاض- كلفة- التمويل- عند اعتماد الائتمان- التجاري- كوسيلة- للتمويل- وخاصة في- حالة استفادة المشتري- من- فترة- الخصم- الممنوحة- في- شروط- البيع أو إذا كان- الائتمان- بدون- شروط- تسديد ، كما- إن- الانخفاض- في- الكلفة- قد- يعود إلى- قبول- الموردين- لمخاطر- أكثر- من- الشركات- المالية- للمرونة التي- يتمتع بها- هنا- الائتمان- ، لان- هدف- منح- الائتمان- التجاري- هو جذب- المزيد- من- العملاء- والاحتفاظ- بالعملاء الحاليين-
2. المصدر- الوحيد- متاح- للحصول- على- التمويل-: أي- في- حالة عزوف- المصرف- عن- منح- التمويل- أو التشدد- في- شروط- منح- الائتمان- ، يتجه- العميل- نحو- الاستفادة- من- الائتمان- التجاري- نظرا- لسهولة- الحصول- عليه-
3. السهولة- في- منح- الائتمان-: إن- طبيعة- منح- الائتمان- التجاري- لا تتضمن- إجراءات- متعسدة- روتينية أسوة- بالتعامل- مع المصارف- أو المؤسسات- المالية- الأخرى ، وعادة- يتم- منح- الائتمان- بوسائل-

الاتصال المتاحة ، ويعتمد على فاتورة البيع لضمان الحصول على قيمة الائتمان دون المطالبة بتقديم أية وثائق .

4. المرونة: ويقصد بالمرونة إن المورد يستعمل أسلوب البيع بالأجل عند احتياج استخدام هذا الأسلوب دون أية التزامات تجاه العميل ، فالمورد يتعامل بالبضائع الموسمية ويفضل استخدام أسلوب البيع بالأجل لغرض تخفيض كلفة المخزون ، وبالنسبة للمشتري فهو يحصل على الائتمان دون تقديم أية ضمانات أو رهن الأصول ، ويكون المورد أكثر تفهما لظروف السوق والبيئة الاقتصادية في حالة وجود صعوبات في البيع.

ثانياً: الائتمان المصرفي:

يقصد بالائتمان المصرفي القروض أو التسهيلات المصرفية التي تحصل عليها الشركة من المصارف والمؤسسات المالية ، ويحتل هذا النوع من الائتمان المرتبة الثانية بين مصادر التمويل التي تعتمد عليها المشروعات في تمويل عملياتها قصيرة الأجل بعد الائتمان التجاري ، وذلك راجع للمزايا التي يوفرها هذا النوع من التمويل. فبالمقارنة بالائتمان التجاري يتميز هذا النوع من التمويل بالمرونة ، ففي الوقت الذي يقتصر فيه شكل الائتمان التجاري على حصول العميل على البضاعة ، يكون الائتمان المصرفي على صورة نقدية تمكن العميل (المقترض) من استخدام حصيلة القرض أو التسهيلات المصرفية الممنوحة في المجالات التي يريدها. ومن ناحية أخرى فإن إجراءات الحصول عليه سهلة وسريعة إذا ما قورنت بمصادر أخرى للتمويل مثل إصدار الأوراق المالية ، وتلجأ المشاريع عادة إلى البنوك التجارية للحصول على قروض قصيرة الأجل لمواجهة احتياجاتها التمويلية الموسمية ورأس المال العامل و تمويل شراء البضائع واللوازم والحسابات المدينة الذي يترافق مع مواسم الزيادة في المبيعات) ويتم تسديد هذه القروض خلال فترة زمنية أقل من سنة (1).

1 () منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر ، (القاهرة : المكتب العربي الحديث ، 1996م)، ص 213.

ويمثل الائتمان المصرفي أهم مصادر التمويل قصير الأجل للمشاريع الاقتصادية وخاصة في البلاد العربية التي ورثت نظام البنوك البريطاني ، حيث يقتصر عمل بنوكها التجارية على التمويل قصير الأجل¹.

يرى الباحث إن المشاريع تحتاج للائتمان المصرفي عادة خلال دورتها الاستثمارية والتشغيلية خلال فترة زمنية محددة لتغطية الاحتياجات خلال هذه الدورة أو التوسع في نشاط المشروع ، وقد تكون هذه الاحتياجات موسمية أو لغرض شراء المواد الأولية أو زيادة تراكم المخزون السلعي ، إضافة إلى إيجاد مصادر مالية سائلة لموازنة ارتفاع الذمم المدينة والتي تتزامن مع زيادة المبيعات بالأجل .

أنواع القروض قصيرة الأجل:

تتنوع القروض المصرفية قصيرة الأجل ولها عدة أنواع كالتالي² :

أ. القروض غير المضمونة :

يتم اعتماد منح القروض قصيرة الأجل غير المضمونة على أساس أنها قروض تسدد بشكل تلقائي ، لتمويلها عناصر- الأصول المتداولة التي لها القابلية على التحول باستمرار إلى سيولة نقدية مما يضمن تسديد هذه الالتزامات من النشاط الجاري الذي يمول بهذه القروض ، وتمنح هذه القروض على عدة أشكال كالتالي :

1 () سليمان أبو صبحا ، مرجع سابق، ص 302 .

2 ((دريد كامل ال شبيب ، مرجع سابق ، ص 229 .

1. الاعتماد المفتوح : الاعتماد المفتوح عبارة عن اتفاق غير رسمي بين المصرف والعميل

يحدد بموجبه الحد الأقصى- لقيمة القرض غير- المضمون ، ويستفيد العميل من هذا

القرض بشكل دائم ، ويمكن تجديد مدة القرض لسنة إضافية أخرى .

2. قرض لغرض محدد : يعطى هذا النوع من القروض لغاية محدودة ، فقد تحتاج

المنشأة المال لتجهيز طلبيه . فتتقدم إلى البنك طالبة تمويل هذه العملية إلى حين-

قبض الثمن من العميل . فيدرس البنك هذه العملية إلى حين- قبض الثمن من

العميل . فيدرس البنك العملية للتأكد من جدواها ويحلل المركز المالي للعميل ، فإذا

صار للبنك القناعة بقدرة ورغبة العميل على السداد يعطى القرض.

3. القروض المتجددة : وهي نوع من الائتمان المصرفي قصير الأجل يتعهد بموجبه

البنك تقديم قرض إلى العميل لمدة لا تتجاوز السنة ، ويحدد قيمة القرض في هذا

التعهد الذي يقدم رسمياً إلى المستفيد ، ويعد هذا التعهد ذو صفة قانونية يلتزم البنك

بموجبه بتقديم مبلغ القرض إلى المستفيد لقاء مصاريف التزام بالمبلغ غير- المسحوب

من قبل العميل ، وهذه المصاريف يتحملها المستفيد كجزء من التعويض للبنك مقابل

الالتزام بتقديم المبلغ في أي وقت يطلبه المستفيد¹.

ب. القروض المصرفية المضمونة:

1 () سليمان أبو صباح ، مرجع سابق ، ص ، 298 .

هي تلك القروض التي تمنح لقاء المطالبة بتقديم ضمانات من قبل الشركات المستفيدة وخاصة تلك الشركات حديثة التأسيس، أو تلك التي تعاني من ضعف في ملاءتها المالية أو المتعثرة في تسديد الالتزامات. وقد تقوم بعض الشركات المستفيدة بتقديم الضمانات بهدف تخفيض الفائدة وتحسين شروط القرض، وفي كل الأحوال فإن الإدارة المالية تفضل الحصول على القروض غير المضمونة، لأن تقديم الضمان يؤدي إلى تقييد حركة الشركة في التصرف بأصولها في المستقبل .

وهناك جملة من الضمانات المقبولة من قبل المصرف ومنها ما يلي :

1. القروض المضمونة بأوراق تجارية: يكون الاقتراض هنا بضمان الأوراق التجارية التي تثبت مديونية المشتري وتعهداتهم بدفع هذه الأقساط ، وكذلك يقبل الاقتراض بضمان الأوراق المالية.

2. القروض المضمونة ببوليصة الشحن للبضائع: تعد بوليصة الشحن إحدى الضمانات المقبولة من المصارف لتوفر بعض الصفات فيها ، ولكونها تمثل شهادة باستلام البضاعة وهي وثيقة مكتوبة بنقل وتسليم البضائع إلى شخص آخر، وتعتبر مستندات تثبت ملكية البضائع المشحونة بموجبها ، وتستخدم عادة البوليصة في التجارة الخارجية عندما يسحب المصدر كمبيالة على المستورد ويضعها لدى المصرف مع تفويض المصرف ببيع البضاعة عند رفض المستورد قبول الكمبيالة ، أو في حالة عدم

دفع قيمتها ويرسل المصرف شهادة الشحن أو البوليصة مصحوبة بالكمبيالة المسحوبة على المصرف المعني في دولة المستورد لإجراء اللازم بصدها.

3. القرض بضمان المخزون: يعتبر المخزون من الموجودات أو الأصول المتداولة ، وهو أداة مناسبة لضمان القروض قصيرة الأجل وعادة يقوم المصرف بتحديد مبلغ القرض بنسبة معينة من قيمة المخزون ، وتختلف هذه النسبة حسب نوعية السلعة المخزنة ، ومن حق المصرف في حالة عدم تسديد القرض أن يقوم ببيع البضاعة لاسترداد قيمة القرض، ويفضل المصرف البضائع القابلة للخرن لمدة معقولة ومدى عدم تعرضها إلى التلف .

4. القروض بضمان الحسابات المدينة: لقد تم قبول اعتماد الحسابات المدينة كضمانات لتقديم القروض إلى المشاريع ، ولغرض الحصول على القروض بضمان الحسابات المدينة يشترط المصرف أن يتم تخصيص المبالغ التي يتم تحصيلها من الحسابات المدينة للجهة للمستفيدة من القروض لصالح المصرف ، وفي نفس الوقت تمنح الجهة المستفيدة المصرف الحق في تحصيل الحسابات المدينة المخصصة للقروض قصيرة الأجل ، مع بقاء الشركة المقترضة بالتزامها تجاه المصرف بتسديد أية حسابات مدينة يتخلف أصحابها عن التسديد ، وعادة يكون مبلغ القرض بنسبة اقل من قيمة الحسابات المدينة التي يتم تقديمها للمصرف ويضع المصرف اعتبارا لدرجة خطر الحسابات.

يتضح للباحث إن القروض المصرفية قصيرة الأجل بأنواعها قد لاقت قبولا واسعا في السنوات الأخيرة لمرونته في تزويد المقرض بالنقد اللازم ، حيث يتفق البنك وعميله على الحد الأقصى للتسهيلات . وضمن هذا الحد يتحرك الرصيد مع حركة السحب والسداد حسب حاجة العميل ، عادة ما تستمر اتفاقيات التسهيلات الدوارة لسنوات عديدة طالما تدفع الفوائد والعمولات ، ويكون البنك ملتزما بالوفاء بالنقد طالما كانت سحباته اقل من الحد المتفق عليه.

ج. الأوراق المالية قصيرة الأجل:

بالإضافة إلى الائتمان التجاري والقروض المصرفية ، فقد سادت في السنوات الأخيرة مصادر أخرى لتمويل منشآت الأعمال تتمتع بقابلية عالية للتسويق أو التحويل إلى نقد ، ومن أهم أدوات التمويل قصيرة الأجل التي يتم تداولها في سوق النقد وهي¹:

1. الورقة التجارية: هذه الورقة هي من أدوات التمويل المقرض قصير الأجل التي تمثل إشعار بالوفاء غير مضمون وذات اجل استحقاق ثابت يتم إصدارها من قبل المقرض. ويعود تاريخ هذه الأداة إلى القرن التاسع عشر- كبديل للقروض المصرفية قصيرة الأجل وأصبحت ذات انتشار واسع في أمريكا خلال النصف الأول من القرن العشرين .

(1) عدنان تايه أنعميي ، ياسين كاسب الخرشه ، مرجع سابق ، ص 155.

نجد إن اغلب الأوراق التجارية ذات أجال تنحصر- بين-(3) أيام و(270) يوم ،
وتصدرها كل من الشركات المالية وغير- المالية .فالشركات المالية تصدر الأوراق
التجارية للحصول على الأموال بهدف تعزيز نشاطها الاقراضي- للزبائن لشراء السلع
الاستهلاكية والمعمرة . أما بالنسبة للشركات غير- المالية ، فإنها تصدر الأوراق
التجارية من اجل تلبية احتياجاتها الموسمية للأموال. ويمكن للمنشآت إن تصدر
الورقة التجارية بشكل مباشر، أي بيع الورقة إلى المستثمر مباشرة دون وجود وسيط
، أو قد تصدرها بشكل غير مباشر من خلال الوسطاء.

2. القبولات المصرفية : هي تمثل التزام من قبل المصرف لضمان طرف آخر بدفع مبلغ
معين وبتاريخ معين إلى طرف ثالث . وبموجب هذا القبول فان المصرف يتعهد بالدفع
في تاريخ الاستحقاق المثبت في حالة عدم قدرة المصدر بالدفع . ويشاع استخدام هذه
القبولات في التجارة الخارجية ، كما يمكن استخدامها أيضا في التجارة المحلية
وبشكل عام فان أجال هذه القبولات يقل عن (270) يوم ، وتمثل كلفة القبولات
المصرفية رسوم مقابل الالتزام الذي يقوم به المصرف ، أو عمولات للالتزام ، ومعدل
الفائدة على القرض في حالة قيام المصرف بالدفع بدلا عن مصدر القبول المصرفي
وبالعادة فان الفائدة تحدد على أساس الفائدة المخصومة ، وهي الفرق بين- السعر
الذي يدفعه مشتري القبول وبين القيمة الاسمية للقبول المصرفي .

يستنتج الباحث إن القبول المصرفي يشبه الورقة التجارية، حيث إن كلاهما يتم المتاجرة بهما فيما بين المستثمرين، وان كلاهما ذات أجال تقل عن (270) يوم، كما إن كلاهما ذات فوائد مخصومة.

د.التمويل قصير الأجل المضمون:

التمويل المضمون هو ذلك النوع من التمويل قصير الأجل الذي يعزز بوجود أو بأصل معين- من قبل المقرض. وان الأصول الخاصة بالمقرض المستخدمة بهذه الطريقة يشار إليها بالضمانة. وهذه الضمانة تعمل كمصدر مضاف للأموال بالنسبة للمقرض ، في حالة فشل المقرض بالدفع في الأجل المحدد للقرض حيث يمكن للمقرض من التصرف بالضمانة لتغطية مبلغ القرض وفوائده، أو على الأقل تغطية جزء من كلاهما. وان الضمانة المستخدمة في عقود التمويل قصيرة الأجل تكون بالعادة من الأصول المتداولة . كالأوراق المالية ، الحسابات (الذمم)المدينة، أو المخزون، وفي أدناه تعريف بكل أنواع الضمانات .

1.اتفاقات إعادة الشراء: تتضمن هذه الاتفاقات جزئيين- هما : بيع الأوراق المالية القابلة للتسويق ومن ثم إعادة شراء نفس الأوراق من المشتري .ويشمل الاتفاق اقتراض الأموال لمدة تقل عن اجل استحقاق الأوراق المالية القابلة للتسويق المستخدمة في الاتفاق .

2. الحسابات- أو النعم- المدينة :- يمكن- استخدام- هذه الحسابات- كضمانة- للقرض- المضمون-
.. لن- ابسط- شكل- لتمويل- الحسابات- المدينة- هو- التنازل- عنها- .. وفي- التنازل- عن-
الحسابات- المدينة- فان- المقرض- يقوم- بتقديم- القرض- ، ويقبل- الحسابات- المدينة- للمقرض-
كضمانة- .. واستنادا لما- تقدم- فان- المقرض- يستلم- النقد- فوراً- مقابل- تقديم- إشعار- أو
كمبيالة- للمقرض- .. وبشكل- عام- فان- القرض- الذي- يمنحه- المقرض- قد- (يتم- لغاية)
85%) من- قيمة- الحسابات- المدينة- ..

3. المخزون- :- يمكن- استخدام- المخزون- كضمانة- للتمويل- ، كونه- يمثل- احد- الأصول- السائلة
إلى- حد- ما- وان- ليس- كل- أنواع- المخزون- تتمتع- بأهمية- متساوية- كضمان- ، وان- مقدار-
الأموال- التي- يتم- إقراضها- تعتمد- على- السهولة- التي- يتمتع- بها- المخزون- للتحويل- إلى-
النقد- من- قبل- المقرض- . وبشكل- عام- فان- المخزون- النمطي- أفضل- كثيراً- من- المخزون-
المتخصص- .. والمخزون- الغير- قابل- للتلف- أفضل- كثيراً- من- المخزون- القابل- للتلف- ..
يتضح- للباحث- إن- كلفة- القروض- المضمونة- بالحسابات- المدينة- تعتمد- على- عدة-
عوامل- ، تتضمن- مبلغ- القرض- ، الدوران- (معدل- التحصيل-) والجدارة- الائتمانية
للحسابات- المدينة- .. وان- معدلات- الفائدة- المفروضة- على- القروض- المعززة- بالحسابات-
المدينة- هي- بالعادة- متغيرة- ، وترتبط- بمعدل- الفائدة- على- بعض- الأوراق- المالية-
الأخرى- ..

المبحث الثالث

تكلفة الهيكل المالي

عرفت تكلفة الهيكل المالي بأنها معدل العائد المطلوب للمحافظة على قيمة المنشأة السوقية أو المحافظة على أسعار اسمها¹، وعرفت أيضا بأنها النقدية أو القيمة المعادلة للنقدية التي يضحى بها في سبيل الحصول على السلع والخدمات والمتوقع إن تحصل المنشأة مقابلها على عوائد حالية أو مستقبلية²، كما عرفت أيضا بأنها التكلفة التعاقدية والمصاريف التي ترتبط بالقروض التي تقترضها المنشأة وكذلك التكلفة

(1) عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، (الإسكندرية: دار الجامعية، 2005م)، ص 303.

(2) ليستراي هينتنجر وسبرج ماتولنش، المحاسبة الإدارية، ترجمة احمد حامد حجاج، (الرياض: دار المريخ، 2000م)، ص 42.

الصريحة والضمنية لحقوق الملكية والتي تشكلان في مجموعها تكلفة الفرصة البديلة للأموال¹ ، كما عرفت بأنها التكلفة التي تستخدم لخصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروعات الاستثمارية تمهيدا للوصول إلى صافي القيمة الحالية² .

يستطيع الباحث تعريف تكلفة الهيكل المالي بأنها القيمة التي يجب دفعها للحصول على الأموال اللازمة لمشروعات المنشأة، فهي تكلفة الحصول على مجمل رأس المال الذي توظفه المنشأة لإنتاج سلعة أو خدمة، وتمثل الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة ويمكن اعتبارها بأنها التكلفة الشاملة للأموال أي تكلفة مزيج أموال الملكية وأموال الاقتراض، سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل .

يستنتج الباحث أيضا إن تكلفة الهيكل المالي للمنشأة عبارة عن أقل عائد ينبغي على المنشأة تحقيقه من استثماراتها، لأن تحقيق عائد أقل من هذا العائد يؤدي إلى تعثر الحالة المالية لأصحاب المنشأة مما يترتب على ذلك انخفاض القيمة السوقية لها . وهذه التكلفة ينبغي أن تحقق معدل عائد أعلى من المعدل المدفوع للحصول عليها ، وان تحافظ على قيمة المنشأة وأسعار أسهمها ، فكلما انخفضت تكلفة الهيكل المالي كلما كان لذلك أثره الإيجابي على قيمة المنشأة.

(1) حمزة محمد الزبيدي ، إدارة الائتمان والتحليل المالي ، (عمان: الوراق للنشر، 2002م) ، ص 704.

(2) محمد مطر، التحليل المالي والائتماني- الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية، (عمان: دار وائل للنشر، 2010 م)، ص 288.

العوامل المؤثرة في تكلفة الهيكل المالي:

تتأثر تكلفة الهيكل المالي بعدة عوامل منها الآتي:¹

أ.العوامل العامة :

هي التي تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي، والتي توجد في البيئة المحيطة بالمنشأة وتؤثر على نشاط كافة المنشآت، ومن هذه العوامل الظروف الاقتصادية العامة، ومدى الاستقرار في سياسات الدولة، بالإضافة إلى مستوى التضخم المتوقع في السوق، وحجم الطلب والعرض على الأموال، فكلما زاد الطلب على الأموال داخل السوق بدون زيادة في مقدار العرض المتاح من الأموال كلما زاد معدل العائد المطلوب داخل السوق وهذه الظروف لها اثر على معدل العائد الخالي من المخاطرة الذي يتوقعه المستثمرون، ويمثل هذا المعدل العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطرة.

ب.العوامل الخاصة بكل عنصر:

هي المتعلقة بكل عنصر على حده، فلكل مصدر من مصادر التمويل خصائص محددة، وتترتب على استخدامه مخاطر معينة، فالمقرضين يعتبرون اقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم وذلك لان لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح أو عدمه، أما حملة الأسهم فأنهم أكثر عرضة للمخاطر غير- انه يجب التمييز بين كل من حملة الأسهم الممتازة والأسهم اقل مخاطر من حملة الأسهم

1 () منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 512.

العادية لان لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على الأرباح عندما تقرر المنشأة توزيعها، وكذلك في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية، ونظرا لان التكلفة تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل فان الاقتراض يعتبر اقل مصادر التمويل تكلفة، بينما تعتبر الأسهم العادية أكثر تكلفة من الأسهم الممتازة فهي مكان وسط .

ج. قرار المنشأة بشأن الهيكل المالي:

تختلف تكلفة الهيكل المالي وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل وأيضا نسبة كل عنصر- فيه فعندما تعتمد المنشأة على مصادر تمويل رخيصة فان تكلفة الهيكل المالي الكلية تكون منخفضة والعكس صحيح، فتكلفة الهيكل المالي تتأثر بالسياسة المحددة للمنشأة بشأن الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي للمنشأة .

يرى الباحث إن تقدير تكلفة الهيكل المالي الكلية للمنشأة ، يقتضي تحديد العوامل التي تؤثر عليها والتي تختلف من ناحية تكلفتها التي تتحملها إدارة المنشأة ، ومنها الظروف الاقتصادية والقابلية التسويقية للأوراق المالية للمنشأة وحجم الأموال المتاحة للاستثمار والظروف التشغيلية والمالية للمنشأة .

حساب تكلفة مصادر الهيكل المالي :

لحساب وتقدير تكلفة الهيكل المالي ينبغي إتباع الخطوات التالية¹:

(1) عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية - منهج تحليلي شامل، (طرابلس : الجامعة لمتنوحة، 1993م) ، ص 245.

أ. تحديد أنواع مصادر التمويل التي ستستخدم لتحقيق هيكل مالي متوازن للمنشأة .

ب. احتساب وتحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ، إظهارها بشكل معدل من خلال حساب القيم الحالية التي تقوم على أساس صافي الإيراد النقدي بعد الضرائب، أي حساب معدل التكلفة.

ت. استخدام اسلوب الترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المستخدمة بحيث تكون المحصلة النهائية تكلفة مرجحة للأموال التي ستستثمر .

يتضح للباحث إن تحديد تكلفة الهيكل المالي للمنشأة ككل، يتطلب أولاً تحديد تكلفة كل مصدر، لأن الهيكل المالي لأي منشأة يتكون من مصادر تمويل عديدة وليس مصدر واحد، ثم يُحسب وزن العنصر- في الهيكل المالي، وتُقدر التكلفة الكلية للهيكل المالي باستخدام أسلوب التكلفة المرجحة بالأوزان .

تكلفة أموال الملكية :

عرفت تكلفة أموال الملكية بأنها معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على استثمار أموالهم في المنشأة¹، كما عرفت بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب تحقيقه على

Steven A. Ross & Others , **Fundamentals of Corporate Finance** , Fifth ()1 Edition , (U.S.A : Mc Graw- Hill , 2000), P .420

الاستثمارات الممولة بواسطة أموال الملكية للحفاظ على قيمة هذه الأموال بدون تغيير¹

يتضح للباحث أن تكلفة أموال الملكية هي العائد الذي يطلبه أصحاب المنشأة مقابل الأموال التي تكون في شكل أسهم ممتازة أو أسهم عادية أو أرباح محتجزة ، وكل مصدر من هذه المصادر له تكلفة خاصة به، وتتأثر هذه التكلفة بالمخاطر المرتبطة باستخدامه ، وتختلف من مصدر لآخر ، وفيما يلي كيفية حساب تكلفة كل مصدر من مصادر أموال الملكية :

أ. تكلفة الأسهم الممتازة :

عرفت تكلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بأسهم ممتازة من أجل ألا تتأثر المكاسب الخاصة بحملة الأسهم العادية ، وعند إصدار الأسهم الممتازة تؤخذ في عين الاعتبار عادة تكلفة إصدار تلك الأسهم لأنها تكون عادة كبيرة نسبياً وذلك بعكس تكاليف إصدار الأسهم العادية والتي تكون عادة منخفضة فتهمل. كما يراعى أيضاً إن توزيعات الأسهم الممتازة تكون عادة بمعدل ثابت ولا تحقق للمنشأة أية ميزة ضريبية². تكلفة الأسهم الممتازة لا تحقق وفورات ضريبية لأن العائد الذي يتم توزيعه لا يخضع للتعديل الضريبي لأنه توزيع للربح وليس تكلفة عليه، ولذلك فإن تكلفة أموال الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة أموال الاقتراض³.

والمعادلة التالية توضح ذلك

أ. كيفية حساب تكلفة الأسهم الممتازة⁴ :

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون ، أساسيات الإدارة المالية ، (الإسكندرية: الدار الجامعية ، 2001م)، ص 200.

(2) سيد محمود الهواري ، مرجع سابق ، ص 118.

(3) حمزة محمد الزبيدي ، مرجع سابق ، ص 729.

(4) عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص 306.

$$K_p = \frac{D_p}{P_m(1-F)}$$

حيث أن :-

K_p = تكلفة الأسمه المتناز.

D_p = توزيعات السهم المتناز.

P_m = سعر بيع أو إصدار السهم المتناز.

F = نفقات الإصدار.

يتضح من المعادلة أعلاه إن تكلفة الأسمه المتناز عبارة عن توزيعات إرباح السهم المتناز مقسوما على صافي القيمة التي تحصل عليها المنشأة من بيع سهم متناز من إصدار جديد لهذه الأسمه، والتي تمثل قيمة السهم المتناز مطروح منها مصاريف إصدار السهم إن وجد - والأسمه المتناز ليس لها تاريخ استحقاق معين، وتوزيعات أرباحها ثابتة - وأيضا تحسب تكلفة الأسمه المتناز كما يلي¹:

$$K_p = \frac{i}{P}$$

حيث :- P = القيمة السوقية للاسهم المتناز.

i = توزيعات الأرباح الثابتة.

(1) عبد العزيز سمير- محمد مرجع سابق، ص 130.

$$K_p = \text{تكلفة الأسهم الممتازة} .$$

أما إذا نتج عن عملية إصدار الأسهم الممتازة مصاريف إصدار F فان-
تكلفة الأسهم الممتازة تعطى بالعلاقة التالية :-

$$K_p = \frac{i}{P-F}$$

ب. تكلفة الأسهم العادية :

تعتبر تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية إنها العائد الذي يطلبه المستثمرون (حملة الأسهم) لقاء احتفاظهم بالسهم، وللتمويل بالأسهم العادية شكلان : أولهما هو عن طريق الأرباح المحتجزة، والثاني هو عن طريق إصدار الأسهم الجديدة، ولتحديد تكلفة التمويل لهذين الشكلين لا بد من تقدير تكلفة الأسهم العادية، وتكلفة الأسهم العادية هي معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية للأرباح النقدية الدورية، التي يتوقع توزيعها من قبل المنشأة في المستقبل . ولتقدير هذا المعدل يمكن استخدام نموذج تقدير النمو الثابت للأرباح (نموذج تقييم المقسوم) أو استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية¹.

وعند حساب تكلفة الأسهم العادية الجديدة ينبغي وضع الآتي في الاعتبار² :

1. العمولة الواجب دفعها لبيع الأسهم العادية الجديدة إلى الوسطاء الذين يتولون أمر بيعها .

2. تخفيض سعر السهم لاجتذاب المستثمرين .

تكلفة التمويل بإصدار الأسهم العادية تعتمد على العناصر التالية³ :

(1) عدنان تايه أنعمي ، ياسين كاسب الخرشه ، مرجع سابق ، ص 164.

(2) زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، (عمان: دار وائل للنشر، 1998م) ، ص 175.

(3) دريد كامل ال شبيب ، مرجع سابق ، ص 316 .

- حجم الأموال- المطلوبة لتنفيذ الاستثمار- الرأسمالي- المقترح--

- سعر- الإصدار- للسهم- الواحد-

- سعر- السهم- في- السوق- ..

- الأرباح المتوقعة لكل- سهم- ..

- الزيادة- المتوقع- الحصول- عليها- من- الأرباح بعد تنفيذ الاستثمار- الممول- بالأسهم- العادية ..

- إضافة- إلى- كلفة- الإصدار- والعمولات- المترتبة- على- المشروع- وعند الأسهم- المصدرة- ..

وقد لا تتصف- تقديرات- كلفة- الأسهم- العادية بالدقة لأنها تعتمد- على- التنبؤ ، وان- الإصدارات- الجديدة- عادة- يتم- بيعها بسعر- لقل- من- سعر- السوق- الجاري- للسهم- بعد تخفيض- تكاليف- الإصدار- للسهم- من- قيمة- بيع الأسهم- مما- يعني- الحصول- على- قيمة- صافية- من- التمويل- لقل- من- قيمة- بيع السهم- في- السوق- ..

تتمثل- تكلفة- الأسهم- العادية في- معدل- المردودية المطلوب- من- المساهمين- وتتعدد- الطرق- المستعملة- في- حساب- هنا- المعدل- لكن- سوف- نقتصر- على- عرض- نموذجين- :-

-1 نموذج قوردون وشابيرو : Gordon & Shapiro Model

حسب هذا النموذج فان القيمة السوقية للسهم العادي تساوي القيمة الحالية للأرباح الموزعة المتوقعة مضافا اليها القيمة الحالية لسعر التنازل

عن السهم ويمكن توضيح ذلك في العلاقة التالية¹:

$$P_0 = \sum_{t=0}^n \frac{i_t}{(1+K_a)^t} + \frac{PV_n}{(1+K_a)^n}$$

حيث

$$P_0 = \text{القيمة السوقية للسهم.}$$

$$K_a = \text{تكلفة السهم العادي}$$

$$i_t = \text{ربح السهم المتوقع بالنسبة للسنة } t$$

2. نموذج توازن الأصول المالية :

وهي طريقة أخرى لتقدير تكلفة السهم العادي وتعطي بالعلاقة التالية²:

$$E(R_A) = R_F + \beta(E(R_M) - R_F)$$

حيث

Charreaux. G , **Finance enterprise** ,(London: Quarterly Journal of Business ()1 and Economics, Vol. 32. No.23, June 2000), P . 139

Bennett .M and Donnelly. R , **The determinants of capital structure, Some UK Evidence**, (London: British Accounting Review, Vol.25, No.231, April 1993), p.p. 43-59

$E(R_A)$ = الأمل الرياضي لمعدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة السهم العادي).

R_F = معدل الأصل الخالي من الخطر (مثل معدل الفائدة على السندات الحكومية).

$E(R_M)$ = الأمل الرياضي لمعدل مردودية محفظة السوق.

β = مقياس لخطر السهم .

تكلفة الأسهم العادية الجديدة

ولحساب تكلفة الأسهم العادية الجديدة يمكن إتباع المداخل التالية :

أ. مدخل معدل النمو في التوزيعات أو نموذج قوردن Gordon.

يستخدم هذا النموذج معدل النمو في التوزيعات لحساب تكلفة الأسهم العادية ، ويفترض هذا المدخل إن توزيعات أرباح الأسهم العادية تنمو بمعدل نمو ثابت ، والمعادلة المستخدمة لاستخراج تكاليف الأسهم العادية وفقاً لهذا المدخل هي¹:

$$K_C = \frac{D_1}{P_0 - F} + g$$

حيث أن :

1) Bernard J . Winger & Nancy Mohan , **Principles of financial Management** , (USA : Thomson South-Western ,2006) , P. 517

$Kc =$ تكلفة الأسهم العادية -

$D1 =$ التوزيعات المتوقعة للسهم العادي-

$P0 =$ القيمة السوقية للسهم العادي أي سعر السهم في السوق -

$g =$ معدل النمو المتوقع في التوزيعات -

$F =$ نفقات إصدار الأسهم العادية الجديدة -

يستنتج الباحث من المعادلة أعلاه إن استخدام هذا المدخل يتطلب تحديد معدل النمو في توزيعات الأسهم العادية ، والنبي يمكن حسابه أما باستخدام معدل النمو التاريخية لتوزيعات هذه الأسهم أو التنبؤ بمعدلات النمو المستقبلي لها ، كما يتطلب تحديد نفقات الإصدار المرتبطة ببيع الأسهم الجديدة وسعر السهم العادي في السوق المالي ، والتوزيعات المتوقعة للسهم العادي - يتضح إن تكلفة الأسهم العادية اعلي من الأسهم الممتازة لارتفاع مخاطرها بسبب عدم ثبات معدل توزيعها-

ب.مدخل تسعير الأصول الرأسمالية :

مدخل تسعير الأصول الرأسمالية هو المدخل الثاني لقياس تكلفة الأسهم العادية، حيث يطلب المستثمر معدل عائد يعوضه عن كل من القيمة الزمنية للنقود والمخاطرة. وعن المقدار الذي يمكن أن يعوض عن المخاطرة. مدخل تسعير الأصل الرأسمالي يوازن بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي، وبين مخاطرته. حيث يفترض بان المستثمر يقتني استثمارات ذات عوائد ليست متزامنة مع بعضها البعض. والعوائد على الأصول في المحفظة المنوعة لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار . نتيجة هذا التنوع تبقى مخاطرة واحدة فقط في المحفظة هي المخاطر المرتبطة بالتحركات في السوق بشكل عام، التي يطلق عليها مخاطر السوق أو المخاطر النظامية ، التي تقاس بمعامل بيتا¹.

1 () عدنان تايه ألعيمي وآخرون، الإدارة المالية- النظرية والتطبيق ، (عمان : دار المسيرة للنشر، 2007م)، ص 165.

ويستخدم هذا المدخل المعادلة التالية لقياس تكلفة الأسهم العادية
:²

$$\begin{aligned} F \\ \dot{R}_m - \dot{R}_i \\ F + B \dot{R}_i \\ E = R_i \\ R_i \end{aligned}$$

حيث أن :

$$R_E = \text{معدل العائد المطلوب ويعبر عن تكلفة الأسهم العادية}$$

$$R_F = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة .}$$

$$B = \text{معامل بيتا للسهم .}$$

$$R_m = \text{عائد محفظة السوق .}$$

يستنتج الباحث إن هذا المدخل يوضح تكلفة الأسهم العادية على إنها الحد الأدنى للعائد الذي ينبغي أن يحققه الاقتراح الاستثماري حتى يعوض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكن تجنبها أي المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا، ويعتمد على فكرة العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطرة، ومعادلة المدخل السابقة يمكن تفسيرها من منطلق أن أصحاب الأسهم العادية يتوقعون الحصول على عائد يعوضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم المتاحة لإشباع منافع حاضرة وذلك بسبب توجيه تلك الأموال

James C. Van Horne , **Fundamentals of Financial Management** , 7th (USA :Prentice Hall Co.)2
.1999) , P.377

إلى استثمارات ، ويعتبر هذا العائد بمثابة تعويض للمستثمر عن عنصر- الزمن، لذا فإنه يعادل العائد الذي مكنته الحصول عليه لو استثمر أمواله في مجالات خالية من المخاطرة، كما يتوقع الحصول على عائد إضافي يعوضه عن المخاطر المنتظمة ذات السمة العامة التي قد تتعرض لها الأموال المستثمرة .

ج / تكلفة الأرباح غير الموزعة :

عُرفت تكلفة الأرباح غير الموزعة بأنها تكلفة الفرصة البديلة ويقصد بها الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساعد أو يفوق معدل العائد الذي يمكن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس درجة من المخاطرة . فاحتجاز الأرباح السنوية وعدم توزيعها على المالكين يدل على أن إدارة المنشأة قد قررت حجب فرصة استثمار هذه الأموال من قبل أصحاب الأسهم العادية في مجالات استثمارية أخرى خارج المنشأة، ولهذا فإن بقاء هذه الأرباح داخل المنشأة لابد وأن تحقق عائد معين- يتساوى ومعدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم العادية داخل المنشأة، وعليه فإن تكلفة الأرباح غير الموزعة تساوي معدل العائد المطلوب من قبل أصحاب الملكية ، ولحساب هذه التكلفة تستخدم المداخل الآتية :¹

1/ مدخل معدل النمو في التوزيعات أو نموذج قوردون: Gordon

1) عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد العامري، الإدارة المالية - اطر نظرية وحالات عملية، (عمان: دار وائل للنشر، 2003م)، ص 122.

يستخدم هذا النموذج معدل النمو في التوزيعات ، والمعادلة المستخدمة لاستخراج

تكلفة الأرباح غير الموزعة وفقاً لهذا المدخل هي ¹ :

$$K_r = \frac{D_1}{P_0} + g$$

K_r = تكلفة الأرباح غير الموزعة

D_1 = التوزيعات المتوقعة للسهم .

P_0 = القيمة السوقية للسهم أي سعر السهم في السوق .

g = معدل النمو المتوقع في التوزيعات .

2/ مدخل تسعير الأصول الرأسمالية :

ويستخدم هذا المدخل المعادلة التالية لقياس تكلفة الأسهم العادية ²:

$$R_E = R_F + B(R_m - R_F)$$

R_E = معدل العائد المطلوب ويعبر عن تكلفة الأرباح غير الموزعة .

R_F = معدل العائد الخالي من المخاطرة .

B = معامل بيتا للسهم .

R_m = عائد محفظة السوق .

يستنتج الباحث أن تكلفة الأرباح غير الموزعة تستخدم نفس المداخل المستخدمة

1 () عدنان هاشم السامرائي ، الإدارة المالية- منهج تحليلي شامل، (طرابلس:الجامعة المفتوحة،1993م)، ص 284.

2 () حمزة الشمخي ، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة ، (عمان: دار المستقبل للنشر،1998) ، ص 384.

لحساب تكلفة الأسهم العادية ، لأنه لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرصة بديلة متاحة للمستثمرين ، وهما معادلة مدخل معدل النمو في التوزيعات التي لا تضم نفقات الإصدار ، لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات ومعادلة مدخل تسعير الأصول الرأسمالية ، فتكلفة الأرباح غير-الموزعة تساوي معدل العائد الذي يطلبه أصحاب الملكية على الاستثمار ، عندما يرضون ببقاء أرباحهم داخل المنشأة ، وهي من أسهل مصادر التمويل استخدام لكونها متاحة للمنشأة وتستطيع استخدامها وقتما تشاء ، وتكلفتها أقل من تكلفة الأسهم العادية الجديدة لأنها لا تحوي نفقات الإصدار .

تكلفة الاحتياطيات :

إن تكلفة التمويل بالاحتياطيات تعد تكلفة ضمنية تساوي تكلفة التمويل بالأسهم العادية لان الاحتياطيات هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين¹ :

$$K_a = \frac{i}{P_0} + g$$

حيث :

i = توزيعات الأرباح الثابتة.

K_p = تكلفة الاحتياطيات .

Bellalah Mohmmmed , **Finance Modern enterprise** ,(Paris :Journal of)1
.Economic , Vol. 211, No. 291 , 1998), P. 205

تكلفة أموال الاقتراض :

عُرفت تكلفة الاقتراض بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الاقتراض حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم بدون تغيير¹.

يري الباحث أن تكلفة الاقتراض هي معدل العائد الذي يتوقع المقرضون الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من قبل المقرضون .

1/ تكلفة الائتمان التجاري :

عرفت تكلفة الائتمان التجاري بأنها النفقات المترتبة على المشتريات الآجلة للسلع التي تتجر فيها المنشأة أو تستخدمها في العملية الصناعية وتتمثل أهم عناصر- هذه النفقات²:

1/ نفقات الأعمال الكتابية والمحاسبية المتعلقة بعملية الائتمان .

2/ نفقات الاستعلام عن العملاء وتقييم حالتهم المالية والائتمانية .

3/ نفقات التحصيل والتي تتعلق بعملية منح الائتمان .

4/ الفائدة على الأموال المتاحة في شكل ائتمان تجاري .

5/ المصروفات القانونية لفض المنازعات .

6/ خسائر الديون المعدومة .

وتعتمد تكلفة الائتمان التجاري على شروط الموردين خاصة المتعلقة بوجود أو عدم وجود الخصم النقدي ففي حالة قيام المنشأة بسداد قيمة البضاعة خلال فترة الخصم يعتبر الائتمان التجاري مجانياً بدون تكلفة ، بينما إذا قامت المنشأة بالسداد بعد انقضاء فترة الخصم يعتبر الائتمان غير مجاني .

(1) سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سابق ، ص 297.

(2) عاطف محمد عبيد ، الإدارة المالية ، (عمان : مكتبة الرائد العلمية ، 2002م) ، ص 85.

ومكلف لأن تجاوز هذه الفترة يؤدي بالمشتري إلى دفع الفائدة ، وفشل المنشأة في الاستفادة من الخصم الذي يعتبر مؤشر لضعف سيولتها ويمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري في حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي بالمعادلة التالية¹:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{360} \times \text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}$$

حيث أن :

نسبة الخصم = هي تكلفة كل دينار من الائتمان .

(1 - نسبة الخصم) = عبارة عن الأموال المتاحة في حالة عدم الاستفادة من الخصم

مدة الائتمان = هي المدة التي تمنح من المورد للمنشأة

مدة الخصم = هي المدة اللازمة للاستفادة من الخصم.

يستنتج الباحث من المعادلة أعلاه أن تكلفة الائتمان التجاري تعتمد على الخصم النقدي وهو تخفيض في المبيعات إذا تم الدفع خلال فترة معينة ، وتكاليف عدم الاستفادة من الخصم تزيد عن تكاليف القرص الذي يستطيع المشتري أن يحصل عليه لدفع قيمة البضاعة نقداً ، ولذلك من المهم أن تحرص المنشأة على استخدام الائتمان التجاري بحذر حتى لا يكون باهظ التكاليف .

العوامل المؤثرة في تكلفة الائتمان

(1) فرد وستون ويوجين برجهام ، مرجع سابق ، ص 490.

وتتأثر تكلفة الائتمان التجاري بعدة عوامل منها²:

1/ مقدار الأموال المستثمرة في حساب الذمم وحسابات القبض ، حيث أن زيادة الأموال في هذين الاستثمارين مع بطء معدل الدوران قد يؤدي لتحمل المنظمة البائعة تكلفة عالية.

2/ الأخذ بسياسة التوسع في نشاط البيع الأجل مما يؤدي إلي قبول التعامل مع عملاء جدد ذوي مراكز مالية ضعيفة، وهذا يزيد من احتمالات الخسارة المتمثلة في توقف بعض المدينين عن الدفع .

3/ خسائر الديون المعدومة ، والتي تنتج من فشل المنظمة الدائنة في تحصيل ديونها المستحقة على المدينين .

4/ تكلفة إدارة النشاط الائتمانية في المنظمة والتي تتمثل في الاستعلام عن العملاء والاحتفاظ بالسجلات ونفقات التحصيل وغيرها .

يتضح أن الائتمان التجاري يكون بدون تكلفة إذا استفادت المنشأة من خصم الدفع النقدي وسددت قيمة البضاعة بخصم نقدي ، أما إذا قامت المنشأة بسداد قيمة المشتريات في نهاية المدة فإن تكلفة الائتمان تكون مرتفعة نسبياً ، وتقدم بعض المنشآت الائتمان التجاري بشروط صعبة وتكلفة مرتفعة وخاصة تلك التي حجم أموال الذمم في ميزانيتها ضخم .

2 () احمد حسن الزهري ، مرجع سابق ، ص 413.

2/ تكلفة الائتمان المصرفي :

عرفت تكلفة الائتمان المصرفي بأنها الفائدة والعمولات التي تدفعها المنشأة مقابل الحصول عليه¹ ، كما عرفت بأنها سعر الفائدة الموضوع من قبل المصرف أو المنشآت المقرضة للأموال والذي يختلف من قرض لآخر ومن منشأة لأخرى² ، وتكون تكلفة الائتمان المصرفي في صورة نسبة مئوية من قيمة القرض ويطلق عليها التكلفة الاسمية تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية التي تتوقف على شروط الاتفاق بين المصرف والمنشأة ، كما تتوقف على معدل الضريبة التي تخضع لها أرباح الأعمال، وتختلف تكلفة الائتمان المصرفي باختلاف شروط الاتفاق بين المصرف والمنشأة، وتعتمد على السمعة الائتمانية للمنشأة التي تطلب هذا الائتمان. وتحسب تكلفة الائتمان المصرفي حسب شروطه وذلك قبل خصم الضريبة كما يلي:³

الحالة الأولى : عدم وجود أي شروط :

عندما لا يشترط المصرف أي شروط على الائتمان المصرفي مثل طلب رصيد معوض أو سداد الائتمان على دفعات أو غيره فإن تكلفة الائتمان المصرفي تساوي المعدل الفعلي للفائدة وتحسب بالمعادلة التالية:⁴

(1) زياد رمضان ، مرجع سابق ، ص 124.

(2) عدنان هاشم السامرائي ، مرجع سابق ، ص 278.

(3) منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، 1997م) ، ص 534.

$$K_d = \frac{I}{D_0}$$

K_d = تكلفة الائتمان المصرفي

D_0 = قيمة القرض

I = قيمة الفائدة قبل الضريبة

يتضح من المعادلة أعلاه تكلفة الائتمان المصرفي تساوي قيمة الفائدة على أصل

القرض المأخوذ في شكل ائتمان مصرفي في حالة عدم وجود أي شرط على المقرض .

الحالة الثانية : عندما يطلب المصرف من المنشأة الاحتفاظ برصيد معوض :

قد يشترط المصرف الذي يقدم الائتمان المصرفي لتحقيق قدر من الضمان على

القرض احتفاظ المقرض برصيد معوض في المصرف وهو عبارة عن رصيد يقوم

بوضعه المقرض كوديعة للمصرف ويمثل نسبة تتراوح بين 10% إلى 20% من قيمة

القرض .وفي هذه الحالة فان تكلفة الائتمان تحسب كما يلي :

$$K_d = \frac{I}{D_0 - CB}$$

K_d = تكلفة الائتمان المصرفي

D_0 = قيمة القرض

$CB =$ الرصيد المعوض.

$I =$ قيمة الفائدة قبل الضريبة .

يستنتج الباحث من المعادلة أعلاه ان الرصيد المعوض يخضع من قيمة أصل القرض ، ويؤدي هذا إلى ارتفاع تكلفة الائتمان المصرفي .

الحالة الثالثة : عندما يطلب من المنشأة سداد الفائدة مقدماً:

عندما يشترط المصرف سداد الفائدة مقدماً فان قيمتها تخضع من قيمة القرض ، وتحسب تكلفة الائتمان المصرفي كالآتي¹ :

$$K_d = \frac{I}{D-I}$$

حيث أن :

$K_d =$ تكلفة الائتمان المصرفي.

$D_0 =$ قيمة القرض.

$I =$ قيمة الفائدة قبل الضريبة .

يتضح من المعادلة أعلاه أن الفائدة تطرح من قيمة القرض مسبقاً ، أي قبل إعطاء القرض ، وهذا يعني إن المستفيد لا يحصل على كامل قيمة القرض ، وتتجاوز تكلفة الائتمان المصرفي في هذه الحالة معدل الفائدة الاسمي وتكون أعلى من الحالة الأولى.

الحالة الرابعة : عندما يطلب المصرف من المنشأة سداد القرض على دفعات:

عندما يشترط المصرف سداد القرض على أقساط ربع سنوية فان المقترض سوف يدفع نوعين من المدفوعات هما مدفوعات ربع سنوية كقسط للقرض بالإضافة

1() علي عباس احمد ، الإدارة المالية ، (عمان : دار إثراء للنشر والتوزيع ، 2008م)، ص 44.

بالإضافة للفائدة ، وتحسب التكلفة كما يلي-

$$2 \Rightarrow \frac{i}{D_0(1+n)}$$
$$K_d = i$$

حيث إن :-

K_d = تكلفة الائتمان المصرفي-

D_0 = قيمة القرض-

I = قيمة الفائدة قبل الضريبة-

n = تمثل عدد الدفعات ..

يستنتج الباحث أن ما تم التوصل إليه في المعدلات السابقة يمثل معدل الفائدة-

الفعلي قبل الضريبة ، وبما أن فوائد القروض تعتبر من بين الأعباء التي تتضمنها

قائمة الدخل فإن المنشأة تحقق من ورائها وفورات ضريبية ، تتمثل في مقدار الفائدة-

مضروباً في معدل الضريبة بعبارة أخرى معدل الفائدة النهائي يتمثل في معدل-

الفائدة قبل الضريبة مطروحاً منه الوفورات الضريبية-

والمعادلة الآتية توضح تكلفة الائتمان المصرفي بعد الضريبة ، والمتمثلة في قيمة-

الفائدة بعد الضريبة

(1) خلسون إبراهيم الشريفليانة وتحليل مالي ، (عمان : دار وائل للنشر، 2000م)، ص 46.

$$I^* = I - It$$

$$(I^* = I (1 - t$$

حيث- أن- :-

*	قيمة- الفائدة- بعد- الضريبة-
I	تمثل- معدل- الفائدة- قبل- الضريبة-
T	معدل- الضريبة-

يري- الباحث- أن- الائتمان- المصرفي- يتميز- بانخفاض- تكلفته- مقارنة- بأنواع- القروض- الأخرى- وذلك- لأن- أجل- استحقاقه- قصير- مما- يقلل- من- سعر- الفائدة- ، وكذلك- انخفاض- المخاطر- التي- يمكن- أن- يتعرض- لها- المقرض-، بالإضافة- إلي- انخفاض- مصروفات- منح- القرض- ، كمصروفات- الاستعلام- عن- طالب- القرض- والمحافظة- على- الضمانات- ومصروفات- تحصيل- القرض- وغيرها- ..

ج/ تكلفة القروض الطويلة الأجل والمتوسطة الأجل :

عرفت تكلفة هذه القروض بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة القروض بالشكل الذي لا يؤثر على حملة الأسهم العادية¹ ، وعرفت أيضاً بأنها معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المنشأة للمقرض² ، كما عرفت بأنها معدل الخصم الذي يتساوي عنده صافي متحصلات الأموال المقترضة مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المنشأة للمقرض³ ، أن فوائد القروض من الأعباء التي تضمنها قائمة الدخل ، وأن المنشأة تحقق وفورات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروباً في معدل الضريبة ، وبعبارة أخرى يتمثل معدل الفائدة الفعلي النهائي في معدل الفائدة

(1) عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد العامري، مرجع سابق ، ص 222.

(2) عدنان هاشم السامرائي ، مرجع سابق، ص 250.

Bernard J. Winger & Nancy Mohan , **Principles of financial Management** , (3
.(USA :Thomson South-Western ,2006) , P. 515

قبل الضريبة مطروحا منه الوفورات الضريبية¹ .

هناك عدة عناصر تدخل في حساب تكلفة الاقتراض تتمثل في² :

أ. سعر الفائدة الذي تكون محددًا وعلى شكل نسبة مئوية من القرض.

ب. الفوائد المدفوعة على القرض تكون معفاة من الضرائب باعتبارها عنصر- من عناصر-

تكلفة الإنتاج وبالتالي تعامل مثل بقية المدفوعات الأخرى التي تخصم من إيرادات

المنشأة قبل دفع الضرائب.

وتحسب تكلفة القروض من خلال حساب معدل الفائدة الفعلي ، مع اخذ اثر الضريبة

بنظر الاعتبار كالآتي:

$$K_d = \frac{I}{m}(I-t)$$

حيث أن :

K_d = تكلفة الاقتراض قبل الضريبة

I = الفوائد المدفوعة سنويا

m = اصل القرض

t = معدل الضريبة

يستنتج الباحث إن فائدة الاقتراض تعتبر من النفقات الجائزة الخصم في وعاء الضريبة على دخول المنشآت، وبالتالي تم تعديل سعر الفائدة بخفضه بمقدار قيمة الضريبة في سعر الفائدة، وهذه تعتبر ميزة ضريبية تتمتع بها المنشآت التي تحقق أرباحا تدفع عنها ضرائب. وينبغي على المنشأة عندما توظف مبلغ القرض التأكد من أن معدل العائد الناتج من الاستخدام يساوي على الأقل معدل الفائدة .

يتم حساب تكلفة القروض الطويلة الأجل والمتوسطة الأجل من خلال مفهوم إن تكلفة

(1) رضوان وليد العمار ، أساسيات في الإدارة المالية ، (عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، 1997م) ، ص 159.

(2) محمد يونس خان وهشام صالح غرابية ، الإدارة المالية ، (عمان : جون وأيلي وأولاده، 2000م) ، ص 165.

الاقتراض- عبارة- عن- معدل- الخصم- الذي- يتساوي- عنده- صافي- متحصلات- الأموال- المقترضة- مع- القيمة- الحالية- للتدفقات- التي- تدفعها- المنشأة- للمقرض- ، ويمكن- الوصول- إلي- قيمة- معدل- الخصم- أو- تكلفة- الاقتراض- باستخدام- طريقة- التجربة- والخطأ- حتى- يتم- التوصل- إلي- هذا- المعدل- ، وهذا- ما- توضحه- المعدلة- التالية-

$$V_0 = \frac{I_1}{(1+K_d)} + \frac{I_2}{(1+K_d)^2} + \dots + \frac{I_n}{(1+K_d)^n} + \frac{m}{(1+K_d)^n}$$

حيث- أن- :-

V_0 = صافي- المتحصلات- من- قيمة- الأموال- المقترضة-

I = للفوائد- المدفوعة- على- القرض-

n = عدد- سنوات- استحقاق- القرض-

m = قيمة- القرض- الذي- ينبغي- سداؤه- في- تاريخ- الاستحقاق-

K_d = معدل- الخصم- أو- سعر- الفائدة- الذي- يتساوي- عنده- طرفي-

المعدلة- وهو- في- نفس- الوقت- تكلفة- القروض- بالنسبة- للمنشأة- ..

ويستنتج الباحث- أن- حساب- تكلفة- القروض- من- خلال- مفهوم- معدل- الخصم- يهدف- إلي- تحدد- المعدل- الذي- يتساوي- عنده- قيمة- القروض- مع- قيمة- التدفقات- المحصلة- من- استخدامها- فإن- كان- هذا- المعدل- يفوق- معدل- العائد- المطلوب- من- قبل- المقرضين- فإن- على- المنشأة- عدم- استخدام- هذا- القرض- ..

د/ تكلفة القروض المصرفية الطويلة الأجل والمتوسطة الأجل :

(1) محمد صالح الحناوي و رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للطباعة والنشر، 1997م)، ص 319.

تتمثل تكلفة الاقتراض طويل ومتوسط الأجل في معدل التحيين- الذي يحقق المساواة بين- صافي متحصلات القروض والقيمة الحالية لأقساط تسديد القرض إضافة للمصاريف المالية المسددة بعد الضريبة وهي تعطي بالعلاقة التالية ¹ :

$$M = \sum_{i=0}^n \frac{RB + FF(1-t)}{(1+K_d)^i}$$

$$M = \text{أصل القرض.}$$

$$K_d = \text{تكلفة القرض.}$$

$$FF = \text{المصاريف المالية قبل الضريبة.}$$

$$RB = \text{قسط القرض المسدد في نهاية السنة أ.}$$

$$t = \text{معدل الضريبة.}$$

د / تكلفة السندات :-

عرفت- تكلفة السندات- بأنها التكاليف- بعد الضرائب- الواجب- مواجهتها-

للحصول- على- الأموال- من- خلال- إصدار- السندات- عرفت- بأنها معدل- الفائدة-

للكربون- ، ويتم- إصدار- السندات- بقيمة- اسميه- محددة- ، وقد- يباع- في- السوق- بأسعار-

مختلفة- وكما- يلي³ :-

Bellalah Mohmmmed , **Finance Modern enterprise** ,(Paris: Journal of)1
Economic , Vol. 211, No. 291, May 1998) , P. 207

(2)- زياد رمضان- مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، (عمان: دار وائل للنشر ، 1998م) ، ص 141.

(3) حمزة محمد الزبيدي ، إدارة الائتمان والتحليل المالي ، (عمان: الوراق للنشر، 2002م) ، ص 712.

1/ السعر الاسمي : وهو الذي يدفعه الشخص الذي يشتري السند دون زيادة أو نقصان عن القيمة التي تكون مدونة في السند.

2/ السعر المخصوم : وهو سعر يقل بنسبة مئوية معينة عن السعر الاسمي للسند .

3/ السعر الاسمي مضافاً إليه نفقات الإصدار : حيث يتم في هذه الحالة بيع السندات بالسعر الاسمي مضافاً إليه جميع النفقات التي تتحملها الجهة التي أصدرت السندات مثل نفقات البيع والترويج والعمولات وغيرها ، أي يباع بقية أعلى من القيمة الاسمي تسمى علاوة إصدار .

يستنتج الباحث أن تكلفة السندات هي معدل العائد الذي يطلبه حملة السندات مقابل استثمارهم في المنشأة ، والسندات تطرح بقيمة اسميه وتحمل سعر فائدة محدد ، وهي قابلة للتداول مما يجعل تكلفتها مختلفة باختلاف موعد الاستحقاق وصفات السند .

