دار المنظومة
DAR ALMANDUMAH
الرواد في قواعد المعلومات العربية

العنوان:	تأثير قرارات هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية : دراسة اختبارية
المصدر:	الفكر المحاسبي
الناشر:	جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة
المؤلف الرئيسي:	أبو سالم، سيد سالم محمد
مؤلفين آخرين:	بسيوني، سارة عبدالحميد كامل محمد(م. مشارك)
المجلد/العدد:	مج22, ع1
محكمة:	نعم
التاريخ الميلادي:	2018
الشهر:	ابريل
الصفحات:	242 - 354
رقم MD:	891999
نوع المحتوى:	بحوث ومقالات
اللغة:	Arabic
قواعد المعلومات:	EcoLink
مواضيع:	الشركات المساهمة المصرية :
رابط:	https://search.mandumah.com/Record/891999

© 2018 دار المنظومة. جميع الحقوق محفوظة.
هذه المادة متاحة بناء على الإتفاق الموقع مع أصحاب حقوق النشر، علما أن جميع حقوق النشر محفوظة. يمكنك تحميل أو طباعة هذه المادة للاستخدام الشخصي فقط، ويمنع النسخ أو التحويل أو النشر عبر أي وسيلة (مثل مواقع الانترنت أو البريد الالكتروني) دون تصريح خطي من أصحاب حقوق النشر أو دار المنظومة.

تأثير قرارات هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية
دراسة اختبارية

الدكتور
سيد سالم محمد أبو سالم
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة – جامعة الزقازيق

سارة عبد الحميد كامل محمد بسيونى
مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال
كلية التجارة – جامعة الزقازيق

تأثير قرارات هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية

"دراسة اختبارية"

سيد سالم محمد أبو سالم

مدرس بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

سارة عبدالحميد كامل محمد بسيونى

مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

ملخـــص

استهدفت هذه الدراسة التحقق من تأثير قرارات هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية، وذلك فى محاولة لفهم التأثيرات التمويلية لقرارات هيكل رأس المال على أداء تلك الشركات، خاصة فى ظل ندرة الدراسات السابقة التى تعرضت لدراسة تلك العلاقة فى البيئة المصرية. ولتحقيق هذا الهدف، اعتمدت هذه الدراسة على عينة مكونة من ١٣٠ شركة مساهمة مصرية (٣٨٠ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمى إلى ثلاثة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالى فى الفترة بين عامى ٢٠١٣م و٢٠١٥م. وقد استعانت هذه الدراسة بثلاثة مؤشرات للأداء، تتضمن: العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية، العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية، ومؤشر (Tobin's Q) كمتغير تابع. كما استعانت هذه الدراسة بأربعة مقاييس للرافعة المالية (المديونية)، تتضمن: نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول (STDTA)، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول (LTDTA)، نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول (TDTA)، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال (LTDTC) كمتغير مستقل. كذلك، استعانت هذه الدراسة بكل من حجم الشركة، حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية كمتغيرات ضابطة. وباستخدام تحليل الإنحدار الخطى المتعدد، توفر نتائج هذه الدراسة دليلاً إمبريقياً على أن قرارات اختيار هيكل رأس المال تعد أحد المحددات المهمة لأداء الشركات المساهمة المصرية.

الكلمات الدالة: *هيكل رأس المال. الرافعة المالية، الأداء المالي، الاستحقاقات الاختيارية، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، مؤشر (Tobin's Q).*

The Effect of Capital Structure Decisions on the Performance of Egyptian Listed Companies

An Empirical Study

Sayed S. M. Abou Salem

Lecturer, Department of Accounting,
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt

Sara A. K. M. Basyouni

Assistant Lecturer, Department of Business Administration,
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt

Abstract

This study aimed to investigate the impact of capital structure decisions on the performance of Egyptian listed companies, in an attempt to demonstrate an understanding the financing effects of capital structure decisions on the performance of these companies, especially in light of the scarcity of previous studies that have been subjected to study of this relationship in the Egyptian environment. To achieve this goal, this study was relied on a sample of 130 listed non-financial Egyptian companies, with 380 firm-year observations, between 2013 and 2015. The study used three performance measures (including return on assets adjusted by discretionary accruals, return on equity adjusted by discretionary accruals, and Tobin's Q ratio) as a dependent variable, and four financial leverage measures (including short term debt to total assets, long term debt to total assets, total debt to total assets, and long term debt to total capital) as independent variable. Firm size, board size, board independence, managerial ownership, and institutional ownership are control variables. By using multiple linear regression analysis, the results of this study provide empirical evidence that capital structure decisions are one of the important determinants of Egyptian listed companies' performance.