وتحسب تكلفة السندات بالمعادلات الآتية :

1/ في حالة إصداره وبيعه بالقيمة الاسمية أي معدل كربون السند فإن تكلفة السند بعد الضريبة ، تحسب بالمعادلة التالية ¹:

$$K_d = \frac{I}{P}(I-t)$$

حيث أن :

1 () حمزة الشمخي ، إبراهيم الجزراوي ، الإدارة المالية الحديثة ، (عمان: دار المستقبل للنشر، 1998)، ص 374.

$$K_d = \text{تكلفة السندات بعد الضريبة}$$

$$I = \text{فوائد السند السنوية}$$

$$P = \text{سعر بيع السند}$$

$$t = \text{معدل الضريبة}$$

2/ في حالة إصداره وبيعه بعلاوة أو بخضم- تحسب- تكلفة السند بعد الضريبة بالمعادلة التالية:¹

$$K_b = \frac{(1-t) \left(I + \frac{I}{n} \right) (F-P)}{\frac{I}{2} (F+P)}$$

حيث أن :-

$$K_b = \text{تكلفة السندات بعد الضريبة}$$

$$I = \text{فوائد السند السنوية}$$

$$t = \text{سعر الضريبة}$$

$$F = \text{القيمة الاسمية للسند}$$

$$P = \text{قيمة السند الصافية أي ثمن بيعه ناقص عمولة البيع}$$

$$n = \text{مدة السند}$$

هـ/ تكلفة الاستئجار :-

عرفت- بأنها معدل- العائد المطلوب- على- الاستثمار- في- الأصل- المؤجر- ،

والمتفق- على- استخدامه- لفترة- زمنية² معيولاً تحديد- هنا- المعدل- يجب- تقييم-

الاستئجار- من- وجهة- نظر- المؤجر- والمستأجر- ، والتقييم- من- وجهة- نظر- المؤجر- يطلب-

1) Robert W. Kolb, **Investments** , Third Edition , (U.S.A: Kolb Publishing Company , 1992), p.35

2) سابا وشكاهم معايير المحاسبة الدولية ، (الخرطوم : دار جامعة الخرطوم للنشر، 2002م) ، ص 165.

تحديد نفقات الاستئجار التي - تحقق - له عائداً مناسباً ، كما عليه تحليل الجوانب الآتية :

1/ تحديد التدفق النقدي الخارج اللازم لشراء الأصل الذي سيتم تأجيله مع الأخذ بعين الاعتبار الدفعة المقدمة من المستأجر .-

2/ تحديد التدفقات النقدية الدورية التي - سيقبضها المؤجر من المستأجر - على شكل أقساط مع الأخذ بعين الاعتبار الضرائب وتكاليف الصيانة .-

3/ تحديد قيمة الأصل المؤجر بعد انتهاء مدة الإيجار مع الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على الربح الرأسمالي - إذا كان خاضعاً لها .-

4/ تحديد القيمة الحالية للاستثمار .-

أما المستأجر فعليه أن يحدد أيهما أقل - تكلفة بالنسبة له الاستئجار أم الشراء ، فإن كانت تكلفة الاستئجار أقل - من تكلفة الشراء - فمن مصلحة المنشأة استئجار الأصل بدلاً من شرائه ، ويتطلب قرار المفاضلة بين الشراء والاستئجار التعرف² على الآتي-

1/ التدفق النقدي المرتبط بالاقتراض وشراء الأصل .-

2/ التدفق النقدي المرتبط بالاستئجار .-

1- (مفاح عقل-، مرجع سابق، ص: 88).

2 () Thomas E. Copland & Fred Weston, **Financial Theory and Corporate Policy**, (California :Addison- Wesley Publishing ,2003),P.619.

3/ المقارنة بين- طريقي- التمويل- وهما- الاستئجار- أو الشراء- للوقوف- على-

أيهما- أقل- تكلفة-.

4/ معدل- الضريبة- الذي- يخضع له- داخل- المنشأة- ..

ويستخدم- في- حساب- تكلفة- الاستئجار- معدل- العائد الداخلي- وهو- معدل- الخصم- الذي- يساوي- بين- تكلفة- الأصل- والقيمة- الحالية- لمدفوعات- الاستئجار- بعد خصم- الوفورات- الضريبية- الناتجة- من- هذه- المدفوعات- ، والناتجة- من- استهلاك- الأصل- ، وضريبة- الاستثمار- المعفي- من- دفعها- في- حالة- شراء- الأصل- ، حيث- تعامل- تكلفة- الأصل- كتدفق- نقدي- داخل- ، بينما- تعامل- القيمة- الحالية- لمدفوعات- الاستئجار- وهي- تكاليف- الاستئجار- كتدفقات- خارجة¹.

يتضح للباحث- أنه- عند حساب- تكلفة- الاستئجار- يجب- الاهتمام- بحجم- التدفقات- النقدية- التي- يدفعها- المؤجر- للمستأجر-، وتكاليف- الصيانة- والضرائب- ومقارنة- ذلك- بتكلفة- لامتلاك- الأصل- والاستفادة- من- القيم- المتبقية- منه- ..

حساب التكلفة الكلية للهيكل المالي

عُرفت التكلفة الكلية للهيكل المالي بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل إدارة المنشأة أي من قبل كل المستثمرين والمساهمين فيها² ، وعرفت أيضا بأنها المتوسط المرجح لتكلفة أموال الملكية وأموال الاقتراض بعد الضريبة³ ، فهي عبارة عن ترجيح تكلفة كل عنصر من عناصر- هيكل رأس المال عن طريق منح وزنا هو نسبة هذا العنصر- إلى مجموع العناصر-

1 () فرد ويستون ويوجين برجهام ، مرجع سابق ، ص 459.

2 () محمد صالح الحناوي و رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 319.

3 () Steven A. Ross , **Managerial Finance** , Ninth Edition , (Illinois :Dryden Press,1990),P.427

المكونة لهذا الهيكل، ويمكن حساب تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان من خلال تحديد التكلفة المرجحة لكل مصدر وتستخدم المعادلة التالية¹ :

التكلفة المرجحة لكل مصدر = وزن المصدر × تكلفة هذا المصدر

نسبة المصدر = مبلغ الأموال من مصدر معين

مجموع الأموال

وتحسب تكلفة الهيكل المال للمنشأة ككل وهي تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان وفقا للمعادلة التالية² :

التكلفة المرجحة للهيكل المالي = $\sum_{i=1}^n \text{م ج س}^i \times \text{س}^k$

حيث أن :

س^i = وزن العنصر

س^k = تكلفة العنصر

n = عدد العنصر

يستنتج الباحث إن هذه المعادلة تعتمد على حساب الوزن النسبي لكل عنصر- وتكلفة كل عنصر، وتحسب تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان بجمع ناتج حاصل ضرب أوزان العناصر التي تم استخدامها في الهيكل المالي في تكلفتها. والاهتمام بمتوسط تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان بدلا من المتوسط الحسابي العام لمجموع تكاليف عناصر الهيكل المالي جاء نتيجة لاختلاف تركيبة مصادر الهيكل المالي داخل المنشأة من ناحية وزن المصدر وتكلفته، والمقصود بكلمة مرجحة هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر- مصادر التمويل ، فلكل مصدر وزنا معيننا مقابل مصادر التمويل الأخرى .

Don R. Hansen & Maryanne M. Mowen , **Management Accounting**, (U.S.A: ()1 South- Western Publishing Co. 1990),p.517

(2) ((علي- عباس- ، مرجع سابق- ، ص- 187.

مداخل مختلفة لحساب وزن العنصر وكذلك الخليط

هنالك مداخل لحساب تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان ومن هذه المداخل الآتي :¹

أ/ مدخل الأوزان الفعلية لتقدير تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان :

يتم حساب تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان حسب هذا المدخل طبقاً للأوزان الفعلية للهيكل المالي الحالي للمنشأة ، بمعنى- أن أي مبلغ إضافي من الأموال يجب أن يتم الحصول عليه من نفس المصادر وبنفس النسبة الحالية ، ويقوم على افتراض أن مكونات الهيكل المالي الحالي للمنشأة تعتبر مثالية ولا تتغير من وقت لآخر ، أما إذا حدث تعديل في هيكل رأس المال الحالي سواء في العناصر- أو النسب فقد يترتب على ذلك تغير- وعدم استقرار في تكلفة الهيكل المالي مما يضعف فاعليتها كمعدل لخصم التدفقات النقدية عند تقييم الاقتراحات الاستثمارية².

يتضح للباحث أن هذا المدخل يواجه عدة صعوبات في التطبيق منها، إن تكلفة الاقتراض في ظلّه سوف تتغير- في كل مرة يتغير- فيها الهيكل المالي، إن الأموال التي تحصل عليها المنشأة في المستقبل لابد أن تكون من نفس العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي وبنفس النسب، يكون ملائماً في حالة واحدة فقط هي الحالة التي يكون فيها الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي هو خليط مستقر لا يتغير .

ب/ مدخل الأوزان المستهدفة لتقدير تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان :

يتم حساب تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان حسب هذا المدخل طبقاً للأوزان المستهدفة للهيكل المالي ، حيث تقوم المنشأة بتكوين

1 () عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص 311.

2 () سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سابق ، ص 373.

هيكل مالي مستهدف يتوافق مع أهدافها ، وتسعى إلي تحقيقه ، ويوضح المصادر التي سوف يتم الاعتماد عليها في تمويل أنشطة المنشأة ، والوزن النسبي كل مصدر من هذه المصادر إلي الهيكل المالي المستهدف ، ويترتب على ذلك أن التكلفة المحسوبة على أساس مدخل الأوزان المستهدفة ستظل مستقرة لا تتغير- طالما أن المنشأة لم تغير- قرارها المحدد للهيكل المالي المستهدف، وتظل تكلفة الأموال ثابتة بصرف النظر عن الهيكل المالي الفعلي، أي سواء كان الهيكل المالي الفعلي للمنشأة يماثل الهيكل المالي المستهدف أم لا¹.

يتضح للباحث إن هذا المدخل يواجه عدة صعوبات في التطبيق منها ، قد يترتب على تطبيق هذا المدخل قرارات خاطئة، فإذا كانت أوزان العناصر مرتفعة التكلفة في الهيكل المالي الفعلي وتكون مثيلتها في الهيكل المالي المستهدف فان تكلفة الهيكل المالي المحسوبة على أساس المدخل المستهدف ستكون أقل من التكلفة الفعلية للأموال . قد يترتب على استخدامه قبول اقتراحات استثمارية كان ينبغي ان ترفض مما يترك اثرا عكسيا على أصحاب الملكية .

ج/ المدخل الحدي لتقدير تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان :

يقوم هذا المدخل على أساس حساب الأوزان النسبية لكل عنصر- من عناصر- الهيكل المالي على أساس ما يتوقع إن يشارك به هذا العنصر- بالمقارنة بإجمالي التمويل المتوقع الحصول عليه ، وتهتم المنشأة في حالة المدخل الحدي بالمبلغ الفعلي الذي يساهم به كل عنصر- من عناصر- الهيكل المالي بالمقارنة بإجمالي الهيكل المالي ،

(1) منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 578.

ويترتب على ذلك ان تكلفة الهيكل المالي سوف تختلف من اقتراح إلى آخر إذا ما اختلفت مصادر التمويل أو أوزان تلك المصادر!

تكلفة الهيكل المالي في هذه الحالة عبارة عن المتوسط المرجح بالأوزان للتكلفة الحدية ، وتعرف التكلفة الحدية للأموال بأنها تكلفة الدينار الإضافي من الأموال الجديدة التي يتم الحصول عليها ، وهي مهمة في اتخاذ قرار الاستثمار طويل المدى على أساس إن المنشأة ستقبل الاستثمار المقترح إذا كان العائد يساوي على الأقل التكلفة الحدية وترفضه إذا قل عن تكلفة الهيكل المالي الإضافية المطلوبة².

يتضح للباحث إن المدخل الحدي لحساب تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان مدخل افتراضاته واقعية ولكن يحتمل أن يترتب عليه تأثير عكسي على ثروة الملاك في المدى الطويل فقد تواجهه مصاعب عديدة منها ، صعوبة أوزان أهمية تكلفة كل مصدر تمويلي . عدم توفر معلومات دقيقة عن تكاليف مصادر التمويل . قد تشتت بعض تعديل أسعار الخصم دوريا بسبب ظروف التضخم مما يصعب تحديد تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان .

صعوبات قياس الهيكل المالي :

1 () عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد العامري ، مرجع سابق ، ص 231.

2 ((سمير محمد عبد العزيز، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، (الإسكندرية : مكتبة الإشعاع الفنية ، 1997م)، ص 136.

تواجه إدارة المنشأة صعوبات عديدة عند حساب تكلفة الهيكل المالي منها الآتي-

أ. صعوبة تحديد أوزان أهمية تكلفة كل مصدر من مصادر الهيكل المالي - -

ب. وجود قيم احتمالية غير محسنة بالنسبة لبنود تكلفة الهيكل المالي من المصادر المتنوعة - -

ت. استخدام سعر خصم ثابت لجميع سنوات التدفق النقدي ولجميع مصادر الهيكل المالي مما قد لا يتم الاتفاق عليه - -

ث. قد تختلف أوزان الأهمية مع الزمن بالنسبة لكل نوع من التكلفة - -

ج. لشروط بعض جهات التمويل تعديل أسعار الخصم دوريا بسبب التضخم العالمي، مما يجعل من الصعب حساب تكلفة التمويل بدقة - -

ح. صعوبة تحديد قيمة تكلفة كل مصدر، فهل يتم حسابها على أساس ظروف السوق الحالية أم قيمتها الدفترية، وهل يتم التعبير عنها بمبلغ سنوي من الدنانير أم يستخدم المعدل والقيمة السنوية للاحتياجات - -

خ. عدم توافر معلومات دقيقة عن مصادر الهيكل المالي وتكلفتها، مما يؤثر على عملية اتخاذ القرار الرشيد من جانب إدارة المنشأة في اختيار نوع الهيكل المالي والتكلفة المثالية له - -

(3) فريد راغب محمد النجار، إدارة نظم التمويل ونماذج الاستثمار، (القاهرة: منشورات جامعة بنها، 1985م)، ص

الفصل الثاني

الرافعة المالية والقيمة السوقية

أصبحت المنشآت في العصر الحالي تعتمد على القروض في تمويل عملياتها مما ينتج عنها ما يسمى بالرافعة المالية، ونجد أن هناك ترابطا بين كل من المخاطرة والعائد والقيمة. ويعتبر تعظيم قيمة أصول المنشأة والقيمة السوقية من أهداف المدير المالي . وبالرغم من وجود عدد من النواحي التي تؤثر على القيمة، إلا أن التأثير الرئيسي- على تقييم الأصول يتمثل في عامل الرسملة المطلوب والذي تتأثر قيمته بالمخاطرة. وسوف يعرض الباحث هذا الفصل من خلال المباحث التالية :

المبحث الأول : مفهوم الرافعة المالية.

المبحث الثاني : القيمة السوقية .

المبحث الثالث : الرافعة المالية والمخاطرة

المبحث الأول

مفهوم الرافعة المالية

تعني كلمة رافعة في علم الطبيعة أو في الفيزياء استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، فالفيزيائي يعني- بها استعمال الرافعة (العتلة) لرفع الأوزان الثقيلة باستعمال قوة صغيرة ، والإنسان العادي يعني- بها التأثير الكبير أو فعل الشخص صاحب المكانة⁽¹⁾، أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع.⁽²⁾

1 (مفلح محمد عقل ، مرجع سابق ، ص 394 .

فيما يلي الأنواع المختلفة للروافع :

1/ الرافعة التشغيلية : تم تعريفها بأنها نسبة التغيير في أرباح الشركة الناتجة

عن نسبة تغيير- محدودة في حجم المبيعات. إذا كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى

التكاليف الكلية للمنشأة مرتفعة، فإنه يطلق على المنشأة بأنها تتسم بدرجة عالية من

الرفع التشغيلي¹. وعرفت أيضا بأنها استخدام أو توظيف أصول أو أموال ،

تتحمل المنشأة بناءً عليها تكاليف ثابتة أو عائداً ثابتاً، وهي أيضاً التغيير-

النسبي في صافي الربح قبل الفائدة والضريبة نتيجة التغيير- النسبي في

المبيعات⁽²⁾ .

2/ الرافعة المالية : الرافعة المالية أو المتاجرة بالملكية عرفت بأنها الدرجة التي

تعتمد فيها المنشأة على القروض في تمويل أصولها³ ، ويعرف الرفع المالي على انه

نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وتشير الرافعة المالية إلى الدرجة التي

تعتمد فيها الشركة على القروض في تمويل أصولها ، ويظهر تأثير الرافعة كمصروف

لل فوائد التمويلية والتي تسبب تغيرات إضافية في صافي الدخل بالإضافة للتغيرات

Hirt Geoffrey, Stanley B. Block , **Foundations of Financial Management** , 8th (2)

., (Texas: Business Publication , Inc . , 1997) , p 48

Haim Levy & Marshal Sarant , **Capital Investment and Financial Decision** , ((1

.(London : Perntic Hall International ,U.K L.td 1999),P. 331

2 ((منير شاكر وآخرون ، مرجع سابق 240

Kolb, Burton A . , **Principles of financial Management** ,(Texas : Business Publication , Inc . ,)3

.1993), P 507

في دخل التشغيل بسبب رفعه التشغيل وزيادة التغيرات في صافي الدخل وتعكس المخاطر المالية المصاحبة للرفع المالي¹، وأيضاً عرفت بأنها توظيف الأموال مقابل تكلفة تمويل ثابتة بغرض تحقيق عائد مرتفع لأصحاب الأسهم العادية⁽²⁾، وكذلك عرفت الرافعة المالية بأنها درجة استجابة دخل المساهمين أو العائد على السهم للتغيرات في العوائد قبل الفوائد

والضرائب والتي تنتج من الفوائد على القروض وتوزيعات الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة⁽³⁾، ويعرف الرفع المالي أيضاً بأنه النسبة من مجموع القروض إلى مجموع الأصول، ونظرية الرفع المالي هي النظرية التي تتناول موضوع الوصول إلى الهيكل المالي النموذجي والذي يقود الشركة إلى هدفها المنشود وهو تعظيم قيمتها الاستثمارية⁴. أيضاً عرفت الرافعة المالية بأنها مقياس للمخاطر المالية التي تنتج من الأعباء الثابتة لمصادر التمويل وذلك نتيجة استخدام القروض في عملية أنشطة المنشأة⁽⁵⁾، ويقصد بالرفع المالي أيضاً هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع

(1) اسعد حميد العلي، الإدارة المالية - الأسس العلمية والتطبيقية، (عمان: دار وائل للنشر، 2010م)، ص 190.

(2) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2008م)، ص 220.

(3) عبد المعطي رضا الرشيد، محفوظ احمد جودة، إدارة الائتمان، (عمان: الجامعة الهاشمية، 1999م)، ص 305.

(4) محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2003م)، ص 321.

(5) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 372.

بأرباح مضمونة ومحددة⁽⁶⁾. ويمكن تعريف الرافعة المالية بأنها استخدام أموال الغير- (الاقترض) بتكاليف ثابتة (فوائد ثابتة) على أمل زيادة الأرباح ، فإذا كانت الأموال مقترضة تكون الفوائد المدينة هي نقطة الارتكاز للرافعة المالية ، فالتكاليف الثابتة (الفوائد) هي أرباح الأسهم الممتازة قبل دفع الضرائب ومعني- ذلك بإمكان الشركة استخراج الأموال المقترضة من اجل تحقيق ربح أكبر للمساهمين ويكون الأساس المالي هنا هو ملكية المشروع الذي تم بناءً عليه الحصول على قروض بضمانته ، ويكون استخدام الرافعة المالية مرغوبة للشركة إذا كان السوق يمر بظروف اقتصادية مزدهرة حيث تكون الاحتمالية من أن يحقق استخدام القروض (الرافعة المالية) عوائد مالية أكبر وتتأثر الأرباح هنا بالعلاقة الأساسية بين- إجمالي الخصوم المقترضة من الغير إلى إجمالي الأصول ويطلق على هذه العلاقة أو النسبة بالرافعة المالية².

كما عرفت الرافعة المالية أو عامل الرفع المالي على أنها نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ، أو إلى إجمالي قيمة الشركة⁽³⁾.

عرفت بأنها درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت) سواء أكانت قروضا، أم سندات، أم أسهما ممتازة) مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها⁽⁴⁾، وتسمى الرافعة المالية أيضا بالتجارة بالملكية ، وتعني قيام المنشأة باستخدام أموال الغير- من

1) رشاد العطار ، الإدارة المالية والتحليل المالي، (عمان: دار البركة ، 2001م) ، ص 80 .

2) علي عباس احمد ، الإدارة المالية ، (عمان : دار إثراء للنشر والتوزيع ، 2008م) ، ص ، 227.

3) برجها، ويستون ، مرجع سابق ، ص 80 .

4) منبر إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 80 .

اجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المنشأة ، وتمثل نسبة إجمالي المطلوبات) الخصوم (إلى إجمالي الموجودات) الأصول) .

وأفضل طريقة لفهم الرفع المالي واستخداماته هي تحليل أثره على الربحية في ظل ظروف مختلفة (أي في ظل درجات مختلفة من الرفع المالي) ونجد أن الرفع المالي يضاعف من اثر التغيرات في معدل العائد علي مجموع الأصول على حملة الأسهم¹.

يتضح للباحث من التعاريف السابقة أن الرافعة المالية تشمل قياس إجمالي الالتزامات (طويلة وقصيرة الأجل) إلى إجمالي الموجودات ، إلا أن البعض قد اعتبر أن الرافعة المالية تقتصر على تأثير الديون أو الالتزامات طويلة الأجل فقط ، حيث نجد أن هناك نموذجان للرافعة المالية الأول يعتمد على قياس مجموع الالتزامات المالية الثابتة على إجمالي الموجودات ، بينما النموذج الثاني الالتزامات طويلة الأجل فقط ، متجاهلا الديون قصيرة الأجل.

تختلف الشركات في مدى اعتمادها على الاقتراض كأحد مصادر التمويل ، وكلما زاد اعتماد المنشأة على المطلوبات أو المديونية كلما كانت تستخدم اعلي من الرفع المالي ، فان استخدام الدين في منشأة معينة يعمل كأنه رافعة بحيث من الممكن أن يؤدي ذلك إلى تعظيم الأرباح أو الخسائر وبالتالي فان استخدام الرفع المالي يمكنه أن يؤثر ايجابيا على ثروة حملة الأسهم ولكنه يمكن أن يؤدي أيضا إلى زيادة الضغوطات

1 () عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية ، (الإسكندرية : المكتب العربي الحديث ، 1999م) ، ص 231.

والمشاكل المالية مما يؤدي في النهاية إلى الفشل ، ويمكن القول انه إذا كانت الرافعة التشغيلية تتعامل مع الجزء العلوي من كشف الدخل ، فان الرفع المالي يتعامل مع الجزء السفلي منها ويقصد به ذلك الجزء الذي يربط التغير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد بالضرائب مع صافي الدخل¹.

وارتفاع درجة الرفع المالي يزيد من درجة المخاطرة المالية المحيطة بالمساهمين العاديين. وذلك لان ارتفاعها يشكل سلاحا ذو حدين . بمعنى- انه كما يمكن لارتفاع درجة الرفع المالي أن يعظم العائد على السهم ، في حالة ازدهار نشاط المنشأة يمكنه أيضا أن يخفض العائد على السهم في حالة انكماش نشاطهما ، مما يوسع بالتالي مدى المخاطرة المالية المحيطة بالمساهمين العاديين والتي تعبر عن حالة عدم التأكد المحيطة بعائد السهم .

والرفع المالي على علاقة بهيكل تمويل المنشأة . فكلما ازداد اعتماد المنشأة على المصادر الخارجية لتمويل رأسمالها المستثمر تزداد درجة الرفع المالي والعكس ، ونجد إن الرفع المالي يؤثر على العائد والمخاطرة. ويكون تأثير الرفع المالي ايجابيا على العائد إذا نجحت إدارة المنشأة في استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن الفائدة المدفوعة عليها . أي أن الرفع المالي يكون في صالح الشركة إذا كان معدل العائد على الاستثمار اكبر من معدل الفائدة والعكس².

(1) اسعد حميد العلي ، مرجع سابق ، ص 191.

((2) محمد مطر ، مرجع سابق ، ص 218.

عليه يتضح للباحث أن المنشأة التي تستخدم قروض أكثر من حقوق الملكية تكون رافعتها المالية أعلى من غيرها. وتتضمن الرافعة المالية تكلفة تمويل ثابتة هي الفوائد المدفوعة للمقرضين وحصص الأرباح الثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة ، كما أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة المخاطرة المالية للمنشأة .

استخدام الرافعة المالية مرغوب للمنشأة إذا كان السوق يمر بظروف اقتصادية مزدهرة تؤدي إلى تحقيق عوائد مالية من الاقتراض أكبر من تكلفته ، وزيادة الرافعة المالية تؤدي إلى تحقيق أرباح صافية بعد الفائدة والضريبة عند تحقيق مستوى مبيعات يغطي تكلفة الاقتراض ، وإذا لم تستطيع المنشأة تحقيق مستوى من المبيعات يغطي هذه التكلفة فإن استخدام الرافعة المالية سيضاعف خسائر المنشأة ، حيث تحقق المنشأة عدة مكاسب من استخدام الرافعة المالية عندما يكون الربح قبل الفوائد والضرائب أعلى من تكلفة الاقتراض وهي كالتالي ⁽¹⁾ :

1/ تسهم في مضاعفة الفائدة على السهم العادي وذلك بسبب استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة .

2/ المحافظة على السيطرة في المنشأة ، لأن المقرضين لا يسمح لهم بالمشاركة في الإدارة .

3/ الاستفادة من الوفورات الضريبية المتحققة من الفوائد التي تخصم من الأرباح قبل الضريبة .

(1) عبد المنعم عوض الله وآخرون ، تحليل ونقد القوائم المالية ، (القاهرة : مطبعة مركز التعليم المفتوح ، 1993م) ، ص 219 .

4/ عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة عدا ما يدفع في شكل فوائد على القروض وحصّة ثابتة لصحاب الأسهم الممتازة .

5/ في فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية منخفضة .

6/ يُمكن الاقتراض من بناء سمعة جيدة في الأسواق المالية أما عندما يكون الربح قبل الفوائد والضرائب أقل من تكلفة الأموال فإن استخدام الرافعة المالية تصاحبه سلبيات عديدة أهمها ما يلي ⁽¹⁾ :

أ/ احتمال تعرض المنشأة للمخاطرة المالية وهي المخاطرة الناجمة عن عدم كفاية التدفقات النقدية لتغطية المدفوعات الثابتة واحتمال التشتت في عوائد أصحاب الأسهم العادية بسبب تحمل المنشأة لأعباء ثابتة التكلفة.

ب/ في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.

ج/ التأخير في الوفاء بالالتزامات يؤدي إلى سوء سمعة المنشأة الائتمانية.

يري الباحث أن على المنشأة عند استخدام الرافعة المالية الموازنة بين الحصول على أرباح مرتفعة ولكنها غير مستقرة في حالة ارتفاع درجة الرفع المالي . وعلى المنشآت

James C. Van Horne , **Fundamentals of Financial Management** , Seven(0)1
Edition (USA :Prentice Hall Co. 1999) , P. 409

الصغيرة- تخفيض- الرافعة المالية وعدم- إصدار- أسهم- ممتازة- بغرض- السيطرة- المالية- والرقابة- على- المنشأة، أما المنشآت- كبيرة- الحجم- فيمكن- لها زيادة- سرجة- رافعتها المالية- عندما- تكون- أرباحها- قبل- الفوائد- والضرائب- أعلى- من- تكلفة- الاقتراض- ..

قياس درجة الرافعة المالية:

تستخدم عدد من المؤشرات في قياس الرافعة المالية وتعبر بعضها عن الدرجة التي تعتمد فيها المنشأة على القروض في تمويل أصولها ، أي حجم الاقتراض في هيكلها المالي والبعض الآخر على التغيرات التي تحدث في العائد على السهم نتيجة استخدام الرفع المالي في المنشأة ، من هذه المؤشرات الآتي⁽¹⁾:

1/ نسبة الخصوم إلى إجمالي الأصول :

تمثل نسبة الخصوم المقترضة من الغير إلى إجمالي الأصول وتقاس بالمعادلة الآتية

:

$$\text{الرافعة المالية} = \text{إجمالي الخصوم} \times 100\%$$

إجمالي الأصول-

James C. Van Horne , **Fundamentals of Financial Management** , Seven() 1
Edition, (USA :Prentice Hall Co. 1999) , P. 410

يتضح من المعادلة أعلاه أن زيادة هذا المؤشر- يدل على زيادة درجة
الرافعة المالية ، وبالتالي زيادة الالتزامات الثابتة والمخاطرة التي تتحملها
المنشأة .

2/ نسبة الخصوم طويلة الأجل والأسهم الممتازة لإجمالي الهيكل المالي :
يوضح هذا المؤشر- حجم الخصوم والأسهم الممتازة في الهيكل المالي
للمنشأة ، وتقاس بالمعادلة الآتية ⁽¹⁾ :

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{الخصوم طويلة الأجل} + \text{الأسهم الممتازة}}{100\%}$$

إجمالي الهيكل المالي

درجة الرفع المالي = التغير النسبي في (EPS). (عائد السهم- المحقق)-.

التغير- النسبي- في- صافي- الربح التشغيلي- قبل-

الفوائد

يتضح من- المعادلة أعلاه أن- هنا- المؤشر- يستخدم- في- حالة- وجود الأسهم-
الممتازة- في- الهيكل- المالي- وتقيس- حجم- مصاسر- الهيكل- المالي- التي-
تترتب- عليها- التزامات- ثابتة- على- المنشأة- والمتمثلة- في- أموال- الاقتراض-
والأسهم- الممتازة- ، وكما- زادت- هذه- النسبة- بل- ذلك- على- اعتماد- المنشأة-
على- الأموال- المقترضة- والأسهم- الممتازة- بصورة- أكبر- من- الأسهم- العادية
مما- يؤدي- إلى- زيادة- المخاطر- المالية- .

3/ نسبة الأصول- إلى- حق- الملكية-

تقيس- هذه- النسبة- حجم- حق- الملكية- الذي- يستخدم- في- تمويل- الأصول-
مقارنة- بمصاسر- التمويل- الأخرى- وتحسب- بالمعادلة- الثابتة

1 () احمد حسن الزهري ، التمويل والإدارة المالية ، (القاهرة : دار الشروق للنشر ، 1997م) ، ص 256 .

الرافعة المالية = إجمالي الأصول

حق الملكية

يتضح من المعادلة أعلاه أن هذه النسبة تقيس عدت مرات تغطية الأصول لحق الملكية ، وزيادة هذه النسبة تدل على اعتماد المنشأة على أموال الاقتراض بصورة أكبر من حق الملكية مما يؤدي إلي زيادة الرافعة المالية ، وزيادة التكاليف الثابتة التي تتحملها .

4/ نسبة الخصوم إلى حقوق الملكية :

يوضح هذا المؤشر مدى الاعتماد على

الخصوم كمصدر من مصادر التمويل مقارنة بمصادر التمويل الداخلية (حقوق المساهمين) ، وتحسب بالمعادلة الآتية ⁽¹⁾ :

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{الخصوم}}{\text{حقوق الملكية}} \times 100\%$$

حقوق الملكية

(2) عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص 91 .

(1) سيد محمود الهواري ، سعيد توفيق عبيد ، الإدارة المالية قرارات الأجل الطويل ، (القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1998م) ، ص 54 .

يتضح من المعادلة أعلاه أن هذا المؤشر يعبر عن مدي مساهمة الدائنين في أصول المنشأة مقارنة بأصحاب الأسهم ، ومساهمة أصحاب الأسهم بالجزء الأكبر من الأموال يزيد من اطمئنان الدائنين على مقدرة المنشأة على سداد التزاماتها .

5/ نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلي الأرباح بعد الفوائد والضرائب :

يقيس هذا المؤشر- نسبة الأرباح التي تحققها المنشأة قبل أن تخصم منها الفائدة والضريبة إلى الأرباح بعد خصم الفوائد والضرائب وتعتمد هذه النسبة على قيمة الفوائد التي تدفعها المنشأة وتحسب بالمعادلة الآتية :

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الأرباح بعد دفع الفائدة والضرائب}}$$

الأرباح بعد دفع الفائدة والضرائب

يتضح من المعادلة أعلاه أنه كلما زاد مقدار الربح قبل الفائدة والضريبة بافتراض استقرار وثبات الفائدة كلما قلت درجة الرافعة المالية ، وبالتالي انخفضت درجة حساسية صافي ربح السهم الواحد والعكس صحيح إذ كلما انخفضت الأرباح قبل الفائدة والضريبة باستقرار الفوائد زادت درجة الرافعة المالية ، مما يؤدي إلي الزيادة في تقلبات السهم .

6/ معدل تغطية الفائدة :

يقيس هذا المؤشر عدد المرات التي يمكن فيها تغطية الفوائد من صافي الدخل المتاح

لسدادها ويحسب بالمعادلة الآتية ⁽¹⁾ :

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الفائدة}}$$

الفائدة

يتضح من المعادلة أعلاه أن هذا المؤشر يقيس المدى الذي يمكن أن ينخفض به الدخل المتاح لتغطية الفائدة قبل أن تفقد المنشأة قدرتها على سداد تلك الفوائد ، وكلما زاد هذا الدخل زادت قدرة المنشأة على الحصول على القروض ، ووصلت إلي مرحلة الاستنفاد القصوى من استخدام الرافعة المالية ، أما إذا انخفض فإن ذلك قد يتسبب في إفلاس المنشأة .

في حالة وجود أسهم ممتازة تصبح المعادلة كالتالي :

$$\text{نسبة تغطية الأعباء الثابتة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الفائدة + توزيعات الأسهم الممتازة}} \times 100\%$$

الفائدة + توزيعات الأسهم الممتازة

يتضح أن هذا المؤشر يقيس نسبة الأعباء الثابتة التي تتحملها المنشأة سواء كانت فوائد أو توزيعات الأسهم الممتازة والتي يجب عليها تغطيتها من الأرباح قبل الفوائد

1 () منير إبراهيم هندي، مرجع سابق ، ص 100 .

والضرائب وكلما زادت هذه النسبة زادت مقدرة المنشأة على دفع التزاماتها الثابتة ، وقد تقل إلى درجة عدم القدرة على دفع هذه الالتزامات مما يؤدي إلى تصفيتها وإعلان إفلاسها .

يتضح للباحث أن على المنشأة أن تراعي عند قياسها للرافعة المالية العلاقة بين مقدرة المنشأة على الكسب وتكلفة الفوائد على القروض ، لأن الرافعة لها أثر إيجابي على عائد أصحاب الأسهم العادية إذا كان العائد قبل الفوائد والضرائب أي مقدرة المنشأة على الكسب أعلى من تكلفة الاقتراض أما إذا حدث العكس بمعنى أن يكون العائد قبل الفوائد والضرائب أقل من تكلفة الاقتراض فإن ذلك يؤدي إلى خسائر فادحة للمنشأة قد ينجم عنها تعرضها للإفلاس .

حدود استخدام القروض في هيكل في الهيكل المالي :

تتمثل حدود استخدام القروض في الهيكل التمويل في التالي¹ :

1. هيكل الأصول :

أن المنشأة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين ، يكون لديها الدافع لأن تعتمد بشكل أكبر على القروض . ذلك أنها لو عمدت إلى إصدار أسهم وقت أن تكون فيه أسعار الأسهم مرتفعة ، فإن المستثمر قد يعتقد (وقد يكون اعتقاده خاطئاً

1 () منير إبراهيم هندي ، المرجع السابق ، ص 91.

بسبب نقص ما لديه من معلومات عن المنشأة) بأن القيمة السوقية للأسهم مغالى فيها، ومن ثم فقد يحجمون عن شرائها ، مما يؤدي في النهاية إلى هبوطها .

2. الشريحة الضريبية:

تعتبر فوائد القروض من بين- المصروفات التي تخضم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثراً إيجابياً على قيمة المنشأة ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة وبين الوفورات الضريبية ، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي تخضع للضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة .

3. إمكانية تحقيق وفورات ضريبية بديلة:

من المحتمل أن تنخفض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال ، كلما أتاحت للمنشأة فرصة بديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير- فوائد القروض (مثل قسط الإهلاك)، والخصومات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة نتيجة لتنفيذ استثمارات جديدة تشجعها الحكومة.

4. معدل النمو:

تميل المنشآت التي يسيطر عليها مالك واحد أو عدد محدود من الملاك إلى الاقتراض ، وتوجيه الأموال المقترضة إلى استثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفة تلك هذا الاتجاه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة للقروض، وهي تكلفة الأموال التي ترتفع بمعدلات أكبر للمنشآت التي تتسم بمستوى عال للنمو، نظراً

لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات. ولما كانت تكلفة الوكالة للقروض تعني- ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة، فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية . بعبارة أخرى يتوقع وجود علاقة عكسية بين- معدل النمو ونسبة القروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال إلى أنه في الحالات التي يمكن فيها استبدال القروض طويلة الأجل بالقروض قصيرة الأجل ، التي تنطوي على مخاطرة أقل للدائنين، قد تستطيع المنشأة تخفيض تكلفة الوكالة وزيادة نسبة الأموال المقترضة .

5. درجة التخصص:

كلما اتجهت المنشأة نحو التخصص كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس ، وذلك بالمقارنة مع منشأة مماثلة تتبع سياسة التنويع . ولما كان الاقتراض من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس ، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشآت التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض في هيكل رأس المال تجنباً.

6. طبيعة الصناعة:

ترتفع تكلفة الإفلاس للمنشآت التي تنتج سلعة تحتاج إلى خدمة بعد بيعها ، ومن ثم يتوقع أن تميل تلك المنشآت إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، تجنباً لمزيد من مخاطر.

7 . حجم المنشأة:

تكشف الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين- حجم المنشأة وبين- مخاطر الإفلاس فالمنشآت الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنويع تتعرض لتلك المخاطر

بدرجة أقل ، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال هندي، قد أشار إلى إخلاف الوضع بالنسبة للمنشآت الصغيرة، فتكلفة إصدار السهم والسندات لتلك المنشأة عادة ما تكون مرتفعة ، بشكل قد تفضل معه الاعتماد بدرجة أكبر على القروض المباشرة في التمويل .

8. مخاطر التشغيل :

كلما اتسمت مبيعات المنشأة بالاستقرار كلما كان ذلك حافزاً على زيادة نسبة الأموال المقترضة، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد فوائد وأصل القرض في المواعيد المحددة، وبذا لا تتعرض لمخاطر الإفلاس. أما إذا اتسمت المبيعات بالتقلب وعدم الاستقرار فقد تفضل المنشأة الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة.

9. مستوى الربحية :

بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة على النحو الذي سبقت الإشارة إليه ، تأتي الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية ، يتبعها القرض التي لها تكلفة وكالة ولكن يقابلها وفورات ضريبية ، وأخيراً يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة الذي قد ينطوي عليها تكلفة وكالة دون وجود للوفورات الضريبية . وبناء عليه يصبح من المتوقع أن تنتج المنشآت التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها (وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح) إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة.

10. طبيعة القرض:

إذا كانت القروض- في- صورة- سندات- قابلة- للتحويل- إلى- *Convertible* (*Bonds*) فيما بعد، أو من النوع الذي يمكن استدعاؤه فإن تكلفة الوكالة قبل تاريخ الاستحقاق تنخفض وتنخفض معها تكلفة الاقتراض ، بشكل يحتمل أن يشجع على الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة في التمويل.

11. تاريخ الاستحقاق:

مع ثبات العوامل الأخرى على حالها ، تنطوي القروض طويلة الأجل على مخاطر (بالنسبة للمقرض) تفوق القروض قصيرة الأجل . ولما كان الدائنون قادرون على رد المخاطر إلى الملاك يرفع معدل الفائدة أو بوضع شروط أقسى، فإنه يصبح من المتوقع لأن ترتفع نسبة الأموال المقترضة إذا ما كانت في صورة قروض قصيرة الأجل .

12. تكلفة الوكالة :

توجد تكلفة وكالة لحقوق الملكية، وتكلفة وكالة للقروض ومن ثم يتوقع أن تتجه المنشأة إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة، عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من مثيلتها للاقتراض، والعكس صحيح.

يلاحظ الباحث مما سبق بأنه بالرغم من مزايا التمويل بالقروض إلا أنه هناك العديد من المحددات أو العقبات التي قد تقف أمام اللجوء إلى هذا النوع من مصادر التمويل . وكذلك يجب ألا نغفل الجانب الشرعي المتعلق باللجوء للاقتراض المصحوب بالفائدة .

الرافعة المالية وأثرها على الهيكل التمويلي:

إن الفوائد هي نقطة الارتكاز في الروافع المالية فكلما كانت الفوائد مرتفعة كلما كانت درجات الرفع المالي مرتفعة وبالتالي تزداد مخاطر الشركة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد وتسمى هذه المخاطرة بمخاطر التمويل وهذا الوضع يجعل نقطة التعادل مرتفعة وهذا يحتاج إلى جهد أكبر من الشركة لزيادة المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة للوصول إلى نقطة التعادل الجديدة وتعديلها لتحقيق أرباح صافية بعد الفوائد وقبل الضريبة⁽¹⁾.

كما إن الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض يحقق الميزات التالية² :

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار.
 - المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة.
 - عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة) عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين.
-)
- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للخصم من الضريبة.
 - في فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.

(1) خلدون إبراهيم الشريقات ، إدارة وتحليل مالي ، (عمان : دار وائل للنشر، 2000م) ، ص 88.

(2) منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 20 .

- الاقتراض بحكمة يمكن للمؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية ، وهذا أمر هي بحاجة إليه خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

وفي مقابل مجموعة الميزات هذه ، هناك مجموعة أخرى من السلبيات للرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أقل من كلفة الاقتراض ، وهي :

- انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من كلفة الاقتراض.

- احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة.

- في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.

- قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض.

مما سبق يتضح للباحث إن الرفع بصفة عامة يعكس مدى اعتماد المنشأة على أدوات الإنتاج، ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة. و للرفع تأثيران متضادان ، فهو يسهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية ، إلا أنه يسهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من إجرائه ، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها ، ويتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية للسهم ، كما يتوقع أن يترتب على زيادة المخاطر انخفاض في القيمة السوقية للسهم .

هنا يواجه حملة الأسهم بالعلاقة الأزلية بين- العائد والمخاطر، نقصد بذلك العلاقة التعويضية فالزيادة في العائد لابد وأن تكون مصحوبة بزيادة في المخاطر التي يتعرضون لها ، وتلقى تلك العلاقة بظلال من المسؤولية الجسيمة على إدارة المنشأة ، لكي تعمل على تحقيق التوازن بين النقيضين) العائد والمخاطر(، بما يسهم في النهاية في تعظيم القيمة السوقية للمنشأة.

يحدث هذا عندما تصل بقراراتها إلى النقطة التي يتعادل فيها التأثير الإيجابي لزيادة العائد مع التأثير السلبي لزيادة المخاطر، إنها نقطة التعادل.

لذا يتضح للباحث انه ينبغي على المنشأة أن تحدد بوضوح معالم هيكل رأس المال المستهدف سواء من حيث العناصر المكونة له أو من حيث نسبة كل عنصر- فيه . كما ينبغي عليها العمل على تحقيق ذلك الهيكل والالتزام به بقدر الإمكان ، إذ من المتوقع أن يكون الهيكل المستهدف قد تم اختياره على أساس مدى مساهمته في تحقيق الهدف المنشود وهو تعظيم ثروة الملاك . ويقنضي تحقيق هذا الهدف أن يكون هناك توازن بين- العائد المتوقع (والذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية) وبين- المخاطر التي سوف يتعرض لها هذا العائد ، والتوازن هنا معناه أن يكون العائد المتوقع كافيا لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي سيحصلون عليه.

3/ الرافعة المشتركة :

يقصد بها استعمال كل من الرافعة التشغيلية والرافعة المالية معاً في وقت واحد مما يؤدي إلى زيادة أكبر في العائد على الأسهم⁽¹⁾ ، وان اقتزان الرفع التشغيلي مع الرفع المالي في شركة معينة يطلق عليه الرفع الكلي ، فإذا كانت هناك شركة معينة وكان ضمن موجودات الشركة موجودات ثابتة من جهة ومن جهة أخرى كان ضمن هيكلها رأسمالها قروض ومطلوبات فان ربحية السهم الواحد تتأثر بأي تغيير في إيرادات المبيعات ، ذلك إن الرفع التشغيلي يؤثر على الجزء العلوي من قائمة الدخل ، ثم يأتي الرفع المالي ليكمل ذلك التأثير في الجزء الثاني من قائمة الدخل .

فمن المعلوم ، إن أي تغيير في إيرادات المبيعات يعطي تغيراً أكبر في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب نتيجة الرفع التشغيلي ، وكذلك ، فان أي تغيير يحدث في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب يعطي تغيراً أكبر في ربحية أو عائد السهم الواحد ، وعندما يجتمع الرفع التشغيلي والرفع المالي في منشأة ما ، فان تغييراً بسيطاً في مستوى المبيعات يقود إلى تغير كبير في السهم الواحد ، وحتى يستطيع المدير المالي أن يحدد اثر التغيير في عدد الوحدات المنتجة وبالتالي إيرادات المبيعات على السهم الواحد عليه أن يحسب درجة الرفع المالي ودرجة الرافعة التشغيلية² .

1 () فائز تيم ، تمويل المؤسسات ، (الخرطوم: مطبعة جامعة جوبا ، 2000م) ، ص 573 .

2 () اسعد حميد العلي ، مرجع سابق ، ص 197 .

الرفع الكلي هو درجة التغير النسبي في الأرباح بعد الضريبة نتيجة التغير النسبي في

المبيعات ، وهي محصلة الرافعة التشغيلية والرافعة المالية وتقاس بالآتي⁽¹⁾ :

درجة الرافعة المشتركة = درجة الرافعة المالية × درجة الرافعة التشغيلية

أي أن :

درجة الرافعة المشتركة = نسبة التغير في العائد على السهم

نسبة التغير في المبيعات

تقاس أيضاً بالمعادلة الآتية⁽²⁾ :

درجة الرافعة المشتركة = صافي المبيعات - التكاليف المتغيرة

صافي المبيعات - التكاليف المتغيرة - التكاليف الثابتة

وتقاس- أيضاً بالمعادلة الآتية⁽³⁾ :-

درجة الرفع المشترك = هامش- المساهمة / معدل الربح (المبيعات - تكاليف المبيعات)

1 ((مفلح محمد عقل ، مرجع سابق،2،1،7

2 () علي- عباس- ، مرجع سابق- ،7،2

3 () بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، (غزة: الجامعة الإسلامية ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في التمويل غير منشورة ، 2005م)، ص 83 .

يستنتج الباحث أن الرافعة المشتركة تمثل الأثر الموحد للرافعة التشغيلية والرافعة المالية ، وتساعد في تحديد التأثير الدقيق لحجم المبيعات على صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية ، وترتبط بالرافعة المشتركة المخاطر الكلية التي تكون حصيلة مخاطر الأعمال والمخاطرة المالية وهي تكون مرتفعة جداً عن غيرها من المخاطرة .

جدول رقم (2/1/1) يوضح مقارنة بين الرافعة التشغيلية و الرافعة المالية و

الرافعة المشتركة

م	الرافعة التشغيلية	الرافعة المالية	الرافعة المشتركة
1	علاقتها بالأصول الثابتة في هيكل أصول المنشأة	علاقتها بالتكاليف الثابتة لمصادر الهيكل المالي	علاقتها بالأصول الثابتة ، والتكاليف الثابتة للهيكل المالي معاً

2	تقيس مدى حساسية الربح قبل الفائدة والضريبة للتغير في المبيعات	تقيس التغير النسبي في ربح السهم نتيجة تغير الربح قبل الفائدة والضريبة للمساهمين	تقيس أثر التغير في حجم المبيعات على الربح المتاح
3	تتسبب في مخاطر الأعمال	تسبب في المخاطرة المالية	تسبب في المخاطرة الكلية
4	نقطة الارتكاز هي نقطة الارتكاز هي الفوائد نقطة لرتكازها الأصول الثابتة	وأرباح الأسهم الممتازة الثابتة والفوائد معاً	نقطة الارتكاز هي نقطة لرتكازها الأصول الثابتة
5	ارتفاعها بنسبة كبيرة لارتفاعها بدرجة عالية مع ارتفاعها بنسبة عالية يؤدي يتسبب في حدوث خسائر عدم القدرة على السداد القلي خسائر للمنشأة وعدم للمنشأة بسبب زياد يؤدي إلى تصفية قدرة على سداد التزاماتها التكاليف على الإيرادات المنشأة .. وإعلان تصفيتها	ارتفاعها بنسبة كبيرة لارتفاعها بدرجة عالية مع ارتفاعها بنسبة عالية يؤدي يتسبب في حدوث خسائر عدم القدرة على السداد القلي خسائر للمنشأة وعدم للمنشأة بسبب زياد يؤدي إلى تصفية قدرة على سداد التزاماتها التكاليف على الإيرادات المنشأة .. وإعلان تصفيتها	ارتفاعها بنسبة كبيرة لارتفاعها بدرجة عالية مع ارتفاعها بنسبة عالية يؤدي يتسبب في حدوث خسائر عدم القدرة على السداد القلي خسائر للمنشأة وعدم للمنشأة بسبب زياد يؤدي إلى تصفية قدرة على سداد التزاماتها التكاليف على الإيرادات المنشأة .. وإعلان تصفيتها
6	تحسب من خلال قسمته تحسب من خلال نسبة تحسب من خلال نسبة التغير في الربح قبل الفائدة والضريبة للاقتراض على أموال السهم على نسبة التغير في المبيعات الملكية	تحسب من خلال نسبة تحسب من خلال نسبة التغير في الربح قبل الفائدة والضريبة للاقتراض على أموال السهم على نسبة التغير في المبيعات الملكية	تحسب من خلال نسبة تحسب من خلال نسبة التغير في الربح قبل الفائدة والضريبة للاقتراض على أموال السهم على نسبة التغير في المبيعات الملكية

أهم العوامل- التي- تؤيهم- العوامل- التي- تؤيهم- العوامل- التي- تؤيهم- إلى-	إلى- ارتفاعها- زيادة- حجم- إلى- ارتفاعها- زيادة- حجم- إلى- ارتفاعها- زيادة- حجم-	7
الأصول- الثابتة- في- هيكل- أموال- الاقتراض- في- الأصول- الثابتة- وزيادة-	أصول- المنشأة-	
حجم- أموال- الاقتراض- معاً- في- المنشأة-	الهيكل- المال- للمنشأة-	

المصدر: إعداد الباحث 2012م-

المبحث الثاني

القيمة السوقية

القيمة لغة هي ما يقدر به الشيء، فقيمة الشيء هي قدرة، وقيمة المتاع هي ثمنه¹،

وعرفت قيمة المنشأة بأنها المبلغ النقدي أو الثمن العادل والمعادل لكل

منشأة في حالة استمرارها²، كما عرفت بأنها إجمالي القيمة السوقية

للأسهم العادية والقيمة السوقية للاقتراض، وتتوقف هذه القيمة على

تدفقات المكاسب المتوقعة التي ستحدث في المستقبل مع الأخذ في

الاعتبار المخاطرة بتلك المكاسب³.

(1) طارق عبد العال حماد ، التقييم وإعادة هيكلة الشركات ، (الإسكندرية : الدار الجامعية ، 2008م) ، ص 12.

(2) سيد محمود الهواري وسعيد توفيق عبيد ، الإدارة المالية ، قرارات الأجل الطويل وقيمة المنشأة ، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1998م)، ص 240.

(3) Cecile Carpentire & Jean Marc Suret , **Capital Structure Changes & Firm Value** , (Montreal: Lavel University, 2001), p 6

مفاهيم القيمة :

تتلخص مفاهيم القيمة في الآتي¹:

1/ القيمة السوقية العادلة

هي مبلغ تقديري يُمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة ، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية ولهما مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام الصفقة .

2/ القيمة الاستثمارية

هي عبارة عن قيمة المنافع الاقتصادية المستقبلية النابعة من أصل ما لشخص ما ، يعتبر هذا المفهوم من بين الأنواع المألوفة لدي المهنيين العاملين في مجال الاندماج والتملك .

3/ القيمة الإستعمالية والتبادلية

القيمة الإستعمالية هي قيمة أصل كجزء من مؤسسة عاملة ، وتتأثر كثيراً باستخدامها ، حيث في العادة يفترض أنها بلغت ذروة الاستعمال ، أما القيمة التبادلية فترتبط بقيمة الأصل (حتى ولو كان مستعملاً) بغض النظر عن المؤسسة التي كان بها (كيان تشغيلي). في العادة تكون القيمة التبادلية أكبر من الإستعمالية في مؤسسة مستمرة .

4/ قيمة شهرة المحل

هي مجموع الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة دون غيرها ، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب.

5/ قيمة المؤسسة المستمرة

1 () طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ، ص 28.

هي قيمة المؤسسة باعتبارها مستمرة النشاط وتعني- وجود شهرة
المحل أو قيمة معنوية بالإضافة لقيمة العناصر المادية .

6/ القيمة الدفترية

هذه القيمة مفهوم محاسبي ضريبي وليس مفهوم تقييمي أو اقتصادي وهي الأكثر
تضليلاً في الاستخدام كونها عبارة عن التكلفة التاريخية منقوصاً منها الاهتلاك
المتراكم .

7/ قيمة التصفية

هذه القيمة لا تعتبر نوعاً مستقلاً وإنما ظرفاً معيناً ، وهي ذلك المبلغ الصافي
المحقق في حالة وضع حد لنشاط المؤسسة وبيع أصولها كل على حدة والوفاء
بالتزاماتها ، وهذه التصفية تكون إجبارية أو منظمة ففي الحالة الأخيرة يكون الوقت
المتاح أطول مما يجعل القيمة أكبر وتسمى بالقيمة المصفاة .

8/ القيمة القابلة للتأمين

هي عبارة عن قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما والتي يتم التأمين عليها
لتعويض المالك في حالة وقوع الخسارة .

9/ قيمة الإحلال

هي قيمة أصل جديد ذو منفعة مساوية لمنفعة أصل معين .

تمثل مبلغ يمكن تحقيقه جراء التنازل عن أصل أصبح عديم الفائدة وتم إقرار إخراجه من الميزانية.

يستنتج الباحث مما سبق أن القيمة تختلف عن السعر الذي هو عبارة عن المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما في سوق ما ، وعن التكلفة التي هي عبارة عن قيمة عوامل الإنتاج الضرورية للحصول على أصل معين .

يمكن للباحث تعريف قيمة المنشأة بأنها القيمة الكلية الشاملة لمدى كفاءة وفاعلية الإدارة من جميع الجوانب التشغيلية والإستراتيجية ، وتمثل قيمة أصولها والتي تتساوى مع قيمة أموال الملكية وأموال الاقتراض .

العوامل التي تؤثر على قيمة المنشأة السوقية

هناك عوامل تؤثر على قيمة المنشأة السوقية تتمثل في التالي¹ :

أ/ الربح المتوقع للسهم : تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة ، حيث توجد علاقة خطية بينهما مع ثبات العوامل الأخرى ، فزيادة صافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة يزداد الطلب على أسهم المنشأة وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للسهم .

1 () عبد الستار مصطفى مصباح ، سعود جابر مشكور العامري ، مرجع سابق ، ص 39.

ب/ التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائد استثماره ، أي زمن تحقيق الربح :
تتأثر القيمة السوقية للسهم بالزمن الذي ينقضي قبل تحقيق الربحية ، والعلاقة بينهما
علاقة عكسية ، حيث ترتفع القيمة السوقية للسهم كلما كان زمن الحصول على الربح
قصير ، وتصل قيمة السهم أعلى قيمة عندما يكون زمن تحقيق الربح صفر ، وعلى
إدارة المنشأة اتخاذ القرارات التي تعجل يتدفق صافي الربح وتوقيتته .

ج / السيولة : توجد علاقة دالية موجبة بين القيمة السوقية للسهم والسيولة ، فمع
تزايد السيولة مع ثبات الظروف الأخرى ترتفع القيمة السوقية للسهم ، ويرجع السبب
في ذلك إلي أن السيولة مؤثر على المرونة وإمكانية التحويل إلى نقدية ، وهذا دليل
على إمكانية الاستفادة من الفرص الاستثمارية الداخلية والخارجية ، فالأموال السائلة
هي مصادر لتمويل الاستثمارات وتحقيق الربح مستقبلاً ، ولكن هذه العلاقة الدالية
متناقضة ، حيث تفقد السيولة تأثيرها تدريجياً على القيمة السوقية للسهم بعد
مستوي معين ، لأن تراكم السيولة يفسر- في سوق الأوراق المالية على ضعف إدارة
المنشأة نتيجة تراكم الأصول غير المنتجة مما ينعكس سلباً على قيمة المنشأة .

د/ المقدرة على أداء الالتزامات: تشير المقدرة على أداء الالتزامات إلى المقدرة على
أداة المديونية عندما يحين أجل استحقاقها وتقاس بنسبة إجمالي الأصول إلى إجمالي
المديونية، والعلاقة بينهما تمر بعدة مراحل ففي المرحلة الأولى عندما تكون مخاطرة
التوقف عن أداء الالتزامات ضئيلة فإن تأثيرها يكون بسيط لانخفاض المخاطرة، وفي

المرحلة الثانية عندما تزداد قدرة المنشأة على أداء الالتزامات وتزداد أموال الاقتراض فإن القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفادة من استثمار أموال المقترض ذات التكلفة الأقل.

هـ/ الأرباح الموزعة إذ أن زيادة نسبة التوزيع تزيد من القيمة الحالية للمنشأة ، والعكس صحيح ، فإن انخفاض نسبة التوزيع تؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة .
و/ سعر الخصم في السوق : إذ كلما زاد سعر الخصم في السوق قلت القيمة الحالية للدينار المتوقع الحصول عليه مستقبلاً .

ع/ المخاطرة المتوقعة للمنشأة : زيادة المخاطرة تؤدي إلى زيادة العوائد المطلوبة من قبل حملة الأسهم .

ي/ توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المنشأة ونشاطها : إذا كانت التوقعات جيدة بشأن مستقبل المنشأة يؤدي ذلك إلى زيادة قيمتها .

ع/ مدى استخدام المنشأة للقروض في هيكلها المالي : حيث تؤدي زيادة القروض إلى زيادة الأرباح ، لكنها في نفس الوقت تزيد المخاطرة .

طرق تقدير قيمة المنشأة:

نجد أن تقدير قيمة المنشأة يتم من خلال ثلاثة مداخل هي الآتي¹:

241.

1)) سيد محمود الهواري وسعيد توفيق عبيد ، مرجع سابق ، ص

أ/ المدخل الدفترى

قيمة المنشأة وفقاً لهذا المدخل هي القيمة الدفترية لإجمالي الأصول ، أي أنها تتساوي مع قيمة إجمالي الخصوم وحقوق الملكية ، كما في المعادلة أدناه :

$$\text{قيمة المنشأة الدفترية} = \text{إجمالي الأصول} = \text{إجمالي الخصوم} + \text{إجمالي حقوق الملكية}$$

تقدير قيمة المنشأة وفقاً لهذا المدخل وجهت له انتقادات عديدة منها أن القيمة الدفترية لا تعكس أثر بعض العوامل الهامة ذات التأثير مثل المخاطرة أو القوة الشرائية للنقود والتي تتأثر بالزمن ، وبالتالي فإن القيمة الدفترية قد لا تعكس القيمة الحقيقية للمنشأة.

ب/ المدخل السوقى

قيمة المنشأة وفقاً للمدخل السوقى هي قيمة الأوراق المالية في جانب الخصوم وحقوق الملكية والتي تتحدد في سوق الأوراق المالية في تاريخ معين ، ويركز هذا المدخل على مصادر الأموال في المنشأة ، والتي تتكون من حقوق الملكية والممثلة بالأسهم العادية والممتازة ، والديون طويلة الأجل الممثلة بالسندات، والديون قصيرة الأجل، وقيمة المنشأة وفقاً لهذا المدخل كما يلي:

$$\text{قيمة المنشأة} = \text{القيمة السوقية للأسهم} + \text{القيمة السوقية للسندات} + \text{قيمة الديون قصيرة الأجل} .$$

إن الاعتماد على المدخل السوقي لتقدير قيمة المنشأة يتطلب توافر بعض الشروط منها أن تكون مصادر الأموال في المنشأة في شكل أوراق مالية ، وأن توجد سوق للأوراق المالية ، وأن تكون هذه الأوراق المالية مسجلة ومقيدة فيه ، وأن تكون السوق على درجة عالية من الكفاءة وممثلة لكافة الأنشطة الاقتصادية ، والمشكلة التي تواجه هذا المدخل عدم توافر هذه الشروط أو بعضها .

ج/ المدخل الذاتي

ويطلق عليه مدخل التدفقات النقدية المخصومة ، وهو مدخل يركز على جانب الأصول ، ويقاس قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلاً خلال عمر المنشأة ، ويراعي تأثير القوة الشرائية ومعدلات التضخم ، ويقوم بخصم التدفقات النقدية بمعدل خصم معين لعكس الآثار الناجمة عن الزمن والقوة الشرائية للنقود والمخاطرة ، ويتمثل في تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان وقيمة المنشأة وفقاً لهذا المدخل تُحسب كالتالي :

قيمة المنشأة = القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة طول عمر المنشأة

يستنتج الباحث أن تقدير قيمة المنشأة يختلف باختلاف المدخل المستخدم ، حيث يصلح المدخل الدفترية عندما تعبر قيمة الأصول التي تم التوصل إليها محاسبياً عن القيمة الحقيقية للمنشأة ، أما المدخل السوقي فيناسب المنشآت التي تعتمد على الأوراق المالية المتداولة في أسواق مالية كفاءتها عالية وتعمل في ظل نظام اقتصادي مستقر ،

ويراعي المدخل الذاتي العوائد والمخاطرة التي تتعرض لها المنشأة ، ويعبر عن العوائد بالتدفقات النقدية المتوقعة وجانب المخاطرة بمعدل الخصم أو الرسملة .

إن تعظيم قيمة المنشأة هو إستراتيجية طويلة الأجل تعمل على تعظيم القيمة الحالية لاستثمار أصحاب الملكية وأموال الاقتراض ، بإقرار المقترحات الاستثمارية التي تزيد من القيمة السوقية للأوراق المالية ، وفي ظل هذه الإستراتيجية تعمل إدارة المنشأة في ظروف عدم التأكد على المقارنة بين العوائد المحققة للمنشأة والمخاطرة المصاحبة لهذه العوائد ، وتقوم إدارة المنشأة بتعظيم قيمة المنشأة من خلال الأتي¹:

- أ. شراء تلك الأصول التي تولد نقدية اكبر من تكلفتها .
- ب. بيع سندات واسهم وأدوات مالية توفر نقدية اكبر من تكلفتها .
- ت. توفير السيولة اللازمة لمواجهة الالتزامات الأساسية والضرورية لمواجهة الطوارئ .
- ث. تحقيق مقدار مناسب من العوائد .
- ج. التعامل مع درجة مخاطرة معقولة ومسيطر عليها .

تأثير الرافعة المالية في القيمة السوقية للمنشآت :

أن الاعتماد على الاقتراض في الهيكل المالي وهو ما يعبر عنه باستخدام الرافعة المالية يحقق مزايا عديدة للمنشأة يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لأسهمها ، ويترك آثار

1 () محمد صالح الحناوي وآخرون ، أساسيات الإدارة المالية ، (الإسكندرية: الدار الجامعية ، 2001م) ، ص 27.

إيجابية على- ثروة أصحاب الملكية والشكل- التالي- يوضح العلاقة بين- سرجة الرافعة المالية وعائد السهم- العاصي- يتضح من- الشكل (2/2/2) أن- عائد السهم- يزداد بزيادة سرجة الرافعة المالية، لأن- زيادة الاقتراض- في- الهيكل- المالي- للمنشأة- تحقق- مزايا عديدة- منها- التكلفة المنخفضة للتمويل- بالاقتراض- بالإضافة- إلي- المزايا الضريبية- التي- تحصل- عليه المنشأة- عند استخدامها- للقروض-، وهذه المزايا تؤدي- إلي- تخفيض- تكلفة الهيكل- المالي- المرجحة- بالأوزان-، مما يترتب- عليه تعظيم- القيمة السوقية للمنشأة- ولكن- زيادة الاقتراض- بنسبة عالية- يترتب- عليه تحمل- المنشأة- لأعباء ثابتة- ضخمة- قد تؤدي- إلى- ظهور- مخاطر- ومشاكل- تواجه المنشأة- تؤثر- على- عائد أصحاب- الأسهم- فينخفض- بزيادة الاقتراض- أي- بزيادة سرجة الرافعة المالية- يوضح الشكل- رقم- (2/2/2)- العلاقة بين- سرجة الرافعة المالية وعائد السهم- العاصي-

شكل- رقم- (2/2/2)

العلاقة بين- سرجة الرافعة المالية وعائد السهم- العاصي-

عائد السهم-

Sudarshan Jayaraman , Firm Value and The Tax Benefit of Debit , (2)
(Carolina : University of North Carolina , 2006).P.2

الرافعة المالية

المصدر : محمد صلاح الحناوي وآخرون ، الإدارة المالية ، (الإسكندرية : الدار الجامعية ، 2003م) ، ص

200

يتمثل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في صافي الربح المتبقي بعد سداد الفوائد والضريبة، ويبعد حصول حملة الأسهم على التوزيعات المخصصة لهم .

يكن تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في الوفر الذي تحققه فوائد القروض، حيث تعامل فوائد القروض محاسبيا على أنها مصروفات، وبالتالي يتم خصم هذه المصروفات من الربح المعرض للضريبة ، أي أن مقدار الضريبة سينخفض عما لو كانت المبالغ من مصادر أخرى لا تتحمل فوائد أو تكاليف ثابتة.

والمعادلة التالية توضح ما سبق:

$$\text{معدل العائد على السهم} = \frac{\text{صافي الربح للعمليات - الفوائد (1- الضريبة)}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

عدد الأسهم العادية

أن العلاقة بين المخاطر والرافعة المالية علاقة طردية، فزيادة درجة الرافعة المالية تزداد المخاطر ، لان ذلك يضيف ضغوط على المنشأة ، إن تلتزم بدفع الفوائد والأقساط في تواريخ محددة بغض النظر عن موقعها النقدي وإذا لم تدفعها قد يعلن إفلاسها وتصفيتها ، الأمر الذي يؤدي إلي خلق اضطرابات مالية لها تكلفة قد تفوق المزايا المحققة من الاقتراض ⁽¹⁾ . ويتضح من الشكل (2/2/3) إن زيادة

George Printeris , **Financial Management** , 4th ed. ,(Texas: McGraw Hell Co. ()1 .inc. , 1992), P.2

الرافعة المالية أي زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي تؤدي إلى زيادة المخاطر. إن أثر الرافعة المالية على سعر السهم يتأثر بمعدل العائد على الأصول أو العوائد قبل الفوائد والضرائب ، فعندما يزيد معدل العائد على الأصول عن تكلفة الاقتراض فإن التمويل بالاقتراض يغطي تكلفة الاقتراض والمتبقي يذهب إلى حملة الأسهم العادية ، وفي هذه الحالة زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى ارتفاع معدل العائد على حق الملكية ، أما عندما يكون معدل العائد على الأصول أقل من تكلفة الاقتراض فإن التمويل بالاقتراض يؤثر سلباً على حملة الأسهم العادية وقد يؤدي إلى خسارتهم ⁽¹⁾. يوضح الشكل رقم (2/2/3) العلاقة بين المخاطرة والرافعة المالية.

الشكل رقم (2/2/3): العلاقة بين المخاطرة والرافعة المالية

المخاطرة-

الرافعة المالية.

(المصدر : محمد صلاح الحناوي وآخرون ، الإدارة المالية ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2003م) ، ص

306

تقييم القيمة السوقية للمنشآت من خلال الأسهم

(1) سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سابق ، ص 212 .

يتم تقييم القيمة السوقية للمنشآت من خلال الأسهم على النحو التالي⁽¹⁾:

1. تقييم الأسهم

2 . محددات سعر السهم السوقي

تقييم الأسهم

كثيرة هي مصادر ربح شركات المساهمة والتي تكون ذات تأثير مباشر- على قيمة الأسهم وإقبال الجمهور على اقتناء هذه الأسهم ولكن في الغالب تأتي مكاسب الأسهم

من مصدرين هما :

1- ما تدفعه الشركة من صافي الأرباح في شكل نسبة عدد الأسهم إلى صافي الأرباح .

2 - بيع هذه الأسهم بسعر أعلى في السوق (تحقيق أرباح رأسمالية).

يعتبر تقييم السهم من أهم أدوات الاستثمار لأنه على أساسها يتخذ المستثمر القرارات الاستثمارية ونظراً لهذه الأهمية فعلى المستثمر أن يولي هذا الموضوع جل اهتمامه.

(1) منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 612 .

تقييم الأسهم دائماً في تغير حتى أن أكثر الناس خبرة ومعرفة في الأسهم قد يخونه السوق ويتجه باتجاه معاكس لتوقعاته وأن أكثر المحللين يعتمدون على تاريخ اتجاه السوق في أوضاع متشابهة ومن ثم يتوقعون أن يسلك السوق نفس المسلك الذي سلكه في تاريخ سابق لاشك أن القانون الأساسي في تحرك الأسهم صعوداً وهبوطاً كأى سلعة تجارية هو العرض والطلب، فالعرض والطلب هو ما يحرك سعر السهم في السوق لكن هناك عدة قيم تسند للسهم فهناك القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية للسهم¹.

1- القيمة الاسمية :

القيمة الاسمية للسهم هو سعر اعتباري تضعه الشركة للسهم في بداية نشأته ويوضع هذا السعر على شهادة السهم مطبوعاً في الأمام والقيمة الاسمية للسهم في العادة لا ترتبط بسعر السهم في السوق وعادة تكون القيمة الاسمية صغيرة من دولار إلى خمسة دولارات وربما تتغير القيمة الاسمية عند تفسير السهم إذا شاء مجلس الإدارة أن يفعل ذلك.²

القيمة الاسمية ايضاً يتم تعريفها عبارة عن المبلغ الذي يتحدد على شهادة السهم ذاتها ، وهي التي على أساسها يتم تسجيل أسهم رأس المال المصدر والمدفوع في الدفاتر في

(1) مختار محمد يلول ، الأسهم والسندات، (الرياض : جامعة الملك سعود ، 1999م) ، ص ،31.

(2) مختار محمد يلول ، المرجع السابق ، ص 36.

معظم الأحوال ، وتقضي بعض التشريعات بأن لا تقل القيمة الاسمية للسهم عن مبلغ معين ، هذا وقد تختلف القيمة الاسمية عن القيمة السوقية أو القيمة الدفترية للسهم اختلافاً بيناً¹.

2- القيمة الدفترية :

القيمة الدفترية تتغير وهي ما يتوقع حامل السهم أن يحصل عليه في حال تصفية الشركة والقيمة الدفترية يمكن حسابها بمعرفة الفرق بين أصول الشركة بما في ذلك الأصول الثابتة والمتحركة والنقدية وبين ديونها بما في ذلك قروضها والرواتب والالتزامات للممولين ومن ثم يقسم هذا الفرق على عدد الأسهم .

القيمة الدفترية هي عبارة عن حقوق الملكية ، أو صافي الأصول كما تظهرها دفاتر الشركة ، بالنسبة لكل نوع من أنواع الأسهم المصدرة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة من هذا النوع فإذا كانت الأسهم المصدرة من نوع واحد فإن القيمة الدفترية للسهم يمكن الحصول عليها بسهولة عن طريق قسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الأسهم ، أما إذا كانت الأسهم من أكثر من نوع فيلزم الأمر تحديد حقوق ملكية لكل نوع على أساس الحقوق والامتيازات المقررة لكل منها ، ثم تتحدد القيمة الدفترية بعد ذلك بقسمة حقوق ملكية كل نوع من أنواع الأسهم على عدد الأسهم المصدرة والقائمة

1) عبد الحي مرعي ، المحاسبة المالية المتقدمة ، (الإسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 1993م) ، ص 346.

منها .ويتم ذلك في العادة على أساس افتراض تصفية الشركة بالقيمة الدفترية لصافي أصولها ، بمعنى ، أن فائض التصفية المفترضة على الالتزامات يساوي حقوق الملكية¹.

. 3- القيمة السوقية :

إن أكثر قيمة معروفة لدى الناس هي القيمة السوقية وهي قيمة السهم في السوق وهي تتأثر كما سبق بالعرض) عدد الأسهم المتوفرة للمستثمرين) والطلب (عدد الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها) ويستطيع المستثمر معرفة قيمة السهم السوقية عن طريق الجرائد اليومية أو الإنترنت وعادة ليس هناك علاقة مباشرة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم وإن ثبت في بعض الدراسات بوجود تلك العلاقة ولكن تلك الدراسة تعد شاذة عن القاعدة القائلة بعدم وجود علاقة. وهي عبارة عن السعر الذي تتداول به أسهم رأس المال في سوق الأوراق المالية ، ويتأثر سعر السهم في السوق بالعوامل الاقتصادية المؤثرة في تحديد السعر مثل ظروف العرض والطلب في سوق السلع وفي سوق النقود ، وربحية الشركة بالمقارنة بالشركات الأخرى ، والقيمة الدفترية للسهم ، وتعتبر القيمة السوقية للسهم أهم القيم من وجهة نظر المستثمر ، كما أنها تعكس بصفة عامة القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية) صافي الأصول (كما تتحدد بالعوامل الاقتصادية المحيطة ، هذا وتتأثر القيمة السوقية تأثراً

(1) عبد الحي مرعي ، المحاسبة المالية المتقدمة ، مرجع سابق ، ص 344.

كبيراً بمعدلات الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على أسهم رأس المال وبمدى دوريتها وانتظامها وكلما كانت هذه المعدلات منتظمة ومرتفعة كلما زادت القيمة السوقية للسهم⁽¹⁾.

محددات سعر السهم السوقي

سعر السهم في السوق المالية مثله مثل بقية أسعار السلع الأخرى يتحدد بقوى العرض والطلب في السوق نفسها حيث أن قيمة السهم تتوقف على أعلى سعر يرغب المشترون في دفعه كقيمة للسهم وعلى أرخص سعر يكون البائعون على استعداد لقبوله ثمناً له وعندما يكون الناس على استعداد لدفعه مقابل سهم معين يتوقف بشكل كبير على مكاسب الشركة التي تحققها في السنة وهذا يشمل فقط ليس ما حقته الشركة خلال هذا العام فحسب وإنما ما حقته في الأعوام السابقة وحتى الآن وما يتوقع أن تحققه الشركة في غضون الأعوام القادمة ويلعب عامل ما ستحققه الشركة من مكاسب في الأعوام القادمة دوراً بارزاً في تحديد قيمة سعر السهم في

المستقبل. (2) العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم السوقية

تتسم أسعار الأوراق المالية بشيء من الحساسية ، حيث تتأثر بعوامل عديدة فضلاً عن عاملي العرض والطلب الطبيعيين اللذين يؤثران في أسعارها تأثيراً مباشراً فهناك

1 () عبد الحي مرعي ، المرجع السابق ، ص 345.

2 () مختار محمد يلول ، مرجع سابق ، ص 36.

عوامل أخرى لها أثرها في تلك الأسعار، تؤدي إلى رفعها أو خفضها وفقاً للأحوال، ومن أمثلتها ما يروج من إشاعات عن زيادة رؤوس أموال بعض الشركات أو تخفيضها، وما يذاع عن أرباح الشركات زيادةً أو نقصاناً ، وما ينشر- من أخبار ومعلومات تؤثر على أعمال المنشآت المصدرة للأوراق المالية (كتوقع فرض رسوم إضافية على إنتاجها أو خفض للرسوم الجمركية على ما يرد لها من خامات أو سلع وسيطة وما يشاع عن حالتها المالية بصفة عامة) كذلك تتأثر أسعار الأوراق المالية في البورصة بما ينشر من أخبار سياسية محلية أو دولية ، وما يتوقع من حروب أو سلام ، وكذلك بكل ما من شأنه أن يوحى بالقلق أو الاستقرار مما يؤثر تأثيراً بالغاً على أسعارها هبوطاً) أو ارتفاعاً. (1)

في رأي الباحث تمثل القيمة السوقية المرآة التي تعكس إنجازات الشركات ومدى تطبيقها للسياسات التي سبق وتم التخطيط لها ولكن القيمة السوقية للسهم لا يقتصر- المؤثر في قيمتها علي السياسات المطبقة أو الإنجازات المعمولة .

هناك أربعة نقاط هامة تؤثر بشكل مباشر في سعر السهم السوقي هي كالتالي²:

1- لا يحتاج المستثمرون إلى اتفاق عام حول القيمة المناسبة للسهم والتنبؤ بهذه القيمة سوف يختلف من مستثمر إلى آخر عند اتخاذ القرار بقيمة سهم أو أكثر إلى

(1) محمود عساف ، إدارة المنشآت المالية ، القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1997م) ، ص 376.

(2) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، الإسكندرية : الدار الجامعية للنشر، 2000م) ، ص 207

محافظةهم المالية وكذلك ليس من هدفنا أن يتم تحديد سعر التوازن للسهم على أنه القيمة التي يرغب المستثمر في دفعها لامتلاك السهم ، ولكن سوف نشير إلى هذا السهم بأنه القيمة العادلة أو المحورية للسهم .

2- السعر السوقي الحالي لا يمثل إجماع السوق حول القيمة المحورية ، ولكنه يعكس رأي المستثمر الحدي وهو المستثمر الذي يرغب في امتلاك السهم إذا ما ارتفع سعره ولو بشكل ضئيل عن السعر الحالي .

3- يعكس ميل منحنى- الطلب درجة تماثل آراء المستثمرين حول خصائص الورقة المالية (السهم) ، فعندما تتباين آراء المستثمرين حول خصائص السهم سوف ينحدر منحنى الطلب من أعلى إلى أسفل أما إذا اتفقت الآراء حول هذه الخصائص فسوف يكون منحنى الطلب أفقياً، وبغض النظر عن منحنى العرض ، فسوف يسود سعر واحد للسهم، ومن ثم فإن المدى الذي يمكن أن يتفق المستثمرون على سعر واحد للسهم يتوقف على ما يحوزونه من معلومات ، فإذا كانت المعلومات مكلفة وغير- متاحة لكل المستثمرين ، فسوف ينشأ عن ذلك أن ينحدر منحنى الطلب من أعلى إلى أسفل بدرجة ميل معينة.

4- أسعار التوازن وأسعار المتاجرة في سوق الأسهم وهي سوف تتغير فقط عند :

أ - ورود معلومات جديدة إلى السوق تؤدي إلى انتقال منحنى الطلب .

ب - تغير- الكمية المعروضة من الأسهم (على افتراض أن آراء المستثمرين مختلفة وليست متماثلة فيما بينها) و يمكن أيضاً ذكر أهم العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم والتي يكون لها انعكاس ، واضح وملموس على الأسهم وقيمتها المتداولة في السوق كما يلي¹):

1- قيمة السهم الدفترية ، إذ غالباً ما لا تكون هنالك علاقة ذات أهمية بين- قيمة السهم الدفترية وقيمتها السوقية، أي أن زيادة قيمة السهم الدفترية لا ترتبط بزيادة قيمته السوقية بشكل يمكن الاعتماد عليه كما ورد من خلال بعض الدراسات.

2- توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة، وهذه في حالة القيام بها والناجمة عن الأرباح التي تحققت الشركة نتيجة نشاطها ونجاحها في عملها ، والتي يتقرر توزيعها تؤدي إلى التأثير ايجابياً على القيمة السوقية للسهم العادي، بحيث ترتفع نتيجة لذلك، في حين- أن عدم توزيع لشركة أرباح على الأسهم العادية، وبالذات عندما يرتبط هذا بضعف نشاط الشركة وعدم تحقيقها أرباح تؤدي إلى التأثير سلباً على القيمة السوقية للسهم العادي، حيث تنخفض القيمة هذه بسبب ذلك.

3- التوقعات بخصوص مستقبل الشركة والمستندة إلى مركزها فإذا كانت متفائلة بخصوص الشركة استناداً إلى قوة مركزها المالي ونجاحها وقدرتها على تحقيق أرباح أكبر مستقبلاً كلما أدى ذلك إلى زيادة القيمة السوقية للسهم العادي في حين- أن

(1) فليح حسن خلف ، الأسواق المالية النقدية ، (عمان : عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، اربد، 2006م)، ص، ص

ضعف المركز المالي للشركة تدني نشاطها وضعف قدرتها على تحقيق أرباح أكبر لاحقاً يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي .

4- حالة الطلب والعرض على السهم في السوق والمرتبط بمجموع العوامل السابقة والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة الطلب على العرض وتزداد القيمة السوقية للسهم العادي ، ويحصل العكس عندما تتحقق زيادة في عرض السهم على الطلب عليه فإن قيمته السوقية تنخفض .

5- حالة الاقتصاد، أي الحالة الاقتصادية العامة والتي تمثلها حالة النشاطات الاقتصادية والتي يعتبر مؤشرها الناتج والدخل القومي، حيث يعزى التوسع والانتعاش الاقتصادي الذي يصاحب النمو في الاقتصاد والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على السهم العادي وتزداد قيمته في السوق نتيجة لذلك، في حين أن الركود والانكماش الاقتصادي يتضمن تقليص النشاطات الاقتصادية والذي يقود إلى انخفاض الطلب على السهم العادي وتنخفض قيمته في السوق بسبب ذلك .

يتضح للباحث إن القيمة التي يحددها المستثمر لسهم معين- سوف تختلف عن سعر المتاجرة أي ذلك السعر الذي يتم به شراء وبيع السهم داخل السوق ، إذا ما كان المستثمر يستحوذ على معلومات أقل أو أكثر من متوسط المعلومات المتداولة عن السهم في السوق فإن المستثمر الرشيد هو ذلك الذي يحاول تحديد لماذا تختلف تقديراته عن

سعر السوق وهل ذلك يرجع إلى استحوازه على معلومات أفضل أو أسوأ من المعلومات المتاحة في السوق .

على الرغم من تعدد العوامل التي تؤثر على سعر الورقة المالية بسوق الأوراق المالية فإن محصلة تلك العوامل في النهاية هي قوى العرض والطلب ويتم تسعير الورقة المالية طبقاً للمبدأ الذي يعرف بالتسعير الحدي.

فيما يلي أهم العوامل التي يتحدد على أساسها قيمة الورقة المالية (1) .

- 1 العرض والطلب :

تؤثر العوامل المختلفة مثل ربحية الشركات ، التغيرات في أسعار الفائدة ، أسعار الصرف ، معدلات التضخم على أسعار الأسهم من خلال تأثيرها على مقدار المعروض من الأسهم أو حجم الطلب عليها فعلى سبيل المثال تؤثر الزيادة في أرباح الشركات بشكل إيجابي على سعر السهم حيث يزداد الطلب على أسهم الشركات الرابحة بينما يؤدي انخفاض تلك الأرباح إلى انخفاض أسعار الأسهم حيث ينخفض الطلب عليها ويزداد المعروض منها نتيجة قيام حملة تلك الأسهم ببيع ما لديهم من أسهم تلك الشركات .

- 2 التسعير الحدي :

1 () سعد عبد الحميد مطاوع ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية ، القاهرة : جامعة المنصورة ، 2007م ، ص 493 .

تختلف الأسهم عن باقي السلع التي يتم تسعيرها خاصة فيما يتعلق بمقدار العرض الكلي للأسهم فالمعروف أن عدد الأسهم التي أصدرتها الشركات يتسم بالثبات النسبي نظراً لأن الزيادة في هذا المعروض من جانب الشركات المصدرة تتم على فترات متباعدة وبكميات محدودة وعندما كانت تلك الأسهم التي يتم الاحتفاظ بها لدى المستثمرين فإن سعر السهم بالسوق يمكن النظر إليه باعتباره أقل سعر يمكن أن يصل إليه السهم لإقناع أحد المستثمرين بالاستمرار في الاحتفاظ به دون أن يقوم بعرضه للبيع في سوق الأوراق المالية ويعرف المستثمر الذي يحتفظ بأخر سهم من تلك الأسهم بالمالك الحدي أي آخر مالك من ملاك الأسهم يحرص على الاستمرار في امتلاك السهم دون أن يقوم بعرضه للبيع بالسوق المالية.

تعتمد عملية تقييم الأسهم العادية على مفهوم القيمة الحالية ومعدل الخصم بالنظر إلى متوسط الإيرادات حيث يعتمد معدل الخصم على درجة كفاءة الاستثمار أي أنه من الصعب أحياناً التنبؤ بالإيرادات والنفقات المستقبلية لبعض الشركات إذا كانت غير مستقرة الأوضاع ومن هنا يلاحظ أن معدل الخصم يتوقف على نوعية الاستثمار ودرجة مخاطرته فكلما زاد معدل المخاطرة ، ارتفع معدل الخصم وبالتالي عملية تقييم الأسهم تتأثر ببعض العوامل منها :¹)

1. متوسط الإيرادات :

(1) أحمد زكريا صيام ، مبادئ الاستثمار ، عمان : دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2003م ، ص ، 124.

بحيث نحسب الإيرادات على مدار عدة سنوات ولكن على أن تكون الإيرادات متقاربة
وبعد ذلك نحسب الوسط الحسابي لحصة السهم الواحد من الإيرادات السنوية .

2 . اتجاه الإيرادات :

مما يؤخذ على طريقة متوسط الإيرادات أنها لا تأخذ بعين الاعتبار اتجاه الإيرادات
وهذا أمر مهم لأنه يعني- الكثير بالنسبة للمستثمر فلا يكفي أن يكون المتوسط كبيراً
وإنما يجب معرفة اتجاه هذه الإيرادات فقد يكون متناقصاً أو متزايداً .

3 . التنبؤ بالإيرادات :

تعتمد هذه الطريقة على التنبؤ بحجم المبيعات والمشتريات ومصاريف الدعاية
والإعلان وما إلى ذلك بالإضافة لتوقع الظروف التي قد تسود مستقبلاً سياسياً
واققتصادياً كالركود أو الرواج بالاعتماد على الطرق الإحصائية لدراسة ظاهرة معينة .

أثر التوزيعات على تقييم الأسهم:

توجد أربعة حالات للتوزيعات وهي على النحو التالي (1):

1 - التوزيعات المتوقعة كأساس لتقييم الأسهم :

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، (الإسكندرية:الدار الجامعية للنشر، 2002م) ، ص 213.

إن قيمة أي أصل من الأصول سواء الحقيقة أو الأصول المالية تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يحققها الأصل في المستقبل وهكذا فإن القيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية وحيث أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين فإن التدفقات النقدية المتوقعة سوف تتمثل فقط في التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر.

ب - قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة :

قد يحدث في بعض الحالات بأن لا يتوقع المستثمرون أن تتغير قيمة التوزيعات مما يعنى أن التوزيعات سوف تظل ثابتة من سنة لأخرى وأن قيمة التوزيعات في السنة السابقة تتساوى مع قيمتها في السنة الحالية بالتالي فإن تقييم السوق لهذا السهم يكون أقل من قيمته الحقيقية وتنعكس بالأثر السلبي على قيمته السوقية⁽¹⁾. إن الدراسة الفاحصة لمعدلات توزيع الأرباح تظهر أن معظم الشركات تحاول أن يكون مستوى الأرباح الموزعة لديها ثابتاً ربما في شكل جنيهاً ومليمات ، في حين أن العدد القليل من الشركات يتبع سياسة توزيع أرباح بنسبة من الأرباح المحققة الأمر الذي يعنى تقلب الأرباح الموزعة بالجنيهاً صعوداً أو هبوطاً وهناك عدد آخر يوزع مبلغاً محدداً ثابتاً يضاف إليه زيادات توزع على حساب الأرباح المحققة.⁽²⁾

1 () محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، (الإسكندرية : الدار الجامعية للنشر، 2000م) ، ص 197.

2 () سيد محمود الهواري، الإدارة المالية ، (القاهرة : دار الجيل للطباعة ، 1985م) ، ص 184.

ث - قيمة السهم في حالة التوزيعات ذات النمو الثابت :

في الحياة العملية يتوقع المستثمرون عادةً أن تنمو توزيعات معظم الشركات مع مرور الأيام على اعتبار توسع الشركة وزيادة استثماراتها وفي حين- تختلف معدلات النمو من شركة لأخرى ومن قطاع لقطاع إلا أن المستثمرون يتوقعون بالعادة أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو إجمالي الناتج القومي إن لم يتساوى معه .

هكذا فإنه في ظل نموذج التوزيعات ذات معدل النمو الثابت فإنه يتوقع التالي :

- أن تنمو التوزيعات إلى ما لا نهاية بمعدل نمو ثابت .
- أن يزداد سعر السهم بنفس نسبة النمو .
- عائد التوزيعات متوقع أن يكون ثابت .
- عائد الأرباح الرأسمالية المتوقع ثابت أيضاً ويساوي معدل النمو .
- إجمالي معدل العائد المتوقع يكون هو حاصل جمع كل من عائد التوزيعات وعائد الأرباح الرأسمالية¹ .

تقوم كثير من المنشآت بتوزيع نسبة من أرباحها على المساهمين وتحتجز الباقي من الأرباح المحققة لإعادة استثماره وهذا الاستثمار الإضافي يترتب عليه زيادة الأرباح المحققة في المستقبل وبالتالي زيادة الأرباح الموزعة وإذا كان معدل التوزيعات للأرباح

1 () محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 204 .

ثابتاً فإن معدل نمو توزيعات الأرباح أيضاً سيكون مساوياً لمعدل الزيادة في الأرباح المحققة وعلى الرغم من سهولة التقييم برسمة الأرباح الموزعة إلا أنها نادرة الحدوث حيث تفترض عدم حدوث نمو في مقدار الأرباح الموزعة وفي هذه الحالة فإن قيمة السهم العادي تحتسب بقسمة الأرباح الموزعة عن سنة واحدة على معدل العائد على الاستثمار المطلوب⁽¹⁾.

ت - قيمة السهم في حالة النمو الذي لا يتسم بالثبات :

تمر دورة حياة مشروعات الأعمال عادة بعدة مراحل للنمو حيث تنمو هذه المشروعات في بداية حياتها الإنتاجية بمعدل نمو المشروع مع معدل نمو الاقتصاد ثم تبدأ معدلات نمو المشروع في التناقص (في بعض الحالات تكون معدلات النمو سالبة) وهكذا يتضح أنه لو كان معدل النمو لا يتصف بالثبات فإن ذلك معناه أن يحدث نمو في التوزيعات بمعدل معين في الفترة الأولى (فترة النمو الذي يزيد عن المتوسط) ثم بمعدل مختلف في الفترة التالية⁽²⁾.

من الطبيعي أن يتغير مقدار الأرباح الموزعة عاما بعد عام بسبب وجود فائض أو عجز في النقدية مما يؤثر على سياسة توزيع الأرباح والطريقة المبسطة لتقييم الأسهم العادية في هذه الحالة وهذا الموقف هو التوصل إلى متوسط الأرباح الموزعة للسنة

1 () خالد الراوي، عبد الله بركات ، نضال أرمحي ، نظرية التمويل الدولي ، عمان : دار المناهج للنشر- والتوزيع، 2002م) ، ص 98.

2 () محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، ص 204.

الواحدة ورسمتها باستخدام معدل العائد المرغوب لكي يتيح تقدير القيمة الجارية للسهم ومن الطبيعي أيضاً أن يزداد معدل العائد المطلوب إذا كان من المتوقع تقلب الأرباح الموزعة بدرجة كبيرة وبالتالي نقص القيمة المقدرة للسهم أي القيمة الحالية والعكس في حالة تقلبات كبيرة في الأرباح الموزعة لأن ذلك سيؤدي إلى نقص معدل العائد وبالتالي زيادة قيمة السهم العادي⁽¹⁾.

طرق تقييم الأسهم:

تتعدد أساليب التقييم المستخدمة لتحديد قيمة المنشأة وبالتالي سعر السهم والجدير بالذكر أن هذه الأساليب تعطي نتائج متباينة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن كل أسلوب يقوم على افتراضات ومفاهيم مختلفة إلى إهمال بعض الجوانب في عملية التقييم، وفيما يلي مجموعة الأساليب (المدخل) التي يمكن استخدامها في عملية التقييم وهي كما ذكرها. ⁽²⁾

أولاً : طريقة القيمة الدفترية :

من المؤكد أن القيمة الدفترية لا تعكس القيمة الحقيقية لأسهم الشركة، فمثلاً ما جدوى أن تكون أصول إحدى الشركات تبلغ مائة مليون دولار وتحقق هذه الشركة خسائر، ولأن أسلوب القيمة الدفترية يعتمد على التكلفة التاريخية للأصول فهو يهمل النمو

1(0) خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال أرمحي، نظرية التمويل الدولي، مرجع سابق ، ص ص 97-98.

2(0) محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، ص 214 .

والتوسعات التي حدثت بالشركة أو المتوقع أن تحدث في المستقبل، كما أيضا يهمل الحالة الفنية للأصول والتغيرات في الأسعار ومعدلات التضخم، لذلك يكاد يجمع الخبراء على استبعاد هذا الأسلوب عند تقييم الشركات وعلى وجه الخصوص عمليات التقييم لأغراض نقل الملكية والخصخصة .

ثانيا : طريقة القيمة السوقية:

تتمثل الفكرة الأساسية لهذا الأسلوب ، في إيجاد القيمة السوقية لكل أصل من أصول الشركة وبالتالي يمكن تحديد قيمة حقوق الملكية بطرح الالتزامات المختلفة من القيمة السوقية للأصول غير أن هذا الأسلوب يهمل حقيقة أن قيمة المنشأة ككل قد تزيد عن المجموع الحسابي للقيم السوقية للأصول فيما يعرف باسم أثر التفاعل المتبادل والذي يرجع إلى عوامل عديدة مثل الشهرة، الربحية ، وطبيعة عمليات الشركة ، هذا بالإضافة إلى أن أسلوب القيمة السوقية يواجه صعوبات منها :

1- صعوبة تحديد القيمة السوقية لكل أصل فالأمر يتطلب ضرورة وجود أصل مشابه وله نفس الحالة الفنية وهذا من الصعب حدوثه .

2- يهمل هذا الأسلوب قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في الماضي- ، واحتمالات تحقيق ذلك في المستقبل .

3- يتطلب هذا الأسلوب ضرورة وجود سوق نشطة يمكن أن تعكس القيمة الحقيقية للأصل ، لذا يرى الخبراء أن هذا الأسلوب غير ملائم في الواقع لتقييم الشركات المستمرة وإن كان يمكن تطبيقه على الشركات عند التصفية .

ثالثا : طريقة القيمة الحالية:

تقوم طريقة القيمة الحالية على أساس خصم التدفقات المتولدة من عمليات المنشأة بمعامل خصم ملائم يعكس درجة الخطر الذي تتعرض له الشركة خلال فترة زمنية معينة، وهو ما يتناقض مع مبدأ استمرارية الشركة، كذلك فإن القيمة الحالية سوف تتأثر بالفترة التي يغطيها التقييم، ناهيك عن الصعوبات التي ترتبط بتحديد الفترة الزمنية للمشروع ككل أو لأحد أصوله.

تعتمد طريقة القيمة الحالية على توافر بيانات عن التدفقات النقدية السنوية، بالإضافة إلى معدل مناسب للخصم، وفي هذا الصدد فإنه يتم استخدام معدل العائد المطلوب بالطريقة السابق الإشارة إليها.

التغيرات التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم

هناك عدد من المتغيرات تؤثر في القيمة السوقية للسهم وهي كما يلي (1) :

1. عائد السهم العادي

1 () زياد رمضان ، الإدارة المالية في الشركات المساهمة ، عمان : دار صفاء للنشر والتوزيع، 1998م) ، ص 59.

دخل السهم أو عائدته هو ما توزعه الشركة من أرباح وعادة توزع هذه الأرباح عن كل سهم وعائد السهم هو النسبة المئوية من الأرباح الناتجة عن شرائك السهم والمقصود بالسهم ، السهم العادي ويمكن قياس عائد السهم بأحد المقاييس التالية:

أ - نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة :

هو أحد مقاييس خصائص الأسهم العادية أو مقاييس السوق ويتم استخراجها بقسمة صافي الربح الخاص بالمساهمين العاديين على عدد الأسهم العادية ، وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام وتوسع الشركات جهودها لزيادته لأنه يلعب دوراً مهماً في تحديد سعر السهم حيث أنه أحد العوامل التي يأخذها المستثمر في عين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم .

ب - نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة :

هو مقياس آخر من مقاييس السوق أو خصائص الأسهم ويقاس ما سوف يحصل عليه المساهم من نقود أي الأرباح لقاء وجود هذا السهم في محفظته ويمكن استخراجها بقسمة الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين العاديين على عدد الأسهم العادية وليس من الضروري أن يتساوى نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة مع نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة وذلك لأنه غالباً ما توزع الشركة جزء من الأرباح التي تحققها وتستبقى الباقي على شكل احتياطات أو أرباح مدورة لذا فمن المتوقع أن

يكون نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة أقل من نصيبه من الأرباح المحققة في العادة .

ت- - للريع- الجاري- للسهم- :-

وهو مقياس- مهم- في- عملية تقييم- السهم- من- وجهة نظر- المستثمر- حيث- يقيس- قدرة- الدينار الواحد- الذي- سيدفعه- المستثمر- ثمناً للسهم- (إذا أراد شراءه) على- توليد ربح ويقاس- حسب- الآلية التالية وتكون- بقسمة- نصيب- السهم- العادي- من- الأرباح الموزعة- على- القيمة- السوقية- للسهم- ..

والعلاقة- بين- ريع السهم- الجاري- والقيمة- السوقية- له علاقة- عكسية- وهنا- يعني- أنه إذا زادت- القيمة- السوقية- له نقص- ريعه- الجاري- وفي- العادة- يتمثل- ريع السهم- الجاري- مع معدلات- الفائدة- على- السندات- فإن- ارتفعت- معدلات- الفائدة- على- السندات- يقبل- الناس- على- بيع الأسهم- وشراء- السندات- فتتخفص- القيمة- السوقية- للأسهم- بسبب- زيادة- العرض- فيرتفع- الريع- لأن- نصيبه- من- الأرباح الموزعة- يبقى- ثابتاً خلال- السنة- ..

ث- - للريع- لفترة- لاقتناء- :-

عندما- يقني- المستثمر- سهماً- كان- قد- اشتراه- بثمن- معين- ثم- يبيعه بعد ذلك- فإن- العائد- لفترة- الاقتناء- لهذا- السهم- هو سعر- البيع مطروحاً منه- سعر- الشراء- مضافاً إليه- ما- يكون- قد- قبضه- من- أرباح أو فؤلد خلال- الفترة- مقسوماً على- سعر- الشراء- وهنا- المقياس- يعتبر- من- أكثر- مقاييس- العائد- لبقة-.

2 مؤشرات- ومقاييس- عائد- للسهم-

نظراً لأن العائد لا يؤثر فقط على الدخل الذي يتحقق نتيجة للسهم العادي وإنما على قيمة السهم في السوق ويوجد هناك عدة مؤشرات ومقاييس يتم استخدامها لقياس عائد السهم العادي ومن أهمها كما يلي :-

أ- نصيب السهم للعدي من الأرباح المتحققة :-

هذا المقياس يؤتي دوراً هاماً وأساسياً في تحديد سعر السهم (قيمته) وتحاول الشركات المساهمة عادة العمل بكل جهودها على رفع هذا النصيب أو الحصة للسهم العادي من الأرباح الموزعة لأنه يعتبر محدد أساسي للمستثمر عندما يتخذ قراره بالاستثمار في أي سهم عادي من عدمه ..

ب- نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة :-

هذا مهم بشكل خاص للمستثمرين الذين يكون هدفهم الأساسي الحصول على دخل يوفر لهم متطلبات عيشهم ويبيح احتياجاتهم ، ولذلك يعتمدون عليه بشكل مهم في استثماراتهم في الأسهم العادية ، حيث كلما زاد هذا النصيب للسهم العادي كلما زادت استثماراتهم ، وبالعكس أي أن اهتمامهم بنصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة يفوق اهتمامهم بنصيب السهم العادي من الأرباح المتحققة ..

ت- الربح الجاري للسهم العادي :-

الذي يعتبر مؤشر لعائد السهم العادي وهو من أهم المقاييس التي قد تمكن المستثمر من الإقبال أو العزوف عن شراء سهم معين حسب اعتبارات خاصة لدى المستثمر والذي يمكن حسابه كالتالي الربح الجاري = نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة

القيمة السوقية للسهم العادي

ث- الربح خلال فترة الاقتران والحيازة :-

(1) فليح حسن- خلف الأسواق المالية النقدية ، عمان : عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع ، 2006م) ، ص 213.

ويتحقق للمستثمر في السهم العادي خلال فترة الاحتفاظ بالسهم أي
حيازته والذي يمكن حسابه كالتالي (= سعر البيع - سعر الشراء) -
+ المستلم من الأرباح

سعر الشراء

ح - قيمة السهم العادي حسب العائد المتوقع :

وهي القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها مقابل حيازته للسهم ، أي شراؤه
والاحتفاظ به كاستثمار له ، من أجل أن يعطيه العائد الذي يرغب (يتوقع) الحصول
عليه مقابل استثمار أمواله في السهم العادي .

3.الدوال التي تؤثر في القيمة السوقية لأسهم الشركات¹ :

سوف يتم استعراض دراسة التغيرات التي تؤثر في القيمة السوقية لأسهم الشركات
فهناك أربعة دوال تؤثر في القيمة السوقية للسهم هي

1- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحيته

2- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح

3- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والسيولة

4- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على الوفاء بالالتزامات

1 () عبد الستار مصطفى مصباح ، سعود جابر مشكور العامري ، مرجع سابق ، ص 39.

1-العلاقة- للبلالية- بين- القيمة- السوقية- للسهم- وربحيته:-

تتأثر- القيمة- السوقية- للسهم- بصافي- الربح- المتوقع- بعد- الضريبة- وتكون- هذه- الحركة-

دائمة- وتدل- علي- فاعلية- إدرة- الأموال- فعندما- يتوقع- المستثمرون- إن- هناك- زيادة- في-

صافي- الربح- بعد- الضريبة- فأنهم- يقدمون- علي- لقتناء- أو- شراء- الأسهم- وبالتالي- تزداد

القيمة- السوقية- للسهم- وتمثل- هذه- العلاقة- دالة- خطية- وتكون- العلاقة- كذلك- طردية- ما-

بين- زيادة- صافي- الربح- بعد- الضريبة- وزيادة- القيمة- السوقية- مع- ثبات- العوامل- الأخرى-

باستثناء- العوامل- التي- لا- يمكن- للمنشأة- السيطرة- عليها- ، ولتوضيح- ذلك- يمكن- ملاحظة-

الرسم- التالي- حيث- يتضح- من- الرسم- العلاقة- طردية- بين- القيمة- السوقية- وصافي- الربح

المتوقع- بعد- الضريبة- وتفيد- هذه- العلاقة- في- توجيه- القرارات- المالية- من- قبل- المدير- المالي-

¹- يوضح الشكل- رقم(2/1)- العلاقة- بين- صافي- الربح- المتوقع- والقيمة- السوقية-

الشكل- رقم(2/1):-

العلاقة- بين- صافي- الربح- المتوقع- والقيمة- السوقية-

القيمة السوقية

منحنى العلاقة بين صافي الربح المتوقع والقيمة السوقية

صافي الربح المتوقع بعد الضريبة

1 () عبد الستار- مصطفى- مصباح ، سعود جابر- مشكور- العلمري ، المرجع ص 40-41 ،

المصدر: عبد الستار مصطفى الصياح ، سعود جايد العامري الإدارة المالية ، اطر نظرية وحالات عملية، (عمان

: دار وائل للنشر، 2003 م) ، ص 40.

2. العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح :

كما لاحظنا إن العلاقة طردية بين القيمة السوقية للسهم وصافي الربح المتوقع. وهذه العلاقة تكون عكسية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح . ومثال علي ذلك إذا تم التوقع بان يكون هناك توزيع ربح فوري فان القيمة السوقية للسهم تكون اكبر مما لو تم توزيع الربح بعد شهر أو سنة .أو إذا تم التوقع بان كشف الدخل عن فترة ثلاثة أشهر يحتوي علي أرباح فان القيمة السوقية للسهم تكون اكبر مما لو احتوى كشف الدخل على أرباح بعد سنة أو أكثر، وبالتالي كلما زادت فترة الأرباح كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم ونلاحظ ذلك من خلال الرسم التالي .

وتفيد العلاقة العكسية بين القيمة السوقية للسهم وفترة الانتظار في جذب اكبر عدد ممكن من المستثمرين لغرض اقتناء أسهم المنشأة فإذا صورت المنشأة إن هناك صافي أرباح متوقع سوف تحصل في القريب العاجل للمنشأة من خلال كشوفاتها فسيؤدي

ذلك حتماً إلى زيادة الطلب على أسهم المنشأة ومن ثم زيادة القيمة السوقية لها وهذا من مهام الإدارة المالية¹. يوضح الشكل رقم (2/2/6) العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وفترة الانتظار

الشكل رقم (2/2/6)

العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وفترة الانتظار

القيمة السوقية

زمن الانتظار لتحقيق الأرباح

وحدات الانتظار

المصدر: عبد الستار مصطفى الصياح ، سعود جايد العامري الإدارة المالية ، اطر نظرية وحالات عملية ، (عمان: دار وائل للنشر، 2003 م) ، ص 41

3. العلاقة الدالية بين القيمة السوقية والسيولة:

(1) عبد الستار مصطفى مصباح ، سعود جابر مشكور العامري ، المرجع السابق ، ص 42.

تعرف- السيولة بأنها إمكانية تحويل الموجودات المتداولة إلى نقدية ، وتختلف درجة مرونة تحويل الموجودات المتداولة بعضها عن البعض الآخر- فمنها ما يتم تحويله بسرعة- إلى نقدية كالأستثمارات المالية في- الأسهم- ومنها ما يصعب نوعا ما تحويله إلى سيولة نقدية كالمخزون- مثلا ، ولذلك فان- للقيمة السوقية للسهم- علاقة دالية مع السيولة- . فإننا نظرننا إلى- السيولة الخاصة بالمنشأة- من- الناحية الايجابية فانه يمكن- الحكم- علي- لارتفاع القيمة- السوقية- للسهم- وتكون- هنم العلاقة طردية حيث- كلما كانت- درجة السيولة عالية ترتفع القيمة- السوقية- للسهم- والسبب- في- ذلك هو إمكانية دخول- المشروع- أو المنشأة- في- مجالات- استثمارية أو فرص- استثمارية داخلية أو خارجية في- حالة توفر- السيولة لديها- ومن- ثم تؤدي- هنم الأرباح إلى- لارتفاع قيمتها- السوقية- ، وتفيد- هنم العلاقة- في- توجيه القرارات- الإدريية- وتوفير- الأموال- للأستثمارات- سواء- كانت- قصيرة- الأجل- أو طويلة- الأجل- . - وهنا يمكن- ملاحظته- من- خلال- الرسم البياني-

الشكل- (2/1) العلاقة بين- القيمة- السوقية- والسيولة-

الشكل- (2/2) العلاقة بين- القيمة- السوقية- والسيولة-

القيمة السوقية

السيولة

منحنى العلاقة الدالية بين القيمة السوقية والسيولة

1)) عبد الستار- مصطفى- صباح ، سعود جابر- مشكور- العلمري- ، المرجع السابق- ، ص-

المصدر: عبد الستار مصطفى الصياح ، سعود جايد العامري الإدارة المالية ، اطر نظرية وحالات عملية ،
(عمان : دار وائل للنشر، 2003 م) ، ص 42

4. العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على الوفاء بالالتزامات:

تتمثل قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات في قابلية المنشأة على الإيفاء بالالتزامات
المستحقة الأداء في تاريخ الاستحقاق ولا بد من التمييز بين السيولة وقدرة المشروع
على أداء الالتزامات في تاريخها وهذا يساعد علي تصنيف الالتزامات إلى مجموعتين
من حيث السداد:

1/الالتزامات مبكرة السداد .

2/الالتزامات آجلة السداد .

يعتبر هذا التصنيف في بيان مصادر التمويل التي يمكن الاعتماد عليها في سداد
الالتزامات من تاريخ استحقاقها وكذلك بيان نوع التمويل سواء كان داخليا و خارجيا
ولبيان العلاقة ما بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على أداء الالتزامات لابد من
دراسة هذه الظاهرة وهذه العلاقة واستخراجها من البيانات المحاسبية المدرجة في

الكشوفات- المالية مثل- النسب- المالية- ونسب- إجمالي- الأصول- إلى- المديونية ، ولتوضيح

ذلك، يمكن- ملاحظة- الرسم- التالي- حيث- يلاحظ- من- الرسم- أنه- كلما- زاد- معدل- العائد- من-

إجمالي- الأصول- إلى- المديونية- فإن- ذلك- يودي- إلى- زيادة- القيمة- السوقية- للسهم- حيث-

يلاحظ- إن- معدل- العائد- لزيادة- من- صفرًا- إلى- لارتفاع- لارتفاع- في- القيمة- السوقية- من-

10-1 وعندما- لزيادة- معدل- العائد- لارتفاع- لارتفاع- القيمة- السوقية- إلى- وهكذا-

فإن- العلاقة- تكون- بالزيادة- دائمًا- فكلما- زاد- معدل- إجمالي- الأصول- إلى- المديونية- كلما-

زادت- القيمة- السوقية- بنفس- الدرجة- يوضح- الشكل- 2/21م- العلاقة- بين- القيمة-

السوقية- والقدرة- على- الوفاء- بالالتزامات- يوضح- الشكل- 2/22م- العلاقة- بين- القيمة-

السوقية- والقدرة- على- الوفاء- بالالتزامات-

الشكل- 2/21م

العلاقة- بين- القيمة- السوقية- والقدرة- على- الوفاء- بالالتزامات-

معدل إجمالي الأصول الى المديونية

منحنى العلاقة بين معدل

إجمالي الموجودات

10

20

30

40
500
1
2
3
4
5

❖ ❖

إلى

المصدر: عبد الستار مصطفى الصياح ، سعود جايد العامري الإدارة المالية ، اطر نظرية وحالات عملية ،
(عمان : دار وائل للنشر، 2003 م) ، ص 43

المبحث الثالث

الرافعة المالية والمخاطرة

يقصد بالمخاطرة المالية تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها مالكو المنشأة (أصحاب الأسهم العادية) والناتجة بسبب اعتماد الإدارة على القروض الطويلة الأجل (السندات والأسهم الممتازة) في هيكل تمويل موجودات المنشأة، 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. الأصل في 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⁽¹⁾. وعرفت المخاطرة بأنها احتمال حدوث شيء غير مرغوب فيه، أي احتمال التعرض للضرر أو الخسارة²، وعُرفت أيضاً بأنها التذبذب في العوائد وعدم انتظامها سواء في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر³، وعدم انتظام العوائد يرجع أساساً إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، كما عُرفت المخاطرة بأنها احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار⁴، وكذلك عرفت بأنها عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، فهي مقياس نسبي لمدى تقلب التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلاً⁵.

يستنتج الباحث تعريف المخاطرة بأنها توقع حصول أحداث غير مرغوب فيها للمنشأة تؤثر في ذاتها وتؤدي لاختلاف العائد المتوقع حدوثه والعائد المحقق فعلاً مما تعوق

(1) حمزة الشمخي، إبراهيم الجز راوي، مرجع سابق، ص 89.

(2) علي عباس، الإدارة المالية، (عمان: إثراء للنشر والتوزيع، 2008م)، ص 150.

(3) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، (القاهرة: دار المستقبل النشر والتوزيع، 1997م)، ص 24.

(4) طارق عبد العال، دليل الاستثمار إلى بورصة الأوراق المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000م)، ص 266.

(5) وليد النعمان، إدارة المحافظ الاستثمارية باستخدام الحاسب، (عمان: المعهد العربي للدراسات المالية، 1995م)، ص 28.

وصولها لأهدافها بالكفاءة المطلوبة أو تهديد استمرارها ، وينعكس ذلك على قيمتها وعوائد أسهمها العادية.

أن المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرين في الأسهم والتي ترتبط بحجم العوائد التي يحصلون عليها تصنف إلى الآتي¹ :

1/ المخاطرة المنتظمة :

عُرفت المخاطرة المنتظمة بأنها المخاطرة الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على منشأة معينة أو قطاع معين ، لذلك يطلق عليها المخاطرة السوقية لأنها تؤثر على السوق ككل ، كما يطلق عليها المخاطرة النظامية أو المخاطرة التي لا يمكن تجنبها بالتنوع ، وأكثر المنشآت تعرضاً لهذه المخاطرة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وأسعار أسهمها بمستوي النشاط الاقتصادي بوجه عام ، وكذلك بمستوي النشاط في سوق الأوراق المالية وبالظروف السياسية والاجتماعية مثل حالات الكساد والتضخم ومعدلات أسعار الفائدة أو الحروب والانقلابات العسكرية والتي لا يمكن القضاء عليها بالتنوع ، وتتأثر جميع الأسهم سلباً أو إيجاباً بهذه العوامل بدرجات متفاوتة ، ومن أهم مصادر هذه المخاطرة المنتظمة الآتي² :

أ/ السوق المالي :

1 () نوزاد الهيبيتي ، مقدمة في الأسواق المالية ، (طرابلس: بدون دار نشر، 2001م) ، ص 83.

2 () محمد علي إبراهيم العامري ، الإدارة المالية ، (بغداد : جامعة بغداد، 2001م) ، ص 330 .

يتأثر المستثمر في الأسهم بتحركات سوق الأوراق المالية صعوداً وهبوطاً الذي قد يتحرك لأسباب بسيطة مثل الشائعات ، وتسير أسعار الأسهم بصورة عشوائية وحسب المعلومات المتاحة عن المنشأة المعينة وقدرتها الحالية والمستقبلية على تحقيق الأرباح ، كما تتحكم في الأسعار قوى العرض والطلب مما يجعلها لا تستقر على مستوى محدد ، وهذا التذبذب يحمل في طياته مخاطر عديدة مصدرها عدم التأكد بالنسبة للمستوى الذي ستؤول إليه الأسعار في المستقبل ، والمخاطرة الناجمة من السوق المالية قد تسبب فيها وقوع كوارث طبيعية أو أحداث سياسية غير متوقعة مثل ما حدث في الأسواق المالية الآسيوية عام 1997م حيث انهارت أولاً بورصة هونغ كونغ لتنعكس بعد ذلك على بورصات الدول المجاورة لها في ماليزيا واندونيسيا واليابان¹.

ب/ أسعار الفائدة :

ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية ، فارتفاع سعر الفائدة في السوق يؤدي إلي انخفاض أسعار الأوراق المالية ، لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ويضع ثمنها في استثمارات أخرى مثل ودائع البنوك مما سيدير عليه عائداً أعلى ، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلي ارتفاع معدل العائد المطلوب إلي درجة أن العائد المتوقع

1() طارق عبد العال حماد ، التقييم وإعادة هيكلة الشركات ، (الإسكندرية : الدار الجامعية ، 2008م) ، ص 267.

يصبح أقل من العائد المطلوب الجديد ، ودرجة تأثير ارتفاع او انخفاض أسعار الفائدة تختلف من أداة استثمارية لأخرى حسب طبيعة وتاريخ استحقاق الأداة الاستثمارية، فكلما طالت فترة استحقاق الأوراق المالية كلما زادت المخاطرة الناجمة عن أسعار الفائدة¹ .

ج. انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد:

انخفاض القوة الشرائية يؤدي إلى انخفاض قيمة الوحدة النقدية وارتفاع أسعار السلع والخدمات ، مما يؤدي إلى تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم ، فالقوة الشرائية التي تم شراء استثمار بها حالياً تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود في المستقبل عندما ترتفع معدلات التضخم ، حيث تتأثر أرباح المنشأة بالدورات الاقتصادية المتمثلة في التضخم والكساد² .

يستنتج الباحث أن المخاطرة المنتظمة لا يمكن لأصحاب الأسهم التخلص منها حتى ولو قاموا ببيع أسهم المنشأة التي يستثمرون فيها أموالهم وشراء أسهم منشأة أخرى لأن الأحداث التي تسببها تصيب كافة المنشآت في الدولة وتتعلق بالنظام المالي العام وليس بمشروع استثماري محدد ، وهي الأحداث السياسية والاقتصادية والاجتماعية ، والتي تؤدي إلى اختلاف العوائد بسبب تغير أسعار الأدوات الاستثمارية المختلفة .

1 Kolb, Burton A . , **Principles of financial Management** ,(Texas : Business Publication , () 1999), p, 273 .Inc . , 1999), p, 273 .