Keywords: *Capital Structure, Financial Leverage, Financial Performance, Discretionary Accruals, Return on Assets, Return on Equity, Tobin's Q Ratio.*

١. مشكلة البحث

يتمثل الهدف الأساسى الذى يجب أن تسعى إدارة أى شركة إلى تحقيقه فى تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة المنشأة أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية. وتؤثر القرارات المالية - بنوعيها استثمارية وتمويلية - على ثروة الملاك (أى على قيمة المنشأة) من خلال تأثيرها على حجم العائد الذى يتوقع أن تحققه المنشأة من جراء تلك القرارات، وكذا تأثيرها على حجم المخاطر التى تتعرض لها المنشأة من جراء تلك القرارات (Levy and Sarnat, 1994).[1]

ولعل من أبرز القرارات التمويلية التى تقوم إدارة الشركة على اتخاذها، تلك القرارات المتعلقة بتحديد المزيج الأمثل لمكونات هيكل رأس المال - تحديد نسبة الديون إلى حقوق الملكية - والتى يتوقف على مدى دقتها وسلامتها درجة نجاح أو فشل المنشأة فى تحقيق أهدافها. فعلى الرغم مما تنطوى عليه قرارات اختيار هيكل رأس المال من صعوبة وتعقيد، خاصة فى ظل الجدل الدائر فى أدبيات التمويل منذ ستينات القرن الماضى بشأن مدى وجود هيكل مثالى لرأس المال تنخفض عنده تكلفة رأس المال إلى حدها الأدنى، وتتزايد عنده القيمة السوقية للمنشأة إلى حدها الأقصى، إلا أنه يمكن القول بشكل عام أن هيكل رأس المال الذى يشتمل على قروض إذا كان له أن يؤثر على ثروة الملاك، فإن هذا التأثير يكون متوقعاً حدوثه نتيجة تأثير الإقتراض على عاملين جوهريين يتحدد فى ضوءهما بشكل أساسى العائد المتاح للملاك، وهما (هندى، ١٩٩٨؛ حنفى وقرياقص، ١٩٩٩):

- **العامل الأول:** ويتعلق بصافى التدفقات النقدية الخاصة بالمنشأة، حيث يتولد عن تحمل المنشأة لفوائد الإقتراض تحقيق وفورات ضريبية (Tax Shields) تؤدى إلى زيادة صافى التدفقات النقدية الخاصة بالمنشأة، ومن ثم زيادة القيمة السوقية للمنشأة، مما يؤدى إلى تعظيم العائد المتاح للملاك.
- **العامل الثانى:** ويتعلق بتكلفة رأس المال (Cost of Capital) الخاص بالمنشأة والتى تتمثل فى المتوسط المرجح لتكلفة العناصر التى يتكون منها هيكل رأس

---

(١) تجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هى علاقة تعويضية (Risk-Return Trade Off)، ذلك أنه كلما زادت درجة المخاطر المترتبة على القرار المالى، زاد العائد المطلوب للتعويض عن تلك المخاطر. وهذه العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة تقتضى من متخذ القرار المالى مراعاة التوازن بين العائد المتوقع من تنفيذ القرار وبين المخاطر المترتبة عليه، وأن يختار المستوى الملائم من العائد والمخاطرة الذى يحقق تعظيم ثروة الملاك (هندى، ١٩٩٨).