2 ((وليد النعمان ، إدارة المحافظ الاستثمارية باستخدام الحاسب ، (عمان :المعهد العربي للدراسات المالية ،1995م) ، ص 29.

2/ المخاطرة غير المنتظمة :

عرفت المخاطرة غير المنتظمة بأنها المخاطرة الناتجة عن عوامل تتعلق بقطاع معين- أو صناعة معينة أو بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية مثل اضطرابات العمال ، أخطاء الإدارة ، التغيير- في أذواق الزبائن حملات الإعلانات المكثفة من المنافسين ، ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه المنشأة ، ويطلق عليها المخاطرة غير المنتظمة غير- النظامية أو المخاطرة التي يمكن تجنبها بالتنوع¹. وهناك مصادر مختلفة للمخاطرة غير المنتظمة منها²:

أ/ طبيعية الصناعة :

تؤثر طبيعة الصناعة والناتجة عن ظروف خاصة بها على حجم المخاطرة التي تتعرض لها ، مثل عدم توفر المواد الخام لصناعة معينة أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي للحد من الطلب على المنتجات القديمة ، وكذلك إلغاء إعفاءات ضريبية كانت ممنوحة لبضائع صناعة معينة أو زيادة الضريبة المفروضة على صناعة محددة تؤثر على أرباح كافة المنشآت التي تعمل في ظل تلك الصناعة .

ب/ سوء إدارة المنشأة :

1) Jack Clark Francis , **Financial Theory and Corporate Policy**, (California) Addison - Wesley Publishing , 2003) , P. 264 .

2) محمد- مطر لمبارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية ، (عمان : دار وائل للنشر، 2000م) ، ص 63.

تتسبب الأخطاء الإدارية في منشأة معينة في اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي ، ومن ضمن الأخطاء الإدارية سوء التصرف وعدم القدرة على اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة وإضرابات العمال وخسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها وكذلك الممارسات غير المشروعة لإدارة المنشأة .

يستنتج الباحث أن المخاطرة غير- المنتظمة يمكن للمستثمرين التخلص منها وذلك بتنوع محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم ، لأنها تنشأ من طبيعية ونوع الاستثمار وليس من النظام المالي العام وتأتي نتيجة بعض التعاملات الاستثمارية التي تؤثر على مستثمر معين أو مشروع معين دون غيره.

3/ المخاطرة المختلطة :

هي مخاطر قد تكون بسبب عوامل عامة تؤثر على الأوراق المالية بشكل عام أو قد تكون بسبب عوامل خاصة بالمنشأة أو القطاع المعين ومن أنواع هذه المخاطرة الآتي¹:

أ/ مخاطرة الأعمال :

وهي تذبذب ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه المنشأة ، وينظر إلى هذه المخاطرة على أنها أهم متغير- يحدد التشكيلة التي يتكون

(1) عبد الله عبد الرحيم ، التمويل و الأوراق المالية ، (الخرطوم : دار الفكر للنشر والتوزيع ،1995م) ، ص 28 .

منها هيكل- رأس- المال- ، وتتفاوت هذه المخاطرة- من- صناعة لأخرى- ومن- منشأة- لأخرى- في- نفس- الصناعة- وذلك للآتي-¹:

1/ التغيير- في- حجم- الطلب- على- منتجات- المنشأة- : تنخفض- مخاطر- الأعمال- كلما- اتسم- الطلب- على- منتجات- المنشأة- بالاستقرار- .

2/ تقلبات- أسعار- المدخلات- : تزداد- مخاطر- الأعمال- كلما- زاد- التغيير- في- تكلفة- المدخلات- .

3/ التغيير- في- أسعار- بيع- المنتجات- : تزداد- مخاطر- الأعمال- كلما- زاد- تقلب- أسعار- المنتجات- .

4/ نسبة- التكاليف- الثابتة- إلي- التكاليف- الكلية- : كلما- زادت- نسبة- التكاليف- الثابتة- ترتب- على- التغيير- في- المبيعات- تغير- أكبر- في- صافي- ربح- العمليات- مما- يعني- زيادة- مخاطر- الأعمال- .

ب./ المخاطرة- المالية- :

وهي- تذبذب- صافي- الربح- بعد- الضريبة- أي- العائد- المتبقي- لحملة- الأسهم- العادية

بسبب- استخدام- مصادر- التمويل- ذات- التكلفة- الثابتة- والمتمثلة- في- القروض- والأسهم-

الممتازة- ، فمع- بقاء- العوامل- الأخرى- على- حالها- فإن- المنشأة- التي- تتحمل- قدراً- كبيراً- من-

1() حمزة- الشمخي- ، إبراهيم- الجز- رلوي- ، مرجع سابق- ص- 404.

الأعباء المالية الثابتة تتعرض لتغير كبير في العائد المتاح لأصحاب الأسهم العادية ،
وتنتج المخاطرة المالية من استخدام الرفع المالي الذي يتعلق بحجم التمويل بالاقتراض
في الهيكل المالي للمنشأة ، فزيادة الاعتماد على القروض تحقق مزايا عديدة
للمساهمين ولكن في نفس الوقت تعرضهم لمخاطر منها عدم القدرة على سداد
الالتزامات التي قد تؤدي إلى إفلاس المنشأة أو تصفيتها¹.

يستنتج الباحث أن المخاطرة المختلطة يمكن السيطرة على جزء منها
والذي يرجع لأسباب خاصة بالمنشأة أو الصناعة ، أما الجزء المتعلق
بالظروف العامة للدولة فإن هذا لا يمكن السيطرة عليه أو التخلص منه
بالتنويع والمخاطرة بجميع أنواعها ومصادرها تشكل قوى تؤثر على حجم
العوائد التي يتوقعها أصحاب الأسهم العادية ، ويتفاوت أثر هذه المخاطرة
حسب طبيعتها .

العائد ومقاييسه :

عرف العائد بأنه مقياس لقدرة المنشأة الكسبية ، ومؤشر- يوضح مدي
الكفاية التي صاحبت إنجاز العمليات التي قامت بها المنشأة خلال فترة
زمنية معينة² ، وهو الهدف الأساسي- الذي تسعى منشآت الأعمال إلى تحقيقه من
استثمارها في المشاريع المختلفة ، ومقياس عام لكفاءة الإدارة في استخدام الموارد
استخدام أمثل بغرض زيادة ربحية أنشطتها وعملياتها المختلفة ، وعرف أيضاً بأنه
المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من

1 Jack Clark Francis , **Financial Theory and Corporate Policy**, (California) Addison- Wesley Publishing ,2003), P. 425 .

2 () ميتر- شاكر- وآخرون: التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، (عمان : دار وائل للنشر ، 2005م) ، ص 62.

أجل حيازة أداة الاستثمار¹ ، ويستخدم هذا العائد لقياس كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من توظيف أموال المستثمرين.

يستنتج الباحث أن عائد المنشأة يوضح الأرباح التي تحققها المنشأة من عملياتها الاستثمارية والتمويلية المختلفة ، فهو المحصلة النهائية للجهود التي بذلت في عمليات الإنتاج والبيع والتحصيل التي قامت بها المنشأة .

يعرف الباحث العائد بأنه المنفعة المتوقعة في المستقبل من الأموال المستثمرة نظير- التضحية بالمنفعة الحالية، والمكاسب التي يتوقع المستثمرين في المنشأة الحصول عليها بأقل مخاطرة ممكنة. يقاس العائد أو الربح من خلال مجموع من النسب نظراً لأن أي قياس يتأثر إلى حد كبير بناحية معينة من نواحي النشاط أو بسياسات معينة، فبعض النسب تقيس الأرباح المحققة من المبيعات، والبعض الآخر يقيس الأرباح المحققة من الأموال المستثمرة، وفيما يلي أهم هذه النسب :

1/ نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات :

توضح هذه النسبة إلى أي درجة يمكن سعر بيع الوحدة إلى مجمل الربح إن يؤثر في نتائج المنشأة دون أن يؤدي ذلك إلى تحقيق خسائر في نتائج العمليات ، وتقاس من خلال المعادلة التالية²:

1) جمال جويدان الجمال ، الأسواق المالية والنقدية ، (عمان : دار صفاء للنشر ، 2002م) ، ص 285.

2) أبو الفتح علي فضالة ، الهياكل التمويلية ، (القاهرة : دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع ، 1994م) ، ص 109.

$$\text{نسبة مجمل الربح إلي صافي المبيعات} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100\%$$

صافي المبيعات

يستنتج الباحث من خلال المعادلة أعلاه أن نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات تحدد نسبة مجمل الربح المحقق من صافي المبيعات ، ويسهم في معرفة مدى مقدرة المنشأة على تحقيق معدل أرباح مناسبة بالمقارنة بالمشروعات المنافسة والمماثلة.

2/ نسبة صافي الربح إلي صافي المبيعات :

توضح هذه النسبة مدى مقدار الأرباح التي تحققت مقابل كل وحدة من صافي المبيعات وتقاس من خلال المعادلة التالية¹ :

$$\text{نسبة صافي الربح إلي صافي المبيعات} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100\%$$

صافي المبيعات

يستنتج الباحث من خلال المعادلة أعلاه أن نسبة صافي الربح إلي المبيعات إحدى المؤشرات التي تقيس قدرة المنشأة على تحقيق صافي ربح من المبيعات ، ويمكن من خلالها معرفة حجم التكاليف التي أنفقتها المنشأة في سبيل تحقيق المبيعات

3/ نسبة العائد على إجمالي الأصول :

1)) المعطي رضا الرشيد ، محفوط احمد جودة ، إدارة الائتمان ، (عمان:الجامعة الهاشمية،1999م) ، ص 291.

توضح هذه النسبة قدرة أصول المنشأة على تحقيق الأرباح وتقاس من خلال

المعادلة التالية¹:

$$\text{نسبة العائد على إجمالي الأصول} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي الأصول}} \times 100\%$$

إجمالي الأصول

يستنتج الباحث من خلال المعادلة أعلاه أن نسبة العائد على إجمالي الأصول تقيس

كفاءة المنشأة في تحقيق الأرباح من أصولها المختلفة .

4/ معدل القوة الإيرادية :

القوة الإيرادية مقياس لمعرفة قدرة المنشأة على توليد الأرباح من النشاط الأساسي-

لها ، ويقاس من خلال المعادلة التالية² :

القوة الإيرادية = معدل دوران الأصول × هامش ربح العمليات

$$\text{صافي المبيعات} \times \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

الأصول المشتركة في العمليات

$$\text{صافي ربح العمليات} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول المشتركة في العمليات}}$$

1 () علي عباس احمد ، الإدارة المالية ، (عمان : دار إثراء للنشر والتوزيع ، 2008م) ، ص 77.

2 () أمين السيد احمد لطفي ، التحليل المالي - لأغراض تقييم ومراجعة الأداء ومراجعة والاستثمار في البورصة ، (الإسكندرية : الدار الجامعية ، 2005م) ، ص 376.

صافي الأصول المشتركة في العمليات

يتضح للباحث من خلال المعادلات أعلاه أن فكرة القوة الإيرادية تقوم على أساس قدرة المنشأة على توليد الأرباح التي هي محصلة عنصرين هما قدرة الأصول على توليد المبيعات وقدرتها أيضاً على توليد أرباح المبيعات ، أي أن ربحية المنشأة تتوقف على معدل دوران الأصول للشركة في العمليات وعلى هامش ربح العمليات .

5/ نسبة العائد على حقوق الملكية :

تشير هذه النسبة إلى نسبة الأرباح المحققة لأصحاب الملكية ، وتقاس من خلال المعادلة التالية¹ :

$$\text{نسبة العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح}}{100} \times 100$$

حقوق الملكية

يستنتج الباحث من خلال المعادلة أعلاه أن نسبة العائد على حقوق الملكية أداة مهمة لقياس مقدرة إدارة المنشأة على استخدام أموال المساهمين لتحقيق الأرباح ، وارتفاع هذه المسبة يزيد من إقبال المستثمرين على الاستثمار فيها .

6/ مقاييس العائد المحقق لحملة الأسهم العادية :

1 () منير شاكر وآخرون ، مرجع سابق ، ص 63.

عرف- عائد حملة الأسهم- العادية بأنه العائد الذي يحققه المستثمر- من- لقتنائه أو بيعه

للأسهم- العادية في- المنشأ فهو- القيمة- الحالية للأرباح النقدية المتوقع الحصول-

عليها- من- قبل- حملة الأسهم- بهدف- تنمية ثرواتهم- وتعظيم- أملاكهم- ، ويربط- أصحاب-

الأسهم- العادية بين- الربح الذي تحقق- لهم- من- المنشأة- والأموال- التي- لستثمرها- فيها- ،

ويرغبون- دائماً في- أن- يكون- العائد- على- أموالهم- المستثمرة- مرتفع ، ويمكن- قياس- عائد-

السهم- العادي- بإحدى- المقاييس- التالية-

أ/ نصيب- السهم- العادي- من- الأرباح المحققة- :-

عُرف- بأنه صافي- الدخل- المتاح للمساهمين- من- الأرباح المحققة، وهو- أحد مقاييس- السهم-

العادي، ويرمز- له بالرمز EPS اختصاراً للكلمات Per Share Earning، ويتم-

حسابه- المعدلة- التالية³:

نصيب- السهم- العادي- من- الأرباح المحققة- = صافي- الربح المتاح

للمساهمين- العاديين × 100%

عدد- الأسهم- العادية

1) (زياد رمضان- مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، (عمان: دار وائل للنشر، 1998م) ، ص 249.

2) محمد مطر ، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية ، (عمان : دار وائل للنشر، 2000م) ، ص 268.

3) Fred Weston & Eugene F. Brigham , **Essential of Managerial Finance**, Ninth Edition , (Illinois :Dryden Press,1990),P. 26

يستنتج الباحث أن نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة يعطي مؤشراً لعوائد السهم بشكل عام ، وتسعى المنشأة إلى تعظيم نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة لأن ذلك يؤثر على سعر السهم في السوق وإقبال المستثمرين لشراءه .

ب/ نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة.

عرف بأنه ما يحصل عليه المساهم من أرباح لقاء وجود هذا السهم في محفظته الاستثمارية، لأن أرباح المنشأة لا تكون متاحة بصورة مباشرة لحملة الأسهم العادية وإنما المدفوعات التي يحصلون عليها تكون في شكل توزيعات ويرمز لها DPS اختصاراً لـ Dividend Per Share يتم حسابه بالمعادلة التالية.

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة =

$$\text{الأرباح الموزعة للتوزيع للمساهمين} \div \text{عدد الأسهم العادية} \times 100\%$$

عدد الأسهم العادية

وأيضاً يحسب نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة بالمعادلة التالية²:

القيمة الاسمية للسهم × نسبة التوزيع المعلن عنها

يتضح للباحث أن نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة يؤثر على مدى إقبال المستثمرين على شراء أسهم المنشأة وهو لا يساوي نصيب السهم من الأرباح المحققة وذلك بسبب احتجاز المنشأة لجزء من الأرباح

1() علي عباس- احمد ، الإدارة المالية ، (عمان : دار إثراء للنشر والتوزيع ، 2008م) ، ص 147.

2() Bernard J. Winger & Nancy Mohan , **Principles of financial Management** , (USA :Thomson South-Western ,2006), P. 16

التي تحققها التي تستبقيها على شكل احتياطات أو أرباح مدورة ، يمكن الاستفادة منها في عملية التمويل مستقبلاً .

ج/ الربح الجاري للسهم العادي :

عرف بأنه تكلفة الفرصة البديلة بين-الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلي فرص استثمارية أخرى ، ويقاس بالمعادلة التالية :

$$\text{الربح الجاري للسهم العادي} = \text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} \times 100\%$$

السعر السوقي للسهم العادي

يستنتج الباحث من المعادلة أعلاه أن العلاقة بين-الربح الجاري للسهم والقيمة السوقية له علاقة عكسية ، فإذا زادت القيمة السوقية له نقص ريعه الجاري ، ويتأثر ريع السهم الجاري بمعدلات الفائدة على السندات ، فإذا ارتفعت معدلات الفائدة على السندات يقبل الناس على بيع الأسهم وشراء السندات فتتخفض القيمة السوقية للأسهم بسبب زيادة العرض ويرتفع الربح الجاري للسهم لأن نصيبه من الأرباح الموزعة يبقى ثابتاً خلال العام .

د/ عائد السهم العادي لفترة الاقتناء :

عرف بأنه معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر عندما يقتني- سهماً كان قد اشتراه بثمن معين- ثم يبيعه بعد فترة ، ويقاس معدل نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم ، ويحسب كما يلي¹ :

عائد السهم لفترة الاقتناء = (سعر البيع - سعر الشراء) + ما يقبضه من أرباح خلال

الفترة × 100%

عدد السهم العادية

1 () نوزاد الهبتي ، مقدمة في الأسواق المالية ، (طرابلس: بدون دار نشر، 2001م) ، ص 65.

يري الباحث أن عائد السهم العادي لفترة الاقتناء يساوي القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر ، والتي يمكن الحصول عليها من أرباح السهم التي يتحصل عليها مضافاً إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب السعر السوقي للسهم .

هـ/ معدل دوران السهم العادي :

عرف بأنه عدد مرات تداول الأسهم في الصفقات المالية التي تحدث على هذه الأسهم ، ويقاس مدى الإقبال على السهم في السوق المالي ، ويحسب هذا المعدل بالمعادلة الآتية¹ :

معدل دوران السهم العادي = عدد الأسهم المتداولة من السهم خلال السنة

عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية

يستنتج الباحث أنه كلما زاد معدل دوران السهم العادي دل ذلك على الإقبال عليه من قبل المستثمرين بيعاً وشراءً .

و/ نسبة السعر السوقي للسهم إلى قيمته الدفترية :

عُرفت بأنها القيمة التي تعطىها الأسواق المالية للمنشأة وإدارتها ، وهي علاقة بين القيمة الدفترية للسهم العادي متمثلة في التكاليف التاريخية لها وقيمتها المسجلة في الميزانية ، والقيمة السوقية للسهم وهي قيمته في السوق المالي وتحسب بالمعادلة التالية² :

1 () محمد مطر، مرجع سابق ، ص 270.

2 () عبد النافع أنزوري وغازي فرح ، الأسواق المالية ، (عمان : دار وائل للنشر ، 2000م)، ص 210.

نسبة السعر- السوقي- للسهم- إلي- قيمته الدفترية متوسط- سعر- السوق- للسهم-

القيمة- الدفترية-

للسهم-

يتضح للباحث- أن- هذه النسب- إذا كانت- أكبر- من- واحد فإن- هذا يعني- أن- أداء المنشأة-

جيد حسب- وجهة نظر- المستثمرين- في- الأسواق- المالية ، وهذا ينعكس- على- السهم- في-

السوق- ويؤسي- إلي- لارتفاعه ، أما إذا كانت- قيمة- النسبة- تساوي- واحد فإن- هذا يعني- أن-

تقويم- المستثمرين- لأداء المنشأة- عادي- وبالتالي- فإن- سعر- أسهمها- في- السوق- سوف- لا

يتجاوز- القيمة- الدفترية ، وإذا كانت- أقل- من- الواحد فإن- ذلك يدل- على- أن- أداء المنشأة-

سيء- مما ينعكس- على- سعر- أسهمها- في- السوق- المالي- .-

يستنتج الباحث- أيضا من- المعدلات- السابقة- التي- تقيس- عائد السهم- العادي- أنه يعتمد-

على- حجم- الأرباح- التي- تحققها- المنشأة- من- خلال- أنشطتها- الاستثمارية- المختلفة ، كما-

يعتمد- على- المكاسب- التي- يحصل- عليها- من- الاختلاف- بين- سعر- السهم- السوقي- والقيمة-

الدفترية- للسهم- ، والتي- تلعب- الأسواق- المالية- دوراً هاماً فيها ، وهذه المقاييس- تمثل-

معايير- تعكس- مدى- فاعلية- إدارة- المنشأة- في- إنجازاتها لتحقيق- أقصى- عائد ممكن- ، كما-

تستخدم- من- قبل- المستثمرين- لمعرفة- الوضع- المستقبلي- للمنشأة- الني- على- أساسه-

يتخذون- قراراتهم- بشأن- الاستثمار- في- المنشأة- أو التخلص- من- أسهمهم- .-

الفصل الثالث

الأسس النظرية لهياكل التمويل

يعتبر موضوع اختيار الهيكل المالي للمؤسسة من المواضيع التي نالت اهتمام الكثير من الباحثين ، حيث انه على مدار ما يقرب من الأربعين عاما هناك جدل بين- الماليين حول ما إذا كان هناك هيكل مالي امثل من عدمه و ما إذا كان هيكل التمويل يؤثر على قيمة المؤسسة، فمنذ العمل الرائد للعالمين مود قلياني وميلر 1958 م ظهرت عدة نظريات حاولت تفسير ذلك. ونجد إن هناك عدد من المقاربات الأساسية والتي سوف نتناولها من خلال المباحث التالية :

المبحث- الأول- : للنظريات- التي- تؤيد- تأثير- الهيكل- المالي- في- قيمة- المنشأة-

المبحث- الثاني- : للنظريات- التي- تعارض- تأثير- الهيكل- المالي- على- قيمة-

المنشأة-

المبحث- الثالث- : للنظرية الحديثة في- تفسير- للهيكل- المالية-

المبحث الأول

النظريات التي تؤيد تأثير الهيكل المالي في قيمة المنشأة

اختلفت الآراء والمدخل والنظريات حول تأثير الهيكل المالي في قيمة المنشأة ، وكيفية صياغة الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم القيمة السوقية لها في منشآت الأعمال، فالاعتماد على مصادر التمويل المقترض أو مصادر التمويل الممتلك لا يتم اعتباراً وإنما لحكمة مجموعة من القواعد، كما أن تحديد الهيكل المالي المناسب ومدى ارتباطه

بالقيمة السوقية للمنشأة وتكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان ومدى تأثيره في كل منهما يعتبر موضوعاً معقداً لدى المهتمين بالإدارة المالية⁽¹⁾. هناك أكثر من نظرية تناولت العلاقة بين الهيكل المالي ومزيجه من الأموال المقترضة والأموال المملوكة والقيمة السوقية للمنشأة وتكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان ، وهذه النظريات بعضها له وجهة نظر مؤيدة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المنشأة وتكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان وبعضها له وجه نظر معارضة لهذا التأثير ، ولمناقشة المفاهيم التي وردت في هذه النظريات وضعت فروض عامة قامت عليها هذه النظريات وهي⁽²⁾ :

- 1/ تستخدم المنشأة نوعين من الأموال هي الإقراض وأموال الملكية .
- 2/ لا توجد ضرائب على الدخل .
- 3/ سياسة المنشأة هي توزيع الأرباح السنوية بالكامل أي لا توجد أرباح محتجزة .
- 4/ للمستثمرين نفس التوقعات بشأن ربح العمليات الخاصة بالمنشأة .
- 5/ لا توجد تكلفة على التعاملات .
- 6/ ثبات واستقرار الربح قبل الفوائد والضرائب للمنشأة .
- 7/ ثبات مخاطر التشغيل .

1) (Rome :) Saugata Banerjee & Others , **The Dynamic of Capital Structure** , (Journal of Finance, No. 333, 1999), P.1

2) (عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص- 376 .

8/ حجم الأصول ثابت لا يتغير ومن ثم حجم الهيكل المالي ثابت .

9/ يمكن تغير درجة الرافعة المالية بتصفية القروض أو بيع المنشأة أسهم جديدة وسداد القروض بقيمتها قبل الاستحقاق .

هناك عدد من النظريات لهذا المدخل، وافترضت هذه النظريات أن هناك تأثير للهيكل المالي على قيمة المنشأة، وذلك التأثير يكون من خلال تأثير الهيكل المالي في التدفقات النقدية المتوقعة أو من خلال تأثيره في تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان أو الاثنين معاً⁽¹⁾.

نظرية صافي الدخل :

ترى هذه النظرية أنه بإمكان المؤسسة أن ترفع في قيمتها السوقية من خلال زيادة الاعتماد على الاستدانة كمصدر للتمويل. أي أن هذه النظرية تؤيد وجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة² . ويؤكد مؤيدي هذه النظرية على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمنشأة وفي تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان من خلال التغيير في نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية ، فزيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية تضمن انخفاض في تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمنشأة .

وحسب رأي هذه النظرية تسعى المؤسسة لزيادة نسبة التمويل عن طريق المصدر الأقل تكلفة، وهذا ما يفرضه السلوك العقلاني، بما أن هناك تفاوت بين تكلفة مختلف مصادر التمويل . أي أن نظرية صافي الدخل (الربح) تقول بأن المؤسسة بإمكانها التحكم في قيمتها والتأثير عليها من خلال تغييرها في نسب الاستدانة، بحيث كلما زاد معدل الاستدانة انخفضت التكلفة الوسطية المرجحة والعكس صحيح³.

(1) محمد صالح الحناوي و رسمية قرياقص ، أساسيات الإدارة المالية،(الإسكندرية:الدار الجامعية للطباعة والنشر،1997م)،ص 381.

(2) محمد صالح الحناوي،جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق ، ص 317.

(3) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق ، ص 761.

يري مؤيدو نظرية صافي الدخل أن الاختلاف في كلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل الأموال، سوف تتيح للإدارة المالية ومن خلال تغير نسبة الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل الممتلك ذات الكلفة الأكبر.

وتؤكد هذه النظرية على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للشركة وفي كلفة الأموال المرجحة من خلال التغير في نسبة الرفع المالي ، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في كلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للشركة.

يؤكد مؤيدو هذه النظرية على إمكانية التأثير على قيمة المؤسسة وعلى التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال التغير في نسبة المديونية ، فزيادة نسبة الاستدانة سوف تضمن انخفاض تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة (نظرا للعلاقة العكسية بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة)¹.

فروض نظرية صافي الدخل

تقوم هذه النظرية على الفروض التالية⁽²⁾ :

1/ الزيادة في استخدام القروض لا تغير من إدراك المستثمرين للمخاطر ، ولذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل أصحاب الملكية، أي تكلفة حقوق الملكية الثابتة لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية .

1 () حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق ، ص 761.

2 () سعيد محمد لبرة ، الإدارة المالية ، (طنطا : مطبعة كلية التجارة ، 1999م) ، ص 130 .

2/ معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين ، أي تكلفة الاقتراض تظل ثابتة لا تتغير-

بتغير نسبة الاقتراض إلى حق الملكية ، ولا توجد تكاليف ضمنية أخرى للاقتراض -

3/ عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس-

4/ نظراً لأن أصحاب الملكية يحصلون على باقي فائض النشاط أي صافي الربح بعد

الفائدة فمن المتوقع أن تزداد سرجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي

يتعرض لها المقرضين ولذلك معدل العائد الذي يطلبه أصحاب الملكية يكون أكبر من

معدل الفائدة على الاقتراض ، ويظل هذا المعدل ثابت في هذه النظرية -

5/ حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية لمصادر هيكل

رأس المال ثابتة ، غير إنه ليس هناك ما يمنع المنشأة من تغيير الخليط الذي يتكون

منه الهيكل المالي -

أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل الهيكل المالي تتيح الفرصة لإدارة

المنشأة لزيادة مساهمة التمويل بأموال الاقتراض الأقل تكلفة على حساب مساهمة

التمويل بحقوق الملكية ذو التكلفة المرتفعة ، مما يترتب على ذلك انخفاض تكلفة

الهيكل المالي المرجحة بالأوزان ، الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المنشأة والتي هي عبارة

عن إجمالي القيمة السوقية للاقتراض والقيمة السوقية لحقوق الملكية مع زيادة نسبة

الاقتراض لحقوق الملكية ، لأن الاعتماد على الاقتراض يعني الاعتماد على مصادر

أموال منخفضة التكلفة مقارنة بأموال الملكية ، الأمر الذي يترتب عليه

زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين⁽¹⁾ .

إن تحليل الفروض أعلاه تعطي تصورا واضحا لمضمون هذه النظرية فتكلفة الديون ثابتة كما إن تكلفة الأموال الخاصة ثابتة أيضا ، ونظرا لأن تكلفة الديون اقل من تكلفة الأموال الخاصة وذلك لأن المخاطر المتأتية من الديون اقل مقارنة بالأموال الخاصة ، لذلك فإن زيادة اللجوء إلى الاستدانة سوف يترتب عليه انخفاض في التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ، ونظرا لثبات نتيجة الاستغلال بسبب ثبات حجم الأصول الاقتصادية فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف ترتفع مع كل انخفاض في تكلفة رأس المال².

إن التحليل أعلاه يعني ان استمرار ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة يعني استمرار انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة يعني ذلك الوصول بنسبة الاستدانة إلى 100% في الهيكل المالي للمؤسسة سوف تكون التكلفة المتوسطة المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأقصى.

هذا يعني- أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون في حدها الأعلى عندما تبلغ التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مستوى يساوي تكلفة الديون ، من المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كليا على الاستدانة (الاقتراض) فقط في هيكلها التمويلي رغم أن ذلك لا يسمح به من الناحية القانونية بالتالي حسب هذه النظرية فإن الهيكل الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يحتوي على ديون فقط³ . ويوضح الشكل رقم

(1) J.R . Franks , J . E. Broyles, **Modern Managerial Finance** ,(N.U : John wiley & Sons 1999). p . 292

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، لإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات،(القاهرة:الدار الجامعية، 2002م)،ص317.

(3) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد،الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سابق ،،ص317.

(3/1/1) العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي. يوضح الشكل (لقلم/3) العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الدخل.

الشكل رقم (3/1/1) : العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الدخل.

تكلفة الهيكل المالي

لمرجحة بالأوزان

Ke

10

5

Ko

صفر

Kd

نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية

Source : Mohammed Mohsin & Khan Masood , Corporate Finance (New)

(Delhi : Mc Graw Hill offices , 2001) , p. 139

حيث إن :

Ko = تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان

Ke = تكلفة حقوق الملكية

Kd = تكلفة الاقتراض

يتضح من الشكل- رقم (3/1/1)- الذي يوضح لافتراضات- نظرية- صافي- الدخل- أن- تكلفة- حقوق- الملكية ثابتة مع زيادة نسبة الاقتراض- إلى- حقوق- الملكية ، وكذلك- تكلفة- الاقتراض- ثابتة ، أما- تكلفة- الهيكل- المالي- المرجحة- بالأوزان- فتتخفض- كلما- زادت- نسبة- الاقتراض- إلى- حقوق- الملكية ، وتستمر- هذه- التكلفة- في- الانخفاض- إلى- أن- تصل- إلى- أدنى- حد- لها- عندما- تتعادل- مع- تكلفة- الاقتراض- وعندها- تصل- القيمة- السوقية- إلى- أعلى- حد- لها ، وعند- أدنى- حد- للتكلفة- يتحقق- الهيكل- المالي- الأمثل- ، ولن- يتحقق- هذا- التعادل- إلا- عندما- تعتمد- المنشأة- في- تمويلها- على- أموال- الاقتراض- فقط ، وبذلك- تفترض- هذه- النظرية- أن- الهيكل- المالي- الأمثل- هو- الذي- يتضمن- أموال- اقتراض- فقط - .

تبرر- هذه- النظرية- انخفاض- تكلفة- الهيكل- المالي- المرجحة- بالأوزان- بأن- الاقتراض- يحقق- وفورات- ضريبية ، وأصحاب- الملكية- لا يطالبون- بعوائد- أعلى- بزيادة- نسبة- الاقتراض- وتظل- تكلفتهم- ثابتة- والمحصلة- النهائية- هي- انخفاض- تكلفة- الهيكل- المالي- المرجحة- بالأوزان- نتيجة- تأثير- تكلفة- الاقتراض-⁽ⁱ⁾ - ويوضح الشكل- رقم- (3/1/2)- العلاقة- بين- نسبة- الاقتراض- إلى- حقوق- الملكية- وقيمة- المنشأة- حسب- نظرية- صافي- الدخل-

الشكل- رقم- (3/1/2)- : العلاقة- بين- نسبة- الاقتراض- إلى- حقوق- الملكية- وقيمة- المنشأة- حسب- نظرية- صافي- الدخل-

قيمة- المنشأة-

Franks, J.R , Broyles, J . E. **Modern Managerial Finance** ,(N.U : John Wiley & ()1
. Sons 1999),P. 298

نسبة الاقتراض-إلي- حقوق- الملكية-

Source : Franks, J.R , Broyles , J . E. Modern Managerial Finance ,(N.U : John . Wiley & Sons 1999), P 298

يتضح للباحث من الشكل (3/1/2) أن قيمة المنشأة تزداد بزيادة حجم للأموال المقترضة ، وتبلغ أعلى قيمة لها عند أقصى- قيمة للأموال المقترضة ، وبالتالي فإن الاعتماد على الاقتراض في تمويل استثمارات المنشأة أفضل من الاعتماد على أموال الملكية لأنه يسهم في تخفيض تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان وزيادة قيمة المنشأة .

يتضح للباحث أن هذه النظرية تعاني من نقاط ضعف عديدة منها :

1/ تجاهلها للعلاقة الطردية بين المخاطر التي يتعرض لها المالكين والمقرضين، والزيادة في نسبة الاستدانة. أي عدم واقعية الفرضيتين السابقتين من خلال .

2/ افتراض ثبات تكلفة الاقتراض مهما تغيرت نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية ، وهذا الافتراض غير واقعي فلا يمكن أن تتوسع المنشأة في الاقتراض إلى ما لا نهاية دون أن يترتب على ذلك مطالبة المقرضين بزيادة سواء الفائدة وزيادة المخاطرة المالية .

3/ افتراض ثبات تكلفة حقوق الملكية ، وهذا أيضاً افتراض غير- واقعي فلا يمكن أن تتوسع المنشأة في الاقتراض دون مطالبة أصحاب الملكية بزيادة العائد المحقق لهم .

النظرية التقليدية

حسب النظرية التقليدية ، يوجد هيكل مالي امثل والذي يسمح بتعظيم قيمة الأصل الاقتصادي بفضل الاستعمال الذكي والحكيم للاستدانة واثـر الرفع المالي وبالنتيجة يوجد مستوى امثل للاستدانة والذي يخفض من

تكلفة رأس المال¹ ، وأطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية ، وإنما بسبب أن الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية و الإستنتاجيه .

تسلم النظرية التقليدية بوجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن نسب مثالية للتمويل المقترض تجعل كلفة التمويل عند حدها الأدنى ، وإن الاستخدام الرشيد للتمويل المقترض في الهيكل المالي للمنشأة يزيد معدل العائد على حق الملكية فالتوفيق الأمثل بين التمويل المقترض والتمويل الممتلك في هيكل رأس مال المنشأة يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدناه ويعظم معدل العائد على حق الملكية⁽²⁾.

تفترض هذه النظرية إن تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان تعتمد على تشكيلية الهيكل المالي للمنشأة وأنها يمكن أن تنخفض طالما تم استخدام القروض عند حد معقول ، فإذا ما تجاوزت المنشأة هذا الحد فسوف تزداد تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان بزيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية ، بمعنى- أن هناك نقطة اقتراض مثلى تتحقق من تشكيلة مميزة من أموال الاقتراض وأموال الملكية، وعند هذه النقطة

Bradley, M., & others, **The existence of an optimal capital structure-** (1) theory and evidence, (London: Journal of Finance, Vol. 39, No.343,1999), p 857

2 (محمد علي إبراهيم العامري، اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة- دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية العراقية،(بغداد: جامعة بغداد، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال، غير منشورة، 1990م)، ص. ص. 11-13.

يتحدد الهيكل المالي الأمثل وتكون عندها تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان أقل ما يمكن وقيمة المنشأة أقصى ما يمكن¹.

وفقا لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع ، ويمكن أن تخفض تكلفة الأموال في نفس الوقت، عن طريق تشكيلة مميزة من الأموال الخاصة والديون ، إذ أن التكلفة الكلية للأموال يمكن أن تصل إلى أدنى حد لها عند مستويات مقبولة من الاقتراض تسمى بنسبة الاقتراض المثلى، وعلى ذلك فإنهم يؤيدون فكرة وجود هيكل مالي أمثل من شأنه أن يجعل القيمة السوقية المؤسسة في أقصى- قيمة لها ، وتكلفة الأموال في أدنى حد لها. برهانهم في ذلك أن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاستدانة، بمعنى أن المخاطرة المتأتية من الأموال الخاصة أعلى من المخاطرة المتأتية من الديون من جهة ، ومن جهة أخرى فإن تكلفة الديون والتي تندرج ضمن المصاريف المالية ، لها خاصية الاقتصاد في الضريبة ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي (الضريبة على الأرباح) ، وهذا ما لا تتميز به العوائد المتأتية من الأموال الخاصة².

متغيرات النظرية التقليدية

تتمثل متغيرات النظرية التقليدية في التالي⁽³⁾:

1 ((عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية لأمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، (الجزائر: جامعة ورقلة، مجلة الباحث، المجلد 3، العدد 4، مارس 2004م)، ص 108.

2) عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية لأمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، (الجزائر: جامعة ورقلة، مجلة الباحث، المجلد 3، العدد 4، مارس 2004م)، ص 108.

3 (محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق ، ص.17.

أ. تكلفة رأس المال-

حسب النظرية التقليدية إن هناك نسبة مديونية إلى الملكية مثلى تؤدي إلى انخفاض

المعدل الموزون لكلفة رأس المال تدريجياً مع زيادة التمويل المقترض في هيكل رأس

المال إلى أن تصل نسبة التمويل المقترض إلى حد معين ، يأخذ بعدد المعدل بالارتفاع ..

ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه المعدل الموزون لكلفة رأس المال

نحو الارتفاع بنسبة الاقتراض المثالية أو الرافعة المثالية ، وكما هو مبين في الشكل (

3/1/3) والسبب في ذلك يعود إلى انخفاض كلفة التمويل المقترض والتي تفوق الارتفاع

في كلفة التمويل الممتلك ، لذلك يستمر المعدل الموزون لكلفة (WACC) المال (

بالانخفاض مع أية زيادة في التمويل المقترض ، وبعد نسبة الاقتراض

المثلى فإن المعدل الموزون لكلفة رأس المال (WACC) يبدأ بالارتفاع ،

ذلك أن الزيادة في نسبة التمويل المقترض لن تعود كافية لتخفيض

المعدل الموزون لكلفة رأس المال جراء الارتفاع الكبير في التمويل

الممتلك ، أي إن المغالاة في استخدام التمويل المقترض تؤدي إلى زيادة

كلفة التمويل الممتلك بقدر يفوق الوفورات المترتبة على زيادة الاعتماد

على التمويل المقترض نبي الكلفة المنخفضة نسبياً . يوضح الشكل رقم (

3/1/3) النظرية التقليدية وتكلفة رأس المال-

الشكل رقم (3/1/3) النظرية التقليدية وكلفة رأس المال-

%

كلفة التمويل الممتلك K_E

المعدل الموزون

لكلفة رأس المال WACC

كلفة التمويل المقترض K_D

نسبة الاقتراض %

Source : Besley , Scott and Brigham, F. Engene , Essentials of Managerial Finance , 12th ed ,
(Texas: Harcourt . inc , 2000) , P.472

ب. قيمة المنشأة :-

يبين الشكل (3/1/4) أن قيمة المنشأة المرفوعة تبدأ بالازدياد عند كل استخدام إضافي للتمويل المقترض إلى أن تصل نروتها عند نسبة الاقتراض المثلى ، بعد ذلك تنخفض قيمة المنشأة مع تزايد نسبة الرافعة المالية). يوضح الشكل رقم (3/1/4) النظرية التقليدية وقيمة المنشأة.

01 مصطفى منير الهاشمي ، اثر التضخم في التمويل والاستثمار وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة ، (بغداد : جامعة بغداد، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال ، غير منشورة ، 1998م) ، ص.10.

الشكل- رقم- (3/1/4)-: النظرية التقليدية وقيمة المنشأة.

V قيمة المنشأة

V_u

V

تتأثر قيمة المنشأة بعرضين أساسيين- الأول- هو المنافع التي تحصل عليها المنشأة- من الاقتراض- والمتمثلة بالوفورات الضريبية (Tax Shelter) بسبب ارتفاع نسبة المديونية وبالمستوى المقبول- ، والعرض الثاني- هو كلف الإفلاس- والتي ترتبط بارتفاع نسبة الاقتراض-)

نظرية صافي الدخل- تفترض- أن- تكلفة حقوق الملكية تزداد مع زيادة نسبة الاقتراض- إلى- حقوق الملكية- وذلك بسبب زيادة المخاطر- التي- يتعرض لها أصحاب الملكية- في- منشآت الأعمال- ، كما- تفترض- النظرية- أن- تكلفة التمويل- بالاقتراض- تظل- ثابتة- لمستويات عالية- من- الرافعة المالية- إلا إنها تبدأ بالارتفاع التدريجي- إذا ما تجاوزت- المنشأة- الحدود المقبولة- من- الرافعة المالية- المتعارف عليها- النظرية- فإن- الكيفية التي- تتغير- بها تكلفة الهيكل المالي- المرجحة- بالأوزان- نتيجة التغيرات- في- الهيكل- المالي- يمكن- تقسيمها- إلى- ثلاثة مراحل- هي- (2) كالاتي-

المرحلة الأولى- في- هذه المرحلة- تكون- مستويات الرافعة المالية منخفضة- وبالتالي-

تظل- تكلفة الاقتراض- ثابتة ، أما- تكلفة حقوق الملكية- فتظل- أيضاً ثابتة أو ترتفع

بدرجة طفيفة- غير- أن- زيادة- تكلفة أصحاب الملكية- في- هذه المرحلة- تكون- أقل- من- المزايا

الناجمة- عن- زيادة- الاقتراض- ويترتب- على- ذلك انخفاض- تكلفة الهيكل- المالي- المرجحة-

بالأوزان- بزيادة- رجة الرافعة المالية ، وذلك لأن- الاقتراض- يعتبر- مصدر تمويل- ذو

تكلفة منخفضة- يحقق- الوفورات- الضريبية- مما- يؤدي- إلى- زيادة- القيمة- السوقية- للمنشأة-

(1) حاكم محسن محمد ، تغير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة ، دراسة تحليلية في شركات صناعية عراقية ، (بغداد : الجامعة المستنصرية ، كلية الدراسات العليا، رسالة دكتوراه فلسفة إدارة الأعمال ، غير منشورة ، 1995م)، ص.28.

(2) بهاء الدين سعد، التمويل في منظمات الأعمال ، (القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1996م)، ص 205.

المرحلة الثانية زيادة استخدام المنشأة للرافعة المالية تنتقل النظرية للمرحلة

الثانية والتي تفترض أن هناك نسبة رافعة مالية معينة لا يكون عندها لأي زيادة في-

الاقتراض- تأثير- على- قيمة المنشأة- وتكلفة الهيكل- المالي- المرجحة بالأوزان- ، وعند هذه

النسبة يتحقق الهيكل- المالي- حيث تكون- قيمة المنشأة- أعلى- ما يمكن- وتكلفة الهيكل-

المالي- المرجحة بالأوزان- أقل- ما يمكن- وتسمى- نقطة الاقتراض- المثلى- ، وتفسر- ذلك- أن-

الزيادة- في- تكلفة حقوق الملكية- ومرجعها- إلى- الخطر- المالي- تكاد تعادل- المزايا المنخفضة-

من- الاقتراض- .-

المرحلة الثالثة تشهد هذه المرحلة زيادة نسبة الاقتراض- إلى- حقوق الملكية- بدرجة

عالية مما يؤدي إلى- زيادة تكلفة- حقوق الملكية- بمعدلات- كبيرة- بسبب- شعور-

المستثمرين- بالخطر- المالي- وكذلك تزداد تكلفة- الاقتراض- لأن- زيادة القروض- تؤدي- إلى-

زيادة المخاطر- المالية- مما يجعل- المقرضون- يطلبون- معدلات- فائدة- مرتفعة- وبازدياد

تكلفة الملكية- وتكلفة- الاقتراض- ، ترتفع تكلفة- الهيكل- المالي- المرجحة بالأوزان- لأن- الزيادة-

في- معدل- العائد المطلوب- من- قبل- أصحاب- الملكية- تكون- أعلى- من- المزايا الناجمة- من-

الاعتماد على- الاقتراض- .-

جدول- رقم- (3/1/1) :مقارنة بين- نظرية صافي- الدخل- والنظرية التقليدية

للنظرية التقليدية	نظرية صافي- للدخل-
1- تكلفة الاقتراض- ثابتة إلى حد معين- ثم تبدأ بالارتفاع	1- تكلفة الاقتراض- ثابتة
2- تكلفة الملكية- تزداد بزيادة سرجة الرافعة- المالية- .	2- تكلفة الملكية- ثابتة
3- تكلفة الهيكل- المالي- المرجحة- بالأوزان- تزداد بزيادة الرافعة- المالية- إلى- أن- تصل- إلى- نقطة- معينة تبدا بعدها بالانخفاض-	3- تكلفة الهيكل- المالي- المرجحة- بالأوزان- تنخفض- بزيادة الرافعة- المالية-
4- قيمة المنشأة- تنخفض- بزيادة سرجة الرافعة- المالية- إلى- أن- تصل- إلى- نقطة- معينة تبدأ بعدها بالارتفاع-	4- قيمة المنشأة- ترتفع بزيادة سرجة الرافعة- المالية-
5- الهيكل- المالي- الأمثل- هو- مزيج من- أموال- الملكية- وأموال- الاقتراض- ويتحدد عند نقطة الاقتراض- المثلى-	5- الهيكل- المالي- الأمثل- هو- الذي- يتضمن- أموال- لقتراض- فقط-

المصدر:- إعداد الباحث، 2014م-

المبحث الثاني

النظريات التي تعارض تأثير الهيكل المالي على قيمة المنشأة

المفاهيم التي وردت في هذه النظريات تعارض تأثير الهيكل المالي على قيمة المنشأة وتفترض أن تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان وقيمة المنشآت كلاهما مستقل وليس له علاقة بالهيكل المالي ، كما ترفض وجود هيكل مالي أمثل ويترتب على ذلك أن تكلفة الهيكل المالي تظل ثابتة رغم الاختلافات في نسبة الرافعة المالية ويترتب عليه ثبات قيمة المنشأة ، وهناك نظريتان تؤيدان هذه المفاهيم ⁽¹⁾ :

نظرية صافي ربح العمليات :

يستند مؤيدو هذه النظرية على فرضية أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتوليفة الهيكل المالي أي أنهما مستقلين عن بعضهما وبالتالي عن تكلفة رأس المال. يؤكد مؤيدي نظرية صافي ربح العمليات في صياغة هيكل التمويل إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في كلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة السوقية للشركة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائداً القيمة السوقية للقروض².

1 () رضوان وليد العمار ، مرجع سابق ، ص 180 .

2 () منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 100 .

بمعنى- أن القيمة السوقية للشركة سوف تكون مستقلة عن أي تغييرات في هيكل الأموال وهي أيضاً مستقلة عن تأثيرات كلفة الأموال المرجحة أن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي إلى زيادة في حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال ، سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لا بد وأن يطلبوا معدل عائد على استثماراتهم أكبر تعويضاً عن هذه المخاطرة الإضافية ، وبما إن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل كلفة التمويل الممتلك لذلك فإن كلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي أن هذا الارتفاع في كلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في كلفة التمويل المقترض الذي يجعل كلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير- والقيمة السوقية للشركة ثابتة لا تتغير أيضاً¹.

ومضمون هذه النظرية ما يلي :

1/ عدم وجود ضريبة على الأرباح.

2/ المزايا الناجمة عن زيادة الاعتماد على الاستدانة، تتلاشى- نتيجة ارتفاع العائد المطلوب من المساهمين، بسبب زيادة المخاطر المالية.

3/ أن زيادة نسبة التمويل بالاقتراف في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها أصحاب الملكية مما يجعلهم يطلبون معدل عائد مرتفع على

(1) محمد علي إبراهيم العامري ، مرجع سابق ، ص 441.

استثماراتهم وهذا العائد يمثل تكلفة حقوق الملكية والتي – تزداد بزيادة نسبة الاقتراض – إلى حق الملكية ..

4/ ثابتة تكلفة الاقتراض بزيادة نسبة الاقتراض إلى حق الملكية ، لأن المقرضون لا يطلبون أسعار فائدة مرتفعة بزيادة هذه النسبة ..

5/ أن تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان تظل ثابتة مهما اختلفت نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية وذلك لأن زيادة هذه التكلفة بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة وهي الاقتراض ..

6/ ثابتة قيمة المنشأة بسبب ثابتة تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان ..

حسب هذه النظرية إن الزيادة في تكلفة الأموال الناتجة عن الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الاستدانة سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة

الاقتراض ناتج من زيادة الاعتماد على المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبياً، ولهذا فمن

المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة وبالتالي قيمة المؤسسة هنا ما يقودنا

لاعتبار أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل. يوضح الشكل رقم (3/2/2) افتراضات نظرية

صافي ربح العمليات. يوضح شكل رقم (3/2/2) افتراضات نظرية صافي ربح

العمليات.

شكل- رقم- (3/2/2)

افتراضات نظرية صافي ربح العمليات

	Ke
	تكلفة الأموال-
10	
	Ko
5	Kd
صفر-	
	نسبة الاقتراض-إلى- حقوق الملكية-

المصدر: محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم أحمد، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات (الإسكندرية: الدار الجامعية ، 2002م ، ص 326 .

حيث أن :

Ko	تكلفة الهيكل- المالي- المرجحة- .
Ke	تكلفة حقوق الملكية-
Kd	تكلفة الاقتراض-

من الشكل (3/2/2) يتضح ثبات تكلفة الاقتراض وزيادة تكلفة حق الملكية
بزيادة نسبة الاقتراض إلى الملكية وثبات تكلفة الهيكل المرجحة بالأوزان لأن الزيادة

في تكلفة حقوق الملكية تكون بنفس مقدار الوفورات المحققة من الاقتراض ، وبما أن تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان المرجحة ثابتة فإن قيمة المنشأة تظل ثابتة وتكون مستقلة عن أي تغييرات في الهيكل المالي ومستقلة عن تأثيرات التكلفة ، مما يترتب عليه عدم وجود هيكل مالي أمثل ، سواء اقتضت المنشأة أم لم تقتض فإن تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان ستظل ثابتة ، وبالتبعية تكون قيمة المنشأة ثابتة .

تحدد قيمة المنشأة ككل حسب هذه النظرية بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان وليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض وحقوق الملكية (1) . يوضح الشكل رقم (3/2/3) العلاقة بين-

قيمة المنشأة ونسبة الاقتراض إلي حقوق الملكية حسب نظرية صافي ربح العمليات

شكل رقم (3/2/3): العلاقة بين قيمة المنشأة ونسبة الاقتراض إلي حقوق الملكية ،

حسب نظرية صافي ربح العمليات .

قيمة المنشأة

نسبة الاقتراض- إلي- حقوق- الملكية.

Source: J. R Franks , J . E, Broyles , Modern Managerial Finance (N,U: John Wiley and sons , 1979). p 259

(1) عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص 378 .

يتضح للباحث أن قيمة المنشأة ثابتة مع زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية و يترتب على أن قيمة المنشأة ثابتة عدم وجود هيكل مالي أمثل، أن بعض افتراضات هذه النظرية لا يمكن تطبيقها على أرض الواقع ، مثل الافتراض الخاص بثبات تكلفة الاقتراض مهما زادت نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية، حيث أن المقرضون يتعرضون لمخاطر بسبب زيادة درجة الرافعة المالية خاصة عندما تواجه المنشأة مشكلة تعسر- مالي مما يجعلهم يطالبون بفوائد أعلى مع ارتفاع الاقتراض. كذلك مفهوم عدم تأثير قيمة المنشأة بهيكلها المالي ، لأن زيادة تكاليف الحصول على الأموال سوف تقلل من أرباح المنشأة لأنها نفقات تخصم من إيراداتها والعكس صحيح في حالة انخفاض التكاليف مما يؤثر على قيمة المنشأة .

نظرية مود قلياني وميلر: Modigliani & Miller Theory

تقوم نظرية مود قلياني وميلر أن قيمة المنشأة تتمثل في قيمة استثماراتها ، وإن قيمة هذه الاستثمارات تتوقف على العائد المتوقع من ورائها ، كما تتوقف على المخاطر التي يتعرض لها العائد ، وأن قيمة المنشأة لا تتأثر بمصادر الهيكل المالي ولا يوجد ارتباط بين- قيمة المنشأة ومصادر الحصول على الأموال فيها ، أي أن هناك انفصال بين- قرارات الهيكل المالي و قرارات الاستثمار في المنشأة⁽¹⁾ .

(1) خيري على الجزيري ، الإدارة المالية ، (القاهرة : بدون دار نشر ، 1993م) ، ص 89 .

بينت هذه النظرية أن تكلفة الهيكل المالي المرجح بالأوزان لن تتجه إلى الانخفاض مع لجوء المنشأة إلى الاقتراض وإحلاله محل حقوق الملكية ، لأن إضافة قروض ذات تكلفة منخفضة من شأنه أن يزيد من مخاطر حقوق الملكية المتبقية في المنشأة وبالتالي زيادة تكلفتها بنفس مقدار النقص في التكلفة بسبب الاقتراض ، بحيث تبقى تكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان كما هي دون تغيير، أي أن كل من قيمة المنشأة وتكلفة الهيكل المالي المرجحة بالأوزان لا تختلف باختلاف مصادر الأموال وما إذا كانت أموال اقتراض أو أموال حقوق ملكية (1) .

مراحل نظرية مود قلياني وميلر:

أ. المرحلة الأولى في ظل عدم وجود الضرائب:

لقد اعتبر كل من مود قلياني وميلر إن مدخل صافي ربح العمليات هو المدخل المقبول ، بحيث انه في حال عدم وجود الضرائب فان النظرية التقليدية غير دقيقة ، إذ لا وجود لهيكل مالي امثل في المؤسسة².

والمضمون النظري لنموذج مود قلياني وميلر بشأن الهيكل المالي وفي ظل عدم وجود الضريبة على أرباح الشركات يتفق مع نظرية ربح الاستغلال.

(1) بهاء الدين سعد، التمويل في منظمات الأعمال ، (القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1996م)، ص 214 .

(2) عبد العزيز سمير محمد ، مرجع سابق ، ص 34 .

يرتكز تحليل مود قلياني وميلر على فكرة أساسية جوهرها إن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها (أصولها الاقتصادية) وأن قيمة هذه الأصول تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي قد يتعرض لها هذا العائد، وبعبارة أخرى مهما كان الخليط الذي يتكون من الهيكل فإن قيمة المؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن قيمة استثماراتها¹.

وبافتراض غياب الضرائب فإن قيمة المنشأة والمعدل الموزون لكلفة رأس المال لا تتأثر بهيكل رأس مال المنشأة، وإن كلفة التمويل لا تتأثر بتغيير نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، وبهذا فإن نظرية موديكلياني وميلر تنص على أنه ليس للرفع المالي تأثير على قيمة المنشأة وثروة المساهمين، وأن المنشأة لا تستطيع تغيير قيمتها بمجرد تجزئة تدفقاتها النقدية إلى قسمين مختلفين، وإن قيمة المنشأة تحددها التدفقات النقدية لموجوداتها المادية ولا تحددها مكونات الهيكل المالي من الدين وحق الملكية⁽²⁾، وقد طور مودكلياني وميلر نظريتهما بالاستناد إلى الافتراضات الآتية⁽³⁾:

(1) منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 653.

(2) Brealey , Richard A. , and Myers , Stewart C. **Principles of Corporate Finance** , 5th ed . (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 1996) , P.43

(3) Pinches , E. George , **Essentials of Financial Management** ,4th ed. ,(Texas: McGraw Hell Co. inc. , 1992), p.65

1- إن أسواق رأس المال هي أسواق منافسة تامة ، إذ تتوفر المعلومات للمستثمرين مع عدم وجود كلف لمعاملات البيع والشراء في الأوراق المالية ، إلى جانب وجود عدد كبير من المستثمرين في الأوراق المالية (بيع وشراء) دون التأثير في الأسعار .

2- تصنيف المنشأة على أساس المخاطرة نسبة إلى التباين في الأرباح قبل الفوائد والضرائب .

3- إن الاقتراض خالٍ من المخاطرة ولا توجد حدود لإصدار الديون ، لذلك فإن معدل الفائدة على الدين ثابت .

4- إن قيمة المنشأة تعتمد على دخلها التشغيلي، وان للمستثمرين توقعات متجانسة حول القيمة المستقبلية المتوقعة لدخل المنشأة .

ب. المرحلة الثانية النظرية المصححة لمودقلياني وميلر في ظل عدم وجود الضرائب:

وتوصل مود قلياني وميلر عام 1963م إلى إن زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة بسبب الوفرة الضريبي للفوائد ، حيث تعد الفوائد على الديون (القروض) من بين المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، من ثم فإن افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الأرباح يعني- انه يمكن للمؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي على ديون أن تحقق وفورات ضريبية .

من هذا المنطلق لا يرفض مود قلياني وميلر عام 1963م الادعاء بأنه في حالة وجود ضريبة على أرباح الشركات فان قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من ديون وأموال

خاصة سوف تفوق قيمة مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط¹.

في البحث نصت على أن الفرق بين قيمة المنشأة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها مع قيمة المنشأة التي تعتمد على التمويل الممتلك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية ، وان مزايا التمويل المقترض هي أكثر مما افترضوه والتي نصت عليها النظرية التقليدية . وان الاستمرار في الاقتراض يعني- الاستمرار في تعظيم قيمة المنشأة ، وبهذا فان قيمة المنشأة المرفوعة لا تساوي قيمة المنشأة غير- المرفوعة] $V_L = V_U$ ، والسبب يعود إلى القيمة المضافة والناجمة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، فقيمة المنشأة حسب الفرضية الأولى (I) لمودكلياني وميلر كانت في ظل غياب الضرائب، ولكن بعد إدخال الضريبة على دخل المنشأة تم تعديل الفرضية الأولى (I) والفرضية الثانية (II) في ضوء الافتراض الجديد .

انتقادات نموذج مود قلياني وميلر:

لقد وجهت العديد من الانتقادات لأطروحة مود قلياني وميلر مرتبطة أساسا بالفرضيات التي أسس عليها هذا النموذج أهمها² :

1)قريشي يوسف ، بن ساسي الياس ، التيسير المالي ، (عمان : دار وائل للنشر، 2006م) ، ص 148.

2) منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 657.

- يؤخذ على تحليل مود قلياني وميلر انه بني على افتراضات السوق التام وهي افتراضات اغلبها غير واقعية ، خاصة افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات ، وهو شرط أساسي لنجاح عملية المراجعة ، في حين أن تلك التكاليف موجودة وقد تفوق قيمتها قيمة المكاسب المتوقعة من عملية المراجعة .

- كما يعاب أن افتراض الرافعة المالية الشخصية تماثل الرافعة المالية للمؤسسة من حيث الآثار وهو افتراض مشكوك في صحته ، ذلك أن عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالفوائد قد يترتب عليه إعلان إفلاسها غير- أن آثار الإفلاس لن تمتد إلى ثروة المستثمر الخاصة ، أما عدم قدرة المستثمر على سداد فوائد القرض الذي حصل عليه فقد يترتب عليه إعلان عسره المالي مما يعطي للدائنين الحق في استيفاء باقي مستحقاتهم من أمواله الخاصة .

- يضاف إلى ذلك عدم واقعية افتراض تماثل معدل الفائدة على القروض التي يحصل عليها كل من المستثمر والمؤسسة وهو افتراض يصعب تحقيقه إلى حد كبير ، فالمؤسسة عادة ما تكون في مركز تفاوضي أفضل .

- إهمال النموذج لآثار الضرائب ، تكاليف الإفلاس ، تكلفة الوكالة وعدم تماثل المعلومات عند اختيار الهيكل المالي للمؤسسة .

يتضح للباحث أن هناك عدة أوجه قصور في هذه النظرية منها :

1/ تساوي هذه النظرية بين الفرد والمنشأة من ناحية المقدرة على الاقتراض وبنفس الشروط وهذا لا يتحقق من الناحية العلمية ، لأن قدرة المنشآت على الاقتراض أعلى من قدرة الأفراد .

2/ افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات المتمثلة في تكلفة بيع وشراء الأوراق المالية .

3/ ضرورة توافر فرضية اكتمال سوق رأس المال والذي يتوقع أن تؤدي في عملية المرجحة دورها ففي حالة نقصه أو عدم اكتماله يمكن أن تصل عملية المرجحة .

4/ تشير النظرية إلى إمكانية أحداث التوازن بين القيم السوقية للمنشآت المتماثلة من حيث الخطر وهذا صعب في الواقع لأسباب عديدة أيضاً يستنتج الباحث أن هذه النظرية توضح إنه لا داعي لقيام المنشأة التي تعتمد على أموال الملكية فقط بإجراء أي تعديل في هيكلها المالي أي حصولها على القروض للاستفادة من مزايا بقصد تحقيق ميزة لأصحاب الملكية ، طالما إنهم أنفسهم قادرون على تحقيق ذلك دون مساعدة المنشأة ، وفي نفس الوقت استخدام فكرة المرجحة ستؤدي في النهاية إلى تساوي القيمة السوقية لهاتين المنشأتين .

4 . نظرية الـ PIE *

تهتم هذه النظرية بهيكل رأس المال، إذ إنها تعد المنشأة هي الـ PIE والتي تمثل موجودات المنشأة وان الشرائح هي الحقوق المتعلقة بالديون والأسهم العادية ، وحيث

** كلمة الـ PIE تترجم الى العربية بالفطيرة أو الكعكة .

أن الـ PIE ثابتة ومع زيادة دولار واحد من الديون ، فإن هذا يعني- انخفاض مقداره دولار واحد في قيمة الأسهم العادية⁽¹⁾، وحسب الفرضية الأولى لمودكيلياني و ميلر ، فإن حجم الـ PIE لا يتغير ولا يتأثر بتقسيمات المساهمين والدائنين وان هيكل رأس مال الشركة ليس له علاقة ، ويصف ROSS وزملائه هذه النظرية بأنها تعبر عن اختيار المنشأة لنسب مديونيتها إلى ملكيتها والتي على أساسها يمكن تحديد قيمة المنشأة V وهي : (2) .

$$V = D + S$$

يوضح الشكل رقم (3/2/9) نموذجين من الـ PIE لهيكل رأس المال

الشكل رقم (3/2/9)

نموذجين من الـ PIE لهيكل رأس المال 40 %

ملكية

S

% 60

Brealey , Richard A. , and Myers , Stewart C. **Principles of Corporate Finance** (1996) , p.342 . (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 1996) , 5th ed .

Ross , S. A. , Westerfield , R. W. and Jaffe , A. , B. D. , **Corporate finance** , 6th (2002) , p.323 . (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 2002) , ed. .

دين

D

% 40

دين

D

% 60

ملكية

S

قيمة المنشأة

قيمة المنشأة

Source: Ross , S. A. , Westerfield , R. W. and Jaffe , A. , B. D. , Corporate .finance , 6th ed. , (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 2002) , p 391

إذ أن D هي القيمة السوقية للدين و S هي القيمة السوقية للملكية والمبينة في الشكل

(3/2/9)، والتي توضح طريقتين مختلفتين لتقسيم الـ PIE بين المساهمين والدائنين،

فالتريفة الأولى تتضمن % 40 دين و % 60 ملكية و الطريقة الثانية % 60 دين و % 40 ملكية، وعند فرض الضريبة على دخل الشركات سوف تظهر علاقة موجبة بين- قيمة المنشأة وديونها والتمثلة في البديهية الأساسية المبينة في الشكل (3/2/8) والتي توضح أن قيمة الضرائب المدفوعة تكون أكبر عندما تكون المنشأة ممولة تمويلياً ممتلكا بالكامل وأن الـ PIE مقسمة إلى قسمين فقط ، ولهذا فإن جزءاً كبيراً من الحصص تذهب إلى الحكومة ، أما عندما تكون المنشأة مرفوعة فإن الـ PIE يقسم إلى ثلاث حصص وهي حصة حاملي الأسهم ، وحصة الدائنين ، وحصة الحكومة المتمثلة بالضريبة على دخل المنشأة ، وبهذا فإن قيمة المنشأة المرفوعة تساوي قيمة المنشأة ممولة تمويلياً ممتلكاً مضافاً لها القيمة الحالية للوفورات الضريبية .

عليه يتضح للباحث، إن التمويل المقترض يساهم في تخفيض حجم شريحة الحكومة ، ومن ثم فإنه يحسن وضع حاملي الأسهم وتقليص من قائمة الضريبة ويرفع من مستوى التدفقات النقدية بالنسبة للمستثمرين في الديون والأسهم العادية .

استناداً إلى نظرية الـ PIE فإن المدراء الماليين عليهم اختيار هيكل رأس المال ذو القيمة الأعلى والذي يعظم قيمة المنشأة لتخفيض حصة الحكومة ، يوضح الشكل رقم (

3/2/10) نموذجين من الـ PIE لهيكل رأس المال عند وجود الضرائب

الشكل (3/2/10): نموذجين من الـ PIE لهيكل رأس المال عند وجود الضرائب

ضرائب

ملكية

ضرائب

دين

ملكية

قيمة المنشأة

قيمة المنشأة

Source: Ross , S. A. , Westerfield , R. W. and Jaffe , A. , B. D. , Corporate
.finance , 6th ed. ,(Texas : McGraw Hell Co. inc. , 2002) , p 408

وحسب نظرية الـ PIE فإن الحقوق التي يتم دفعها من مصدر واحد والمتمثلة

بالتدفقات النقدية CF للمنشأة والمبينة في الشكل (3/2/11) ، وهي كالآتي: (١)

Ross , S. A. , Westerfield , R. W. and Jaffe , A. , B. D. , **Corporate finance** , 6th (١)
.ed. , (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 2002) , p.45

CF = مدفوعات إلى + مدفوعات إلى + مدفوعات إلى + مدفوعات إلى + مدفوعات

أخرى

المحامين الحكومة حاملي الأسهم حاملي السندات

$$V = S + D + G + L$$

إذ أن S هي المدفوعات إلى حاملي الأسهم ، و D هي مدفوعات إلى حاملي السندات ،

و G هي مدفوعات إلى الحكومة (ضرائب) ، و L هي مدفوعات إلى المحامين والتي

تتضمن كلف الإفلاس، وهذه بمجموعها تمثل عوامل الواقع-الفعلي (Real-World)

المؤثرة في قيمة المنشأة .

المبحث الثالث

النظريات الحديثة في تفسير الهياكل المالية

نظرا للانتقادات التي وجهت للنظريات السابقة خاصة حول عدم واقعية وجود ما

يسمى بالسوق التام، إذ انه توجد العديد من القيود التي تحد من اكتمال هذا السوق،

ومن ثم فان القرارات التمويلية يمتد تأثيرها إلى قيمة المؤسسة، وبإدخال قيود السوق

غير التام كتكلفة الإفلاس والوكالة وغيرها في التحليل، ظهرت العديد من النظريات، في منتصف السبعينات من القرن العشرين¹.

نظرية التوازن :

حسب هذه النظرية ، فان هناك معدل استنادة امثل ، والذي تهدف المؤسسة لتحقيقه وتحاول الاقتراب تدريجيا من هذه النسبة المثلى ، بحيث انه في نظرية التوازن لم يركز الباحثون فقط على مميزات استعمال الاستنادة كمصدر للتمويل ، بل كذلك على مشاكل الدفع والوفاء بالديون ، والتي تؤدي إلى العسر- المالي ، وبالتالي الإفلاس ، وكذلك تطرقوا للنزاعات بين الوكلاء. وقد تم إدخال تكلفة الإفلاس ثم إدخال تكلفة الوكالة على النظرية.

أ/ : تأثير تكلفة الإفلاس

لقد استبعد مود قلياني وميلر من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الاستنادة ، وعلى اثر المقال التصحيحي لهما المتعلق بإيضاح الأثر الضريبي للفوائد على قيمة المؤسسة ، قام العديد من الباحثين بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر ، وبالتالي أصبح هناك احتمال لظهور تكلفة الإفلاس كأثر سلبي للاستنادة².

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، (القاهرة : الدار الجامعية ، 2004م)، ص 193.

(2) مصطفى محمد عبده محمد ، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر، (المنصورة: جامعة عين- شمس ، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال، غير منشورة ، 1998م) ، ص 43.

كما نجد إن زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي تؤدي إلى تحمل المنشأة للمخاطر المالية وهي عدم قدرة المنشأة على سداد أصل القرض أو فائدته في تاريخ الاستحقاق ، مما يؤثر على أصحاب الأسهم ، وقد تسبب هذه المخاطر في إفلاس المنشأة ، وتصفيتها ، وتبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الاقتراض ، وزيادتها يترتب عليها آثار عكسية على كل من تكلفة الأموال والتدفقات النقدية الداخلة ، وهذين العاملين لهما تأثير مباشر على قيمة المنشأة ، فزيادة مخاطر الإفلاس يترتب عليها زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار والسهم والسندات مما يعني ارتفاع تكلفة الهيكل المالي للمنشأة وانخفاض القيمة السوقية لها (1) .

تقتضي- نظرية توازن الهيكل التمويل التأكد إلى إن القرار الأمثل للاقتراض يجعل شركة الأعمال تستمر بالاقتراض إلى النقطة التي تساوي فيها التأثيرات الإيجابية للوفر الضريبية مع التأثير السلبي لكلفة الإفلاس والذي تنشأ عن زيادة الاقتراض ، بمعنى آخر فإن القرار الأمثل للاقتراض والذي يحقق أعلى قيمة سوقية للشركة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة المالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تحدثه نسبة كلفة الإفلاس(2).

ب/ تأثير تكلفة الوكالة :

(1) نظير رياض محمد ، الإدارة المالية والعمولة، (المنصورة : المكتبة العصرية ،2000م) ، ص 6.

Ross ,S. A., Westerfield , R. W. and Jaffe , A. , B. D. , **Corporate finance** , 6th (2002) , P. 381 .ed. , (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 2002) ,

قد ينص في عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ إدارة المنشأة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالح هؤلاء المقرضين ومن بين القرارات التي تخضع لمراجعة من المقرضين قرارات شراء أصول جديدة ، والقرارات الخاصة بإجراءات توزيعات وقرارات رفع مرتبات المديرين وما شابه ذلك ، وعادة ما ينص العقد على إعطاء الحق للمقرضين في المطالبة فوراً بقيمة القرض (أي قبل تاريخ الاستحقاق) إذا ما تجاهلت الإدارة الشرط المنصوص عليه في عقد الاقتراض ، والذي يقضي بضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ القرارات المشار إليها .

ولكي يتأكد المقرضون من أن إدارة المنشأة لم تخل بشروط التعاقد فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المنشأة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم ، ويطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة ، وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك.

ويعتبر نموذج Jensen and Meckling 1976 الأساس الذي بنيت عليه نظرية الوكالة، إذ حاول الباحثان من خلال هذا النموذج تحديد تأثير تعارض المصالح (الصراعات) فيما بين أطراف الوكالة على قرارات التمويل. حيث ذكر Jensen and Meckling 1976 إن علاقة الوكالة يمكن أن ينجم عنها نوعين من تعارض المصالح.

التضارب بين مصالح المساهمين والإداريين (المديرين).

ينشأ بسبب تحمل حملة الأسهم الخارجيين كل التكاليف الناشئة عن استغلال الإداريين لسلطاتهم في زيادة منافعهم الشخصية مثل أن يبذل الإداري جهدا اقل في إدارة موارد المؤسسة ، بل وتحويل هذه الموارد لإشباع منفعه الشخصية عن طريق زيادة الإنفاق على مظاهر الترف والبذخ لموقعه كمدير والتي قد لا ينفقها إذا ما كان وحده المالك المدير¹. ولكي يتحقق المساهمون من أن الإداريين يعملون لخدمة مصالحهم (تعظيم ثروتهم) فإن عليهم أن يتكبدوا في سبيل ذلك بعض التكاليف التي يطلق عليها تكلفة الوكالة لحقوق الملكية. والتي تأخذ صورا عديدة أهمها :

- تكلفة مراقبة تصرفات الإداريين من خلال المراقبين الماليين الخارجيين .
- تكلفة تنفيذ القيود التي تقرر الجمعية العامة فرضها على قرارات الإداريين- من اجل حماية المساهمين .
- التكلفة المصاحبة لإعادة التنظيم بما يسمح بتفويض السلطات وعدم تركيز- القرارات في يد الإدارة العليا .

Harris . M and Raviv .A; **The theory of capital structure** ,(London: Journal of)1
finance , Vol. 46, No. 31, March , 1991), p. 300

علاوة على الأسلوب الرقابي الذي يعد أمرا مكلفا ، هناك بدائل أخرى متاحة للرقابة

على الأداء من بينها²:

1. الحوافز المالية : إن إثارة الدافعية عن طريق الحوافز النقدية لا يترتب عليها سوى

المطالبة بالمزيد من النقود كذلك إن الحوافز النقدية لا تشجع على تحمل المخاطر في

حين أنها تشجع على التفكير فقط في المدى القصير دون المدى الطويل.

2. آلية السوق : يمكن لسوق العمل أن يلعب دورا هاما لإقناع الإداريين- بالعمل على

تحقيق أهداف المساهمين فتوفر المعلومات عن الأداء المتميز لهم يزيد من المنافسة بين-

المؤسسات على جذبهم للعمل فيها وهو ما ينعكس بالإيجاب على ثروتهم المستقبلية .

3. التهديد بالاستغناء عن خدمات الإداريين- : إن مثل هذه الآلية من شأنها دفع

إداري المؤسسة للمزيد من الجهد لنيل رضا المساهمين وخاصة إذا ما تبين توجه

المساهمين للحصول على تفويض من مساهمين آخرين لتجميع عدد كاف من الأصوات

في الجمعية العامة بما يمكنهم من إقصاء الإداريين الحاليين وإحلالهم بإداريين آخرين

وذلك بسبب انخفاض مستوى الأداء.

4. التهديد بالسيطرة على المؤسسة : تقع هذه الحالة عندما يكون أداء الإداريين-

ضعيفا ، حيث يتوجه المستثمرون إلى شراء أوراق المؤسسة المستهدفة وضممان مركز

(2) منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص ص 18-21 .

هام في إدارتها قصد إقصاء الإداريين الحاليين أو على الأقل فقدانهم للحرية التي كانوا يتمتعون بها من قبل .

يري الباحث أن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى حقوق الملكية، ويترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقرضة داخل الهيكل المالي إلى نقطة أقل تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة ، وبالتالي يؤثر على مكونات الهيكل المالي الأمثل.

نظرية الإشارة :

تفهم معنى النظرية من اسمها أي الإشارة المستمدة من الفعل أشار ، يشير ، بمعنى- دل على شيء، أي بمعرفة شيء ما فهو يدلنا بالضرورة على شيء- أو عدة أشياء أخرى. ويفهم سبب نشوء نظرية الإشارة والمتمثل في معالجة عدم تماثل المعلومة لدى كل الأطراف المهتمة بالمؤسسة من إداريين ومساهمين ومقرضين وغيرهم أي بعبارة أخرى إن المعلومة ليست مقسمة بشكل متماثل أو متناظر، حيث أن الإدارة لديها معلومات أكثر من الأطراف الأخرى .

وتقوم هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر او التماثل في المعلومة التي تميز-

الأسواق المالية ، بحيث أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات قد لا تكون فعلية ¹ .

كما تؤكد على أن إدارة المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار إشارات

خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء ، خصوصية هذه الإشارات

هي صعوبة نشرها (تقليدها) من طرف المؤسسات الضعيفة الأداء.

الإشارات المستخدمة عديدة منها، هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو

اللجوء إلى الأوراق المالية المعقدة .

اقترحت هذه النظرية نموذجا يحاول ان يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها

المالي ، حيث يعتبر نموذج Ross 1977 ونموذج Leland & Pyle 1977

الأساس الذي بنيت عليه نظرية الإشارة.

ولا تفسر الوضعية الحقيقية للمؤسسة، إذ يؤكد الباحثون أن الإداري الأحسن أداء هو

الذي يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة، لا تستطيع المؤسسات الضعيفة القيام

بها ، وتميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء ، بحيث يمكن أن تكون الإشارة،

تركيبية رأس المال، توزيعات الأرباح... الخ

نظرية التبادل :

(1) عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية لأمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية،(الجزائر: جامعة

ورقلة ، مجلة الباحث، المجلد 3، العدد 4 ، 2004م)، ص 5.

أولاً : أساسيات النظرية

وعرفت بأنها النظرية التي توازن بين الوفورات الضريبية للدين وكلف الإفلاس ، كما تصف هذه النظرية بأنها تجمع بين آراء مودكلياني وميلر وتأثيرات الضرائب وكلف الإفلاس والعسر المالي ، مبتعدين عن الرأي التقليدي القائم على أساس حالات السوق غير النامية ، وان أسواق رأس المال هي أسواق ذات أداء جيد. كما تصف نظرية التبادل بأنها نظرية معاصرة تصف هيكل رأس المال من خلال التبادل بين- كلف الإفلاس وكلف الوكالة والوفورات الضريبية. ونجد أن مودكلياني وميلر قد أهملوا العوامل التي تؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة عند زيادة التمويل المقترض والمتمثلة بالقيمة الحالية المتوقعة لكلف العسر- المالي والقيمة الحالية لكلف الوكالة ، وأن نظرية مودكلياني وميلر مع الضرائب على دخل المنشأة ونموذج ميلر للضرائب الشخصية قد تم تحديثها لتشير إلى كلف العسر المالي وكلف الوكالة وهو يعبر عن هيكل رأس المال الأمثل الناجمة عن الموازنة بين الوفورات الضريبية للرافعة مقابل كلف الوكالة وكلف العسر المالي⁽¹⁾.

أ- الافتراضات الرئيسية للنظرية :

تسلم نظرية التبادل في هيكل رأس المال بالاتي⁽²⁾.

Brigham , F. Augene and Gapenski , C. Louis , **Financial Management** (01
Theory and Practice , 5th ed , (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 1988). P.150

Gitman , Lawrence J. , **Principles of Managerial Finance** , 9th ed , (USA : RR (02
.Donnelly and Sons Co. , 2000) , P.544

6- تفترض نظرية التبادل أن نسب المديونية المستهدفة ربما تتفاوت من منشأة إلى أخرى نسبة إلى مجموعة من العوامل المتمثلة بموجودات الشركة الملموسة وغير- الملموسة ، والتدفق النقدي ، ومعدل الضريبة والتكنولوجيا المستخدمة ، وتفضيلات الإدارة.

7- إن قرار التمويل لا يكون معزولاً عن قرار الاستثمار ، وإن القرارين يتم اتخاذهما بشكل مترامن. إذ أن قرار التمويل يتخذ لأغراض الحصول على الفرص الاستثمارية ، وهذا يتناقض مع ما افترضته الفرضية الأولى من نظرية مودكلياني وميلر.

ب - الشكل البياني للنظرية :

يتبين من الشكل (3/3/2) إن التبادل بين المنافع المتأتية من الوفر الضريبية الناجم عن التمويل المقترض ، والكلف الناجمة عن ذلك التمويل والمتمثلة بكلف العسر- المالي ، والوكالة ، والإفلاس يؤدي إلى تحديد نسبة التبادل بين الوفورات الضريبية وكلف العسر- المالي والوكالة والإفلاس ويحدد هيكل رأس المال الأمثل المستهدف من المديونية ، إذ تتفاوت قيمة المنشأة بتفاوت مصادر التمويل الممتلك والمقترض . يوضح

الشكل (3/3/2) النسبة المثلى للاقتراض و قيمة المنشأة

الشكل- (3/3/2) يوضح

النسبة المثلى للاقتراض- و قيمة المنشأة.

V

V_U

القيمة الحالية للوفورات الضريبية

القيمة الفعلية للشركة

صافي قيمة الشركة حسب ($V_L = V_U + TD$) MM)

القيمة الحالية لكلف العسر المالي والوكالة

قيمة الشركة بدون الرافعة

النسبة المثلى للاقتراض

قيمة الشركة

Debt

A

B

Source : Ross , S. A. , Westerfield , R. W. and)

بالعودة إلى النظرية المصححة لمودكلياني وميلر ، فإن قيمة المنشأة. تزداد وبشكل مستمر مع أية زيادة في استخدام التمويل المقترض بسبب القيمة المضافة والناجمة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية إلى أن تصل إلى النقطة (A) في الشكل (3/3/2). عند هذه النقطة تكون احتمالية حدوث العسر المالي ضئيلة جداً ، وهكذا تكون القيمة الحالية لكلف العسر المالي ضئيلة أيضاً ، بعد هنا تستمر المنشأة بالاقتراض حين الوصول إلى النقطة (B) في الشكل (3/3/2) والتي عندها تسود المزايا الضريبية والتي تمثل نسبة الاقتراض المثلى عندها يقوى احتمال حدوث عسر مالي ، لاسيما بعد الاقتراض الإضافي ، ثم تبدأ كلف العسر المالي والوكالة والإفلاس تقلل من قيمة المنشأة وتحدث الحالة المثلى عندما تكون القيمة الحالية للوفورات الضريبية والناجمة عن الاقتراض الإضافي موازنة الزيادة الحاصلة في القيمة الحالية لكلف العسر المالي ، والمطلوب من المدير المالي اختيار تلك النسب من الاقتراض التي تضاعف قيمة المنشأة من خلال التبادل بين منافع وكلف الاقتراض .-

تنص نظرية التبادل على إن أية منشأة بإمكانها وضع مجموعة من هياكل رأس المال المستهدفة والتي تؤدي إلى الموازنة بين- كلف الرافعة ومنافعها ، إذ أن بعض هذه الهياكل تعظم قيمة المنشأة ولغرض إيجاد ذلك الهيكل المستهدف فلا بد من توافر النقاط الآتية (1) :

- 1- إن المنشأة التي تستخدم موجودات ملموسة بإمكانها الاقتراض بنسب أكبر من المنشآت ذات الموجودات غير الملموسة
 - 2- إن المنشأة ذات معدلات الضريبة العالية بإمكانها الاقتراض بنسبة أكبر للإفادة من الوفورات الضريبية .
- يرى الباحث بهذا فإن قيمة المنشأة على وفق نظرية التبادل تتحدد بمجموعة من الآثار الجانبية للتمويل المقترض والمتمثلة بالوفورات الضريبية وكلف العسر المالي والوكالة .
- د. الانتقادات الموجهة لنظرية التبادل :

تأثرت نظرية التبادل بعدد من الانتقادات وهي كالتالي (2) :

- 1- إن بعض المنشآت تنمو وتزدهر على الرغم من انخفاض نسب مديونيتها متخلفة عن أهمية الوفورات الضريبية ، وقد تكون لدى المنشآت قائمة كبيرة بضرريبة الدخل ألا أن نسب مديونيتها منخفضة .
- 2- عند انخفاض معدلات الضريبة تبقى الكثير من المنشآت لها نسب مديونية مرتفعة حتى في الحالات التي يكون فيها معدل الضريبة = صفر .
- 3- زيادة نسب الاقتراض على الرغم من ارتفاع معدلات الفائدة والتي تحد من الوفورات الضريبية للاقتراض .

(01) Brigham , F. Eugene and Gapenski , C. Louis , **Financial Management Theory and Practice** , 5th ed , (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 1999) , P.210

(02) Brealey , Richard A . , and Myers , Stewart C. **Principles of Corporate Finance** , 5th ed . (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 1996) , P.P.496-497

4- افتراض- انخفاض- كلف- تعديل- هيكل- رأس- المال- هو- افتراض- بعيد- عن- الواقع ولاسيما- عندما- يكون- حجم- التعديلات- كبيراً ، ولو- صح- هنا- الافتراض- لأصبحت- كل- منشأة- قاسرة- على- التكيف- للحالة- المثلى- من- نسبة- المديونية- التي- تلائمها- ألا أن- هناك- كلف- وتأثيرات- تتضمنها- كل- عملية- تعديل- .

نظرية الالتقاط

أولاً : مفهوم النظرية

على الرغم من أن نظرية التبادل حازت على عالم رأس مال الشركات مدة طويلة ، إلا إن الانتباه تحول إلى نظرية الالتقاط والتي تركز على أهمية دور المدير في تحديد هيكل رأس المال الجديد من خلال الاختيار بين إصدار السندات و إصدار الأسهم .

إن نظرية الالتقاط هي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية ، إن بدايات هذه النظرية كانت مع سرالDonaldson 1961 عن- ممارسات- التمويل- لعينة- من- الشركات- الكبيرة- ، فقد لاحظ- إن- الإدرة- تفضل- لستخدام- التمويل- الداخلي- (احتجاز- الأرباح) على- مصادر- التمويل- الخارجية- والمتمثلة- بالافتراض- وإصدار- الأسهم- العادية- الجديدة- .

Ross , S. A. , Westerfield , R. W. and Jaffe , A. , B. D. , **Corporate finance** , 6th ()1 .ed. , (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 2002) , p.400

أساس نظرية الالتقاط بدأ مع نموذج المعلومات اللامتماثلة
Asymmetric Information والتي تعني أن المدراء على معرفة بالعديد
من المعلومات عن شركاتهم من توقعات ومخاطر وقيم أكثر مما يعرفه
المستثمرون.

يرى الباحث إن نظرية الالتقاط بأنها عبارة عن هيكل رأس مال هرمي يبدأ باحتجاز
الأرباح يتبعها التمويل بالدين وانتهاءً بالتمويل الخارجي عن طريق الملكية.

ثانياً: مضمون النظرية.

تختلف نظرية الالتقاط عن نظرية التبادل في تفسير سلوك هيكل رأس مال المنشأة.
في إنها تنص على الآتي :-

1- تفضيل المنشآت التمويل الداخلي.

2- تعديل نسب دفع المقسوم المستهدف نسبة إلى فرصها الاستثمارية، فعلى الرغم من

أن نسب الدفع المستهدفة تعدل تدريجياً حسب نسبة للتغيرات في حجم الفرص
الاستثمارية ذات القيمة.

3- السياسات الصعبة المتعلقة بالمقسوم، فضلاً عن التقلبات التي لا يمكن التنبؤ بها

في الربحية والفرص الاستثمارية تعني إن التدفق النقدي الداخلي ربما يصبح لقل أو

أكثر من نفقات الاستثمار. ففي الحالة الأولى فإن المنشأة تخطط لتقليل رصيدها

النقدي- أو تبيع أوراقها المالية القابلة للتسويق- أما في- الحالة الثانية فإنها تقوم- بتسديد ديونها أو أنها تستثمرها في- أوراق- مالية يمكن- تسويقها- فإننا- كان- هناك فائض- فعليها- تنريجياً زيادة- نسب- دفع المقسوم- المستهدف- ..

ثالثاً :- نظرية الإشارة- والمعلومات- اللامتماثلة-

بعد الانتقادات- الموجهة- إلى- الأسواق- التامة- و توفر- المعلومات- في- أواخر- السبعينات- تم تطوير- نظرية الإشارة- والمعلومات- اللامتماثلة- والتي- كانت- الركيزة- الأساسية- في- تطوير- نظرية الالتقاط- فيما بعد، وقد أشار- Ross إلى- أن- هذه- المداخل- ترمي- إلى- تفسير- هيكل- رأس- مال- المنشأة- وذلك- بإتباع- عدة- طرائق- يستخدمها- المدراء- لاتخاذهم- القرار- بإصدار- الدين- أو إصدار- الأسهم- العادية الجديدة- لأغراض- تمويل- احتياجات- المنشأة- للحصول- على- فرص- النمو- المتاحة- .. إن- عملية التطور- تضمنت- المداخل- الآتية :-

1- المعلومات- المتماثلة :- Symmetric Information

فقد- لفت-رض- كلُّ- من- مودكلياني- و ميلر- إن- المستثمرين- يمتلكون- المعلومات- نفسها- التي- يمتلكها- المدراء- بشأن- توقعات- مستقبل- المنشأة- ، وهذا- ما- تم- تسميته- بالمعلومات- المتماثلة- ، أي- إن- المدراء- والموظفين- (الداخليين-) والمستثمرين- (الخارجيين-)- يمتلكون- معلومات- متماثلة- ..

2- المعلومات- اللامتماثلة :- Asymmetric Information

ففي- الواقع- العملي- فإن- المدراء- غالباً ما- يمتلكون- معلومات- أفضل- عن- منشأتهم- ، مم- يمتلكها- المستثمرون-، وهذا- ما- تم- تسميته- بالمعلومات- اللامتماثلة-، والتي- لها- تأثير- كبير- على- مفهوم- هيكل- رأس- المال-، إذ تؤسي- إلى- حدوث- تغيير- في- قيمة- المنشأة- ..

3- نظرية الإشارة :- Signaling Theory

تهتم هذه النظرية بتوافر المعلومات والتي – تعد جوهرية للمستثمرين- عن توقعات الإدارة بشأن مستقبل المنشأة. أي أن إصدار الدين أو الأسهم العادية هو بمثابة الإعلان عن معلومات تشير إلى النظرية العامة للإدارة عن مستقبل المنشأة. فالمنشأة التي – تتاح أمامها فرصاً استثمارية جيدة فإنها سوف لا ترغب ببيع الأسهم العادية الجديدة وذلك لعدم مشاركة المساهمين الجسد في التدفقات النقدية التي – ستحصل عليها نتيجة لاستثماراتها ذات القيمة الحالية الموجبة، فمن المعروف إن الإدارة تعمل لصالح المساهمين الموجودين. -

مقارنة بين نظرية التبادل والالتقاط

استطاعت نظرية الالتقاط أن تفسر سبب احتفاظ المنشأة بنسب مستهدفة من المقسوم منخفضة بما فيه الكفاية لتجنب إصدار الأسهم . وبينما تركز نظرية التبادل على تفسير مستويات المديونية في المنشأة فان نظرية الالتقاط ترتقي إلى وصف التغييرات في هيكل رأس المال بالتركيز على طبيعة المعلومات التي لها تأثيرات على

أسواق المال ، والجدول (3/3/1) يظهر أهم الاختلافات بين النظريتين :

جدول رقم (3/3/1) يوضح أهم الاختلافات بين نظريتي التبادل و الالتقاط.

نظرية للتبادل	نظرية الالتقاط
1- تعمل وفق مفهوم تعظيم القيمة .	تعمل وفق مفهوم تعظيم القيمة بالتركيز على الحوافز الإدارية .
2- تفترض هيكل رأس مال متوازن نسبياً .	تسمح بهيكل رأس مال ذات مدى مسـتـهدفـ (ديناميكي) ، أي يتغير بشكل مستمر .
3- تهتم بتأثيرات الضرائب ، كلف المعاملات و العسر المالي ، و كلف الوكالة .	تهتم بتأثيرات السيولة المالية (Slack) و يوفر المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (NPV+) أي (فرص النمو)
4- تهمل اثر الإشارة Signal في أسواق رأس المال.	تعترف بإشارة أسواق رأس المال.
5- لا تأخذ بنظر الاهتمام بيانات المالكين	تأخذ بنظر الاهتمام التركيز على بيانات المالكين
6- القصور في تفسير العديد من الممارسات العملية للمنشآت في الممارسات	تفسر العديد من الممارسات العملية للمنشآت في الواقع -

Sources: Liesz , J. Thomas , Why Pecking Order Theory Should Be Included

(in Introductory Finance Courses,2001.P. 6-7

كما يوضح الجدول أهمية التقارير الخاصة بتحديد الاحتياجات من الأموال للدخول إلى أسواق المال ، والأكثر من ذلك يجب معرفة السبب في اختلاف الشركات الرائدة في الصناعات الخاصة عن معدل الصناعة، ولماذا تركز على استخدام السيولة المالية بدلاً من الديون. ، وقد أكدت العديد من المشاهدات للواقع-الفعلي- (Real-World) انه من الصعب تفسير التباين بين الوفرة الضريبي- / كلف الوكالة في الواقع- الفعلي- إذ أن الشركات ذات الربحية العالية غالباً ما تستخدم نسب- المديونية بشكل- منخفض- ، و هذه النتيجة هي- عكس- ما تنبأت به نظرية التباين- ..

الفصل الرابع

الدراسة الميدانية

يتناول هذا الفصل وصفا للطريقة التي تم إتباعها في تنفيذ الدراسة الميدانية للتحقق من الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية ووصف المنهج المتبع في الدراسة ، حيث يشمل وصفا لمجتمع الدراسة وعينته ، وطريقة إعداد أدلة الدراسة والإجراءات التي اتخذت للتأكد من صدق وثبات عينة الدراسة والطرق الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واستخراج النتائج ، وسيعرض الباحث هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : تحليل بيانات عينة الدراسة كميًا

المبحث الثاني : تحليل البيانات واختبار الفرضيات

المبحث الأول

تحليل بيانات عينة الدراسة كميًا

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي ذي الدلالة الطولية العلائقية، حيث تم دراسة وتحليل القوائم المالية للشركات محل الدراسة لمدة عشر سنوات، وتم إيجاد العلاقة بين المتغير التابع والمستقل خلال السنوات العشر، من خلال الاعتماد بشكل أساسي على الإصدارات الرسمية لشركات المساهمة العامة قيد الدراسة (وهي أحدا

عشر شركة) وذلك من واقع القوائم المالية السنوية (الميزانية العمومية وقائمة الدخل).

والشركات عينة الدراسة هي كالآتي :

1/ الشركة الوطنية للبترول المحدودة .

2/ الشركة السودانية للاتصالات(سودتل)المحدودة .

3/ شركة المهاجر العالمية للاستثمار المحدودة .

4/ الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة .

5/ شركة النيل للاسمنت -ريك المحدودة .

6/ الشركة التعاونية للتأمين المحدودة .

7/ شركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة .

8/ شركة جوبا للتأمين المحدودة .

9/ بنك المزارع التجاري .

10/ بنك تنمية الصادرات .

11/ بنك أم درمان الوطني .

وفقا لنموذج الدراسة وفرضياتها فهي تهتم بأربعة متغيرات أساسية تتمثل بالرافعة

المالية، ومصادر التمويل، الربحية، ومعدل العائد على رأس المال المستثمر ويتطلب

الأمر عرض هذه المتغيرات وبيان الكيفية التي احتسبت بها، وذلك تمهيدا لتحليل

وتفسير نتائج الفرضيات التي تسعى الدراسة للتحقق منها.

أولا: الرافعة المالية

معظم كُتَّاب الإدارة المالية، وكذلك معظم الدراسات تعتبر أن الرافعة المالية عبارة عن مجموع الالتزامات (طويلة الأجل وقصيرة الأجل) إلى مجموع الأصول¹.

أي أن الرافعة المالية = مجموع الالتزامات / مجموع الأصول

يوضح الجدول رقم (4/1/1) نتائج تحليل الرافعة المالية في شركات المساهمة العامة - عينة الدراسة- خلال الفترة (2004م - 2013م) حيث تم احتساب مجموع الالتزامات لكل شركة خلال السنوات العشر وقسمتها على مجموع الأصول لنفس الشركة في نفس السنة ، وكان أعلى متوسط لنسبة الرافعة المالية لدى بنك أم درمان الوطني حيث بلغ (91.37%) في حين كان أدنى متوسط لنسبة الرافعة المالية في الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة إذ بلغ (% 2.46. وهذا الارتفاع في نسبة الرافعة المالية هو مؤشر خطير لبنك أم درمان الوطني، ويؤكد ذلك التقارير المالية للبنك إذ أوضحت بأنها في حالة تعثر شديد، نظرا لأنها حققت خسائر متتالية وأرباح منخفضة خلال عام 2006م مما جعل البنك غير قادرة على الوفاء بالتزاماته المالية. يلاحظ كذلك من الجدول رقم (4/1/1) تذبذب نسب الرافعة المالية على نطاق الشركات ككل، وكذلك التباين الكبير في النسب للشركة الواحدة، حيث وجد أن أعلى نسبة للرافعة المالية بلغت (98%) تقريبا وذلك لبنك أم درمان الوطني خلال عام 2006م في حين بلغت أدنى نسبة للرافعة المالية لنفس البنك (85.54%) عام 2005م . وكذلك نجد أن أدنى نسبة للرافعة المالية هي (2.13%) كانت للشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة

1) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في التمويل، (الإسكندرية : المكتب العربي الحديث، 2003م)، ص 254.

عام 2009م وأن أعلى نسبة لنفس الشركة كانت 38% عام 2005م ، و كان

متوسط المعدل العام للرافعة المالية لجميع الشركات 61.5% وذلك خلال فترة

الدراسة 2004م-2014م). بمقارنة متوسط المعدل العام للرافعة المالية (حسب نتائج

هذه الدراسة 61.5%) بتنتائج دراسات سابقة. نلاحظ التالي:-

- متوسط المعدل العام للرافعة المالية في السودان (حسب نتائج هذه الدراسة

61.52%) يزيد بكثير عن متوسط معدل الرافعة المالية بجمهورية مصر العربية الذي

بلغ (41%) حسب دراسة (صبيح 198م).-

- متوسط المعدل العام للرافعة المالية في السعودية أعلى بكثير من

متوسط معدل الرافعة المالية بدولة العراق الذي بلغ (35%) (حسب دراسة)

الحسيني 1994م).-

- متوسط المعدل العام للرافعة المالية في 21 اسلوفاكيا) يزيد بكثير عن متوسط

معدل الرافعة المالية بالولايات المتحدة الأمريكية الذي بلغ (5%) (مؤسسات

التجارية المختلفة Dun & Bradstreet, 1987)، وبلغ (40%) لشركات

المساهمة العمة حسب دراسة (R. Faff et al) , 2002 .

يتضح للباحث من المقارنة السابقة أن متوسط المعدل العام للرافعة

المالية بالسودان -وفقاً لنتائج هذه الدراسة- كان الأعلى بين الدول

المنكورة، ولعل ذلك يرجع بسبب الأوضاع الاقتصادية ونسب التضخم .-

كما يستنتج إن- هناك تبايناً بين- المعدل- مع هذه الدول- لكن- هذا التباين- يؤكد-

من- أن- لكل- دولة- ظروفها- الخاصة- التي- تتحكم- وتؤثر- في- نسبة- الرافعة-

المالية-

الرافعة المالية(= مجموع الالتزامات / مجموع الأصول %)

جدول رقم(4/1/1)

السنة											اسم الشركة
المتوسط	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
38.87	54	45.3	48.4	41.69	40	37	42.32	34.32	20.32	25.32	الشركة الوطنية للبنوك المحدودة
47.35	66.1	45.5	42.32	41.82	37.94	47.43	41.23	61.32	50.23	39.62	الشركة السودانية للاتصالات(سود تل
78.77	63.43	73	86.7	87	86.4	83.32	77.43	66.43	86.43	77.54	شركة المهاجر العالمية للاستثمار المحدودة
2.46	2.34	2.6	2.09	2.14	2.13	3.12	2.23	2.33	3.32	2.33	الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة
32.72	30.32	20.43	22.5	32.32	29.43	23.32	36.23	21.76	18.45	92.43	شركة النيل للاسمت
86.30	80.73	87.8	87	79.1	89.34	95.73	87.53	76.62	89.5	89.64	الشركة

											التعاونية للتأمين المحدودة
66.55	67.64	70.13	68.73	64.9	63.8	60.2	65.8	67.7	66.9	69.7	شركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة
85.34	78.62	87.73	77.27	78.17	80.91	82.89	96.35	89.52	94.32	87.62	شركة جوبا للتأمين المحدودة
89.56	87.31	91.52	90.15	90.67	90.44	90.51	88.61	88.82	88.29	89.23	مصرف المزارع التجاري
57.43	57.63	71.4	79.6	70.5	56.3	59.4	71.8	90.1	10.7	6.9	بنك تنمية الصادرات
91.37	88.47	87.76	96.09	90.48	91	89	97	98	85.54	90.32	بنك أم درمان الوطني
61.52	61.51	62.11	63.71	61.71	60.70	61.08	64.23	63.36	55.82	60.97	المتوسط السنوي للمرافعة المالية

المصدر : إعداد الباحث، 2014م

ثانيا: مصادر التمويل

تنقسم مصادر التمويل حسب أدبيات الإدارة المالية إلى قسمين أساسيين هي مصادر التمويل الممتلك ومصادر التمويل المقترض. جدول رقم (4/1/2) يوضح أن نسبة التمويل بحقوق الملكية (مجموع حقوق المساهمين / مجموع المطلوبات وحقوق المساهمين) حيث يتضح وبوضوح أن شركات العينة لا تعتمد بشكل أساسي- على حقوق الملكية في التمويل، وأن المتوسط العام للتمويل بحقوق الملكية لجميع الشركات خلال فترة الدراسة بلغ (34.89%).

يتضح من الجدول رقم (4/1/2) أن أعلى متوسط نسبة تمويل بحقوق الملكية كان للشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة حيث بلغ (%95.63) أما أدنى متوسط نسبة فكان لبنك تنمية الصابرات حيث بلغ (%9.77) فقط.

أما جدول رقم (4/1/3) فيوضح نسبة التمويل بالديون (- وهي عبارة عن مجموع

القروض سواء أكانت بفائدة أو بدون فائدة / مجموع المطلوبات وحقوق المساهمين)،

حيث بلغ أعلى متوسط للتمويل بالديون في شركة جوبا للتأمين (%47) (

وأن أعلى معدل للديون بلغ (%6.7) ولنفس الشركة (%2) ، وهذا لا يعني

توجه الشركة إلى الاعتماد بشكل كبير على القروض في التمويل، إنما السبب في ذلك

هو تآكل حقوق الملكية لهذه الشركة بسبب الأرباح الضئيلة للشركة ، حيث تشير

القوائم المالية للشركة إلى أن الشركة أرباحها ضئيلة منذ التأسيس. تلت شركة جوبا

للتأمين بنك تنمية الصابرات حيث بلغت نسبة الديون في (%2) ، ثم بنك

المزارع التجاري (%15)

نسبة التمويل- بحقوق- الملكية- = مجموع- حقوق- المساهمين- %

مجموع- المطلوبات- وحقوق- المساهمين-

جدول- رقم- (4/1/2)

المتوسط	السنة										اسم الشركة
	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
49.55	45.91	54.69	51.56	58.30	54.32	53.43	51.43	45.54	40.34	40	الشركة الوطنية للبنترول المحدودة
50.29	33.89	31.12	30.54	58.17	62.05	60.23	58.23	58.11	55.32	55.23	الشركة سودانية للاتصالات(سود تل) المحدودة
13.17	18.43	16.04	13.30	13	13.43	12.32	12.21	10.21	11.23	11.56	شركة المهاجر العالمية للاستثمار
95.63	98.53	97.39	97.9	97.8	96.34	96.65	95.54	94.53	90.43	91.21	الشركة سودانية للمناطق والأسواق الحرة
89.22	98.54	97.53	95.43	93.53	93.23	90.23	88.34	78.23	81.55	75.6	شركة النيل للاسمنت-ريك
9.93	10.34	8.41	8.84	16.21	9.56	9.76	8.43	8.65	9.65	9.43	الشركة التعاونية للتأمين المحدودة
26.87	29.76	29.54	29.54	24.16	24.79	28.85	27.54	28.43	25.54	20.54	شركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة

14.23	20.12	12.26	22.72	21.83	19.08	17.10	3.64	5.43	10.65	9.43	شركة جوبا للتأمين المحدودة
10.47	12.69	8.48	9.84	9.33	9.87	10.23	11.38	11.17	11.13	10.57	مصرف المزارع التجاري
9.77	12.56	12.34	10.75	10.69	11.75	12.64	13.13	7.88	4.97	0.97	بنك تنمية الصادرات
14.61	11.52	12.23	3.90	94.64	9.37	10.69	3.15	1.96	2.43	2.22	بنك أم درمان الوطني
34.89	35.66	34.55	34.03	45.24	36.16	36.56	33.91	31.83	31.20	29.71	المتوسط السنوي لنسبة التمويل بحقوق الملكية

المصدر : إعداد الباحث، 2014م

يتبين كذلك من الجدول رقم (4/1/3). أيضا أن المتوسط السنوي العام لنسبة التمويل بالديون لشركات العينة بلغ (12.06%)، وإن الغالبية العظمى لنسبة الديون لهذه الشركات كانت دون هذا المتوسط. كما يلاحظ أن متوسط نسبة الديون لشركة النيل للاسمنت بلغ (0.22%) حيث أن هذه الشركة لا تعتمد على الديون خاصة الديون المصحوبة بالفوائد وبالرغم من ذلك فقد ظهرت نسبة الديون من خلال ملاحظة بسيطة من خلال الجدولين (2)/4/1 و (4/1/3) يتبين لنا أن شركات العينة تعتمد بشكل ليس بسيط على طرق التمويل الأخرى فعلى سبيل المثال فقد بلغ المتوسط العام للتمويل بحقوق الملكية (34.89%) والمتوسط العام للتمويل بالقروض (12.6%) فيكون التمويل المتبقي (53.05%) عبارة عن التمويل بالطرق الأخرى.

نسبة التمويل - بالاقتراب - = مجموع القروض -
%

مجموع المطلوبات و حقوق المساهمين -

جدول رقم (4/1/3)

اسم الشركة	السنة										
	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
الشركة الوطنية	2.74	0.59	0.00	12.07	2.84	2.37	2.58	0.45	1.32	2.45	2.45

											للبتروال المحدودة
13.30	26.16	12.64	14.13	15.51	10.48	10.12	11.23	9.23	10.23	11.23	الشركة السودانية للاتصالات(سودت ل) المحدودة
4.54	0.00	8.20	7.76	8.56	0.45	0.97	5.65	4.65	4.65	7.87	شركة المهاجر العالمية للاستثمار المحدودة
2.29	2.76	2.48	1.99	2.02	2.34	1.23	2.23	3.23	2.34	2.12	الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة
0.22	0.67	0.67	0.35	0.08	0.07	0.04	0.02	0.003	0.08	0.97	شركة النيل للاسمنت -ربك
7.52	1.23	0.63	1.81	16.46	10.43	10.23	9.32	8.32	9.21	10.32	الشركة التعاونية للتأمين المحدودة
6.94	3.43	2.34	3.43	2.84	7.34	11.52	10.12	11.23	10.23	12.21	شركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة
47.00	63.21	64.71	34.33	35.72	31.23	53.25	58.63	41.43	40.51	39.43	شركة جوبا للتأمين المحدودة
15.41	12.85	11.18	7.47	5.77	20.32	19.34	19.66	21.48	20.65	25.31	مصرف المزارع التجاري
21.08	10.43	11.76	11.06	10.68	10.12	12.46	20.93	18.26	83.98	10.15	بنك تنمية الصادرات
11.61	11.12	11.08	11.13	14.12	10.12	10.23	10.23	15.23	11.23	10.12	بنك أم درمان الوطني

12.06	12.04	11.43	9.59	10.42	9.57	12.00	13.50	12.22	17.78	12.02	المتوسط السنوي لنسبة التمويل بالاقتراض
-------	-------	-------	------	-------	------	-------	-------	-------	-------	-------	--

المصدر : إعداد الباحث ، 2014م

ثالثا: تحليل- مؤشرات- الربحية :-

1/ العائد على رأس المال المستثمر: ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب / (مجموع الأصول -
المطلوبات المتداولة) %

جدول رقم (4/1/4)

السنة											اسم الشركة
المتوسط ط	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
12.22	16.22	14.99	11.59	9.31	10.23	12.21	12.21	11.23	10.12	14.12	الشركة الوطنية للبنترول المحدودة
0.16	- (1.83)	(-1.97)	((1.76-	(-1.31 (	(-0.63)	1.23	0.98	0.46	1.45	1.78	الشركة السودانية للاتصالات(سود تل
20.06	18.65	16.70	23	23.61	20.65	21.76	19.45	18.54	20.65	17.54	شركة المهاجر العالمية للاستثمار
0.99	1.98	1.08	0.50	0.46	0.34	0.56	0.94	0.65	1.76	1.65	الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة
9.28	11.23	1.76	10.76	9.54	9.12	10.34	10.32	9.65	9.87	10.23	شركة النيل للاسمنت -ربك
13.58	10.34	1.48	11.37	19.71	20.43	19.54	7.54	19.43	15.32	10.65	الشركة

											التعاونية التامين المحدودة
9.41	12.23	11.23	12.23	11.62	12.53	5.58	7.12	8.12	7.23	6.23	شركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة
0.30	0.98	0.46	0.04	0.01	0.20	0.072	0.015	0.15	0.45	0.65	شركة جوبا للتامين المحدودة
14.97	4.06	3.27	3.72	16.24	19.76	20.43	23.12	24.64	18.56	15.88	مصرف المزارع التجاري
7.38	15.65	12.65	11.14	4.71	4.95	6.55	9.81	7.07	1.08	0.19	بنك تنمية الصادرات
1.96	3.23	2.26	3.54	2.34	1.65	1.67	2.07	-0.11 (	1.23	1.79	بنك أم درمان الوطني
9.03	8.43	5.81	7.83	8.74	9.02	9.09	8.51	9.07	7.97	7.34	المتوسط السنتوي للعائد على رأس المال

المصدر : إعداد الباحث، 2014م

يوضح جدول (رقم- 4/1/4) معدل العائد على رأس- المال- المستثمر- ،
ويظهر- من- خلال- الجدول- أن- أعلى- متوسط- لمعدل- العائد- على- رأس- المال-
المستثمر- كان- لدى- شركة- المهاجر- العالمية- للاستثمار- المحدودة- إذ بلغ (-
20.06%) وأن- أقل- متوسط- لمعدل- العائد- كان- لدى- الشركة- السودانية
للاتصالات(سودتل-) إذ بلغ (%-0.16)- وهناك انخفاض- عام- في- الأرباح مما-
انعكس- على- معدل- العائد- على- رأس- المال- المستثمر- ، أيضا نجد إن-
المتوسط- السنوي- للعائد- على- رأس- المال- المستثمر- الكلي- لجميع
الشركات- عينة- الدراسة- إذا بلغ (%-9.03) .

كذلك فإن جدول رقم (4/1/4) يظهر أن معدلات العائد على رأس المال المستثمر السنوية في شركات المساهمة العامة بالسودان تدنت إلى مستويات منخفضة إذ تدنى متوسط معدل العائد على رأس المال المستثمر السنوي إلى (5.81%) وذلك سنة 2012م ، بينما بلغ المتوسط السنوي لشركات العينة عند أعلى قيمة له (9.09%) سنة 2008م .

هذا التدني في النتائج يتوافق إلى حد كبير مع المتغيرات في الاقتصاد الكلي ومعدل العائد على رأس المال المستثمر في السودان إبان فترة فصل الجنوب مما أدى إلى إبعاد نسبة مقدرة من البترول ، مما اثر على الاقتصاد السوداني .

$$\text{مؤشر العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد}}{\text{الضرائب}} \times 100$$

حقوق الملكية
جدول رقم (4/1/5)

السنة											اسم الشركة
المتوسط	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	

17.65	22.82	16.90	11.85	8.14	10.23	18	20.32	23.4	19.54	25.34	الشركة الوطنية للبيترول المحدودة
(14.84 -)	(-7.53)	(-7.54)	(-3.4)	(-2.25)	(-2.32)	2.33	2.32	1.23	1.22	1.10	الشركة السودانية للاتصالات(سود تل) المحدودة
24.35	25.32	22.40	21.72	22.40	21.34	30.23	27.23	25.43	27.21	20.22	شركة المهاجر العالمية للاستثمار المحدودة
0.56	1.50	1.05	0.46	0.44	0.40	0.39	0.37	0.35	0.31	0.29	الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة
52.49	56.7	36.8	40.0	60	75.23	60	43	51	12.2	90	شركة النيل للاسمنت -ربك
21.76	25.0	21.6	17.9	28	30	30	20.32	17.32	15.21	12.21	الشركة التعاونية للتأمين المحدودة
12.70	20.23	19.23	18.23	16.84	18.46	7.70	7.42	7.34	6.23	5.32	شركة النيل الأزرق للتأمين
0.33	0.98	0.96	0.09	0.04	0.55	0.12	0.002	0.45	0.06	0.08	شركة جوبا للتأمين المحدودة
13.45	14.32	13.47	12.29	15.58	15.66	18.52	13.65	14.60	10.32	6.05	مصرف المزارع التجاري
11.96	14.43	9.64	7.21	10.89	15.62	17.20	19.1	16.25	9.07	0.17	بنك تنمية الصادرات
14.87	13.68	9.12	35.6	9.61	7.36	6.82	21.69	(-7.58)	19.37	17.88	بنك ام درمان

الوطني											
14.11	10.17	13.05	14.72	15.42	17.50	17.39	15.95	13.61	10.98	16.24	المتوسط السنوي للعائد على حقوق الملكية

المصدر : إعداد الباحث، 2014م

يوضح جدول رقم (4/1/5) مؤشر العائد على حقوق الملكية ، ويظهر من خلال الجدول أن أعلى متوسط لمؤشر العائد على حقوق الملكية كان لدى شركة النيل للاسمنت -ربك إذ بلغ (52.49%) وأن أقل متوسط لمؤشر- العائد كان لدى شركة جوبا للتأمين المحدودة إذ بلغ (0.33%). ونجد إن الشركات التي حققت خسائر أو انخفضت أرباحها انعكس ذلك على مؤشر- العائد على حقوق الملكية الكلي لجميع الشركات عينة الدراسة إذا بلغ (14.11%) .

كذلك يوضح الجدول رقم (4/1/5) أن هناك تباينا بين- أعلى معدل وأقل معدل لدى شركة النيل للاسمنت -ربك نفسها أو للشركات ككل إذ بلغ أعلى مؤشر- للعائد على حقوق الملكية لشركة النيل للاسمنت -ربك المحدودة(90%) سنة 2004م بينما بلغ أقل معدل لنفس الشركة (12.2%) خلال عام 2005م .

$$3 / \text{مؤشر القوة الايرادية} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{100 \times \text{مجموع الأصول المشتركة في العمليات}}$$

مجموع الأصول المشتركة في العمليات

جدول رقم (4/1/6)

المتوسط	السنة										اسم الشركة
	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	

19.84	37.15	30.14	15.97	11.77	14.32	17.23	17.56	16.43	17.42	20.43	الشركة الوطنية للبنترول المحدودة
(1.06-)	-15.23) (	(-11.18)	(-5.99)	(-5.75)	(-5.50)	5.65	4.43	5.34	7.43	10.23	الشركة السودانية للاتصالات(سود تل) المحدودة
11.66	15.23	4.56	26.51	3.31	8.54	10.42	9.54	15.45	12.54	10.54	شركة المهاجر العالمية للاستثمار المحدودة
6.96	15.14	11.18	5.99	5.75	5.60	7.65	4.56	5.65	3.54	4.54	الشركة السودانية للمناطق والاسواق الحرة
13.39	18.23	17.56	17.34	15.34	13.23	9.23	14.34	10.34	9.52	8.76	شركة النيل للاسمت -ريك
10.10	24.56	19.21	15.51	5.11	9.43	8.34	6.45	4.34	4.45	3.56	الشركة التعاونية للتأمين المحدودة
25.39	56.32	51.34	50.32	49.47	5.86	8.08	8.43	7.23	6.54	10.32	شركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة
0.20	0.90	0.50	0.26	0.01	0.10	0.02	0.05	0.07	0.05	0.04	شركة جوبا للتأمين المحدودة
2.05	2.90	2.80	2.70	2.56	2.34	1.78	1.63	1.43	1.20	1.11	مصرف المزارع التجاري

1.75	2.32	1.45	0.82	1.22	1.92	2.30	2.67	1.32	1.56	1.87	بنك تنمية الصادرات
1.11	2.34	1.13	1.21	1.10	1.45	1.23	1.23	(-1.34)	1.45	1.30	بنك ام درمان الوطني
30.8	14.54	13.73	11.87	8.17	5.21	6.54	6.44	6.02	5.97	6.61	المتوسط السنوي لمؤشر القوة الايرادية

المصدر : إعداد الباحث، 2014م

يوضح جدول رقم (4/1/6) مؤشر- القوة الايرادية ، ويظهر من خلال الجدول أن أعلى متوسط لمعدل العائد القوة الايرادية كان لدى الشركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة إذ بلغ (25.39%) وأن أقل متوسط لمعدل العائد كان لدى الشركة السودانية للاتصالات إذ بلغ (% -1.06) ، وتوجد شركات أخرى حققت خسائر وانخفضت الأرباح فيها مما انعكس على مؤشر- القوة الايرادية . ونجد إن المؤشر- السنوي للقوة الايرادية لجميع شركات العينة بلغ (8.30%) .