المال،[٢] فنظراً لأن تكلفة رأس المال تتوقف على تركيبة المزيج (الخليط) المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه، فإنه كلما كانت تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة العناصر الأخرى التى يتكون منها هيكل رأس المال، كلما أدى زيادة الاعتماد على الإقتراض فى التمويل إلى تخفيض تكلفة رأس المال. وتنبع أهمية تكلفة رأس المال من أنها تستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للمنشأة، ومن ثم فإن إنخفاض تكلفة رأس المال يسهم فى زيادة القيمة السوقية للمنشأة التى هى ذاتها القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية، مما يؤدى إلى تعظيم العائد المتاح للملاك.

من ناحية أخرى، يرى (Gul and Tsui, 1997) أنه كلما زاد اعتماد الشركة على الديون فى تمويل عملياتها، فإن اشتراطات أو تعهدات المديونية التى تتعرض لها الشركة من قبل المقرضين تعمل على تقييد الإنفاق غير المثالى للشركة، وتضعها تحت مراقبة أكبر من قبل هؤلاء المقرضين بهدف حماية أموالهم، وهو ما قد يؤدى إلى دعم وتعزيز أداء الشركة. كذلك، يرى (Jensen, 1986) أن إرتفاع نسبة المديونية سوف يثنى المديرون عن إهدار التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flows) الخاصة بالشركة فى استثمارات غير مربحة، وذلك من خلال إجبار المديرين على دفع الأموال الفائضة أو الزائدة لخدمة الدين، الأمر الذى يسهم فى كبح الإنتهازية الإدارية المتعلقة بإهدار تلك الفوائض النقدية فى مشروعات ذات صافى قيمة حالية سالبة، مما ينعكس بالإيجاب على أداء وقيمة الشركة.

وعلى الرغم مما يشير إليه التحليل السابق من أن الاستعانة بالديون فى تمويل أصول المنشأة قد يترك آثاراً إيجابية على ثروة الملاك (حملة الأسهم العادية)، خاصة إذا ما كانت نسبة الديون إلى حقوق الملكية غير مغال فيها، إلا أنه لا يجب إغفال أن زيادة نسبة الديون فى هيكل رأس المال من شأنه أن يضيف المزيد من المخاطر المالية (Financial Risk) التى يتعرض لها الملاك. ويقصد بالمخاطر

---

(٢) نظراً لأن نسبة العناصر فى تركيبة الخليط الذى يتكون منه هيكل رأس المال ليست متساوية، كما أن تكلفتها ليست متساوية أيضاً، فإنه يصبح من الخطأ الاعتماد على المتوسط الحسابى البسيط لتقدير تكلفة رأس المال، ويصبح الاعتماد على المتوسط المرجح بالأوزان لتقدير تكلفة رأس المال (Weighted Average Cost of Capital "WACC") أمراً حتمياً لا مناص منه (هندى، ١٩٩٨). والمعادلة التالية توضح كيفية تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Schlosser, 1992):

$$WACC = \left[\left(\frac{E}{K}\right) \times y\right] + \left[\left(\frac{D}{K}\right) \times b\right]$$

بشرط أن:

$$K = E + D$$

حيث إن:

(K): إجمالى هيكل رأس المال؛ (E): إجمالى حقوق الملكية؛ (D): إجمالى الديون؛ (y): تكلفة حقوق الملكية؛ (b): تكلفة الديون.

المالية التذبذب أو التقلب فى العائد المتاح للملاك - أى التقلب فى صافى الربح بعد الضريبة - نتيجة استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة فى فوائد الإقتراض وتوزيعات الأسهم الممتازة (إن وجدت). فالمنشأة التى تتحمل قدراً كبيراً من التكاليف المالية الثابتة، تتعرض لتغير بمعدل أكبر فى العائد المتاح للملاك نتيجة تغير بمعدل أقل فى صافى ربح العمليات، وهو ما يطلق عليه ظاهرة الرفع المالى (Financial Leverage) (هندى، ١٩٩٨).[٣]