كذلك يوضح الجدول رقم (4/1/6) أن هناك تباينا بين- أعلى مؤشر- للقوة الايرادية وأقل مؤشر لشركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة نفسها أو للشركات ككل إذ بلغ أعلى مؤشر للقوة الايرادية لشركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة (56.32%) سنة 2013م بينما بلغ أقل مؤشر للقوة الايرادية لنفس الشركة (5.86%) خلال عام 2009م.

كذلك فإن جدول رقم (4/1/6) يظهر مؤشرات القوة الايرادية السنوية في شركات المساهمة العامة بالسودان تدنت إلى مستويات منخفضة إذ تدنى متوسط مؤشر- القوة الايرادية السنوي إلى (5.21%) وذلك سنة 2009م ، بينما بلغ المتوسط السنوي لشركات العينة في أعلى قيمة له (14.54%) سنة 2013م. وهذا التدني في النتائج يتوافق إلى حد كبير مع المتغيرات في الاقتصاد الكلي في السودان.

4/ القيمة السوقية :

يلاحظ من خلال التحليل المالي للشركة الوطنية للبتروال المحدودة في الجدولين رقم (4/1/7) والجدول رقم (4/1/1) إن القيمة السوقية للشركة تعرضت لانخفاض بنسبة اكبر من (50%) خلال سنة 2011م حيث كان السبب الأساس في ذلك استبعاد نسبة مقدره من البتروال إبان انفصال جنوب السودان ، وتبع الانخفاض في القيمة السوقية انخفاض في الرافعة المالية .

يلاحظ من خلال التحليل المالي أيضا إن الشركة السودانية للاتصالات (سودتل) قد حققت خسائر متتابة خلال خمس سنوات 2009م- 2010م - 2011م - 2012م- 2013م ، مما انعكس على القيمة السوقية بالانخفاض الكبير تبع ذلك انخفاض أيضا في نسب الرافعة المالية.

يلاحظ أيضا من الجدولين رقم (4/1/7) والجدول رقم (4/1/1) إن شركة المهاجر العالمية للاستثمار قد تجانس فيها ارتفاع الرافعة المالية مع ارتفاع القيمة السوقية.

يلاحظ أيضا من الجدولين السابقين إن الشركة السودانية للمناطق والأسواق قد تجانس فيها ارتفاع الرافعة المالية مع ارتفاع القيمة السوقية بالرغم من إن معدل الرافعة المالية للشركة منخفض إلا إن معدل العائد على رأس المال المستثمر جيد.

كذلك الحال بالنسبة لشركة النيل للاسمنت والشركة التعاونية وشركة النيل الأزرق للتأمين وشركة جوبا للتأمين ومصرف المزارع التجاري وبنك تنمية الصادرات وبنك أم درمان الوطني نلاحظ في جميع الشركات والبنوك السابقة ارتباط الرافعة المالية مع ارتفاع القيمة السوقية .

عليه نجد إن الرافعة المالية لها تأثير واضح على القيمة السوقية ماعدا في الحالات التي تتعرض فيها الشركة للخسائر المتراكمة عندها ارتفاع الرافعة المالية لا يؤثر على القيمة السوقية .

القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة = عدد الأسهم المكتتب بها × القيمة السوقية للسهم عند نهاية فترة زمنية محددة

جدول رقم (4/1/7) : يوضح القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة

الشركة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	المتوسط
الشركة الوطنية للبتترول المحدودة	30.431.055	32.431.050	39.435.654	42.543.653	35.543.543	39.777.046	9.777.046	14.719.199	20.727.750	29487333
الشركة السودانية للاتصالات(سودت ل)	45.000.000.00	57.607.862.580	57.607.862.580	50.607.863.580	50.607.863.58	2.238.557.247	2.238.557.247	2.238.557.247	2.238.557.247	30042853479
شركة المهاجر العالمية للاستثمار	5.452.233	8.452.233	4.000.000	4.579.000	5.500.000	5.900.080	5.000.000	4.963.082	5.558.652	5489476
الشركة سودانية للمناطق والأسواق	186.000.000	286.000.000	200.000.000	286.000.000	350.000.000	312.000.000	314.000.000	287.000.000	291.080.000	279120000
شركة النيل للاسمنت -ربك	556.093.154	100.000.000	150.000.000	175.000.000	100.000.000	116.460.868	250.000.000	203.806.518	142.664.563	199336123
الشركة التعاونية للتأمين المحدودة	5.44.625	5.446.253	2.344.000	3.344.000	3.944.000	2.745.430	2.745.430	2.745.430	2.745.430	3067178
شركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة	2.400.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.200.000	2.500.000	2.800.000	2.500.000	3.000.000	2544444
شركة جوبا للتأمين المحدودة	5.425.000	8.032.000	8.032.000	8.032.000	8.032.000	2.532.000	2.000.000	132.300.000	132.300.000	34076111
مصرف المزارع التجاري	60.200.000	55.000.000	55.000.000	55.000.000	70.000.000	90.726.896	90.726.896	95.226.601	103.375.336	75028414
بنك تنمية الصادرات	25.295.700	28.295.700	38.234.000	35.234.400	36.234.000	37.090.001	39.034.000	47.090.001	54.000.000	37834200
بنك أم درمان الوطني	500.000000	496.188.162	696.188.162	600.000.000	600.188.162	620.133.608	620.133.608	620.133.608	800.000.000	616996146
المتوسط السنوي	4215621979	5330018907	5345872400	4710917876	4710864117	315311198	324979475	331731062	344909907	2847802991

المصدر : إعداد الباحث، 2014م

المبحث الثاني

تحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة

يتناول هذا المبحث مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية موضحاً " به أدوات قياس الدراسة ومنهجية إجراء الدراسة الميدانية وكيفية تنفيذها ووصف لمجتمع وعينة الدراسة وتقييم أدوات القياس للتأكد من صلاحيتها بالإضافة والإساليب الإحصائية التي تم بموجبها تحليل البيانات واختبار فروض الدراسة . وتتخلص أهم خطوات الدراسة الميدانية في التالي :

أولاً- وصف أداة الدراسة

اعتمدت هذه الدراسة على وسيله الاستبانة كأداة رئيسية للحصول على البيانات اللازمة لدراسة دور المعلومات المحاسبية في تقويم منح التمويل الأصغر في السودان وتحقيقاً لهذا الهدف تم تصميم استمارة تتكون من

قسمين:

القسم الأول:

تم تخصيص هذا القسم للمعلومات الخاصة بأفراد عينة الدراسة- وهي البيانات- الشخصية المتعلقة بوصف عينة الدراسة- وهي:-

1/ العمر--

2/المؤهل- العلمي-

3/ التخصص- العلمي-

4/المؤهل- المهني--

5/ المركز- الوظيفي--

6/ سنوات- الخبرة--

القسم الثاني:

يشمل عبارات الدراسة الأساسية: وهي المحاور والتي من خلالها يتم التعرف على فروض الدراسة . ويشتمل هذا القسم أربعة محاور و عدد (63) عبارة تمثل محاور فروض الدراسة وفقاً لما يلي:

جدول رقم (4/2/1) : توزيع محاور الدراسة

عدد العبارات	الفقرات	محاور الدراسة
14	1-14	محور- الفرضية الأولى-
16	15-30	محور- الفرضية الثانية
18	31-48	محور- الفرضية الثالثة
15	49-63	محور- الفرضية الرابعة
63		المجموع

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

كما تم قياس درجة الاستجابات حسب مقياس ليكرت- الخطة (Likart) Scale، والذي يتراوح من- لا أوافق بشدة- إلى- اوافق بشدة- كما هو موضح في- جدول- رقم- (4/2/2).

جدول- رقم- (4/2/2) :- مقياس- درجة الموافقة.

الوزن	درجة الموافقة
5	أوافق بشدة
4	أوافق
3	محايد
2	لا أوافق
1	لا أوافق بشدة

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

قد تم تصحيح المقياس المستخدم في الدراسة كآآتي:

- الدرجة الكلية للمقياس هي مجموع درجات المفردة على العبارات (+5
+4 +3 +2 +1) / 5 = (15/5) = 3. وهو يمثل الوسط الفرضي- للدراسة ,
وعلية كلما زاد متوسط العبارة عن الوسط الفرضي- (3) دل ذلك على
موافقة أفراد العينة على العبارة , أما إذا انخفض متوسط العبارة عن
الوسط الفرضي (3) دل ذلك على عدم موافقة أفراد العينة على العبارة.

ثانياً" تقييم أدوات القياس:

يقصد بصدق أو صلاحية أداة القياس قدرة الأداء على قياس ما صممت من أجله
وبناء على نظرية القياس الصحيح تعنى الصلاحية التامة خلو الأداة من أخطاء
القياس سواء كانت عشوائية أو منتظمة , ولاختبار الصدق إحصائياً" يتم استخدام في
المرحلة الأولى على تقييم مدى ملائمة المقاييس المستخدمة في قياس عبارات الدراسة
باستخدام اختبارات الثبات والصدق لاستبعاد العبارات غير المعنوية من مقاييس
الدراسة البالغ عددها(5) والتحقق من أن العبارات التي استخدمت لقياس مفهومها"
معينا" تقيس بالفعل هذا المفهوم ولا تقيس أبعاد أخرى وتتميز هذه الاختبارات
بقدرتها على توفير مجموعة من المقاييس التي تحدد مدى انطباق البيانات للنموذج
الذي تم الكشف عنه واستبعاد اي نماذج أخرى بديلة يمكن أن تفسر العلاقة بين
عبارات المقياس بناء على استجابة مفردات عينة الدراسة . وفيما يلي يعرض الباحث
نتائج التحليل للمقاييس المستخدمة في الدراسة :

(1). اختبار صدق محتوى المقياس

تم إجراء اختبار صدق المحتوى لعبارات المقاييس من خلال تقييم صلاحية المفهوم
وذلك من خلال عرض عبارات المقاييس على نخبة منتقاة من المحكمين المختصين من
أعضاء هيئة التدريس والمختصين في العلوم المحاسبية والإحصاء بقصد الاستفادة من
مخزونهم المعرفي في تصويب الاستبانة وتحليل مضامين عبارات المقاييس وتحديد
مدى التوافق بين عبارات كل مقياس والهدف منه وفقاً" لرأيهم تم قبول وتعديل بعض

عبارات- المقاييس- مما جعل- الاستبانة أكثر- بقة- وموضوعية- في- القياس- حيث- كانت- هناك عبارات- يصعب- على- المستقصى- فهم- معانيها- واستمرت- عملية- اختبار- الصدق- الظاهري- بعد- ذلك- حيث- تم- اختبار- المقاييس- باستخدام- عينة- استطلاعية- مكونة- من- عشرون- مفرد- وتم- اختبار- مدى- فهمهم- لأسئلة- المقاييس- - وقد- أكدوا- في- ضوء- فهمهم- ضرورة- استبعاد- بعض- العبارات- التي- سبق- أن- حدها- الخبراء- لصعوبة- فهمهم- لها- وبعد- استعادة- الاستبيان- من- المحكمين- ثم- إجراء- التعديلات- التي- اقترحت- عليه، وبذلك- تم- تصميم- الاستبانة- في- صورتها- النهائية- (انظر- ملحق-).

(2). اختبار الاتساق والثبات الداخلي لعبارات فروض الدراسة

يقصد بالثبات (استقرار المقياس وعدم تناقضه مع نفسه، أي أن المقياس يعطي نفس النتائج باحتمال مساو لقيمة المعامل إذا أُعيد تطبيقه على نفس العينة)⁽¹⁾. وبالتالي فهو يؤدي إلى الحصول على نفس النتائج أو نتائج متوافقة في كل مرة يتم فيها إعادة القياس. وكلما زادت درجة الثبات واستقرار الأداة كلما زادت الثقة فيه، وهناك عدة طرق للتحقق من ثبات المقياس منها طريقة التجزئة النصفية وطريقة ألفا كرونباخ للتأكد من الاتساق الداخلي للمقاييس، وقد تم استخدام في هذه الدراسة- معامل- الفا- كرونباخ (Cronbach,s Alpha)، والذي- يأخذ- قيمةً تتراوح بين- الصفر- والواحد- صحيح، فإنها- لم- يكن- هناك- ثبات- في- البيانات- فإن- قيمة- المعامل- تكون- مساويةً للصفر- وعلى- العكس- إذا- كان- هناك- ثبات- تام- في- البيانات- فإن- قيمة- المعامل- تساوي- الواحد- صحيح. أي- أن- زيادة- معامل- الفا-

1- د. عز عبد الفتاح، مقدمة في الإحصاء الوصفي والاستدلالي باستخدام SPSS، (عمان: دار المسيرة، 2000م)، ص 560.

كرونباخ تعني زيادة مصداقية البيانات من عكس نتائج العينة على مجتمع

الدراسة. كما أن انخفاض القيمة عن (0.60) دليل على انخفاض الثبات

الداخلي. وتوضح الجداول التالية نتائج تحليل الثبات لمقاييس الدراسة

مبيناً " قيم معامل ألفا كرونباخ لمفاهيم الدراسة:

المحور الأول: عبارات الفرضية الأولى:

جدول رقم (4/2/3) : نتائج اختبار ألفا كرونباخ لمقاييس عبارات الفرضية الأولى

ألفا كرونباخ	العبارات
0.75	1/الاعتماد على الديون يؤدي إلى زيادة الأعباء الثابتة والمخاطر المالية التي تتحملها الشركة
0.72	2/درجة المخاطرة التي ترغب إدارة الشركة في تحملها تؤثر في هيكل ديون الشركة
0.73	3/هيكل الشركة الملائم والمناسب ينعكس على المخاطرة المالية
0.74	4/تهتم الشركة بالحصول على القروض بشروط ملائمة وميسرة
0.73	5/المخاطر المالية الناجمة عن زيادة الرفع المالي تؤثر على الهيكل المالي للشركة
0.77	6/هناك رغبة مستمرة لدى الشركة لزيادة الديون بدون تخطيط مالي مناسب للمخاطر المالية
0.76	7/اعتماد الشركة الكامل على الديون يؤدي للتعرض للإفلاس والتصفية في حالة العجز عن سداد قيمة الديون وتحمل المخاطر المالية
0.75	8/ارتفاع رصيد المدينين وتعثر تحصيلهم وتحميل الدخل بالديون المعدومة والمخصصات يؤدي إلى انخفاض ربحية الشركة وزيادة مخاطرها المالية
0.74	9/تضطر الشركة لبيع البضاعة بسعر منخفض لمطالبة المولدين باستحقاقاتهم

0.74	10/كلما زاد الاعتماد على مصادر التمويل بالديونية بدون استخدام مؤشرات الرافعة المالية يؤدي ذلك إلى ارتفاع التكلفة التمويلية وزيادة المخاطر المالية
0.76	11/ارتفاع نسب الديونية يقلل من ثقة المؤسسات التمويلية في منح التمويل وذلك لزيادة المخاطر المالية للشركة
0.76	12/تحدد المنشأة الحد الأقصى للديونية مما يقلل سقف الاقتراض ويقلل من المخاطر المالية
0.74	13/انخفاض معدلات أرباح المنشأة يقلل من القدرة على تغطية الأعباء المترتبة على الديون وزيادة المخاطر المالية
0.76	14/زيادة استخدام أموال الديونية يؤدي إلى زيادة التقلبات في عائد المساهمين ويعرض الهيكل المالي للشركة للمخاطر المالية
0.76	إجمالي العبارات

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية ،2014م

من الجدول (4/2/3) نتائج اختبار الثبات أن قيم الفأ كرنباخ لجميع عبارات محور فرضية الدراسة الأولى اكبر من (60%) وتعني هذه القيم توافر درجة عالية جدا" من الثبات الداخلي لجميع العبارات سواء كان ذلك لكل عبارة على حدا أو على مستوى جميع عبارات المقياس حيث بلغت قيمة الفأ كرنباخ للمقياس الكلي (0.76) وهو ثبات مرتفع ومن ثم يمكن القول بان المقاييس التي اعتمدت عليها الدراسة لقياس عبارات محور فرضية الدراسة الأولى تتمتع بالثبات الداخلي لعباراتها مما يمكننا من الاعتماد على هذه الإجابات في تحقيق أهداف الدراسة وتحليل نتائجها.

المحور الثاني: الفرضية الثانية

جدول رقم (4/2/4) : نتائج اختبار الفأ كرنباخ لمقياس عبارات فرضية الدراسة

الثانية

الفأ كرنباخ	العبارات
0.85	1-تساهم الرافعة المالية في زيادة الإنتاج وبالتالي الأرباح
0.86	2-زيادة قدرة الشركة على الاقتراض يزيد من مقرتها على منافسة الشركات الأخرى وزيادة أرباحها
0.86	3-هناك رؤية واضحة واستخدامات مضمونة لدى الشركة فيما يتعلق باستخدام أموال القروض في عمليات تزيد الأرباح
0.85	4-الشركات القليلة الديون أقل مقدرة على توليد الأرباح
0.85	5-الشركات ألمستنديه ينعكس اثر التمويل الدائن إيجابا على تقييم أدائها المالي وأرباحها
0.85	6-الأموال السائلة الناتجة عن الاقتراض هي مصادر لتمويل الاستثمارات وتحقيق الربح مستقبلا"
0.86	7-يحقق التمويل بالاقتراض وفورات ضريبية من خلال تخفيض الدخل الخاضع للضريبة مما يزيد أرباح الشركة
0.85	8-التمويل عن طريق أموال المديونية يحقق النمو والاستقرار في أرباح الشركات المدرجة بالسوق المالي
0.86	9-لضمان سهولة الحصول على تمويل من مصادر خارجية تقوم المنشأة بتحسين أرباحها
0.85	10-مؤشرات الرفع المالي تزيد الثقة في متانة الهيكل المالي مما يزيد من الأرباح
0.86	11-وفرة التدفقات النقدية تمكن الشركة من استخدام المزيد من أموال المديونية في هيكلها المالي مما ينعكس على الأرباح
0.85	12-تسهم الأسواق المالية في توفر أموال المديونية التي تؤدي لتحقيق الأرباح

0.87	13-النمو والتوسع في أنشطة الشركة يوفر الاستخدام الأمثل لأموال المديونية والتي يمكن أن تحقق مزيداً من الأرباح
0.86	14-الإيرادات المحققة من أموال الرفع المالي تزيد أرباح الشركات
0.87	15-يساعد الرفع المالي على زيادة أرباح الشركات إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة الاقتراض
0.86	16-الاستخدام المتزايد للرافعة المالية له أثر إيجابي على السيولة قصيرة الأجل وأرباح الشركة
0.87	إجمالي العبارات

المصدر: نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

من- الجدول 4/2/4). نتائج اختبار الثبات- أن- قيم- الفأ- كرنباخ لجميع عبارات-

الفرضية الثانية أكبر- من(6%)-. وتعنى- هذه القيم- تولفر- سرجة- عالية- جدا"- من- الثبات-

الداخلي- لجميع العبارات- سواء- كان- ذلك- لكل- عبارة- على- حد- أو- على- مستوى- جميع

عبارات- المقياس- حيث- بلغت- قيمة- الفأ- كرنباخ للمقياس 0.87(الكل هو) ثبات- مرتفع

ومن- ثم- يمكن- القول- بان- المقاييس- التي- اعتمدت- عليها- الدراسة- لقياس- عبارات- محور-

فرضية الدراسة- الثانية- تتمتع- بالثبات- الداخلي- لعباراتها- مما- يمكننا- من- الاعتماد- على-

هذه- الإجابات- في- تحقيق- أهداف- الدراسة- وتحليل- نتائجها-

المحور الثالث: الفرضية الثالثة

جدول رقم (4/2/5): نتائج الفأ كرباخ لمقياس العلاقة عبارات الفرضية الثالثة

الفأ كرباخ	العبارات
0.84	1-القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفادة من استثمار أموال الافتراض ذات التكلفة الأقل
0.83	2-توجد علاقة دالية موجبة بين القيمة السوقية للسهم والرفع المالي للشركة
0.84	3-يتأثر سعر السهم في السوق المالي بنتائج تحليل الهيكل التمويلي للشركات
0.85	4-تفضل إدارة المنشأة الاتجاه نحو إصدار الأسهم عند احتياجها للأموال
0.83	5-استخدام الرفع المالي يزيد من الربح المتوقع للسهم
0.84	6-ورود معلومات جديدة إلى السوق عن الأسهم تؤدي إلى انتقال منحى الطلب على الأسهم
0.85	7-توزيعات الأرباح تزيد من ثقة الجهات الدائنة في الشركة
0.84	8-التوزيعات المتوقعة والمعتمدة أساس لتقييم القيمة السوقية للأسهم
0.83	9-قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة تساهم في زيادة القيمة السوقية للمنشأة ككل
0.84	10-سياسة التوزيعات المعلنة من الشركة تساهم في زيادة الرافعة المالية
0.84	11-توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المنشأة والمستندة إلى مركزها الائتماني تعمل على زيادة قيمة المنشأة

0.85	12-زيادة السعر السوقي للأسهم يجذب المستثمرين ويضمن احتفاظهم بالسهم لأطول مدة
0.84	13-الاعتماد على الديون يزيد الأرباح الموزعة على حملة الأسهم
0.85	14-الرفع المالي يزيد من الربح الجاري للسهم
0.83	15-التمويل بالديونية يزيد من قيمة السهم العادي حسب العائد المتوقع
0.84	16-الرفع المالي يساهم في ثبات التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائد استثماره
0.85	17-الأرباح الموزعة تعطى مؤشر ايجابي لإمكانية زيادة رأس مال الشركة عن طريق أموال الديونية
0.85	18-تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة
0.85	إجمالي العبارات

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

من الجدول (4/2/5) نتائج اختبار الثبات أن قيم الفأ كربناخ لجميع عبارات محور الفرضية الثالثة اكبر من (60%) وتعنى هذه القيم توافر درجة عالية جدا" من الثبات الداخلي لجميع العبارات سواء كان ذلك لكل عبارة على حدا أو على مستوى جميع عبارات المقياس حيث بلغت قيمة الفأ كربناخ للمقياس الكلى (0.85) وهو ثبات مرتفع ومن ثم يمكن القول بان المقاييس التي اعتمدت عليها الدراسة لقياس عبارات محور فرضية الدراسة الثالثة تتمتع بالثبات الداخلي لعباراتها مما يمكننا من الاعتماد على هذه الإجابات في تحقيق أهداف الدراسة وتحليل نتائجها.

المحور الرابع: الفرضية الرابعة

جدول رقم (4/2/6) : نتائج الفأ كربناخ لمقياس العلاقة عبارات الفرضية الرابعة

الفأ كرنباخ	العبارات
0.82	1-سرعة وسهولة الحصول على التمويل تؤثر في المفاضلة بين الخيارات التمويلية
0.81	2-تفضل المنشأة الاعتماد بنسبة عالية على التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الموردون لانخفاض تكلفتها
0.82	3-التمويل بأموال الملكية يمكن الشركات من الحصول على تمويل دائم وبدون تحمل تكاليف ثابتة
0.83	4-ضخامة حجم وقيمة أصول المنشأة تكسيها سمعة جيدة تمكنها من الحصول على مصادر تمويل بشروط ميسرة
0.82	5-سياسة حجز الأرباح وتكوين الاحتياطات وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار سهلة نسبيا" مقارنة بمصادر التمويل الأخرى
0.83	6-الوفورات الضريبية الناتجة عن إعفاء فوائد الديون تؤدي إلى ارتفاع قيمة إجمالي الديون في الشركة
0.82	7-قلة التمويل المصرفي للشركات يعزى لارتفاع تكلفة التمويل المصرفي
0.82	8-الشركات التي ترغب في زيادة موجوداتها الثابتة تعتمد على التمويل طويل الأجل لمناسبته للأصول الثابتة
0.81	9-الوفر الضريبي الناتج عن فوائد الديون يؤدي إلى إقبال المنشآت على التمويل بالاستدانة
0.83	10-قوة المركز المالي للشركة تساعد في حصول الشركة على المزيد من أموال المديونية
0.82	11-تؤثر الأرباح المحققة للشركات والظروف الاقتصادية العامة في صياغة الهيكل التمويلي للشركات
0.82	12-المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة تعتمد على المراجعة بين الأرباح والمخاطرة
0.82	13-تعتمد الشركة على الاقتراض لتفادي الاستيلاء عليها من قبل مساهمين جدد
0.83	14-تهتم المنشأة بالديون أكثر من اهتمامها بأموال المساهمين لسهولة إجراءات الحصول عليها
0.83	15-الأموال التي تخطط أن تحصل عليها المنشأة في المستقبل تكون من نفس مصادر الهيكل المالي

	الحالي بغض النظر عن المخاطر والأرباح
0.83	إجمالي العبارات

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

من الجدول (4/2/6) نتائج اختبار الثبات أن قيم الفأ كربناخ لجميع عبارات محور الفرضية الرابعة اكبر من (60%) وتعنى هذه القيم توافر درجة عالية جدا" من الثبات الداخلي لجميع العبارات سواء كان ذلك لكل عبارة على حدا أو على مستوى جميع عبارات المقياس حيث بلغت قيمة الفأ كربناخ للمقياس الكلى (0.83) وهو ثبات مرتفع ومن ثم يمكن القول بان المقاييس التي اعتمدت عليها الدراسة لقياس عبارات محور فرضية الدراسة الرابعة تتمتع بالثبات الداخلي لعباراتها مما يمكننا من الاعتماد على هذه الإجابات في تحقيق أهداف الدراسة وتحليل نتائجها.

للتأكد من الصدق والثبات الذاتي، تم حساب صدق وثبات الاستبانة من العينة الاستطلاعية بموجب طريقة التجزئة النصفية وكانت النتائج كما في الجدول التالي:

جدول رقم (4/2/7): يوضح الصدق والثبات الإحصائي لإجابات أفراد العينة على الاستبانة

معامل الثبات	معامل الصدق	الفرضيات
	الذاتي	
0.76	0.85	الفرضية الأولى
0.87	0.91	الفرضية الثانية
0.85	0.92	الفرضية الثالثة
0.83	0.93	الفرضية الرابعة

0.82

0.90

كامل الاستبانة

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من نتائج الجدول رقم (4/2/7) إن جميع معاملات الثبات والصدق لإجابات أفراد العينة على العبارات المتعلقة بكل فرضية من فرضيات الدراسة الأربع ، وعلى الاستبانة كاملة كانت أكبر من (50%) والبعض منها قريبة جدا الى (100%) مما يدل على إن استبانته الدراسة تتصف بالثبات والصدق الكبيرين جدا بما يحقق البحث ، ويجعل التحليل الإحصائي سليما ومقبولا .

رابعاً " مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية .

تم توزيع عدد (200) إستبانة وتم استرجاع عدد (150) استبانة بنسبة استرجاع بلغت (75%) بيانها كآتي:

جدول (4/2/8): الاستبيانات الموزعة والمعادة

النسبة	العدد	البيان
100	200	الاستبيانات الموزعة
75	150	الاستبيانات التي تم إرجاعها
25	50	الاستبيانات التي لم يتم إرجاعها
0	0	الاستبيانات غير صالحة للتحليل
75	150	الاستبيانات الصالحة للتحليل

خامساً" اسلوب التحليل الإحصائي المستخدم في الدراسة:

لتحقيق أهداف البحث واختبار فروض الدراسة، تمّ استخدام الأدوات الإحصائية التالية:

(1)/ إجراء اختبار الثبات (Reliability Test) لأسئلة الاستبانة المكونة

من- جميع البيانات- باستخدام- " كل- من:-

أ/ اختبار الصدق الظاهري.

والتحقق من أن العبارات التي استخدمت لقياس مفهوما " معيناً" تقيس بالفعل هذا المفهوم ولا تقيس أبعاد أخرى ويتميز هذا التحليل بقدرته على توفير مجموعة من المقاييس التي تحدد مدى انطباق البيانات للنموذج الذي تم الكشف عنه واستبعاد أي نماذج أخرى بديلة يمكن أن تفسر العلاقة بين عبارات المقياس بناء على استجابة مفردات عينة الدراسة.

ب/معامل الفا كرونباخ" (Cronbach's Alpha). وتم- استخدامه- لقياس- الاتساق- الداخلي- لعبارات- الدراسة- للتحقق- من- صدق- الأداء -

(2)/ أساليب الإحصاء الوصفي:

وذلك لوصف خصائص مفردات عينة الدراسة حيث يتم حساب كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكل عبارات محور الدراسة ويتم مقارنة الوسط الحسابي

للعبارة بالوسط الفرضي- للدراسة (3) حيث تتحقق الموافقة على الفقرات إذا كان الوسط الحسابي للعبارة اكبر من الوسط الفرضي- (3)، وتتحقق عدم الموافقة إذا كان الوسط الحسابي أقل من الوسط الفرضي. وإذا كان الانحراف المعياري للعبارة يقترب من الواحد الصحيح فهذا يدل على تجانس الإجابات بين أفراد العينة.

(3)-اختبار الفروق (t)

تم استخدام هذا الاختبار لاختبار الدلالة الإحصائية لفروض الدراسة عند مستوى معنوية 5% ويعنى ذلك انه إذا كانت قيمة (t)- المحسوبة عند مستوى- معنوية لقل- من- 5%- يرفض- فرض- العدم- ويكون- الفرض- البديل- (وجود علاقة- ذات- دلالة- إحصائية)- أما إذا كانت- قيمة- (t) عند مستوى- معنوية اكبر- من- 5% فبلك- معنوا- قبول- فرض- العدم- وبالتالي- وجود علاقة- ذات- دلالة- إحصائية -

سادسا"- تحليل البيانات الأولية

1. توزيع أفراد العينة حسب العمر

جدول رقم(4/2/9): التوزيع التكراري لأفراد العينة وفق متغير العمر

العمر	العدد	النسبة %
أقل من 30 سنة	17	11.3
30-35 سنة	55	36.7
35-40 سنة	36	24
أكثر من 40 سنة	42	28
المجموع	150	100

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

شكل رقم (4/2/1): يوضح توزيع أعمار أفراد العينة

يتضح من الجدول رقم (4/2/8) والشكل رقم (4/2/1) أن غالبية أفراد العينة من تتراوح أعمارهم ما بين (30-40) حيث بلغت نسبتهم (60.7) % من أفراد العينة الكلية بينما بلغت نسبة الذين تتراوح أعمارهم ما بين (أقل من 30 سنة) (11.3) % أما أفراد العينة والذين تتراوح أعمارهم ما بين 40 سنة فأكثر فقد بلغت نسبتهم (28) فقط % من إجمالي العينة المبحوثة.

2/ توزيع أفراد العينة حسب المؤهل العلمي

جدول رقم (4/2/10): يوضح التوزيع التكراري لأفراد عينة الدراسة وفق متغير- المؤهل العلمي.

المؤهل العلمي	العدد	النسبة %
دكتوراه	18	12
ماجستير	60	40
دبلوم عالي	14	9.3

32	48	بكالوريوس
6.7	10	أخرى
100	150	المجموع

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

شكل رقم (4/2/2): يوضح المؤهل العلمي لأفراد العينة

يتضح من الجدول رقم (4/2/10) والشكل رقم (4/2/2) أن غالبية أفراد العينة من حملة الماجستير والدكتوراه حيث بلغت نسبتهم (52%) من أفراد العينة بينما بلغت نسبة حملة البكالوريوس في العينة (32%) أما حملة الدبلوم العالي والمستويات التعليمية الأخرى فقد بلغت نسبتهم (16%) من إجمالي العينة المبحوثة.

3/ توزيع أفراد العينة حسب التخصص العلمي

جدول رقم (4/2/11): يوضح التوزيع التكراري لأفراد عينة الدراسة وفق متغير التخصص العلمي.

النسبة %	العدد	التخصص العلمي
40.7	61	محاسبة وتمويل
5.3	8	محاسبة التكاليف الإدارية
16	24	إدارة أعمال
8.7	13	علوم مالية ومصرفية
2	3	نظم معلومات
4	6	إحصاء
15.3	23	اقتصاد
8	12	أخرى
100	150	المجموع

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

شكل رقم (4/2/3): يوضح أفراد عينة الدراسة وفق متغير التخصص العلمي.

يتضح من الجدول رقم (4/2/11) والشكل رقم (4/2/3) أن غالبية أفراد العينة من المتخصصين في المحاسبة بفروعها المختلفة حيث بلغت نسبتهم (46) % من أفراد العينة بينما بلغت نسبة المتخصصين في الاقتصاد والعلوم المصرفية في العينة (24) % . أما المتخصصين في إدارة الأعمال والإحصاء ونظم المعلومات والتخصصات الأخرى فقد بلغت نسبتهم (30) % . من إجمالي العينة المبحوثة.

4/ توزيع أفراد العينة حسب المؤهل المهني

جدول رقم (4/2/12) يوضح التوزيع التكراري لأفراد عينة الدراسة وفق متغير- المؤهل

المهني

المؤهل المهني	العدد	النسبة %
زمالة المحاسبين البريطانية	1	0.7
زمالة المحاسبين الأمريكية	3	2
زمالة المحاسبين العربية	1	0.7
زمالة المحاسبين السودانية	4	2.7
لا يحمل مؤهل مهني	141	94
المجموع	150	100

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

شكل رقم (4/2/4): يوضح أفراد عينة الدراسة وفق متغير المؤهل المهني.

يتضح من الجدول رقم (4/2/12) والشكل رقم (4/2/4) أن أفراد العينة الذين يحملون مؤهلات مهنية بلغت نسبتهم في العينة (9%) أما أفراد العينة والذين لا يحملون مؤهلات مهنية فقد بلغت نسبتهم (94%) من إجمالي العينة المبحوثة.

5/توزيع أفراد العينة حسب الوظيفة

جدول رقم(4/2/13): التوزيع التكراري لأفراد العينة وفق متغير بيانات الوظيفة

بيانات الوظيفة	العدد	النسبة %
مدير الإدارة المالية	10	6.7
محلل مالي	7	4.7
محاسب	33	22
أكاديمي	30	20
مراجع خارجي	7	4.7
مراجع داخلي	7	4.7
أخرى	56	37.3
المجموع	150	100

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

شكل رقم (4/2/5): يوضح أفراد العينة وفق متغير بيانات الوظيفة.

يتضح من الجدول(4/2/13) والشكل رقم (4/2/5) أن غالبية أفراد العينة من المحاسبين

والأكاديميين حيث بلغت نسبتهم (42) % من أفراد العينة الكلية بينما بلغت نسبة

المحللين الماليين ومدراء الإدارات المالية (11.4) % من إجمالي العينة المبحوثة.

أما أفراد العينة من الوظائف الأخرى فقد بلغت نسبتهم (37.3)% من إجمالي

العينة.

6. توزيع أفراد العينة حسب سنوات الخبرة

جدول رقم(4/2/14): التوزيع التكراري لأفراد العينة وفق متغير سنوات الخبرة

سنوات الخبرة	العدد	النسبة %
أقل من 5 سنوات	31	20.7
5-10 سنة	53	35.3
10-15 سنة	28	19.7
15-20 سنة	13	8.7
أكثر من 20 سنة	25	16.7
المجموع	150	100

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

شكل رقم(4/2/6): يوضح أفراد العينة وفق متغير سنوات الخبرة

يتضح من الجدول(4/2/14) والشكل رقم(4/2/6) أن غالبية أفراد العينة تتراوح

سنوات خبرتهم ما بين (5-10) حيث بلغت نسبتهم (35.3) % من أفراد العينة الكلية

بينما بلغت نسبة الذين تتراوح سنوات خبرتهم ما بين(10-15) سنة (19.7) % أما

أفراد العينة والذين تتراوح سنوات خبرتهم ما بين 20 سنة فأكثر فقد بلغت نسبتهم (

16.7)% من إجمالي العينة المبحوثة.

2/ تحليل استبانة الدراسة

يشتمل هذا القسم على تحليل البيانات الأساسية للدراسة للتمكن من معرفة اتجاهات إجابات عينة الدراسة على عبارات محاور الدراسة المختلفة وذلك من خلال التوزيع التكراري والإحصاء الوصفي وذلك وفقاً للخطوات التالية:

1/ التوزيع التكراري لإجابات الوحدات المبحوثة على عبارات الدراسة

ذلك من خلال تلخيص البيانات في جداول والتي توضح قيم كل متغير لتوضيح أهم المميزات الأساسية للعينة في شكل أرقام ونسب مئوية لعبارات الدراسة .

2/ التحليل الإحصائي لعبارات الدراسة

وذلك من خلال تقدير المتوسط والانحراف المعياري لجميع محاور الدراسة لمعرفة

3/ اختبار الفروق (t)

لاختبار مدى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على عبارات الفرضية والوسط الفرضي للدراسة (3).

تحليل بيانات الفرضية الأولى :

مؤشرات الرافعة المالية تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

ولإثبات مدى صحة هذه الفرضية اتبع الباحث الخطوات التالية.

أولاً" التوزيع التكراري للعبارات التي تقيس عبارات محور: الفرضية الأولى

جدول- رقم 1(4/2) :- التوزيع التكراري لعبارات محاور الفرضية الأولى

لا أوافق بشدة		لا أوافق		غير متأكد		أوافق		أوافق بشدة		العبارة
نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	
0	0	0.7	1	1.3	2	41.3	62	56.7	85	1/الاعتماد على الديون يؤدي إلى زيادة الأعباء الثابتة والمخاطر المالية التي تتحملها الشركة
0	0	2.7	4	6	9	52.7	79	38.7	58	2/درجة المخاطرة التي ترغب إدارة الشركة في تحملها تؤثر في هيكل ديون الشركة
0	0	10	15	7.3	11	49.3	74	33.3	50	3/هيكل الشركة الملائم والمناسب ينعكس على المخاطرة المالية
2	3	2.7	4	6.7	10	47.3	71	41.3	62	4/تهتم الشركة بالحصول على القروض بشروط ملائمة وميسرة
0	0	4	6	8.7	13	43.3	65	44	66	5/المخاطر المالية الناجمة عن زيادة الرفع المالي تؤثر على الهيكل المالي للشركة
8	12	28	42	8	12	32	48	24	36	6/هناك رغبة مستمرة لدى الشركة لزيادة الديون بدون تخطيط مالي مناسب للمخاطر المالية

0	0	3.3	5	0.7	1	38	57	58	87	7/اعتماد الشركة الكامل على الديون يؤدي للتعرض للإفلاس والتصفية في حالة العجز عن سداد قيمة الديون وتحمل المخاطر المالية
0	0	1.3	2	6	9	39.3	59	53.3	80	8/ارتفاع رصيد المدينين وتعثر تحصيلهم وتحميل الدخل بالديون المعدومة والمخصصات يؤدي إلى انخفاض ربحية الشركة وزيادة مخاطرها المالية
1.3	2	7.3	11	10	15	41.3	62	40	60	9/تضطر الشركة لبيع البضاعة بسعر منخفض لمطالبة المولين باستحقاقاتهم
0	0	0.7	1	6.7	10	51.3	77	41.3	62	10/كلما زاد الاعتماد على مصادر التمويل بالميونية بدون استخدام مؤشرات الرافعة المالية يؤدي ذلك إلى ارتفاع التكلفة التمويلية وزيادة المخاطر المالية
0	0	0.7	1	7.3	11	52	78	40	60	11/ارتفاع نسب المديونية يقلل من ثقة المؤسسات التمويلية في منح التمويل وذلك لزيادة المخاطر المالية للشركة
0	0	3.3	5	6	9	64.7	97	26	39	12/تحدد المنشأة الحد الأقصى للميونية مما يقلل سقف الاقتراض

										ويقلل من المخاطر المالية
0	0	2	3	5.3	8	63.3	95	29.3	44	13/انخفاض معدلات أرباح المنشأة يقلل من القدرة على تغطية الأعباء المرتتبة على الديون وزيادة المخاطر المالية
0	0	2	3	10	15	58.7	88	29.3	44	14/زيادة استخدام أموال المديونية يؤدى إلى زيادة التقلبات في عائد المساهمين ويعرض الهيكل المالي للشركة للمخاطر المالية
0.8	17	4.9	103	7	135	48.2	1012	39.1	833	مجموع العبارات

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/15) ما يلي:

1. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الاعتماد على الديون يؤدي إلى زيادة

الأعباء الثابتة والمخاطر المالية التي تتحملها الشركة حيث بلغت نسبتهم (98) %

بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (0.7) %. أما أفراد العينة والذين لم يبدوا

إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (1.3) %.

2. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن درجة المخاطرة التي ترغب إدارة الشركة في

تحملها تؤثر في هيكل ديون الشركة حيث بلغت نسبتهم (91.3) % بينما بلغت نسبة

غير الموافقون على ذلك (2.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6) % .

3. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن هيكل الشركة الملائم والمناسب ينعكس على المخاطرة المالية حيث بلغت نسبتهم (82.6) % بينما بلغت نسبة غير الموافقون على ذلك (10) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (7.3) % .

4. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الشركة تهتم بالحصول على القروض بشروط ملائمة وميسرة حيث بلغت نسبتهم (88.6) % بينما بلغت نسبة غير الموافقون على ذلك (4.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6.7) % .

5. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن المخاطر المالية الناجمة عن زيادة الرفع المالي تؤثر على الهيكل المالي للشركة حيث بلغت نسبتهم (87.3) % بينما بلغت نسبة الموافقون على ذلك (4) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (8.7) % .

6. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن هناك رغبة مستمرة لدى الشركة لزيادة الديون بدون تخطيط مالي مناسب للمخاطر المالية حيث بلغت نسبتهم (56) % بينما

بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (36) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات

محددة فقد بلغت نسبتهم (8) % .

7. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن اعتماد الشركة الكامل على الديون يؤدي

للتعرض للإفلاس والتصفية في حالة العجز عن سداد قيمة الديون وتحمل المخاطر

المالية حيث بلغت نسبتهم (96) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (3.3)

% . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (0.7) % .

8. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن ارتفاع رصيد المدينين وتعثّر تحصيلهم

وتحميل الدخل بالديون المعدومة والمخصصات يؤدي إلى انخفاض ربحية الشركة

وزيادة مخاطرها المالية حيث بلغت نسبتهم (92.6) % بينما بلغت نسبة غير

الموافقون على ذلك (1.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد

بلغت نسبتهم (6) % .

9. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الشركة تضطر لبيع البضاعة بسعر منخفض

لمطالبة الممولين باستحقاقاتهم حيث بلغت نسبتهم (81.3) % بينما بلغت نسبة غير

الموافقون على ذلك (8.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد

بلغت نسبتهم (10) % .

10. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أنه كلما زاد الاعتماد على مصادر التمويل

بالمديونية بدون استخدام مؤشرات الرافعة المالية يؤدي ذلك الى ارتفاع التكلفة

التمويلية وزيادة المخاطر المالية حيث بلغت نسبتهم (92.6) % بينما بلغت نسبة غير
الموافقون على ذلك (0.7) %. أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد
بلغت نسبتهم (6.7) %.

11. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن ارتفاع نسب المديونية يقلل من ثقة
المؤسسات التمويلية في منح التمويل وذلك لزيادة المخاطر المالية للشركة حيث بلغت
نسبتهم (92) % بينما بلغت نسبة غير الموافقون على ذلك (0.7) %. أما أفراد
العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (7.3) %.

12. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن المنشأة تحدد الحد الأقصى للمديونية مما
يقلل سقف الاقتراض ويقلل من المخاطر المالية حيث بلغت نسبتهم (90.7) % بينما
بلغت نسبة غير الموافقون على ذلك (3.3) %. أما أفراد العينة والذين لم يبدوا
إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6) %.

13. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن انخفاض معدلات أرباح المنشأة يقلل من
القدرة على تغطية الأعباء المترتبة على الديون وزيادة المخاطر المالية حيث بلغت
نسبتهم (92.6) % بينما بلغت نسبة غير الموافقون على ذلك (2) %. أما أفراد
العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (5.3) %.

14. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن زيادة استخدام أموال المديونية يؤدي إلى
زيادة التقلبات في عائد المساهمين ويعرض الهيكل المالي للشركة للمخاطر المالية حيث

بلغت نسبتهم (88) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (2) % . أما أفراد

العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (10) %.

15 أن غالبية أفراد العينة يوافقون على جميع العبارات التي تقيس محور (الفرضية

الأولى) حيث بلغت نسبتهم (87.3) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (

5.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (7) %.

ثانياً الإحصاء الوصفي للعبارات التي تقيس الفرضية الأولى

حيث يتم حساب كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكل عبارات محور

الدراسة ويتم مقارنة الوسط الحسابي للعبارة بالوسط الفرضي للدراسة (3) حيث

تتحقق الموافقة على الفقرات إذا كان الوسط الحسابي للعبارة أكبر من الوسط الفرضي

(3)، وتتحقق عدم الموافقة إذا كان الوسط الحسابي أقل من الوسط الفرضي.

فيما يلي جدول يوضح الوسط الحسابي والانحراف المعياري والأهمية النسبية للعبارات التي

تقيس الفرضية الأولى وترتيبها وفقاً لإجابات المستقصى منهم .

جدول رقم (4/2/16) الإحصاء الوصفي لعبارات محور الفرضية الأولى

الترتيب	الدالة	المتوسط	الانحراف المعياري	العبارات
1	أوافق بشدة	4.54	0.563	1/الاعتماد على الديون يؤدي إلى زيادة الأعباء الثابتة والمخاطر المالية التي تتحملها الشركة
8	أوافق بشدة	4.27	0.694	2/درجة المخاطرة التي ترغب إدارة الشركة في تحملها تؤثر في هيكل ديون الشركة
14	أوافق	4.06	0.899	3/هيكل الشركة الملائم والمناسب ينعكس على المخاطرة المالية

9	أوافق بشدة	4.23	0.846	4/تهتم الشركة بالحصول على القروض بشروط ملائمة وميسرة
7	أوافق بشدة	4.28	0.784	5/المخاطر المالية الناجمة عن زيادة الرفع المالي تؤثر على الهيكل المالي للشركة
4	محايد	3.36	1.32	6/هناك رغبة مستمرة لدى الشركة لزيادة الديون بدون تخطيط مالي مناسب للمخاطر المالية
2	أوافق بشدة	4.50	0.682	7/اعتماد الشركة الكامل على الديون يؤدي للتعرض للإفلاس والتصفية في حالة العجز عن سداد قيمة الديون وتحمل المخاطر المالية
3	أوافق بشدة	4.45	0.670	8/ارتفاع رصيد المدينين وتعثّر تحصيلهم وتحميل الدخل بالديون المعدومة والمخصصات يؤدي إلى انخفاض ربحية الشركة وزيادة مخاطرها المالية
13	أوافق	4.11	0.952	9/تضطر الشركة لبيع البضاعة بسعر منخفض لمطالبة المولدين باستحقاقاتهم
5	أوافق بشدة	4.33	0.631	10/كلما زاد الاعتماد على مصادر التمويل بالديونية بدون استخدام مؤشرات الرافعة المالية يؤدي ذلك إلى ارتفاع التكلفة التمويلية وزيادة المخاطر المالية
6	أوافق بشدة	4.31	0.636	11/ارتفاع نسب المديونية يقلل من ثقة المؤسسات التمويلية في منح التمويل وذلك لزيادة المخاطر المالية للشركة
12	أوافق	4.13	0.662	12/تحدد المنشأة الحد الأقصى للمديونية مما يقلل سقف الاقتراض ويقلل من المخاطر المالية
10	أوافق بشدة	4.20	0.623	13/انخفاض معدلات أرباح المنشأة يقلل من القدرة على تغطية الأعباء

				المرتبة على الديون وزيادة المخاطر المالية
11	أوافق	4.15	0.672	14/زيادة استخدام أموال المديونية يؤدي الى زيادة التقلبات في عائد المساهمين ويعرض الهيكل المالي للشركة للمخاطر المالية
	أوافق بشدة	4.21	0.759	الإجمالي

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/16) ما يلي:

- 1/ أن جميع العبارات التي تعبر محور (الفرضية الأولى) يزيد متوسطها عن الوسط الفرضي (3) وهذه النتيجة تدل على موافقة أفراد العينة على جميع عبارات محور الفرضية الأولى ..
- 2/ أهم عبارة من عبارات محور (الفرضية الأولى) هي العبارة (الاعتماد على الديون يؤدي إلى زيادة الأعباء الثابتة والمخاطر المالية التي تتحملها الشركة) حيث بلغ متوسط إجابات أفراد العينة على هذه العبارة (4.54) بانحراف معياري (0.563) تليها في المرتبة الثانية العبارة (اعتماد الشركة الكامل على الديون يؤدي للتعرض للإفلاس والتصفية في حالة العجز عن سداد قيمة الديون وتحمل المخاطر المالية) حيث بلغ متوسط العبارة (4.50) بانحراف معياري (0.682).
- 3/ كما يتضح من نتائج التحليل أن أقل عبارة من حيث الموافقة من عبارات محور الفرضية الأولى هي العبارة (هناك رغبة مستمرة لدى الشركة لزيادة الديون بدون

تخطيط مالي مناسب للمخاطر المالية) حيث بلغ متوسط العبارة (3.36) بانحراف

معياري (1.32) .

3/ كما بلغ متوسط جميع العبارات (4.21) بانحراف معياري (0.759) وهذا يدل على

أن غالبية أفراد العينة يوافقون بشدة على جميع العبارات التي تقيس محور الفرضية

الأولى .

ثالثاً " اختبار الفروق (t) لعبارات الفرضية الأولى

يتم استخدام اختبار (t) لاختبار مدى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين-

متوسط إجابات أفراد العينة على عبارات الفرضية والوسط الفرضي-

لدراسة (3)- وفيما يلي جدول يوضح نتائج اختبار (t) لدلالة الفروق-

لعبارات الفرضية الأولى-

جدول رقم (4/2/17) : اختبار الفروق لعبارات الفرضية الأولى

عبارات الفرضية	المتوسط	قيمة (t)	مستوى المعنوية	الدلالة	لصالح
1/الاعتماد على الديون يؤدي إلى زيادة الأعباء الثابتة والمخاطر المالية التي تتحملها الشركة	4.54	33.4	0.000	قبول	الموافقين بشدة
2/درجة المخاطرة التي ترغب إدارة الشركة في تحملها تؤثر في هيكل ديون الشركة	4.27	22.5	0.000	قبول	الموافقين بشدة
3/هيكل الشركة الملائم والمناسب ينعكس على المخاطرة المالية	4.06	14.4	0.000	قبول	الموافقين

الموافقين بشدة	قبول	0.000	17.8	4.23	4/تهتم الشركة بالحصول على القروض بشروط ملائمة وميسرة
الموافقين بشدة	قبول	0.000	19.8	4.28	5/المخاطر المالية الناجمة عن زيادة الرفع المالي تؤثر على الهيكل المالي للشركة
المحايدين	قبول	0.000	3.32	3.36	6/هناك رغبة مستمرة لدى الشركة لزيادة الديون بدون تخطيط مالي مناسب للمخاطر المالية
الموافقين بشدة	قبول	0.000	27.0	4.50	7/اعتماد الشركة الكامل على الديون يؤدي للتعرض للإفلاس والتصفية في حالة العجز عن سداد قيمة الديون وتحمل المخاطر المالية
الموافقين بشدة	قبول	0.000	26.4	4.45	8/ارتفاع رصيد المدينين وتعثر تحصيلهم وتحميل الدخل بالديون المعدومة والمخصصات يؤدي الى انخفاض ربحية الشركة وزيادة مخاطرها المالية
الموافقين	قبول	0.000	13.4	4.11	9/تضطر الشركة لبيع البضاعة بسعر منخفض لمطالبة المولين باستحقاقاتهم
الموافقين بشدة	قبول	0.000	25.8	4.33	10/كلما زاد الاعتماد على مصادر التمويل بالميونية بدون استخدام مؤشرات الرافعة المالية يؤدي ذلك إلى ارتفاع التكلفة التمويلية وزيادة المخاطر المالية
الموافقين بشدة	قبول	0.000	25.2	4.31	11/ارتفاع نسب المديونية يقلل من ثقة المؤسسات التمويلية في منح التمويل وذلك لزيادة المخاطر المالية للشركة
الموافقين	قبول	0.000	20.9	4.13	12/تحدد المنشأة الحد الأقصى للمديونية مما يقلل سقف

					الاقتراض ويقلل من المخاطر المالية
الموافقين بشدة	قبول	0.000	23.5	4.20	13/انخفاض معدلات أرباح المنشأة يقلل من القدرة على تغطية الأعباء المترتبة على الديون وزيادة المخاطر المالية
الموافقين	قبول	0.000	20.9	4.15	14/زيادة استخدام أموال المديونية يؤدي إلى زيادة التقلبات في عائد المساهمين ويعرض الهيكل المالي للشركة للمخاطر المالية
الموافقين بشدة	قبول	0.000	21.1	4.21	الإجمالي

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/17) ما يلي:

1. بلغت قيمة (t) للعبارة الأولى (33.4) بمستوى معنوية (0.000) وهذا القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعليه فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.54) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن الاعتماد على الديون يؤسب إلى زيادة الأعباء الثابتة والمخاطر المالية التي تتحملها الشركة.
2. بلغت قيمة (t) للعبارة الثانية (22.5) بمستوى معنوية (0.000) وهذا القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعليه فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.27) والوسط الفرضي

للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن- سرجة المخاطرة التي-

ترغب إدارة الشركة في تحملها. تؤثر في هيكل ديون الشركة.

3- بلغت قيمة (t) للعبارة الثالثة (14.4) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.06) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن هيكل الشركة الملائم والمناسب. ينعكس على المخاطرة المالية.

4- بلغت قيمة (t) للعبارة الرابعة (17.8) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.23) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن الشركة تهتم بالحصول على القروض بشروط ملائمة وميسرة.

5- بلغت قيمة (t) للعبارة الخامسة (19.8) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.28) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن المخاطر المالية الناجمة عن زيادة الرفع المالي تؤثر على الهيكل المالي للشركة.

6- بلغت قيمة (t) للعبارة السادسة (3,32) بمستوى معنوية (0.001) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (3.36) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح المحايدين على أن هناك رغبة مستمرة لدى الشركة لزيادة الديون بدون تخطيط مالي مناسب للمخاطر المالية.

7- بلغت قيمة (t) للعبارة السابعة (27.02) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.50) والوسط

الفرضي- للدراسة (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- اعتماد الشركة- الكامل- على- الديون- يؤس- للتعرض- للإفلاس- والتصفية- في- حالة العجز- عن- سداد قيمة الديون- وتحمل- المخاطر- المالية-

8- بلغت قيمة (t) للعبارة- الثامنة (26.4) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى المعنوية (5%)، وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة (4.45) والوسط- الفرضي- للدراسة (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- ارتفاع رصيد- المدينين- وتغثر- تحصيلهم- وتحميل- الدخل- بالديون- المعدومة- والمخصصات- يؤس- إلى- انخفاض- ربحية الشركة- وزيادة- مخاطرها المالية-

9- بلغت قيمة (t) للعبارة- التاسعة (13.4) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى المعنوية (5%)، وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة (4.11) والوسط- الفرضي- للدراسة (3) ولصالح الموافقين- على- أن- الشركة- تضطر- لبيع- البضاعة- بسعر- منخفض- لمطلبة الممولين- باستحقاقاتهم-

10- بلغت قيمة (t) للعبارة- العاشرة (25.8) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى المعنوية (5%)، وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة (4.33) والوسط- الفرضي- للدراسة (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أنه كلما زاد- الاعتماد- على- مصادر- التمويل- بالديونية بدون- استخدام- مؤشرات- الرافعة- المالية- يؤس- ذلك- إلى- ارتفاع التكلفة- التمويلية- وزيادة- المخاطر- المالية-

11- بلغت قيمة (t) للعبارة- الحادية عشر (25.2) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى المعنوية (5%)، وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة (4.31) والوسط- الفرضي- للدراسة (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- ارتفاع- نسب- المديونية- يقلل- من- ثقة- المؤسسات- التمويلية- في- منح التمويل- وذلك- لزيادة- المخاطر- المالية- للشركة-

12. بلغت قيمة (t) للعبارة الثانية عشر- (25.05) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%) -وعليه فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.24) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- المنشأة- تحدد الحد الأقصى- للمديونية مما- يقلل- سقف- الاقتراض- ويقلل- من- المخاطر- المالية-

13- بلغت قيمة (t) للعبارة الثالثة عشر- (23.5) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%) -وعليه فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.20) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- انخفاض- معدلات- أرباح المنشأة- يقلل- من- القدرة- على- تغطية الأعباء المترتبة على- الديون- وزيادة المخاطر- المالية-

14- بلغت قيمة (t) للعبارة الرابعة عشر- (20.9) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%) -وعليه فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.15) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- زيادة- استخدام- أموال- المديونية يؤسى- إلى- زيادة- التقلبات- في- عائد المساهمين- ويعرض- الهيكل- المالي- للشركة- للمخاطر- المالية-

15- بلغت قيمة (t) لجميع عبارات- الفرضية الأولى- (21.1) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%) -وعليه فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.21) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- جميع عبارات- فرضية الدراسة- الأولى-

مما تقدم نستنتج أن فرضية الدراسة الأولى والتي نصت على أن : (مؤشرات الرافعة المالية تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية) بنسبة موافقة بلغت (87.3)%.

تحليل بيانات الفرضية الثانية :

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الرفع المالي والأرباح التي تحققها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

لإثبات مدى صحة هذه الفرضية اتبع الباحث الخطوات التالية

أولاً" التوزيع التكراري للعبارات التي تقيس عبارات محور: الفرضية الثانية

جدول رقم (4/2/18) : التوزيع التكراري لعبارات محور عبارات الفرضية الثانية

لا أوافق بشدة		لا أوافق		محايد		أوافق		أوافق بشدة		العبرة
نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	
2	3	0.7	1	2.7	4	39.3	59	55.3	83	1-تساهم الرافعة المالية في زيادة الإنتاج وبالتالي الأرباح
1.3	2	8	12	5.3	8	38	57	47.3	71	2-زيادة قدرة الشركة على الاقتراض يزيد من مقدرتها على منافسة الشركات الأخرى وزيادة أرباحها
0	0	14.7	22	7.3	11	38	57	40	60	3-هناك رؤية واضحة واستخدامات مضمونة لدى الشركة فيما يتعلق باستخدام أموال القروض في عمليات تزيد الأرباح
0.7	1	21.3	32	14.7	22	28.7	43	34.7	52	4-الشركات القليلة الديون أقل مقدرة على

										توليد الأرباح
0	0	6.7	10	11.3	17	42.7	64	39.3	59	5-الشركات المستنديه ينعكس اثر التمويل الدائن إيجابا على تقييم أدائها المالي وأرباحها
1.3	2	3.3	5	6.7	10	53.3	80	35.3	53	6-الأموال السائلة الناتجة عن الاقتراض هي مصادر لتمويل الاستثمارات وتحقيق الربح مستقبلا"
0.7	1	13.3	20	18	27	43.3	65	24.7	37	7-يحقق التمويل بالاقتراض وفورات ضريبية من خلال تخفيض الدخل الخاضع للضريبة مما يزيد أرباح الشركة
0.7	1	12.7	19	6.7	10	55.3	83	24.7	37	8-التمويل عن طريق أموال المديونية يحقق النمو والاستقرار في أرباح الشركات المدرجة بالسوق المالي
0	0	0.7	1	5.3	8	62	93	32	48	9-لضمان سهولة الحصول على تمويل من مصادر خارجية تقوم المنشأة بتحسين أرباحها
0.7	1	6.7	10	8.7	13	50	75	34	51	10-مؤشرات الرفع المالي تزيد الثقة في متانة الهيكل المالي مما يزيد من الأرباح
0	0	4.7	7	2.7	4	60	90	32.7	49	11-وفرة التدفقات النقدية تمكن الشركة من استخدام المزيد من أموال المديونية في هيكلها المالي مما ينعكس على الأرباح
0	0	2.7	4	10.7	16	55.3	83	31.3	47	12-تسهم الأسواق المالية في توفر أموال المديونية التي تؤدي لتحقيق الأرباح
0	0	2	3	6	9	57.3	86	34.7	52	13-النمو والتوسع في أنشطة الشركة يوفر الاستخدام الأمثل لأموال المديونية والتي يمكن أن تحقق مزيدا من الأرباح
0.7	1	1.3	2	6.7	10	60.7	91	30.7	46	14-الإيرادات المحققة من أموال الرفع المالي تزيد أرباح الشركات
0	0	1.3	2	7.3	11	60.7	91	30.7	46	15-يساعد الرفع المالي على زيادة أرباح

									الشركات إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة الاقتراض
0.7	1	4	6	7.3	11	58.7	88	29.3	44
0.5	13	6.5	156	8	191	50.2	1205	34.8	835
									الشركة
									مجموع العبارات

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/18) ما يلي:

1. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الرافعة المالية تساهم في زيادة الإنتاج وبالتالي الأرباح حيث بلغت نسبتهم (94.3) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على

ذلك (2.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم)

(2.7) % .

2. أن غالبية أفراد العينة يوافقون أن-زيادة قدرة الشركة على الاقتراض يزيد من

مقرتها على منافسة الشركات الأخرى وزيادة أرباحها حيث بلغت نسبتهم (85.3) %

بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (9.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا

إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (5.3) % .

3. أن غالبية أفراد العينة غير يوافقون على أن هناك رؤية واضحة واستخدامات

مضمونة لدى الشركة فيما يتعلق باستخدام أموال القروض في عمليات تزيد الأرباح

- حيث بلغت نسبتهم (78) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (14.7) %.
- أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (7.3) %.
4. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الشركات القليلة الديون أقل مقدرة على توليد الأرباح حيث بلغت نسبتهم (63.4) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (22) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (14.7) %.
5. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الشركات المستنديه ينعكس اثر التمويل الدائن إيجابا على تقييم أدائها المالي وأرباحها حيث بلغت نسبتهم (82) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (6.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (11.3) %.
6. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الأموال السائلة الناتجة عن الاقتراض هي مصادر لتمويل الاستثمارات وتحقيق الربح مستقبلا" حيث بلغت نسبتهم (88.6) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (4.6) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6.7) %.
7. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن التمويل بالاقتراض يحقق وفورات ضريبية من خلال تخفيض الدخل الخاضع للضريبة مما يزيد أرباح الشركة حيث بلغت

نسبتهم (68) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (14) % . أما أفراد العينة

والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (18) % .

8. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن التمويل عن طريق أموال المديونية يحقق

النمو والاستقرار في أرباح الشركات المدرجة بالسوق المالي حيث بلغت نسبتهم (80)

% بينما بلغت نسبة الموافقين على ذلك (13.4) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا

إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6.7) % .

9. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن لضمان سهولة الحصول على تمويل من

مصادر خارجية تقوم المنشأة بتحسين أرباحها حيث بلغت نسبتهم (94) % بينما

بلغت نسبة الموافقين على ذلك (0.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات

محددة فقد بلغت نسبتهم (5.3) % .

10. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن مؤشرات الرفع المالي تزيد الثقة في متانة

الهيكل المالي مما يزيد من الأرباح حيث بلغت نسبتهم (84) % بينما بلغت نسبة

الموافقون على ذلك (7.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد

بلغت نسبتهم (8.7) % .

11. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن وفرة التدفقات النقدية تمكن الشركة من

استخدام المزيد من أموال المديونية في هيكلها المالي مما ينعكس على الأرباح حيث

بلغت نسبتهم (92.7) % بينما بلغت نسبة الموافقون على ذلك (4.7) % . أما أفراد

العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (2.7) % .

12. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الأسواق المالية تسهم في توفر أموال

المديونية التي تؤدي لتحقيق الأرباح حيث بلغت نسبتهم (86.6) % بينما بلغت نسبة

الموافقون على ذلك (2.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد

بلغت نسبتهم (10.7) % .

13. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن النمو والتوسع في أنشطة الشركة يوفر

الاستخدام الأمثل لأموال المديونية والتي يمكن أن تحقق مزيداً من الأرباح حيث بلغت

نسبتهم (92) % بينما بلغت نسبة الموافقون على ذلك (2) % . أما أفراد العينة

والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6) % .

14. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الإيرادات المحققة من أموال الرفع المالي

تزيد أرباح الشركات حيث بلغت نسبتهم (91.4) % بينما بلغت نسبة الموافقون على

ذلك (2) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6.7)

% .

15. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الرفع المالي يساعد على زيادة أرباح

الشركات إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة الاقتراض حيث بلغت نسبتهم)

91.4% بينما بلغت نسبة الموافقون على ذلك (1.3)%. أما أفراد العينة والذين لم

يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (7.3) %.

16. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الاستخدام المتزايد للرافعة المالية له أثر

ايجابي على السيولة قصيرة الأجل وأرباح الشركة حيث بلغت نسبتهم (88) % بينما

بلغت نسبة الموافقون على ذلك (4.7)%. أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات

محددة فقد بلغت نسبتهم (7.3) %.

17. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على جميع العبارات التي تقيس محور (الفرضية

الثانية) حيث بلغت نسبتهم (85) % بينما بلغت نسبة غير الموافقون على ذلك (7)

% . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (8) %.

ثانياً " الإحصاء الوصفي للعبارات التي تقيس الفرضية الثانية

حيث يتم حساب كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكل عبارات محور

الدراسة ويتم مقارنة الوسط الحسابي للعبارة بالوسط الفرضي للدراسة (3) حيث

تتحقق الموافقة على الفقرات إذا كان الوسط الحسابي للعبارة أكبر من الوسط الفرضي

(3)، وتتحقق عدم الموافقة إذا كان الوسط الحسابي أقل من الوسط الفرضي. وإذا كان

الانحراف المعياري للعبارة يقترب من الواحد الصحيح فهذا يدل على تجانس الإجابات

بين أفراد العينة.

فيما يلي جدول يوضح الوسط والانحراف المعياري والأهمية النسبية للعبارات التي

تقيس الفرضية الثانية وترتيبها وفقاً لإجابات المستقصى منهم .

جدول- رقم1(4/2)- الإحصاء الوصفي- لعبارة محور- الفرضية- الثانية

الترتيب	الدالة	المتوسط	الانحراف المعياري	العبارات
1	أوافق بشدة	4.45	0.764	1-تساهم الرافعة المالية في زيادة الإنتاج وبالتالي الأرباح
4	أوافق بشدة	4.22	0.961	2-زيادة قدرة الشركة على الاقتراض يزيد من مقرتها على منافسة الشركات الأخرى وزيادة أرباحها
13	أوافق	4.03	1.03	3-هناك رؤية واضحة واستخدامات مضمونة لدى الشركة فيما يتعلق باستخدام أموال القروض في عمليات تزيد الأرباح
16	أوافق	3.75	1.16	4-الشركات القليلة الديون أقل مقدرة على توليد الأرباح
8	أوافق	4.15	0.867	5-الشركات المستنديه ينعكس اثر التمويل الدائن إيجابا على تقييم أدائها المالي وأرباحها
7	أوافق	4.18	0.803	6-الأموال السائلة الناتجة عن الاقتراض هي مصادر لتمويل الاستثمارات وتحقيق الربح مستقبلا"
15	أوافق	3.78	0.989	7-يحقق التمويل بالاقتراض وفورات ضريبية من خلال تخفيض الدخل الخاضع للضريبة مما يزيد أرباح الشركة
14	أوافق	3.90	0.936	8-التمويل عن طريق أموال المديونية يحقق النمو والاستقرار في أرباح الشركات المدرجة بالسوق المالي
3	أوافق بشدة	4.25	0.581	9-لضمان سهولة الحصول على تمويل من مصادر خارجية تقوم المنشأة بتحسين أرباحها
12	أوافق	4.10	0.865	10-مؤشرات الرفع المالي تزيد الثقة في متانة الهيكل المالي مما يزيد من الأرباح

6	أوافق بشدة	4.20	0.707	11-وفرة التدفقات النقدية تمكن الشركة من استخدام المزيد من أموال المديونية في هيكلها المالي مما ينعكس على الأرباح
10	أوافق	4.15	0.711	12-تسهم الأسواق المالية في توفر أموال المديونية التي تؤدي لتحقيق الأرباح
2	أوافق بشدة	4.26	0.654	13-النمو والتوسع في أنشطة الشركة يوفر الاستخدام الأمثل لأموال المديونية والتي يمكن أن تحقق مزيدا من الأرباح
9	أوافق	4.19	0.672	14-الإيرادات المحققة من أموال الرفع المالي تزيد أرباح الشركات
5	أوافق بشدة	4.21	0.627	15-يساعد الرفع المالي على زيادة أرباح الشركات إذا كان معدل العائد الداخلي اكبر من تكلفة الاقتراض
11	أوافق	4.12	0.759	16-الاستخدام المتزايد للرافعة المالية له أثر ايجابي على السيولة قصيرة الأجل وأرباح الشركة
	أوافق	4.12	0.817	الإجمالي

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/19) ما يلي:

1/ أن جميع العبارات التي تعبر محور (الفرضية الثانية) يزيد متوسطها عن الوسط الفرضي (3) وهذه النتيجة تدل على موافقة أفراد العينة على جميع عبارات محور الفرضية الثانية ..

2/ أهم عبارة من عبارات محور (الفرضية الثانية) هي العبارة (تساهم الرافعة المالية في زيادة الإنتاج وبالتالي الأرباح) حيث بلغ متوسط إجابات أفراد العينة على هذه

العبرة (4.45) بانحراف معياري (0.764) تليها في المرتبة الثانية العبرة (النمو والتوسع في أنشطة الشركة يوفر الاستخدام الأمثل لأموال المديونية والتي يمكن أن تحقق مزيداً من الأرباح) حيث بلغ متوسط العبرة (4.26) بانحراف معياري (0.654).

3/ كما يتضح من نتائج التحليل أن أقل عبرة من حيث الموافقة من عبارات محور الفرضية الثانية هي العبرة (الشركات القليلة الديون أقل مقدرة على توليد الأرباح) حيث بلغ متوسط العبرة (3.75) بانحراف معياري (1.16).

3/ كما بلغ متوسط جميع العبارات (4.12) بانحراف معياري (0.817) وهذا يدل على أن غالبية أفراد العينة يوافقون على جميع العبارات التي تقيس محور الفرضية الثانية .

ثالثاً اختبار الفروق (t) لعبارات الفرضية الثانية

يتم استخدام اختبار (t) لاختبار مدى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على عبارات الفرضية والوسط الفرضي للدراسة (3)ـ وفيما يلي جدول يوضح نتائج اختبار (t) لدلالة الفروق لعبارات الفرضية الثانيةـ

جدول رقم (4/2/20) : اختبار الفروق لعبارات الفرضية الثانية

عبارات الفرضية	المتوسط	قيمة (t)	مستوى المعنوية	الدلالة	لصالح
----------------	---------	----------	----------------	---------	-------

الموافقين	قبول	0.000	23.2	4.45	1-تساهم الرافعة المالية في زيادة الإنتاج وبالتالي الأرباح
الموافقين	قبول	0.000	15.5	4.22	2-زيادة قدرة الشركة على الاقتراض يزيد من مقرتها على منافسة الشركات الأخرى وزيادة أرباحها
الموافقين	قبول	0.000	12.2	4.03	3-هناك رؤية واضحة واستخدامات مضمونة لدى الشركة فيما يتعلق باستخدام أموال القروض في عمليات تزيد الأرباح
الموافقين	قبول	0.000	7.9	3.75	4-الشركات القليلة الديون أقل مقدرة على توليد الأرباح
الموافقين	قبول	0.000	16.1	4.15	5-الشركات المستندية ينعكس اثر التمويل الدائن إيجابا على تقييم أدائها المالي وأرباحها
الموافقين	قبول	0.000	17.9	4.18	6-الأموال السائلة الناتجة عن الاقتراض هي مصادر لتمويل الاستثمارات وتحقيق الربح مستقبلا"
الموافقين	قبول	0.000	9.6	3.78	7-يحقق التمويل بالاقتراض وفورات ضريبية من خلال تخفيض الدخل الخاضع للضريبة مما يزيد أرباح الشركة
الموافقين	قبول	0.000	11.8	3.90	8-التمويل عن طريق أموال المديونية يحقق النمو والاستقرار في أرباح الشركات المدرجة بالسوق المالي
الموافقين	قبول	0.000	26.4	4.25	9-لضمان سهولة الحصول على تمويل من مصادر خارجية تقوم المنشأة بتحسين أرباحها
الموافقين	قبول	0.000	15.5	4.10	10-مؤشرات الرفع المالي تزيد الثقة في متانة الهيكل المالي مما يزيد من الأرباح
الموافقين	قبول	0.000	20.8	4.20	11-وفرة التدفقات النقدية تمكن الشركة من استخدام المزيد من أموال المديونية في هيكلها المالي مما ينعكس على

					الأرباح
الموافقين	قبول	0.000	19.8	4.15	12-تسهم الأسواق المالية في توفر أموال المديونية التي تؤدي لتحقيق الأرباح
الموافقين	قبول	0.000	23.3	4.25	13-النمو والتوسع في أنشطة الشركة يوفر الاستخدام الأمثل لأموال المديونية والتي يمكن أن تحقق مزيداً من الأرباح
الموافقين	قبول	0.000	21.7	4.19	14-الإيرادات المحققة من أموال الرفع المالي تزيد أرباح الشركات
الموافقين	قبول	0.000	23.5	4.21	15-يساعد الرفع المالي على زيادة أرباح الشركات إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة الاقتراض
الموافقين	قبول	0.000	18.1	4.12	16-الاستخدام المتزايد للرافعة المالية له أثر إيجابي على السيولة قصيرة الأجل وأرباح الشركة
الموافقين	قبول	0.000	17.7	4.12	الإجمالي

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/20) ما يلي:

1. بلغت قيمة (t) للعبارة الأولى (23.2) بمستوى معنوية (0.000) وهذا القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعليه فأن ذلك يشير الى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.45) والوسط الفرضي—

للمراسلة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن تساهم الرافعة المالية

في زيادة الإنتاج وبالتالي الأرباح.

2- بلغت قيمة (t) للعبارة الثانية (-15.5) بمستوى معنوية (-0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.22) والوسط الفرضي للمراسلة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن زيادة قدرة الشركة على الاقتراض يزيد من مقرتها على منافسة الشركات الأخرى وزيادة أرباحها.

3- بلغت قيمة (t) للعبارة الثالثة (-12.2) بمستوى معنوية (-0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.03) والوسط الفرضي للمراسلة (3) ولصالح الموافقين على أن هناك رؤية واضحة واستخدمات مضمونة لدى الشركة فيما يتعلق باستخدام أموال القروض في عمليات تزيد الأرباح.

4- بلغت قيمة (t) للعبارة الرابعة (-7.9) بمستوى معنوية (-0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (3.75) والوسط الفرضي للمراسلة (3) ولصالح الموافقين على أن الشركات القليلة الديون أقل مقدرية على توليد الأرباح.

5- بلغت قيمة (t) للعبارة الخامسة (-16.1) بمستوى معنوية (-0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (-4.15) والوسط الفرضي للمراسلة (3) ولصالح الموافقين على أن الشركات المستنديه ينعكس اثر التمويل السائن إيجابا على تقييم أدائها المالي وأرباحها.

6- بلغت قيمة (t) للعبارة السادسة (-17.9) بمستوى معنوية (-0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى

وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.18) والوسط-
الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- على- أن- الأموال- السائلة-
الناجمة- عن- الاقتراض- هي- مصادر- لتمويل- الاستثمارات- وتحقيق- الربح
مستقبلاً".

7- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- السابعة- (9.6) بمستوى- معنوية- (0.001) وهذه-
القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%) وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود
فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (3.78) والوسط- الفرضي-
للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- على- أن- التمويل- بالاقتراض- يحقق-
وفورات- ضريبية- من- خلال- تخفيض- الدخل- الخاضع للضريبة- مما- يزيد- أرباح-
الشركة-

8- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- الثامنة- (11.8) بمستوى- معنوية (0.000)
وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%) وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى-
وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (3.90) والوسط-
الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- على- أن- التمويل- عن- طريق-
أموال- المديونية يحقق- النمو- والاستقرار- في- أرباح الشركات- المدرجة-
بالسوق- المالي-

9- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- التاسعة- (26.4) بمستوى- معنوية (0.000)
وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%) وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى-
وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.25) والوسط-
الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- لضمان- سهولة-
الحصول- على- تمويل- من- مصادر- خارجية- تقوم- المنشأة- بتحسين- أرباحها-

10- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- العاشرة- (15.5) بمستوى- معنوية (0.000)
وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%) وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى-
وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.10) والوسط-
الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- على- أن- مؤشرات- الرفع المالي-
تزيد الثقة- في- متانة الهيكل- المالي- مما- يزيد- من- الأرباح-

11- بلغت قيمة (t) للعبارة الحادية عشر- (20.8)- بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%-). وعلية فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.20) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3). ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- وفرة- التدفقات- النقدية- تمكن- الشركة- من- استخام- المزيد- من- أموال- المديونية- في- هيكلها- المالي- مما- ينعكس- على- الأرباح.

12- بلغت قيمة (t) للعبارة الثانية عشر- (19.8)- بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%-). وعلية فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.15) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3). ولصالح الموافقين- على- أن- تسهم- الأسواق- المالية- في- توفر- أموال- المديونية- التي- تؤسى- لتحقيق- الأرباح.

13- بلغت قيمة (t) للعبارة الثالثة عشر- (23.3)- بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%-). وعلية فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.25) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3). ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- النمو- والتوسع- في- أنشطة- الشركة- يوفر- الاستخدام- الأمثل- لأموال- المديونية- والتي- يمكن- أن- تحقق- مزيبا- من- الأرباح.

14- بلغت قيمة (t) للعبارة الرابعة عشر- (21.7)- بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%-). وعلية فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.19) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3). ولصالح الموافقين- على- أن- مؤشرات- الرفع- المالي- تزيد- الثقة- في- متانة- الهيكل- المالي- مما- يزيد- من- الأرباح.

15- بلغت قيمة (t) للعبارة الخامسة عشر- (23.5)- بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%-). وعلية فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.25) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3). ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- الرفع-

المالي يساعد على زيادة أرباح الشركات إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة الاقتراض.

16. بلغت قيمة (t) للعبارة السادسة عشر (18.07) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.12) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن الاستخدام المتزايد للرافعة المالية له أثر إيجابي على السيولة قصيرة الأجل وأرباح الشركة.

17. بلغت قيمة (t) لجميع عبارات الفرضية الثانية (17.7) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.12) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على جميع عبارات محور الفرضية الثانية.

مما تقدم نستنتج أن فرضية الدراسة الثانية والتي نصت على أن : (هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الرفع المالي والأرباح التي تحققها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية) يعتبر فرض مقبول بنسبة موافقة بلغت (85)%.

تحليل بيانات الفرضية الثالثة :

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الرفع المالي والربح المتوقع للسهم في الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

لإثبات مدى صحة هذه الفرضية اتبع الباحث الخطوات التالية

أولاً: التوزيع التكراري للعبارات التي تقيس عبارات محور: الفرضية الثالثة

جدول رقم (4/2/21) : التوزيع التكراري لعبارات محور عبارات الفرضية الثالثة

لا أوافق بشدة		لا أوافق		محايد		أوافق		أوافق بشدة		العبارة
نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	
0	0	4.7	7	3.3	5	36.7	55	55.3	83	1-القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفادة من استثمار أموال الاقتراض ذات التكلفة الأقل
0	0	3.3	5	5.3	8	38.7	58	52.7	79	2-توجد علاقة دالية موجبة بين القيمة السوقية للسهم والرفع المالي للشركة
0.7	1	3.3	5	2	3	47.3	71	46.7	70	3-يتأثر سعر السهم في السوق المالي بنتائج تحليل الهيكل التمويلي للشركات
1.3	2	2.7	4	4	6	41.3	62	50.7	76	4-تفضل إدارة المنشأة الاتجاه نحو إصدار الأسهم عند احتياجها للأموال
0.7	1	1.3	2	8	12	43.3	65	46.7	70	5-استخدام الرفع المالي يزيد من الربح المتوقع للسهم
0	0	6.7	10	10	15	44.7	67	38.7	58	6-ورود معلومات جديدة إلى السوق عن الأسهم تؤدي إلى انتقال منحى الطلب على الأسهم
0	0	0	0	5.3	8	40.7	61	54	81	7-توزيعات الأرباح تزيد من ثقة الجهات الدائنة في الشركة
0	0	2	3	4.7	7	54.7	82	38.7	58	8-التوزيعات المتوقعة والمعتمدة أساس لتقييم القيمة السوقية للأسهم
0	0	3.3	5	6.7	10	56.7	85	33.3	50	9-قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة تساهم في زيادة القيمة السوقية للمنشأة ككل

0	0	2.7	4	8.7	13	56	84	32.7	49	10-سياسة التوزيعات المعلنة من الشركة تساهم في زيادة الرافعة المالية
0	0	2	3	5.3	8	62.7	94	30	45	11-توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المنشأة والمستندة الى مركزها الائتماني تعمل على زيادة قيمة المنشأة
0	0	0.7	1	4	6	52	78	43.3	65	12-زيادة السعر السوقي للأسهم يجذب المستثمرين ويضمن احتفاظهم بالسهم لأطول مدة
1.3	2	14	21	10.7	16	48.7	73	25.3	38	13-الاعتماد على الديون يزيد الأرباح الموزعة على حملة الأسهم
0	0	4.7	7	12	18	58	87	25.3	38	14-الرفع المالي يزيد من الربح الجاري للسهم
2	3	6.7	10	12.7	19	53.3	80	25.3	38	15-التمويل بالديونية يزيد من قيمة السهم العادي حسب العائد المتوقع
0.7	1	5.3	8	10	15	56	84	28	42	16-الرفع المالي يساهم في ثبات التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائد استثماره
0.7	1	2.7	4	6.7	10	66	99	24	36	17-الأرباح الموزعة تعطى مؤشر ايجابي لإمكانية زيادة رأس مال الشركة عن طريق أموال الديونية
1.3	2	1.3	2	4	6	63.3	95	30	45	18-تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة
0.5	13	3.7	101	6.9	185	51.1	1380	37.8	1021	مجموع العبارات

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/21) ما يلي :

1. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفادة من استثمار أموال الاقتراض ذات التكلفة الأقل حيث بلغت نسبتهم (92) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (4.7) % أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (3.3) %.

2. أن غالبية أفراد العينة يوافقون وجود علاقة دالية موجبة بين القيمة السوقية للسهم والرفع المالي للشركة حيث بلغت نسبتهم (91.4) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (3.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (5.3) %.

3. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن سعر السهم في السوق المالي يتأثر بنتائج تحليل الهيكل التمويلي للشركات حيث بلغت نسبتهم (94) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (4) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (2) %.

4. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن إدارة المنشأة تفضل الاتجاه نحو إصدار الأسهم عند احتياجها للأموال حيث بلغت نسبتهم (92) % بينما بلغت نسبة الموافقين على ذلك (4) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (4) %.

5. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن استخدام الرفع المالي يزيد من الربح المتوقع للسهم حيث بلغت نسبتهم (90) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (2) %.
- أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (8) %.
6. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن ورود معلومات جديدة إلى السوق عن الأسهم تؤدي إلى انتقال منحنى الطلب على الأسهم حيث بلغت نسبتهم (83.4) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (6.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (10) %.
7. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن توزيعات الأرباح تزيد من ثقة الجهات الدائنة في الشركة حيث بلغت نسبتهم (94.7) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (0) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (5.3) %.
8. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن التوزيعات المتوقعة والمعتمدة أساس لتقييم القيمة السوقية للأسهم حيث بلغت نسبتهم (93.4) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (2) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (4.7) %.
9. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة تساهم في زيادة القيمة السوقية للنشأة ككل حيث بلغت نسبتهم (90) % بينما بلغت

نسبة غير الموافقون على ذلك (3.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات

محددة فقد بلغت نسبتهم (6.7) % .

10. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن سياسة التوزيعات المعلنة من الشركة

تساهم في زيادة الرافعة المالية حيث بلغت نسبتهم (88.7) % بينما بلغت نسبة غير

الموافقون على ذلك (2.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد

بلغت نسبتهم (8.7) % .

11. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المنشأة

والمستندة إلى مركزها الائتماني تعمل على زيادة قيمة المنشأة حيث بلغت نسبتهم ()

(92.7) % بينما بلغت نسبة غير الموافقون على ذلك (2) % . أما أفراد العينة والذين

لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (5.3) % .

12. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن زيادة السعر السوقي للأسهم يجذب

المستثمرين ويضمن احتفاظهم بالسهم لأطول مدة حيث بلغت نسبتهم (95.3) %

بينما بلغت نسبة غير الموافقون على ذلك (0.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا

إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (4) % .

13. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الاعتماد على الديون يزيد الأرباح الموزعة

على حملة الأسهم حيث بلغت نسبتهم (74) % بينما بلغت نسبة غير الموافقون على

ذلك (15.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم)

(10.7) % .

14. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الرفع المالي يزيد من الربح الجاري للسهم

حيث بلغت نسبتهم (83.3) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (4.7) % .

أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (12) % .

15. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن التمويل بالديونية يزيد من قيمة السهم

العادي حسب العائد المتوقع حيث بلغت نسبتهم (78.6) % بينما بلغت نسبة غير

الموافقون على ذلك (8.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد

بلغت نسبتهم (12.7) % .

16. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الرفع المالي يساهم في ثبات التوقيت الذي

يحصل فيه المستثمر على عائد استثماره حيث بلغت نسبتهم (84) % بينما بلغت

نسبة غير الموافقين على ذلك (6) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة

فقد بلغت نسبتهم (10) % .

17. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الأرباح الموزعة تعطى مؤشر ايجابي

لمكانية زيادة رأس مال الشركة عن طريق أموال المديونية حيث بلغت نسبتهم (90)

% بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (3.3) % . أما أفراد العينة والذين لم

يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6.7) % .

18. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن القيمة السوقية للسهم تتأثر بصافي الربح

المتوقع للسهم بعد الضريبة حيث بلغت نسبتهم (93.3) % بينما بلغت نسبة غير

الموافقون على ذلك (2.6) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد

بلغت نسبتهم (4) %.

19. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على جميع العبارات التي تقيس محور (الفرضية

الثالثة) حيث بلغت نسبتهم (88.9) % بينما بلغت نسبة غير الموافقون على ذلك (

4.7) % أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6.4) %.

ثانياً الإحصاء الوصفي للعبارات التي تقيس الفرضية الثالثة

حيث يتم حساب كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكل عبارات محور

الدراسة ويتم مقارنة الوسط الحسابي للعبارة بالوسط الفرضي للدراسة (3) حيث

تتحقق الموافقة على الفقرات إذا كان الوسط الحسابي للعبارة أكبر من الوسط الفرضي (

3)، وتتحقق عدم الموافقة إذا كان الوسط الحسابي أقل من الوسط الفرضي . فيما يلي

جدول يوضح الوسط والانحراف المعياري والأهمية النسبية للعبارات التي تقيس

الفرضية الأولى وترتيبها وفقاً لإجابات المستقصى منهم .

جدول رقم (4/2/22): الإحصاء الوصفي لعبارات محور الفرضية الثالثة

الترتيب	الدالة	المتوسط	الانحراف المعياري	العبارات
2	أوافق بشدة	4.43	0.771	1-القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفادة من استثمار أموال الاقتراض ذات التكلفة الأقل
3	أوافق بشدة	4.41	0.742	2-توجد علاقة دالية موجبة بين القيمة السوقية للسهم والرفع المالي

				للشركة
6	أوافق بشدة	4.36	0.744	3-يتأثر سعر السهم في السوق المالي بنتائج تحليل الهيكل التمويلي للشركات
5	أوافق بشدة	4.37	0.798	4-تفضل إدارة المنشأة الاتجاه نحو إصدار الأسهم عند احتياجها للأموال
7	أوافق بشدة	4.34	0.740	5-استخدام الرفع المالي يزيد من الربح المتوقع للسهم
12	أوافق	4.15	0.857	6-ورود معلومات جديدة الى السوق عن الأسهم تؤدي إلى انتقال منحى الطلب على الأسهم
1	أوافق بشدة	4.49	0.599	7-توزيعات الأرباح تزيد من ثقة الجهات الدائنة في الشركة
8	أوافق بشدة	4.30	0.652	8-التوزيعات المتوقعة والمعتمدة أساس لتقييم القيمة السوقية للأسهم
10	أوافق بشدة	4.20	0.704	9-قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة تساهم في زيادة القيمة السوقية للمنشأة ككل
11	أوافق	4.19	0.698	10-سياسة التوزيعات المعلنة من الشركة تساهم في زيادة الرافعة المالية
9	أوافق بشدة	4.21	0.627	11-توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المنشأة والمستندة إلى مركزها الائتماني تعمل على زيادة قيمة المنشأة
4	أوافق بشدة	4.38	0.598	12-زيادة السعر السوقي للأسهم يجذب المستثمرين ويضمن احتفاظهم بالسهم لأطول مدة
18	أوافق	3.83	1.01	13-الاعتماد على الديون يزيد الأرباح الموزعة على حملة الأسهم
16	أوافق	4.04	0.749	14-الرفع المالي يزيد من الربح الجاري للسهم
17	أوافق	3.93	0.909	15-التمويل بالمدىونية يزيد من قيمة السهم العادي حسب العائد

				المتوقع
15	أوافق	4.05	0.809	16-الرفع المالي يساهم في ثبات التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائد استثماره
14	أوافق	4.10	0.682	17-الأرباح الموزعة تعطى مؤشر ايجابي لإمكانية زيادة رأس مال الشركة عن طريق أموال المديونية
13	أوافق	4.19	0.692	18-تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة
	أوافق بشدة	4.22	0.743	الإجمالي

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/22) ما يلي :

1/ أن جميع العبارات التي تعبر محور (الفرضية الثالثة) يزيد متوسطها عن الوسط الفرضي (3) وهذه النتيجة تدل على موافقة أفراد العينة على جميع عبارات محور الفرضية الثالثة ..

2/ أهم عبارة من عبارات محور (الفرضية الثالثة) هي العبارة (توزيعات الأرباح تزيد من ثقة الجهات الدائنة في الشركة) حيث بلغ متوسط إجابات أفراد العينة على هذه العبارة (4.49) بانحراف معياري (0.599) تليها في المرتبة الثانية العبارة (القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفادة من استثمار أموال الافتراض ذات التكلفة الأقل) حيث بلغ متوسط العبارة (4.43) بانحراف معياري (0.771).

3/ كما يتضح من نتائج التحليل أن أقل عبارة من حيث الموافقة من عبارات محور.

الفرضية الثالثة العبارة (الاعتماد على الديون- يزيد الأرباح الموزعة على حملة.

الأسهم) حيث بلغ متوسط العبارة (3) بانحراف معياري (1) .

3/ كما بلغ متوسط جميع العبارات (4) بانحراف معياري (0.74) وهذا يدل على.

أن غالبية أفراد العينة يولفون على جميع العبارات التي مختبر الفرضية الثالثة.

.

ثالثاً اختبار الفروق (t) لعبارات الفرضية الثالثة

يتم استخدام اختبار (t) لاختبار مدى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين

متوسط إجابات أفراد العينة على عبارات الفرضية والوسط الفرضي.

لدراسة (3) وفيما يلي جدول يوضح نتائج اختبار (t) لدلالة الفروق.

لعبارات الفرضية الثالثة.

جدول رقم (4/2/23) اختبار الفروق لعبارات الفرضية الثالثة

عبارات الفرضية	المتوسط	قيمة (t)	مستوى المعنوية	الدلالة	لصالح
1-القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفادة من استثمار أموال الاقتراض ذات التكلفة الأقل	4.43	22.6	0.000	قبول	الموافقين
2-توجد علاقة دالية موجبة بين القيمة السوقية للسهم والرفع المالي للشركة	4.41	23.1	0.000	قبول	الموافقين
3-يتأثر سعر السهم في السوق المالي بنتائج تحليل الهيكل التمويلي للشركات	4.36	22.3	0.000	قبول	الموافقين
4-تفضل إدارة المنشأة الاتجاه نحو إصدار الأسهم عند احتياجها للأموال	4.37	21.05	0.000	قبول	الموافقين
5-استخدام الرفع المالي يزيد من الربح المتوقع للسهم	4.34	22.1	0.000	قبول	الموافقين
6-ورود معلومات جديدة إلى السوق عن الأسهم تؤدي إلى انتقال منحى الطلب على الأسهم	4.15	16.4	0.000	قبول	الموافقين
7-توزيعات الأرباح تزيد من ثقة الجهات الدائنة في الشركة	4.49	30.3	0.000	قبول	الموافقين
8-التوزيعات المتوقعة والمعتمدة أساس لتقييم القيمة السوقية للأسهم	4.30	24.3	0.000	قبول	الموافقين
9-قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة تساهم في زيادة القيمة السوقية للمنشأة ككل	4.20	20.8	0.000	قبول	الموافقين
10-سياسة التوزيعات المعلنة من الشركة تساهم في زيادة	4.19	20.7	0.000	قبول	الموافقين

الرافعة المالية					
الموافقين	قبول	0.000	23.5	4.21	11-توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المنشأة والمستندة إلى مركزها الائتماني تعمل على زيادة قيمة المنشأة
الموافقين	قبول	0.000	28.2	4.38	12-زيادة السعر السوقي للأسهم يجذب المستثمرين ويضمن احتفاظهم بالسهم لأطول مدة
الموافقين	قبول	0.000	10.04	3.83	13-الاعتماد على الديون يزيد الأرباح الموزعة على حملة الأسهم
الموافقين	قبول	0.000	16.9	4.04	14-الرفع المالي يزيد من الربح الجاري للسهم
الموافقين	قبول	0.000	12.5	3.93	15-التمويل بالميديونية يزيد من قيمة السهم العادي حسب العائد المتوقع
الموافقين	قبول	0.000	15.9	4.05	16-الرفع المالي يساهم في ثبات التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائد استثماره
الموافقين	قبول	0.000	19.7	4.10	17-الأرباح الموزعة تعطى مؤشر ايجابي لإمكانية زيادة رأس مال الشركة عن طريق أموال المديونية
الموافقين	قبول	0.000	21.1	4.19	18-تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة
الموافقين	قبول	0.000	20.6	4.22	الإجمالي

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/23) ما يلي :

1- بلغت قيمة (t) للعبارة الأولى (22.6) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.43) والوسط الفرضي للدراسة (3). ولصالح الموافقين بشدة على أن القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفالة من استثمار أموال الاقتراض ذات التكلفة الأقل.

2- بلغت قيمة (t) للعبارة الثانية (23.1) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.41) والوسط الفرضي للدراسة (3). ولصالح الموافقين بشدة على وجود علاقة دالية موجبة بين القيمة السوقية للسهم والرفع المالي للشركة.

3- بلغت قيمة (t) للعبارة الثالثة (22.3) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.36) والوسط الفرضي للدراسة (3). ولصالح الموافقين بشدة على أن سعر السهم في السوق المالي يتأثر بنتائج تحليل الهيكل التمويلي للشركات.

4- بلغت قيمة (t) للعبارة الرابعة (21.05) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.36) والوسط الفرضي للدراسة (3). ولصالح الموافقين بشدة على أن إدرة المنشأة تفضل الاتجاه نحو إصدار الأسهم عند احتياجها للأموال.

5- بلغت قيمة (t) للعبارة الخامسة (22.1) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.34) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن استخدام الرفع المالي يزيد من الربح المتوقع للسهم.

6- بلغت قيمة (t) للعبارة السادسة (16.4) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.15) والوسط الفرضي للدراسة (3). ولصالح الموافقين على أن ورود معلومات جديدة إلى السوق عن الأسهم تؤدى إلى انتقال منحى الطلب على الأسهم.

7- بلغت قيمة (t) للعبارة السابعة (30.3) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.49) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن توزيعات الأرباح تزيد من ثقة الجهات الدائنة في الشركة.

8- بلغت قيمة (t) للعبارة الثامنة (20.39) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.01) والوسط

الفرضي- للدراسة. (3) ولصالح الموافقين- على- أن- التوزيعات- المتوقعة- والمعتمدة- أساس- لتقييم- القيمة- السوقية- للأسهم-

9- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- التاسعة- (20.8)- بمستوى- معنوية (0.000) وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%-). وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.20) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3)- ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- قيمة- السهم- في- حالة- التوزيعات- الثابتة تساهم- في- زيادة- القيمة- السوقية- للنشأة- ككل-

10- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- العاشرة- (20.7)- بمستوى- معنوية (0.000) وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%-). وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.19) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- على- أن- سياسة- التوزيعات- المعلنة- من- الشركة- تساهم- في- زيادة- الرافعة- المالية-

11- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- الحادية عشر- (23.5)- بمستوى- معنوية (0.000) وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%-). وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.21) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- توقعات- المستثمرين- بشأن- مستقبل- المنشأة- والمستندة- إلى- مركزها- الائتماني- تعمل- على- زيادة- قيمة- المنشأة-

12- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- الثانية عشر- (28.2)- بمستوى- معنوية (0.000) وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%-). وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة- (4.38) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3) ولصالح الموافقين- بشدة- على- أن- زيادة- السعر- السوقي- للأسهم- يجذب- المستثمرين- ويضمن- احتفاظهم- بالسهم- لأطول- مدة-

13- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- الثالثة عشر- (10.04)- بمستوى- معنوية (0.000) وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%-). وعلية- فأن- ذلك-

يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (3.83) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن الاعتماد على الديون يزيد الأرباح الموزعة على حملة الأسهم.

14. بلغت قيمة (t) للعبارة الرابعة عشر (16.9) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.04) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن الرفع المالي يزيد من الربح الجاري للسهم.

15. بلغت قيمة (t) للعبارة الخامسة عشر (12.5) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (3.93) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن التمويل بالديونية يزيد من قيمة السهم العائلي حسب العائد المتوقع.

16. بلغت قيمة (t) للعبارة السادسة عشر (15.9) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (3.88) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن الرفع المالي يساهم في ثبات التوقيت الني يحصل فيه المستثمر على عائد استثماره.

17. بلغت قيمة (t) للعبارة السابعة عشر (19.7) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.10) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن الأرباح الموزعة تعطى مؤشر ايجابي لإمكانية زيادة رأس مال الشركة عن طريق أموال المسبونة.

18. بلغت قيمة (t) للعبارة الثامنة عشر (21.1) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك

يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.19)
والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن القيمة
السوقية للسهم تتأثر بصافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة.

19. بلغت قيمة (t) لجميع عبارات. الفرضية الثالثة. 20.6 (-) بمستوى-
معنوية (0.000) وهنم القيمة أقل- من- مستوى- المعنوية (5%). وعلية. فأن-
نلك. يشير- إلى- وجود فروق- ذات- دلالة إحصائية بين- متوسط- العبارة. ()
4.22) والوسط- الفرضي- للدراسة. (3). ولصالح الموافقين- بشدة- على-
جميع عبارات- محور- الفرضية الثالثة-

مما تقدم نستنتج أن فرضية الدراسة الثالثة والتي نصت على أن : (هناك علاقة
ذات دلالة إحصائية بين نسب الرفع المالي والربح المتوقع للسهم في الشركات
المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية) يعتبر فرض مقبول بنسبة موافقة
بلغت(88.9)%.

تحليل بيانات الفرضية الرابعة :

الهيكل المالي يؤثر في قيمة الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

ولإثبات مدى صحة هذه الفرضية اتبع الباحث الخطوات التالية

أولاً" التوزيع التكراري للعبارات التي تقيس عبارات محور: الفرضية الرابعة

جدول رقم (4/2/24) التوزيع التكراري لعبارات محور عبارات الفرضية الرابعة

لا أوافق بشدة		لا أوافق		محايد		أوافق		أوافق بشدة		العبارة
نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	
0	0	0	0	1.3	2	50	75	48.7	73	1-سرعة وسهولة الحصول على التمويل تؤثر في المفاضلة بين الخيارات التمويلية
1.3	2	2.7	4	5.3	8	54	81	36.7	55	2-تفضل المنشأة الاعتماد بنسبة عالية على التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الموردون لانخفاض تكلفتها
0.7	1	1.3	2	6	9	49.3	74	42.7	64	3-التمويل بأموال الملكية يمكن الشركات من الحصول على تمويل دائم وبدون تحمل تكاليف ثابتة
0	0	1.3	2	0.7	1	52	78	46	69	4-ضخامة حجم وقيمة أصول المنشأة تكسبها سمعة جيدة تمكنها من الحصول على مصادر تمويل بشروط ميسرة
0	0	3.3	5	3.3	5	53.3	80	40	60	5-سياسة حجز الأرباح وتكوين الاحتياطيات وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار سهلة نسبياً مقارنة بمصادر التمويل الأخرى
1.3	2	22	33	15.3	23	35.3	53	26	39	6-الوفورات الضريبية الناتجة عن إعفاء فوائد الديون تؤدي الى ارتفاع قيمة إجمالي الديون في الشركة
0	0	7.3	11	9.3	14	51.3	77	32	48	7-قلة التمويل المصرفي للشركات يعزى لارتفاع تكلفة التمويل المصرفي
0	0	3.3	5	2	3	64	96	30.7	46	8-الشركات التي ترغب في زيادة موجوداتها الثابتة تعتمد على التمويل

										طويل الأجل لمناسبته للأصول الثابتة
0.7	1	14.7	22	20.7	31	40.7	61	23.3	35	9-الوفر الضريبي الناتج عن فوائد الديون يؤدي إلى إقبال المنشآت على التمويل بالاستدانة
0	0	3.3	5	5.3	8	58.7	88	32.7	49	10-قوة المركز المالي للشركة تساعد في حصول الشركة على المزيد من أموال المديونية
0	0	1.3	2	6	9	62.7	94	30	45	11-تؤثر الأرباح المحققة للشركات والظروف الاقتصادية العامة في صياغة الهيكل التمويلي للشركات
0	0	2	3	9.3	14	60.7	94	26	39	12-المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة تعتمد على المراجعة بين الأرباح والمخاطرة
2	3	6	9	12.7	19	53.3	80	26	39	13-تعتمد الشركة على الاقتراض لتفادي الاستيلاء عليها من قبل مساهمين جدد
2	3	10.7	16	12	18	52	78	23.3	35	14-تهتم المنشأة بالديون أكثر من اهتمامها بأموال المساهمين لسهولة إجراءات الحصول عليها
1.3	2	12	18	13.3	20	54	81	19.3	29	15-الأموال التي تخطط أن تحصل عليها المنشأة في المستقبل تكون من نفس مصادر الهيكل المالي الحالي بغض النظر عن المخاطر والأرباح
0.3	14	6	137	8.6	184	52.9	1190	32.2	725	مجموع العبارات

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/24) ما يلي :

1. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن سرعة وسهولة الحصول على التمويل تؤثر في المفاضلة بين الخيارات التمويلية حيث بلغت نسبتهم (98.7) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (0) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (1.3) % .

2. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن المنشأة تفضل الاعتماد بنسبة عالية على التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الموردون لانخفاض تكلفتها حيث بلغت نسبتهم (90.7) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (4) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (5.3) % .

3. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن التمويل بأموال الملكية يمكن الشركات من الحصول على تمويل دائم وبدون تحمل تكاليف ثابتة حيث بلغت نسبتهم (92) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (2) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6) % .

4. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن ضخامة حجم وقيمة أصول المنشأة تكسبها سمعة جيدة تمكنها من الحصول على مصادر تمويل بشروط ميسرة حيث بلغت نسبتهم (98) % بينما بلغت نسبة الموافقين على ذلك (1.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (0.7) % .

5. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن سياسة حجز الأرباح وتكوين الاحتياطات وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار سهلة نسبياً" مقارنة بمصادر التمويل الأخرى حيث بلغت نسبتهم (93.3) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (3.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (3.3) % .
6. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الوفورات الضريبية الناتجة عن إعفاء فوائد الديون تؤدي إلى ارتفاع قيمة إجمالي الديون في الشركة حيث بلغت نسبتهم (61.3) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (23.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (15.3) % .
7. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن قلة التمويل المصرفي للشركات يعزى لارتفاع تكلفة التمويل المصرفي حيث بلغت نسبتهم (83.3) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (7.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (9.3) % .
8. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الشركات التي ترغب في زيادة موجوداتها الثابتة تعتمد على التمويل طويل الأجل لمناسبته للأصول الثابتة حيث بلغت نسبتهم (94.7) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (3.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (2) % .

9. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الوفرة الضريبي الناتج عن فوائد الديون يؤدي إلى إقبال المنشآت على التمويل بالاستدانة حيث بلغت نسبتهم (64) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (15.4) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (20.7) % .

10. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن قوة المركز المالي للشركة تساعد في حصول الشركة على المزيد من أموال المديونية حيث بلغت نسبتهم (91.4) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (3.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (5.3) % .

11. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الأرباح المحققة للشركات والظروف الاقتصادية العامة تؤثر في صياغة الهيكل التمويلي للشركات حيث بلغت نسبتهم (92.7) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (1.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (6) % .

12. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة تعتمد على المراجعة بين الأرباح والمخاطرة حيث بلغت نسبتهم (88.7) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (2) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (9.3) % .

13. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الشركة تعتمد على الاقتراض لتفادي الاستيلاء عليها من قبل مساهمين جدد حيث بلغت نسبتهم (79.3) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (8) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (12.7) %.

14. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن المنشأة تهتم بالديون أكثر من اهتمامها بأموال المساهمين لسهولة إجراءات الحصول عليها حيث بلغت نسبتهم (75.3) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (12.7) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (12) %.

15. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على أن الأموال التي تخطط أن تحصل عليها المنشأة في المستقبل تكون من نفس مصادر الهيكل المالي الحالي بغض النظر عن المخاطر والأرباح حيث بلغت نسبتهم (73.3) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (13.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (13.3) %.

16. أن غالبية أفراد العينة يوافقون على جميع العبارات التي تقيس محور (الفرضية الرابعة) حيث بلغت نسبتهم (85.1) % بينما بلغت نسبة غير الموافقين على ذلك (6.3) % . أما أفراد العينة والذين لم يبدوا إجابات محددة فقد بلغت نسبتهم (8.6) % .

ثانياً الإحصاء الوصفي للعبارات التي تقيس الفرضية الرابعة

حيث يتم حساب كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكل عبارات محور الدراسة ويتم مقارنة الوسط الحسابي للعبارة بالوسط الفرضي للدراسة (3) حيث تتحقق الموافقة على الفقرات إذا كان الوسط الحسابي للعبارة اكبر من الوسط الفرضي (3). وتتحقق عدم الموافقة إذا كان الوسط الحسابي أقل من الوسط الفرضي. فيما يلي جدول يوضح الوسط والانحراف المعياري والأهمية النسبية للعبارات التي تقيس الفرضية الرابعة وترتيبها وفقا لإجابات المستقصى منهم .

جدول رقم (4/2/25) : الإحصاء الوصفي لعبارات محور الفرضية الرابعة

الترتيب	الدالة	المتوسط	الانحراف المعياري	العبارات
1	أوافق بشدة	4.46	0.574	1-سرعة وسهولة الحصول على التمويل تؤثر في المفاضلة بين الخيارات التمويلية
5	أوافق بشدة	4.22	0.776	2-تفضل المنشأة الاعتماد بنسبة عالية على التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الموردون لانخفاض تكلفتها
3	أوافق بشدة	4.32	0.707	3-التمويل بأموال الملكية يمكن الشركات من الحصول على تمويل دائم وبدون تحمل تكاليف ثابتة
2	أوافق بشدة	4.43	0.583	4-ضخامة حجم وقيمة أصول المنشأة تكسبها سمعة جيدة تمكنها من الحصول على مصادر تمويل بشروط ميسرة
34	أوافق بشدة	4.30	0.692	5-سياسة حجز الأرباح وتكوين الاحتياطات وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار سهلة نسبيا" مقارنة بمصادر التمويل الأخرى

15	أولفق-	3.62	6-الوفورات. الضريبية الناتجة عن- إعفاء فوائد الديون- تؤدى إلى ارتفاع قيمة إجمالي الديون- في الشركة.
10	أولفق-	4.08	7-قلة التمويل- المصرفي- للشركات- يعزى لارتفاع تكلفة التمويل- المصرفي-
6	أولفق- بشدة.	4.22	8-الشركات. التي- ترغب- في- زيادة- موجوداتها الثابتة تعتمد على التكاليف- طويلة- الأجل- لمناسبتها للأصول- الثابتة
14	أولفق-	3.71	9-الوفور- الضريبي- الناتج عن- فوائد الديون- يؤدى إلى إقبال المنشآت- على- التمويل- بالاستئانة.
8	أولفق- بشدة.	4.20	10-قوة- المركز- المالي- للشركة- تساعد- في- حصول- الشركة- على- تمويل- من- أموال- المديونية.
7	أولفق- بشدة.	4.21	11-تؤثر- الأرباح المحققة- للشركات- والظروف- الاقتصادية العام- في- صياغة- الهيكل- التمويلي- للشركات.
9	أولفق-	4.13	12-المفاضلة- بين- مصادر- التمويل- المختلفة- تعتمد- على- المراجحة- بين- الأرباح والمخاطرة.
11	أولفق-	3.95	13-تعتمد- الشركة- على- الاقتراض- لتفاسى- الاستيلاء- عليها- من- قسمة- مساهمين- جدد
12	أولفق-	3.84	14-تهتم- المنشأة- بالديون- أكثر- من- اهتمامها- بأموال- المساهمين- بسهولة- إجراءات- الحصول- عليها.
13	أولفق-	3.78	15-الأموال- التي- تخطط- أن- تحصل- عليها- المنشأة- في- المستقبل- تكون- من- نفس- مصادر- الهيكل- المالي- الحالي- بغض النظر- عن- المخاطر- والأرباح

	أوافق	4.09	0.764	الإجمالي
--	-------	------	-------	----------

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/25) ما يلي:

1/ أن جميع العبارات التي تعبر محور (الفرضية الرابعة) يزيد متوسطها عن الوسط الفرضي (3) وهذه النتيجة تدل على موافقة أفراد العينة على جميع عبارات محور الفرضية الرابعة ..

2/ أهم عبارة من عبارات محور (الفرضية الرابعة) هي العبارة (سرعة وسهولة الحصول على التمويل تؤثر في المفاضلة بين الخيارات التمويلية) حيث بلغ متوسط إجابات أفراد العينة على هذه العبارة (4.46) بانحراف معياري (0.574) تليها في المرتبة الثانية العبارة (ضخامة حجم وقيمة أصول المنشأة تكسبها سمعة جيدة تمكنها من الحصول على مصادر تمويل بشروط ميسرة) حيث بلغ متوسط العبارة (4.43) بانحراف معياري (0.583).

3/ كما يتضح من نتائج التحليل أن أقل عبارة من حيث الموافقة من عبارات محور الفرضية الرابعة هي العبارة (الوفورات الضريبية الناتجة عن إعفاء فوائد الديون تؤدي إلى ارتفاع قيمة إجمالي الديون في الشركة) حيث بلغ متوسط العبارة (3.62) بانحراف معياري (1.13) .

3/ كما بلغ متوسط جميع العبارات (4.09) بانحراف معياري (0.764) وهذا يدل على أن غالبية أفراد العينة يوافقون على جميع العبارات التي تقيس محور الفرضية الرابعة

ثالثاً" اختبار الفروق (t) لعبارات الفرضية الرابعة

يتم استخدام اختبار (t) لاختبار مدى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على عبارات الفرضية والوسط الفرضي للدراسة (3) وفيما يلي جدول يوضح نتائج اختبار (t) لدلالة الفروق لعبارات الفرضية الثالثة.

جدول رقم (4/2/26) اختبار الفروق لعبارات الفرضية الرابعة

عبارات الفرضية	المتوسط	قيمة (t)	مستوى المعنوية	الدلالة	لصالح
1-سرعة وسهولة الحصول على التمويل تؤثر في المفاضلة بين الخيارات التمويلية	4.46	31.1	0.000	قبول	الموافقين بشدة
2-تفضل المنشأة الاعتماد بنسبة عالية على التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الموردون لانخفاض تكلفتها	4.22	19.2	0.000	قبول	الموافقين بشدة
3-التمويل بأموال الملكية يمكن الشركات من الحصول على	4.32	22.8	0.000	قبول	الموافقين

بشدة					تمويل دائم وبدون تحمل تكاليف ثابتة
الموافقين بشدة	قبول	0.000	29.9	4.43	4-ضخامة حجم وقيمة أصول المنشأة تكسبها سمعة جيدة تمكنها من الحصول على مصادر تمويل بشروط ميسرة
الموافقين بشدة	قبول	0.000	22.9	4.30	5-سياسة حجز الأرباح وتكوين الاحتياطات وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار سهلة نسبياً "مقارنة بمصادر التمويل الأخرى
الموافقين	قبول	0.000	6.7	3.62	6-الوفورات الضريبية الناتجة عن إعفاء فوائد الديون تؤدي إلى ارتفاع قيمة إجمالي الديون في الشركة
الموافقين	قبول	0.000	15.7	4.08	7-قلة التمويل المصرفي للشركات يعزى لارتفاع تكلفة التمويل المصرفي
الموافقين بشدة	قبول	0.000	23.2	4.22	8-الشركات التي ترغب في زيادة موجوداتها الثابتة تعتمد على التمويل طويل الأجل لمناسبته للأصول الثابتة
الموافقين	قبول	0.000	8.6	3.71	9-الوفر الضريبي الناتج عن فوائد الديون يؤدي إلى إقبال المنشآت على التمويل بالاستدانة
الموافقين بشدة	قبول	0.000	21.4	4.20	10-قوة المركز المالي للشركة تساعد في حصول الشركة على المزيد من أموال المديونية
الموافقين بشدة	قبول	0.000	24.4	4.21	11-تؤثر الأرباح المحققة للشركات والظروف الاقتصادية العامّة في صياغة الهيكل التمويلي للشركات
الموافقين	قبول	0.000	21.2	4.13	12-المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة تعتمد على المراجعة بين الأرباح والمخاطرة
الموافقين	قبول	0.000	12.9	3.95	13-تعتمد الشركة على الاقتراض لتفادي الاستيلاء عليها

				من- قبل- مساهمين- جدد	
الموافقين-	قبول-	0.000	10.6	14- تهتم المنشأة بالديون أكثر- من- اهتمامها بأموال المساهمين- سهولة إجراءات الحصول- عليها.	
الموافقين-	قبول-	0.000	10.1	15- الأموال التي- تخطط- أن- تحصل- عليها المنشأة في- المستقبل- تكون- من- نفس- مصادر- الهيكل- المالي- الحالي- بغض النظر- عن- المخاطر- والأرباح	
الموافقين	قبول	0.000	18.7	الإجمالي	4.09

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/26) ما يلي:

1. بلغت قيمة (t) للعبارة الأولى (31.1) بمستوى معنوية (0.000) وهنالك القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.46) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقین بشدة على أن سرعة وسهولة الحصول على التمويل تؤثر في المفاضلة بين الخيارات التمويلية.
2. بلغت قيمة (t) للعبارة الثانية (19.2) بمستوى معنوية (0.000) وهنالك القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%)، وعلية فأنت ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.22) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقین بشدة على أن المنشأة تفضل الاعتماد

بنسبة عالية على- التسهيلات- الائتمانية التي- يقدمها- الموردين- لانخفاض-

تكلفتها-

3- بلغت- قيمة- (t)- للعبارة- الثالثة- (22.8) بمستوى- معنوية- (0.000) وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%-) وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود- فروق- ذات- دلالة- إحصائية- بين- متوسط- العبارة- (4.32) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3)- ولصالح- الموافقين- بشدة- على- أن- التمويل- بأموال- الملكية- يمكن- الشركات- من- الحصول- على- تمويل- دائم- وبدون- تحمل- تكاليف- ثابتة-

4- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- الرابعة- (29.9) بمستوى- معنوية (0.000) وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%-) وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود- فروق- ذات- دلالة- إحصائية- بين- متوسط- العبارة- (4.43) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3)- ولصالح- الموافقين- بشدة- على- أن- ضخامة- حجم- وقيمة- أصول- المنشأة- تكسبها- سمعة- جيدة- تمكنها- من- الحصول- على- مصادر- تمويل- بشرط- ميسرة-

5- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- الخامسة- (22.9) بمستوى- معنوية (0.000) وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%-) وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود- فروق- ذات- دلالة- إحصائية- بين- متوسط- العبارة- (4.30) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3)- ولصالح- الموافقين- على- أن- سياسة- حجز- الأرباح- وتكوين- الاحتياطات- وسيلة- من- وسائل- تمويل- الاستثمار- سهلة- نسبيا" مقارنة- بمصادر- التمويل- الأخرى-

6- بلغت- قيمة- (t) للعبارة- السادسة- (6.77) بمستوى- معنوية (0.000) وهذه- القيمة- أقل- من- مستوى- المعنوية- (5%-) وعلية- فأن- ذلك- يشير- إلى- وجود- فروق- ذات- دلالة- إحصائية- بين- متوسط- العبارة- (3.62) والوسط- الفرضي- للدراسة- (3)- ولصالح- الموافقين- على- أن- الوفورات- الضريبية- الناتجة- عن- إعفاء- فوائد- الديون- تؤدى- إلى- ارتفاع- قيمة- إجمالي- الديون- في- الشركة-

7- بلغت قيمة (t) للعبارة السابعة (15.7) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.08) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن قلة التمويل المصرفي للشركات يعزى لارتفاع تكلفة التمويل المصرفي.

8- بلغت قيمة (t) للعبارة الثامنة (23.2) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.22) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن الشركات التي ترغب في زيادة موجوداتها الثابتة تعتمد على التمويل طويل الأجل لمناسبتها للأصول الثابتة.

9- بلغت قيمة (t) للعبارة التاسعة (8.6) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (3.71) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن الوفر الضريبي الناتج عن فوائد الديون يؤس إلى إقبال المنشآت على التمويل بالاستئانة.

10- بلغت قيمة (t) للعبارة العاشرة (21.4) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.20) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن قوة المركز المالي للشركة تساعد في حصول الشركة على المزيد من أموال المديونية.

11- بلغت قيمة (t) للعبارة الحادية عشر (24.4) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.21) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة على أن الأرباح

المحقة للشركات. والظروف الاقتصادية العمة تؤثر في صياغة الهيكل-
التمويلي للشركات-

12- بلغت قيمة (t) للعبارة الثانية عشر (21.2) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.13) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة تعتمد على المراجعين الأرباح والمخاطرة-

13- بلغت قيمة (t) للعبارة الثالثة عشر (12.9) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (3.95) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن الشركة تعتمد على الاقتراض لتفادي الاستيلاء عليها من قبل مساهمين جد-

14- بلغت قيمة (t) للعبارة الرابعة عشر (10.6) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (3.84) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن المنشأة تهتم بالديون أكثر من اهتمامها بأموال المساهمين لسهولة إجراءات الحصول عليها-

15- بلغت قيمة (t) للعبارة الخامسة عشر (10.1) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (3.78) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على أن الأموال التي تخطط أن تحصل عليها المنشأة في المستقبل تكون من نفس مصادر الهيكل المالي الحالي بغض النظر عن المخاطر والأرباح-

16- بلغت قيمة (t) لجميع عبارات الفرضية الرابعة (18.7) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى المعنوية (5%) وعلية فأن

ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة (4.09) والوسط الفرضي للدراسة (3). ولصالح الموافقين على جميع عبارات محور الفرضية الرابعة.

مما تقدم نستنتج أن فرضية الدراسة الرابعة والتي نصت على أن : (الهيكل المالي يؤثر في قيمة الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية) يعتبر فرض مقبول بنسبة موافقة بلغت (85.1)%.

جدول رقم (4/2/27) : يوضح اختبار الفروق (t) لفرضيات البحث. مجتمعة.

الفرضيات	المتوسط	قيمة (t)	مستوى المعنوية	الدلالة	لصالح
الفرضية الأولى	4.21	21.1	0.000	قبول	الموافقين بشدة
الفرضية الثانية	4.21	17.7	0.000	قبول	الموافقين
الفرضية الثالثة	4.22	20.6	0.000	قبول	الموافقين
الفرضية الرابعة	4.09	18.7	0.000	قبول	الموافقين
الإجمالي	4.18	19.53	0.000	قبول	الموافقين

المصدر : نتائج الدراسة الميدانية، 2014م

يتضح من الجدول رقم (4/2/27) ما يلي:

من جدول رقم (4/2/27) يظهر إن قيمة (للفرضية الأولى) (21.1) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة لقل من مستوى المعنوية (5%-) وعليه فإن

ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط الفرضية (ـ)

4.21) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين بشدة علىـ

صحة الفرضية الأوليـ

أيضا من جدول رقمـ (4/2/27) يظهر إن قيمة (t) للفرضية الثانية (17.7) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة لقل من مستوى المعنوية (5%)ـ وعليه فإن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط الفرضية (4.21) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على صحة الفرضية الثانية ـ

من جدول رقمـ (4/2/27) يظهر إن قيمة (t) للفرضية الثالثة (20.6) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة لقل من مستوى المعنوية (5%)ـ وعليه فإن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط الفرضية (4.22) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على صحة الفرضية الثالثةـ

من جدول رقمـ (4/2/27) يظهر إن قيمة (t) للفرضية الرابعة (18.7) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة لقل من مستوى المعنوية (5%)ـ وعليه فإن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط الفرضية (4.09) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على صحة الفرضية الرابعةـ

من جدول رقمـ (4/2/27) يظهر إن قيمة متوسط (t) لجميع الفرضيات الأربعة (19.7) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة لقل من مستوى المعنوية (5%)ـ وعليه فإن ذلك يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط الفرضيات الأربعة (4.18) والوسط الفرضي للدراسة (3) ولصالح الموافقين على صحة جميع الفرضيات الأربعةـ

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

من خلال الدراسة ، توصل الباحث إلى النتائج التالية :

1/ الاعتماد على الديون يؤدي إلى زيادة الأعباء الثابتة والمخاطر المالية التي تتحملها

الشركة.

2/ درجة المخاطرة التي ترغب إدارة الشركة في تحملها تؤثر في هيكل ديون الشركة.

3/ هيكل الشركة الملائم والمناسب ينعكس على المخاطرة المالية.

4/ المخاطر المالية الناجمة عن زيادة الرفع المالي تؤثر على الهيكل المالي للشركة.

النتائج من (4-1) تثبت صحة الفرضية الأولى وهي :

مؤشرات الرافعة المالية تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

5/ هناك رؤية واضحة واستخدامات مضمونة لدى الشركة فيما يتعلق باستخدام أموال القروض في عمليات تزيد الأرباح .

6/ لضمان سهولة الحصول على تمويل من مصادر خارجية تقوم المنشأة بتحسين أرباحها .

7/ الاستخدام المتزايد للرافعة المالية له أثر ايجابي على السيولة قصيرة الأجل وأرباح الشركة.

النتائج من (5-7) تثبت صحة الفرضية الثانية وهي :

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الرفع المالي والأرباح التي تحققها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

8/ القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفادة من استثمار أموال الاقتراض ذات التكلفة الأقل .

9/ توجد علاقة دالية موجبة بين القيمة السوقية للسهم والرفع المالي للشركة .

10/ استخدام الرفع المالي يزيد من الربح المتوقع للسهم .

النتائج من (8-10) تثبت صحة الفرضية الثالثة وهي :

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الرفع المالية والربح المتوقع للسهم

في الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

11/ سرعة وسهولة الحصول على التمويل تؤثر في المفاضلة بين الخيارات التمويلية.

12/ المفاضلة بين- مصادر التمويل المختلفة تعتمد على المراجحة بين- الأرباح

والمخاطرة.

13/ الأموال التي تخطط أن تحصل عليها المنشأة في المستقبل تكون من نفس مصادر

الهيكل المالي الحالي بغض النظر عن المخاطر والأرباح .

النتائج من (11-13) تثبت صحة الفرضية الرابعة وهي :

الهيكل المالي يؤثر في قيمة الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

14/ نجد أن هناك تبايناً في معدل الرافعة المالية على نطاق شركات المساهمة العامة،

وكذلك تذبذباً على نطاق الشركة الواحدة لبعض السنوات.

15/ المتوسط العام لمعدل الرافعة المالية لشركات المساهمة العامة العاملة بالسودان)

61.52%) خلال فترة الدراسة وهي نسبة تزيد بكثير مما هي في العديد من الدول

مثل: جمهورية مصر العربية، والولايات المتحدة الأمريكية، و العراق.

16/ أثبتت الدراسة غياب الرؤية الواضحة لدى متخذي القرار التمويلي في تحديد

معايير اختيار مصادر التمويل.

ثانياً: التوصيات

تأسيساً على النتائج السابقة يقدم الباحث التوصيات الآتية :

1. أن تقوم إدارات الشركات المساهمة العامة بدراسة وتقييم للهيكل التمويلي

لهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك

لضمان التأثير الايجابي للرفع المالي على الأداء والقيمة السوقية لهذه الشركات

2. أن تقوم شركات المساهمة العامة بالإفصاح الكافي والملائم عن المعلومات التي

لها علاقة بطرق توظيف واستغلال كل مصدر تمويلي ذو تأثير هام من مصادر

الرفع المالي المستخدمة بهدف إتاحة المجال للمحتوى المعلوماتي للتأثير على

العوائد المالية والقيمة السوقية لتلك الشركات.

3. يفضل الاستخدام التدريجي للرفع المالي في التمويل وخاصة من قبل الشركات

الناشئة بهدف التقييم الدوري لعملية التوسع في الرفع المالي لضمان

استخدامه بآثار ايجابية على العوائد المالية للشركة .

4. التخطيط لكيفية الحصول على الأموال المطلوبة في الوقت الذي تحتاج إليها

الشركة وتحديد طبيعة الأموال ، هل هي قصيرة الأجل أم متوسطة الأجل أم

طويلة الأجل ، من خلال التنبؤ بالتدفقات النقدية في ضوء الخطة المالية.

5. يفضل استخدام الأرباح المحتجزة والاحتياطيات الاختيارية في حالة توافرها عند التوسع قبل التوجه للرفع المالي بسبب انخفاض تكلفة هذه المصادر إذا ما قورنت بالرفع المالي .
6. عند تحديد الهيكل المالي للشركة ينبغي أن يكون هناك توازن بين العائد المتوقع و المخاطر التي سوف يتعرض لها هذا العائد بحيث يكون العائد المتوقع كافي لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها هذا العائد .
7. على الشركات أن تحتفظ بجزء من الأرباح المحققة فيها وعدم توزيعها بغرض إعادة استثمارها ، مما يسهم في زيادة حقوق الملكية في الشركة ويدعم رأسمالها ، مع مراعاة إن تخفيض حصص أرباح المساهمين الموزعة والاحتفاظ بها قد يعرض الشركة لمخاطر انخفاض سعر السهم .
8. أن يشتمل الهيكل المالي الأمثل بالشركات على مزيج من مصادر التمويل بحق الملكية والديون ، ويجب عدم التركيز على مصدر مالي واحد . وان تتم المفاضلة بين هذه المصادر وتحديد الوزن النسبي لمساهمة كل منها في الهيكل المالي حسب الأرباح المحققة منها.
9. العمل على إتباع سياسة معتدلة في عملية التمويل بحيث يتم الاعتماد على مصادر الأموال قصيرة الأجل لتمويل الأصول المتداولة والاعتماد على مصادر

التمويل طويلة الأجل لتمويل الأصول الدائمة وذلك لتحقيق مبدأ التغطية في الشركة الى ان يرفع من قيمة معدل العائد على الأموال المستثمرة فيها .

10. العمل على إيجاد مديرين ذوي دراية وخبرة علمية وعملية ولديهم المقدرة على اتخاذ القرارات المالية حتى يمكن تحديد الهياكل المالية المثلى للشركة ، لان معظم المديرين المسؤولين عن التمويل في الشركات ليس لديهم دراية بمفاهيم التخطيط المالي وكيفية التنبؤ بالاحتياجات المالية.

11. العمل على رفع الكفاءة الإنتاجية في الشركات لزيادة نسبة الأرباح المتولدة من العمليات والتي بدورها قد تؤدي إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة .

12. الاهتمام بالمرونة التمويلية في الشركات حتى يمكن إجراء التعديلات في الهيكل المالي لها تبعا لاحتياجات المنشأة لمواكبة التطورات والتوسعات المستقبلية ولمواجهة المتغيرات البيئية التي لا تستطيع السيطرة عليها والتحكم فيها .

13. الاهتمام بالتحديد الدقيق لتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وتحديد التكلفة الكلية للتمويل وإظهارها في قائمة المركز المالي للشركات لأنها المعيار الذي يمكن من خلالها معرفة مدى كفاءة مصادر الهيكل المالي في تحقيق العوائد للمساهمين .

ثالثا : المقترحات المستقبلية :

يقترح الباحث الدراسات التالية:

1. إجراء المزيد من الدراسات ذات العلاقة بالعوامل الأخرى المؤثرة على العوائد غير العادية لدى الشركات مثل العائد على السهم الواحد، والقيمة الاقتصادية المضافة، ومعدل دوران الأصول وغيرها.
2. من الضروري تكرار هذه الدراسة بنفس متغيراتها الحالية في سنوات لاحقة وذلك للتأكد من ثبات النتائج التي قدمتها الدراسة.
3. الاهتمام بالدراسات والأبحاث المالية على المستوى العلمي والتطبيقي وذلك بغرض إصلاح خلل الهياكل المالية في الشركات وتقديم النصح والإرشاد حتى لا تتعرض الشركات لمخاطر العسر المالي والإفلاس والتصفية.
4. الاهتمام بالدراسات والأبحاث المالية الخاصة بتطوير التشريعات والنظم المالية للشركات السودانية.

المراجع والمصادر

القران الكريم.

أولاً: المراجع باللغة العربية :

1/ الكتب :

2. أبو الفتوح علي فضالة، الهياكل التمويلية، (القاهرة: دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، 1994م).
3. أحمد حسن الزهري، التمويل والإدارة المالية ، (القاهرة: دار الشروق للنشر، 1997م).

4. أحمد زكريا صيام ، مبادئ الاستثمار، (عمان : دار المناهج للنشر- والتوزيع ، 2003م).
5. أحمد عثمان إبراهيم ، محاضرات في الإدارة المالية ،(الخرطوم : بدون دار نشر، 2004م).
6. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية،(عمان:دار وائل للنشر، 2010م).
7. إسماعيل محمد الأزهري، عبد العزيز محمد عبد المجيد، الإدارة المالية ،(عمان: دار وائل للنشر، 2010م).
8. أمين- السيد احمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء ومراجعة والاستثمار في البورصة، (الإسكندرية : الدار الجامعية ، 2005م).
9. برايان كويل، هيكل رأسمال الشركات، (القاهرة: دار الفاروق للنشر- والتوزيع، 2006م).
10. برجهام، ويستون ،التمويل الإداري ترجمة، نبيلة عبد الرحمن، النعماني عبد الفتاح، (الرياض : دار المريخ، 1993م).
11. جلال جويبة القصاص، تخطيط المشروعات ودراسات الجدوى الاقتصادية ، (الإسكندرية :الدار الجامعية، 2010م).

12. جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والنقدية،(عمان :دار صفاء للنشر- ، 2002 م).
13. جميل احمد توفيق، محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية أساسيات وتطبيقات،(بيروت:الدار الجامعية ،1993م).
14. حسني علي خربوش وآخرون ، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، (عمان :دار الزهران ،1999م).
15. حسين عطا غنيم ، نظرية التمويل ، عمان :دار المناهج للنشر- والتوزيع، 2002م).
16. حمزة الشمخي ، إبراهيم الجز راوي ،الإدارة المالية الحديثة ، (عمان: دار المستقبل للنشر،1998).
17. حمزة محمد الزبيدي ، إدارة الائتمان والتحليل المالي ، (عمان: الوراق للنشر، 2002م).
18. _____،- لإدارة المالية المتقدمة، ط1،(عمان:دار اثراء للنشر- والتوزيع، 2004م).
19. خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال أرمحي، نظرية التمويل الدولي، (عمان :دار المناهج للنشر والتوزيع،2002م)

20. خلدون إبراهيم الشريقات، إدارة وتحليل مالي ، (عمان :دار وائل للنشر، 2000م).
21. خليل محمد حسن الشماع، الإدارة المالية، الطبعة الرابعة ، (بغداد: د.ن ، 1993م).
22. خيري على الجزيري ، الإدارة المالية ، (القاهرة : بدون دار نشر ، 1993م) .
23. دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المعاصرة،(عمان:دار المسيرة للنشر-، 2006م).
24. رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها،(القاهرة: ايتراك للنشر،2008م).
25. رشاد العطار ، الإدارة المالية والتحليل المالي ، ط 1، (عمان: دار البركة ، 2001م).
26. رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية،(عمان:دار المسيرة للنشر- والتوزيع،1997م) .
27. زكي مكّي إسماعيل ،محمد الجلي سليمان ،إدارة وتقويم المشروعات ، (الخرطوم : منشورات جامعة السودان المفتوحة ،2006م).

28. زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية أسس وتطبيق، (عمان: دار صفاء للنشر، 1994م).
29. _____ ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، الطبعة الأولى ، (عمان: دار وائل للنشر ، 1998م).
30. سعد طه علام ، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات ، (القاهرة : دار طيبة للنشر ، 2003م).
31. سعد عبد الحميد مطاوع، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، مصر: جامعة المنصورة ، 2007م) .
32. سعيد عبد العزيز، دراسات جدوى المشروعات ، (الإسكندرية :الدار الجامعية ، 2003م).
33. سليمان أبو صباح ، الإدارة المالية ، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1980م).
34. سليمان ألولوزي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، (عمان: دار الفكر للطباعة والنشر ، 1998م).
35. سمير محمد عبد العزيز، الهياكل المالية، (الإسكندرية: مكتبة ومطبعة الإشعاع العلمية ، 1997م).

36. _____ - ،- اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي ،
(الإسكندرية : مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ،1997م).
37. _____ ،- التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية،(الإسكندرية:مكتبة
الإشعاع الفنية ،1997م).
38. _____ ،- دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات،
(الإسكندرية : مكتبة الإشعاع الفنية ،1997م).
39. سيد محمود الهواري ، الإدارة المالية ، (القاهرة : دار الجيل للطباعة ، 1985م)
40. سيد محمود الهواري وسعيد توفيق عبيد ، الإدارة المالية قرارات الأجل
الطويل وقيمة المنشأة ،(القاهرة: مكتبة عين شمس ، 1998م).
41. سعيد فرحات جمعة ،الإدارة المالية،(المنصورة:مطبعة كلية التجارة، بدون
تاريخ نشر).
42. سعيد محمد لبرة ،الإدارة المالية ، الجزء الثاني،(طنطا: مطبعة كلية التجارة،
1987 م).
43. سيد محمد احمد السيرياني، تخطيط المشروعات الاستثمارية ودراسة
الجدوى،(الإسكندرية : مؤسسة رؤية للطباعة والنشر،2009م).

44. سيد محمد عبد الغفار ،التمويل والإدارة المالية ،(القاهرة :دار النهضة العربية،1990م).
45. شقيري نوري موسي- ، أسامة عزمي سلام ، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية ،(عمان: دار المسيرة للنشر، 2009م).
46. شوقي حسين عبد الله ،التمويل والإدارة المالية،(القاهرة: دار النهضة العربية ،1993م).
47. صلاح الدين حسن السيسي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات،(القاهرة : دار الفكر العربي ،2003م).
48. صديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، (الخرطوم: شركة مطابع السودان للعملة المحدودة،2006م).
49. طارق الحاج ، مبادئ التمويل ،(عمان :دار الصفاء للنشر والتوزيع ،2002م).
50. طارق عبد العال حماد،التقييم وإعادة هيكلة الشركات،(الإسكندرية: الدار الجامعية ، 2008 م).
51. _____ ، دليل الاستثمار إلى بورصة الأوراق المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية ،2000م).

52. **ظاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار،** القاهرة دار المستقبل النشر- والتوزيع ، 1997م .
53. **ظاهر مرسي عطية، منى محمد إبراهيم، الإدارة المالية والاستثمار،** القاهرة: د. ن، 2005م).
54. **عاطف محمد عبيد ، الإدارة المالية،** (عمان : مكتبة الرائد العلمية ، 2002م).
55. **عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق،** (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع ، 1990م).
56. **عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي،** (عمان: در الصفاء للنشر، 2000 م).
57. **عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، أساسيات الإدارة المالية،** (القاهرة: جامعة القاهرة ، 1992م).
58. **عبد الحي مرعي، المحاسبة المالية المتقدمة،** الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 1993م).
59. **عبد الستار مصطفى مصباح ، سعود جابر مشكور العامري، الإدارة المالية اطر نظرية وحالات عملية،** (عمان : دار وائل للنشر والتوزيع ، 2003م).

60. عبد العزيز عبد الرحيم سليمان ، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال ، (الخرطوم: شركة مطابع السودان ،2004م).
61. عبد العزيز محمد النجار، التمويل الإداري منهج صنع القرارات، (الإسكندرية : المكتب العربي الحديث ،1993م) .
62. عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية والتحليل ،(الإسكندرية: دار المعرفة الجامعية ،2000م).
63. _____ -، أساسيات التمويل والإدارة المالية، ط 1، (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة، 2002م).
64. _____،- تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى،(الإسكندرية:الدار الجامعية، 2005م).
65. عبد الغفار حنفي ، وآخرون ،الإدارة المالية، (الإسكندرية :الدار الجامعية ، 1997م).
66. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية،(القاهرة : الدار الجامعية ،2004م).
67. عبد الغفار حنفي،الإدارة المالية المعاصرة،(الإسكندرية:المكتب العربي الحديث ،1993م).

68. عبد الفتاح دياب، إدارة التمويل في مشروعات الأعمال، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1996م).
69. عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز ، أساسيات الإدارة المالية ، (الرياض: الشامل للطباعة، 2009م).
70. عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز السهلاوي ، إدارة مالية متقدمة ، (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 2013م).
71. عبد المعطي رضا الرشيد ، محفوظ احمد جودة ، إدارة الائتمان ، (عمان: الجامعة الهاشمية، 1999م).
72. عبد المنعم عوض الله وآخرون ، تحليل ونقد القوائم المالية ، (القاهرة : مطبعة مركز التعليم المفتوح ، 1993م).
73. عبد النافع الزوري وغازي فرح، الأسواق المالية، (الأردن: دار وائل للنشر، 2000م).
74. عبيد علي الحجازي ، مصادر التمويل ، (القاهرة : دار النهضة العربية ، 2001م).
75. عدنان تايه ألنعيمي ، ياسين كاسب الخرشة ، أساسيات في الإدارة المالية ، الطبعة الأولى، (عمان : دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2007م).

76. عدنان تايه ألعيمى وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، (عمان: دار المسيرة للنشر، 2007م).
77. عدنان هاشم السامرائى، الإدارة المالية، منهج تحليلى شامل، ط 1، (طرابلس: الجامعة لملفوفة، 1993م).
78. عز عبد الففاح، مقدمة فى الإحصاء الوصفى والاسفدلالى باسءءام SPSS ، (عمان: دار الفكر للطباعة والنشر، 2000م).
79. على سعبد عبد الوهاب مكى ، تمويل المشروعات فى الإسلام ، (الكوفف: دار الفكر العربى، 1979م).
80. على عباس اءمد ، الإدارة المالية ، (عمان : دار إءراء للنشر- والفوزفع ، 2008م).
81. على لطفى، الاسءءماراف العربفة ومسءقبل الفعاون الاقءصاف العربى ، (القاهرة : المنظمة العربفة للءنمفة الإدارية، 2009م).
82. فافز ءفم ، موجه مافة تمويل المؤسساء، (الخرطوم: مطبعة جامعة جوبا - 2000م).
83. فرد وسءون وىوففن برجهام ، الفمول الإدارى ، الجزء الأول ، فعرفب عبء الرحمن دعالة وعبء الففاح السبب العمافى ، (الرفاض: دار المرىء، 2003م).

84. فليح حسن خلف ، الأسواق المالية النقدية، الأردن:عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، (2006م).
85. قاسم ناجي حمدي ،دراسات الجدوى وتقييم المشروعات،(عمان:دار المناهج للنشر،2000م).
86. قريشي يوسف ، بن ساسي الياس ، التيسير المالي ، الطبعة الأولى ، (عمان : دار وائل للنشر، 2006م).
87. كنجو عبود كنجو ، إبراهيم وهي محمد ، الإدارة المالية ، (عمان : دار المستقبل للنشر والتوزيع والطباعة، 1997م).
88. ليستراي هينتجر وسبرج ماتولتش ، المحاسبة الإدارية ،ترجمة احمد حامد حجاج،(الرياض : دار المريخ ، بدون تاريخ).
89. محمد إبراهيم عبد الرحيم ،اقتصاديات الاستثمار والتمويل ،(الإسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة ،2008م).
90. محمد احمد الزبيدي ، محمد مرتضى ، تاج العروس من جواهر القاموس ، ط 1 ، (بيروت :دار مكتبة الحياة ، المطبعة الخيرية ، 1990م).
91. محمد أيمن عزت الميداني ، الإدارة التمويلية ، الطبعة الرابعة ، (الرياض: مكتبة العبيكان، 2004م).

92. _____ ، الإدارة التمويلية، ط 1 ، (الرياض: مكتبة العبيكان ، 1999م).
93. _____ - ، الإدارة التمويلية في الشركات، (الظهران : جامعة الملك فهد للبترول و المعادن ، 1989م).
94. محمد سعيد عبد الهادي ، الإدارة المالية والاستثمار والتمويل والتحليل المالي، (عمان : دار حامد للنشر والتوزيع، 2000م).
95. محمد سويلم ، الإدارة المالية ، (الإسكندرية :الدار الجامعية ، 2003م).
96. معطي رضا الرشيد، محفوظ احمد جودة، إدارة الائتمان، (عمان:الجامعة الهاشمية، 1999م).
97. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية ، (الإسكندرية :الدار الجامعية ، 2003م).
98. _____، الإدارة المالية والتمويل ، (الإسكندرية : الدار الجامعية ، 2000م).
99. _____ و رسمية قرياقص ، أساسيات الإدارة المالية ، (الإسكندرية:الدار الجامعية للطباعة والنشر، 1997م).

100. _____ وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، (الإسكندرية:الدارالجامعية ،
2001م).
101. _____ وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، (الإسكندرية:الدار
الجامعية للنشر، 2002م).
102. _____، - تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، (الإسكندرية : الدار
الجامعية للنشر، 2000م).
103. _____، - الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، (القاهرة:الدار
الجامعية، 2002م).
104. محمد عبد الفتاح الصيرفي، اقتصاديات المشروعات، (الإسكندرية: مؤسسة
حورس الدولية، 2005م).
105. محمد عبد الفتاح العشماوي، دراسات جدوى المشروعات الاستثمارية ،
(القاهرة : المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2007م).
106. محمد عثمان إسماعيل حميد، أساسيات التمويل الإداري واتخاذ قرارات
الاستثمار، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1986م).
107. محمد عطية مطر وآخرون ، نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات، (عمان :دار
حنين للنشر والتوزيع، 1996م).

108. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، (بغداد: جامعة بغداد للنشر، 2001م).
109. محمد كمال التابعي، إدارة المؤسسات الاجتماعية، (القاهرة: مكتبة نهضة الشرق، 1991م).
110. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، (عمان: دار وائل للنشر، 2000م).
111. _____، التحليل المالي والائتماني الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية، الطبعة الثالثة، (عمان: دار وائل للنشر، 2010 م).
112. مراد علي نشأت، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الاستثمارية، (القاهرة: مركز تقويم الأداء، 2007م).
113. مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، (عمان: الجامعة الهاشمية، 1999م).
114. منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر ط 4، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، 2000م).
115. _____، الإدارة المالية، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، 1997م).

116. _____، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل،**(الإسكندرية: منشأة المعارف، 1998م).
117. _____، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات،** مصر: منشأة المعارف، 2005م).
118. _____، **الفكر الحديث في التمويل،**(الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، 2003م).
119. منير- البعلبكي، **قاموس انجليزي عربي،**(بيروت: دار العلم للملايين، 2008م).
120. منير شاكر وآخرون، **التحليل المالي مدخل صناعة القرارات،**(عمان: دار وائل للنشر، 2005م).
121. نظير رياض محمد، **الإدارة المالية والعملة،** (المنصورة: المكتبة العصرية، 2000م).
122. نوزاد الهبتي، **مقدمة في الأسواق المالية،**(طرابلس: بدون دار نشر، 2001م).
123. هيثم صاحب عجام، **التمويل الدولي،**(عمان: دار زهران للنشر- والتوزيع، 2006م).

124. هيثم محمد ألزنجي ، الإدارة والتحليل المالي،(عمان : دار الفكر للطباعة والنشر ،2000م).

125. وليد النعمان، إدارة المحافظ الاستثمارية باستخدام الحاسب،(عمان :المعهد العربي للدراسات المالية ،1995م) .

126. وليد ناجي ألبالي ، محمد عثمان البطمة ، التحليل المالي والإطار النظري وتطبيقاته ، (عمان: دار حسين للنشر والتوزيع ،1996م).

2/ الدوريات:

1. زهير عبد الحميد معرية ، مؤسسات التمويل الإسلامي المتناهية من الصغر، (القاهرة: جامعة الأزهر فرع البنات ، المجلة العلمية ، المجلد الخامس ،العدد الثاني والعشرون ،2004م).

2. سمير أبو الفتوح ، نظرية الوكالة ، مدخل لتخصيص التكاليف العامة ، (الرياض : المجلة العربية للإدارة ، المجلد 12 ، العدد 4 ، 1988م).

3. عبد القادر محمد احمد عبد الله و بابكر إبراهيم الصديق ، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية ، (الرياض: مجلة الإدارة العامة، المجلد الثاني والأربعون، العدد الثاني ، 2002م) .

4. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية لأمثلية الهيكل المالي

الإسهامات النظرية الأساسية، (ورفلة: جامعة ورقلة، كلية علوم التسيير،

مجلة الباحث، المجلد 3، العدد 4 ، 2004م).

3/ الرسائل الجامعية :

1. ألقذافي محمد حسن يعقوب ، هيكل التمويل وأثره على الأداء المالي

لشركات المساهمة العامة، (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ،

كلية الدراسات العليا، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير- منشورة ،

2008م).

2. بابر مبارك عثمان الشيخ ، اختيار وتقييم أسهم النمو وبناء محفظتها

دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية ، (بغداد : جامعة بغداد ،

كلية علوم الإدارة ، رسالة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال غير- منشورة ،

2002م).

3. بسام محمد الأغا ، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد

على الاستثمار، (غزة : الجامعة الإسلامية كلية الدراسات العليا ، رسالة

ماجستير في التمويل غير منشورة ، 2005م).

4. بشرى أحمد الحسني، أثر الرافعة المالية كلفة التمويل على قرارات الاستثمار، (بغداد:الجامعة المستنصرية ، كلية الاقتصاد والإدارة، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال غير منشورة ، 1994م).
5. ثروت محمد الأغبري، أثر الرافعة المالية على الأداء لشركات الصناعات الغذائية اليمنية، (صنعاء: جامعة صنعاء، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، 2002م).
6. جميل جابر علاونه، بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية،(الخرطوم: جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه المحاسبة غير منشورة، 2004م).
7. حاكم محسن محمد، تغير الهيكل المالي و أثره في قيمة المنشأة دراسة تحليلية في شركات صناعية عراقية، (بغداد : الجامعة المستنصرية ، كلية الاقتصاد والإدارة ، رسالة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال 1995م).
8. رسلان ديرانية ، محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية الساهمة العامة في الأردن، (عمان : الجامعة الأردنية ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشورة ،1992م).
9. صالح محمد أبو القاسم عبد الله، السياسات التمويلية للصنغ العربي، وأثرها على التنمية الريفية في ولاية غرب كردفان، (الخرطوم :جامعة

السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه غير-
منشورة ، 2009م).

10. عثمان علي القاسم أحمد، العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي لشركات
المساهمة السودانية حالة الخطوط الجوية السودانية ، (الخرطوم : جامعة
السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في
المحاسبة والتمويل غير منشور ، 2008م).

11. عدنان تايه زياب النعمي ، النمو والهيكل المالي ، دراسة في استراتيجيات
تمويل النمو لعينة من الشركات الصناعية المساهمة المختلطة العراقية ،
(بغداد : جامعة بغداد ، كلية علوم الإدارة ، رسالة دكتوراه في فلسفة إدارة
الأعمال غير منشورة ، 1992م).

12. فاطمة دفع الله إبراهيم دفع الله ، اثر التخطيط في رفع كفاءة العائد على
رأس المال المستخدم ، (الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية
الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير- منشورة ،
2005م).

13. فائزة عمر محمد المحجوب ، اثر الهيكل المالي في قيمة المنشأة، دراسة
ميدانية لعدد من شركات القطاع التجاري والخدمي ، (الخرطوم : جامعة
السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه في إدارة
الأعمال غير منشورة ، 2007م).

14. فراج مخيمر محمد عبد العال ، استخدام الأسلوب الكمي لوضع الهيكل المالي الأنسب بالتطبيق على هيئة القطاع العام للصناعات الكيماوية ، (القاهرة: جامعة القاهرة ، كلية التجارة ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير- منشورة ، 1991م).
15. محمود احمد ، محمود احمد محمد ، كفاءة نظام التمويل الإسلامي ، (رسالة ماجستير غير منشورة : جامعة اليرموك ، 2000م).
16. محمد أبكر احمد محمد، هيكل رأس المال وأثره في القيمة السوقية للشركات ، (الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة ، 2004م).
17. محمد الحافظ عبد الصمد مختار، تأثير سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة ، (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير- منشورة ، 2006م).
18. محمد علي إبراهيم العامري ، اثر الهيكل المالي في المخاطرة و العائد بإطار نظرية المحفظة ، دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية العراقية، (بغداد: جامعة بغداد، كلية علوم الإدارة ، رسالة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال ، 1990م).

19. محمد قاسم تعتاع، هيكل رأس المال وأثره في توجيه التمويل،(الخرطوم: جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، رسالة دكتوراه في المحاسبة والتمويل غير منشورة، 2010م).
20. محمود عبد الله الموعد، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية، (الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشورة ، 2006م).
21. مصطفى محمد عبده محمد ، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر،(مصر : جامعة عين شمس ، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال، غير منشورة ، 1998م).
22. مصطفى منير الهاشمي ، اثر التضخم في التمويل والاستثمار وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة ، (بغداد : جامعة بغداد، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال ، غير منشورة ، 1998م).
23. مني عبد الله حسن ، كفاءة مصادر التمويل والاستثمار ،(الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل غير منشور ، 2005م).

24. نجلاء فتح الرحمن أحمد، استخدام الرفع المالي وأثره في القيمة

الاستثمارية للشركات والمؤسسات العامة السودانية ، (الخرطوم: جامعة

السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات العليا ، رسالة ماجستير في

المحاسبة غير منشور، 2000م).

25. نصيف جاسم محمد علي الجبوري، مفاهيم نظرية الوكالة وانعكاساتها على

نظم قياس الأداء والحوافز في بعض الشركات المساهمة العراقية، (بغداد:

جامعة بغداد ، كلية الدراسات العليا ، رسالة دكتوراه فلسفة في المحاسبة ،

غير منشورة 1999م) .

التقارير والأبحاث :

1/ التقارير المالية السنوية للشركة الوطنية للبتروال المحدودة عن السنوات 2004م،

2005م، 2006م، 2007م، 2008م، 2009م ، 2010م ، 2011م ، 2012م ، 2013م ، 2014م.

2/ التقارير المالية السنوية للشركة السودانية للاتصالات(سودتل)، 2004م، 2005م،

2006م ، 2007م ، 2008م ، 2009م ، 2010م ، 2011م ، 2012م ، 2013م ، 2014م.

3/ التقارير المالية السنوية لشركة المهاجر العالمية للاستثمار المحدودة، 2004م، 2005م،

2006م ، 2007م ، 2008م ، 2009م ، 2010م ، 2011م ، 2012م ، 2013م ، 2014م.

- 4/ التقارير المالية السنوية للشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة، 2004م،
2005م، 2006م، 2007م، 2008م، 2009م، 2010م، 2011م، 2012م، 2013م، 2014م.
- 5/ التقارير المالية السنوية لشركة النيل للاسمنت المحدودة، 2004م، 2005م، 2006م،
2007م، 2008م، 2009م، 2010م، 2011م، 2012م، 2013م، 2014م.
- 6/ التقارير المالية السنوية للشركة التعاونية للتأمين المحدودة، 2004م، 2005م، 2006م،
2007م، 2008م، 2009م، 2010م، 2011م، 2012م، 2013م، 2014م.
- 7/ التقارير المالية السنوية لشركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة، 2004م، 2005م،
2006م، 2007م، 2008م، 2009م، 2010م، 2011م، 2012م، 2013م، 2014م.
- 8/ التقارير المالية السنوية لشركة جوبا للتأمين المحدودة، 2004م، 2005م، 2006م،
2007م، 2008م، 2009م، 2010م، 2011م، 2012م، 2013م، 2014م.
- 9/ التقارير المالية السنوية لمصرف المزارع التجاري، 2004م، 2005م، 2006م، 2007م،
2008م، 2009م، 2010م، 2011م، 2012م، 2013م، 2014م.
- 10/ التقارير المالية السنوية لبنك تنمية الصادرات، 2004م، 2005م، 2006م، 2007م،
2008م، 2009م، 2010م، 2011م، 2012م، 2013م، 2014م.
- 11/ التقارير المالية السنوية لبنك أم درمان الوطني، 2004م، 2005م، 2006م، 2007م،
2008م، 2009م، 2010م، 2011م، 2012م، 2013م، 2014م.

12/ التقارير المالية السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية، 2004م، 2005م، 2006م،
2007م، 2008م، 2009م، 2010م، 2011م، 2012م، 2013م، 2014م.

ثانياً: المراجع الأجنبية :

:Books .1

1. Baskin. J., **An empirical investigation of the pecking order hypothesis, Financial Management**, (Texas : Business Publication , Inc . , 1989
2. Beavar , H. William , **Financial Ratios as Predictors of Failure**, ((Illinois: Harcourt College , 1966
3. Bernard J . Winger & Nancy Mohan , **Principles of financial Management** , (USA : Thomson South-Western , 2006
4. Besley , Scott and Brigham, F. Engene , **Essentials of Managerial Finance** , 12th ed , (Texas: Harcourt . inc , 2000
5. Bion B., Haward and Mither Upon, **Introduction to Business Finance**, (New York :Mc-Graw-Hill Book Company int,1954
6. Brealey , Richard A. , and Myers , Stewart C., **Principles of Corporate Finance** , 5th ed ., (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 1996
7. Brigham , F. Augene and Gapenski , C. Louis , **Financial Management Theory and Practice** , 5th ed. , (Texas : McGraw Hell Co. inc. , 1988
8. Cecile Carpentire & Jean Marc Suret , **Capital Structure Changes & Firm Value** , (Montreal: Lavel University,2001
9. Cohen . E., **Management Finance in enterprise development** , ((Paris: Edition UREF, 1991
10. Don R. Hansen & Maryanne M. Mowen , **Management Accounting**, (U.S.A : South- Western Publishing Co. 1990
11. Douglas J. Pringle & Rebort S. Harris, **Essential of Managerial Finance**, (USA : Scott Foresman , 1984

- Euegene & Joel Houston , **Foundation of Financial Management** .12
 .,(Illinois : Harcourt College ,2002
- Fred Weston and Eugene F. Brigham , **Essential of Managerial** .13
 .(**Finance** , Ninth Edition (Illinas :Dryclen Press, 1990
- George Printeris , **Financial Management**, 4th ed. ,(Texas: .14
 .(McGraw Hell Co. inc. , 1992
- Gitman , Lawrence J., **Principles of Managerial Finance** , 9th ed, .15
 .((USA : RR Donnelly and Sons Co. , 2000
- Haim Levy & Marshal Sarant , **Capital Investment and Financial** .16
 .(**Decision** , (London : Perntic Hall International ,U.K L.td 1999
- Hirt Geoffrey, Stanley B. Block , **Foundations Of Financial** .17
 .(**Management**, 8th, (Illinas :Dryclen Press, 1990
- J.R . Franks , J . E. Broyles, **Modern Managerial Finance** , (N.U : .18
 .(John wiley & Sons 1979
- Jack Clark Francis , **Financial Theory and Corporate Policy**, .19
 .((California :Addison- Wesley Publishing ,2003
- James C. Van Horne , **Fundamentals of Financial Management** , .20
 .(7th (USA :Prentice Hall Co. 1989
- Jie Cai and Zhang, **Capital Structure Dynamic & Stock Return**, .21
 ((Singapore: University of Lowa Press, 2005
- Jim , Mc Menamin , **Financial Management , An Introduction** , .22
 .(1st ed , (USA : Prentice Hall Co.,1999
- Keynes(J.M), **The General theory of Employment , interest and** .23
 .(**money** , (London :Macmillan Press , L.T.D, 1973
- Kolb, Burton A . , **Principles of financial Management** ,(Texas : .24
 .(Business Publication , Inc . , 1983
- Lan chen & James A . Roiumasset , **Teaching the Modigliani &** .25
 .(**Miller Irrelevance Theorem**) , USA : Prentice Hall Co. , 2006
- Lawrence J. Gitmem, **Principle of Managerial Finance** ,Tenth .26
 .(Edition (USA :Lawrence-Gitmem , 2003

- Mathew & Morris , **Creation Shareholder Value Through Capital Structure Optimization** , (Dallas :Value Incorporate , .(2001 .27
- Megginson and others, **Principles of financial Management**, .28
 .((USA :Thomson South-Western , 2006
- Mohammed Mohsin &Khan Masood, **Corporate Finance**, (New .29
 Delhi:McGraw Hill-offices,2001),P166
- Pinches , E. George , **Essentials of Financial Management** , 4th .30
 .(ed. , (Texas: McGraw Hell Co. inc. , 1992
- Robert W. Kolb, **Investments**, Third Edition (U.S.A: Kolb .31
 .(Publishing Company , 1992
- Rolffe Peacaek and Others, **Financial Management** ,(Illinois .32
 .(:HarcourtCollege,2002
- Ross , S. A. , Westerfield , R. W. and Jaffe , A. , B. D. , **Corporate** .33
 .(**finance** , 6th ed. ,(Texas : McGraw Hell Co. inc. , 2002
- Steven A. Ross , **Managerial Finance** , Ninth Edition , (Illinois .34
 .(:Dryden Press,1990
- Sudarshan Jayaraman , **Firm Value and The Tax Benefit of** .35
 .(**Debit** , (Carolina : University of North Carolina , 2006
- Thomas E. Copland & Fred Weston, **Financial Theory and** .36
Corporate Policy, (California :Addison- Wesley Publishing ,
 .(2003

:Periodicals .2

- Aydin Ozkan , **The Determinants of Capital Structure and** .1
Adjustment to Long Run Target : Evidence from UK Company
panel Data ,(Journal of Business Finance &Accounting , Vol.4
 .(No.2. Jan.\Mar 2001
- Bellalah Mohmmmed , **Finance Modern enterprise** , (Journal of .2
 .(Economic , Paris, Vol. 211, No. 291. ,Mar., 1998

- Bennett .M and Donnelly. R , **The determinants of capital structure, Some UK Evidence**,(British Accounting Review, .3
.(Vol.25, No.231, April , 1993
- Bradley M. and others,**On the existence of an optimal capital structure, theory and evidence**,(Journal of Management Finance, .4
.(Vol.25, No.345, June, 1991
- Charreaux. G , **Finance enterprise** ,(Quarterly Journal of Business .5
.(and Economics, Vol. 32. No.23, June , 2000
- Chin – Cheng Chen, **The Relationship Between The Financial Leverage & The Operating Leverage** ,(Journal of finance, Vol. .6
.(79 , No. 4, Dec, 2004
- Darrat F. Ali & Mukherjee K. Tarun, **Inter- Industry Differences and the Impact of operating and financial leverage on Equity Risk** , (Review of Financial Economics,Vol.4, No.2.Mar., 1995). .7
((Electronic Copy
- Douglas A Love, **The use and Abuse of Leverage** ,(Financial .8
.(analyst Journal ,Vol. 31 , No.2, March / April , 1975
- Gay B. Hatfield ,Louis T.W. Cheng & Wallace N. Davidson, **The Determination of Optimal Capital Structure ,The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value** ,(Journal of .9
.(Financial & Strategic Decision, Vol. 17, No 3 ,Jan., 1994
- Graham and Harvey , **Static Trade – off Theory of Capital Structure**, (Journal of Financial Economics , Vol.23, No. 10, May .10
.(2001
- Han Kic .David Y.Suk ,**The Effect of Ownership Structure on Firm Performance : Additional Evidence**, (Review of Financial .11
.(Economics Vol.45. No. 2, March.1998
- Harris . M and Raviv.A., **The theory of capital structure** , .12
.(,(Journal of finance , Vol. 46, No. 31, March , 1991
- Kenneth A.Froot & Other ,**Risk Management Coordinating Corporate Investment Financing Policies**, (The Journal of .13
.(Finance ,Vol.48 ,No. 5, May,1993

Miller , H. Merton , Debt and Taxes , (Journal of finance ,Vol. 21, .14 .(No. 32, April ,1977	
Rahul Kochar , Explaining Firm Capital Structure ,The Role of .15 Agency Theory Vs. Transaction Cost , (Economic Strategic .(Management Journal ,Vol. 17, No. 21, April , 1996	
S.Titman & R . Wessel's , The Determinant of Capital Structure .16 .(Choice, (The Journal of Finance .Vol. 43 .No.3 . April ,1988	
Shumi ,Akhtar , The Determinant of Capital Structure for .17 Australian Multinational & Domestic Corporation, (Australian .(Journal of Management ,Vol.30 ,No.2, Dec. 2005	
Stiglitz ,Joseph, Some Aspects of the Pure Theory of Corporate .18 Finance, Bankruptcies and Take Over ,(Journal of Public . (Finance,Vol. 25, No.32 , June, 1970	
Suagata Benejog, and Other, the Dynamic of capital Structure , .19 .((The Journal of finance, Vol. XXXI, No. 333, April,1999	
Williamson & Francis , The Importance of Optimal Capital .20 Structure, (Australian Journal of Management ,Vol.40 ,No.5, Dec. .(2006	
Other .4	
Daves abd Ehrhard , Eodu. Financial Management , Ch 17 , Show .1 .PPT., Harcourt inc. , 2002 , Http://www.kvilly.edu , 29	

الملحق رقم (1)

قائمة بأسماء وعناوين محكمي أداة الدراسة

م	الاسم	الدرجة العلمية	العنوان
1	أ.د. هلال يوسف صالح	أستاذ	جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا
2	أ.د.عبد الماجد عبد الله حسن	أستاذ	جامعة أم درمان الإسلامية
3	د. الهادي ادم محمد إبراهيم	أ. مشارك	جامعة النيلين
4	د.عبد الرحمن البكري منصور	أ. مشارك	جامعة النيلين
5	د. زين العابدين يسن بريمة	أ. مشارك	أكاديمية السودان للعلوم المصرفية والمالية
6	د. صالح حامد محمد علي	أ. مشارك	جامعة النيلين - كلية التجارة
7	د.طارق محمد الرشيد	أ. مشارك	جامعة أم درمان الإسلامية
8	د. فتح الرحمن الحسن منصور	أ. مشارك	جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا
9	د.الصادق علي محمد حيدر	أ.مشارك	جامعة سنار

للمنشأة دراسة ميدانية لعينة من شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق
الخرطوم للأوراق المالية " ويهدف هذا الاستبيان إلى التعرف على آرائكم وتقييمكم
لموضوع الدراسة ، فان دقة إجاباتكم لها اكبر الأثر في إثراء هذه الدراسة ، عليه أرجو
من سيادتكم تعبئة الاستبانة وإعطائها اهتمامكم الكافي ووقتكم الثمين ، علما بان
الإجابات والآراء المعطاة ستحاط بسرية تامة وستستخدم فقط لأغراض البحث العلمي
، كما إن نتائج الدراسة ستكون تحت طلبكم في حال رغبتكم ذلك .
ويشكر لكم الباحث حسن تعاونكم للمساهمة في تعزيز مسيرة البحث العلمي.

الباحث

هيثم يعقوب إسحاق عبد

الله

ت:0912823500

القسم الأول: البيانات الشخصية

ضع علامة () أمام ما يناسبك

1.العمر:

من 35 واطل 40 سنة

من 30 واطل 35 سنة

اطل من 30 سنة

أكثر من 40 سنة

2.المؤهل العلمي :

دبلوم عالي

ماجستير

دكتوراه

بكالوريوس أخرى

3. التخصص العلمي :

محاسبة وتمويل محاسبة التكاليف والإدارية إدارة أعمال

علوم مالية و مصرفية نظم معلومات إحصاء

اقتصاد أخرى

4. المؤهل المهني :

زمالة المحاسبين القانونيين البريطانية زمالة المحاسبين القانونيين

الأمريكية زمالة المحاسبين القانونيين العربية زمالة

المحاسبين القانونيين السودانية

5. سنوات الخبرة :

اقل من 5 سنوات من 5 و اقل من 10 سنوات من 10 و اقل 15 سنة

من 15 و اقل من 20 سنة أكثر من 20 عاماً

6. المركز الوظيفي :

مدير الإدارة المالية محلل مالي محاسب

أكاديمي مراجع خارجي مراجع داخلي

أخرى

القسم الثاني : محاور الاستبانة.

رجاءاً ضع علامة () داخل الخانة المحددة للإجابة التي تحدد درجة موافقتك

الفرضية الأولى : مؤشرات الرافعة المالية تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

م	العبارات	أوافق بشدة	أوافق	محايد	لا أوافق	لا أوافق بشدة

1				الاعتماد على الديون يؤدي إلى زيادة الأعباء الثابتة و المخاطر المالية التي تتحملها الشركة.
2				درجة المخاطرة التي ترغب إدارة الشركة في تحملها تؤثر في هيكل ديون الشركة.
3				هيكل الشركة الملائم والمناسب ينعكس على المخاطرة المالية .
4				تهتم الشركة بالحصول على القروض بشروط ملائمة وميسرة .
5				المخاطر المالية الناجمة عن زيادة الرفع المالي تؤثر علي الهيكل المالي للشركة .
6				هناك رغبة مستمرة لدى الشركة لزيادة الديون بدون تخطيط مالي مناسب للمخاطر المالية.
7				اعتماد الشركة الكامل على الديون يؤدي للتعرض للإفلاس والتصفية في حالة العجز عن سداد قيمة الديون وتحمل المخاطر المالية .
8				ارتفاع رصيد المدينين وتعثر تحصيلهم وتحميل الدخل بالديون المدومة والمخصصات يؤدي إلى انخفاض ربحية الشركة وزيادة مخاطرها المالية .
9				تضطر الشركة لبيع البضاعة بسعر منخفض لمطالبة الممولين باستحقاقاتهم .
10				كلما زاد الاعتماد على مصادر التمويل بالميونوية بدون استخدام مؤشرات الرافعة المالية يؤدي ذلك إلى ارتفاع التكلفة التمويلية وزيادة المخاطر المالية .
11				ارتفاع نسب المديونية يقلل من ثقة المؤسسات التمويلية في منح التمويل ذلك لزيادة المخاطر المالية للشركة.
12				تحدد المنشأة الحد الأقصى للمديونية ما يقلل سقف الاقتراض ويقلل من المخاطر المالية.
13				انخفاض معدلات أرباح المنشأة يقلل من القدرة على تغطية الأعباء المترتبة على الديون وزيادة المخاطر المالية.
14				زيادة استخدام أموال المديونية يؤدي إلى زيادة التقلبات في عائد المساهمين و يعرض الهيكل المالي للشركة للمخاطر المالية .

الفرضية الثانية: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الرفع المالي والأرباح التي تحققها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية .

م	العبارات	أوافق بشدة	أوافق	محايد	لا أوافق	لا أوافق بشدة
1	تساهم الرافعة المالية في زيادة الإنتاج وبالتالي الأرباح.					
2	زيادة قدرة الشركة على الاقتراض يزيد من مقدرتها على منافسة الشركات الأخرى وزيادة أرباحها.					
3	هناك رؤية واضحة واستخدامات مضمونة لدى الشركة فيما يتعلق باستخدام أموال القروض في عمليات تزيد الأرباح .					
4	الشركات القليلة الديون اقل مقدرة على توليد الأرباح .					
5	الشركات المستدينة ينعكس اثر التمويل الدائن إيجابا على تقييم أدائها المالي وأرباحها .					
6	الأموال السائلة الناتجة عن الاقتراض هي مصادر لتمويل الاستثمارات وتحقيق الربح مستقبلا .					
7	يحقق التمويل بالاقتراض وفورات ضريبية من خلال تخفيض الدخل الخاص للضريبة مما يزيد أرباح الشركة.					
8	التمويل عن طريق أموال المديونية يحقق النمو والاستقرار في أرباح الشركات المدرجة بالسوق المالي.					
9	لضمان سهولة الحصول على تمويل من مصادر خارجية تقوم المنشأة بتحسين أرباحها.					
10	مؤشرات الرفع المالي تزيد الثقة في متانة الهيكل المالي مما يزيد من الأرباح.					
11	وفرة التدفقات النقدية تمكن الشركة من استخدام المزيد من أموال المديونية في هيكلها المالي مما ينعكس على الأرباح.					
12	تسهل الأسواق المالية في توفر أموال المديونية التي تؤدي لتحقيق الأرباح .					
13	النمو والتوسع في أنشطة الشركة يوفر الاستخدام الأمثل لأموال المديونية والتي يمكن أن تحقق مزيدا من الأرباح .					
14	الإيرادات المحققة من أموال الرفع المالي تزيد أرباح الشركات.					
15	يساعد الرفع المالي على زيادة أرباح الشركات إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة الاقتراض .					
16	الاستخدام المتزايد للرافعة المالية له أثر إيجابي على السيولة قصيرة الأجل وأرباح الشركة.					

الفرضية الثالثة : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الرفع المالي والربح المتوقع للسهم في الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية .

م	العبارات	أوافق بشدة	أوافق	محايد	أوافق لا بشدة	لا أوافق بشدة
1	القيمة السوقية للسهم ترتفع نتيجة الاستفادة من استثمار أموال الاقتراض ذات التكلفة الأقل .					
2	توجد علاقة دالية موجبة بين القيمة السوقية للسهم والرفع المالي للشركة.					
3	يتأثر سعر السهم في السوق المالي بنتائج تحليل الهيكل التمويلي للشركات.					
4	تفضل إدارة المنشأة الاتجاه نحو إصدار الأسهم عند احتياجها للأموال .					
5	استخدام الرفع المالي يزيد من الربح المتوقع للسهم .					
6	ورود معلومات جديدة إلى السوق عن الأسهم تؤدي إلى انتقال منحى الطلب على الأسهم.					
7	توزيعات الأرباح تزيد ثقة الجهات الدائنة في الشركة.					
8	التوزيعات المتوقعة والمعتمدة أساس لتقييم القيمة السوقية للأسهم .					
9	قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة تساهم في زيادة القيمة السوقية للمنشأة ككل.					
10	سياسة التوزيعات المعلنة من الشركة تساهم في زيادة الرافعة المالية .					
11	توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المنشأة والمستندة إلى مركزها الائتماني تعمل على زيادة قيمة المنشأة .					
12	زيادة السعر السوقي للأسهم يجذب المستثمرين ويضمن احتفاظهم بالسهم لأطول مدة.					
13	الاعتماد على الديون يزيد الأرباح الموزعة على حملة الأسهم.					
14	الرفع المالي يزيد من الربح الجاري للسهم.					
15	التمويل بالديونية يزيد من قيمة السهم العادي حسب العائد المتوقع .					
16	الرفع المالي يساهم في ثبات التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائد استثماره .					
17	الأرباح الموزعة تعطي مؤشر إيجابي لإمكانية زيادة رأس مال الشركة عن طريق أموال المديونية .					
18	تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع للسهم بعد الضريبة.					

الفرضية الرابعة: الهيكل المالي يؤثر في قيمة الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

	العبارات	أوافق بشدة	أوافق	محايد	لا أوافق	لا أوافق بشدة
1	سرعة وسهولة الحصول على التمويل تؤثر في المفاضلة بين الخيارات التمويلية .					
2	تفضل المنشأة الاعتماد بنسبة عالية على التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الموردون لانخفاض تكلفتها.					
3	التمويل بأموال الملكية يمكن الشركات من الحصول على تمويل دائم وبدون تحمل تكاليف ثابتة.					
4	ضخامة حجم وقيمة أصول المنشأة تكسبها سمعة جيدة تمكنها من الحصول على مصادر تمويل بشروط ميسرة.					
5	سياسة حجز الأرباح وتكوين الاحتياطي وسيلة من وسائل التمويل الاستثمار سهلة نسبياً مقارنة بمصادر للتمويل الأخرى.					
6	الوفورات الضريبية الناتجة عن إعفاء فوائد الديون تؤدي إلى ارتفاع قيمة إجمالي الديون في الشركة.					
7	قلة التمويل المصرفي للشركات يعزى لارتفاع تكلفة التمويل المصرفي .					
8	الشركات التي ترغب في زيادة موجوداتها الثابتة تعتمد على التمويل طويل الأجل لمناسبته للأصول الثابتة.					
9	الوفر الضريبي الناتج عن فوائد الديون يؤدي إلى إقبال المنشآت على التمويل بالاستدانة.					
10	قوة المركز المالي للشركة تساعد في حصول الشركة على المزيد من أموال المديونية .					
11	تؤثر الأرباح المحققة للشركات والظروف الاقتصادية العامة في صياغة الهيكل التمويلي للشركات.					
12	المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة تعتمد على المراجعة بين الأرباح والمخاطرة .					
13	تعتمد الشركة على الاقتراض لتفادي الاستيلاء عليها من قبل مساهمين جدد.					
14	تهتم المنشأة بالديون أكثر من اهتمامها بأموال المساهمين لسهولة إجراءات الحصول عليها .					
15	الأموال التي تخطط أن تحصل عليها المنشأة في المستقبل تكون من نفس مصادر الهيكل المالي الحالي بغض النظر عن المخاطر والأرباح.					

ملحق (3)

أسماء الشركات عينة الدراسة

م	الاسم
1	الشركة الوطنية للبترول المحدودة.
2	الشركة السودانية للاتصالات (سودتل).
3	شركة المهاجر العالمية للاستثمار المحدودة.
4	الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة.
5	شركة النيل للاسمنت المحدودة- ربك.
6	الشركة التعاونية للتأمين المحدودة.
7	شركة النيل الأزرق للتأمين المحدودة.
8	شركة جوبا للتأمين المحدودة.
9	بنك المزارع التجاري.
10	بنك تنمية الصادرات.
11	بنك أم درمان الوطني.