أضف إلى ذلك، أن السياسة الإستثمارية للشركة تتأثر بشكل كبير بتركيبة أو هيكل رأس المال (Galai and Masulis, 1976). فوجهة النظر السائدة فى أدبيات التمويل منذ أمد طويل هى أن احتمال نشوب تعارضات بين المساهمين وأصحاب الديون بشأن السياسات الإستثمارية للشركة، تعد واحدة من أهم التكاليف المترتبة على التمويل بالدين (Billett et al., 2007). لذا، يرى (Myers, 1977) أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين قد يدفع المديرون إلى التصرف بالشكل الذى يحقق مصلحة المساهمين، وذلك من خلال التخلى عن المشروعات ذات صافى القيمة الحالية الموجبة.[٤] فالشركات التى يتزايد لديها مستوى المديونية يتزايد بها تعارضات الوكالة بين المساهمين وأصحاب الديون، نظراً لأن المساهمين فى هذه الشركات يتوافر لديهم دوافع قوية لتخفيض الإستثمارات، وذلك فيما يعرف بمشكلة "قصور الإستثمار" (Underinvestment Problem)، وإمكانيات أكبر للاستعاضة بتحويل أو نقل المخاطر. وهو ما يشير إلى أن التمويل بالدين قد يكون له تأثير سلبى على أداء وقيمة الشركة، خاصة بالنسبة للشركات التى يتوافر لديها فرص للنمو (McConnell and Servaes, 1995).

---

(٣) لاحظ أن مجرد وجود تلك التكاليف الثابتة يعنى أن زيادة صافى ربح العمليات بنسبة معينة، لابد وأن يصحبها زيادة فى العائد المتاح للملاك (حملة الأسهم العادية) بنسبة أكبر. وبالمثل، إذا إنخفض صافى ربح العمليات بنسبة معينة، فلابد وأن يصحب ذلك إنخفاض فى العائد المتاح للملاك بنسبة أكبر. ولذلك، توصف زيادة نسبة الديون فى هيكل رأس المال بأنها سلاح ذو حدين. لذا، ينبغى أن يكون هناك توازن بين العائد المتوقع أن يسفر عنه هيكل رأس المال - والذى يحصل عليه حملة الأسهم العادية - وبين المخاطر التى سوف يتعرض لها هذا العائد. ويقصد بالتوازن هنا أن يكون العائد المتوقع كافٍ لتعويض الملاك عن المخاطر التى يتعرض لها العائد الذى سيحصلون عليه.

(٤) يشير (Myers, 1977) إلى أن السياسة الاستثمارية غير المثلى (Sub-optimal Investment Policy) تعد أحد تكاليف الوكالة الناجمة عن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين. لذلك يرى (Myers, 1977) أنه فى ظل وجود ضرائب على دخل الشركات، ووجود الدافع للاستفادة من الخصم الضريبى (Tax-deductible) الذى توفره مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون، فإن الإستراتيجية المثلى تنطوى على المبادلة أو المقايضة بين المزايا الضريبية الناتجة عن الاعتماد على التمويل بالدين وتكاليف الإستراتيجية الإستثمارية المستقبلية غير المثلى.

وانطلاقاً من أهمية قرارات اختيار هيكل رأس المال باعتبارها واحدة من القرارات التمويلية المهمة التى باتت تلعب دوراً حيوياً فى تعظيم ثروة الملاك، وفى ضوء هذا التناقض الواضح فى وجهات النظر بشأن تفسير تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال وبيان مضامينها على أداء وقيمة الشركة، يتضح أن هذه القضية تعد مجالاً خصباً لمزيد من البحث والدراسة، وأن هناك العديد من التساؤلات المهمة التى تتعلق بالآثار الاقتصادية لتلك القرارات، لا تنطوى على إجابات كافية. من هذا المنطلق، يسعى البحث الحالى إلى الإجابة على التساؤل التالى: **ما هو تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية؟**

٢. هدف البحث

فى ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأساسى للبحث الحالى فى التعرف على تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية.

٣. أهمية البحث

ترجع أهمية البحث الحالى إلى عدة اعتبارات لعل من أهمها ما يلى:

١) الحاجة الماسة لدراسة منهجية تستهدف التعرف على تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية، خاصة فى ظل التطور الكبير الذى يشهده سوق المال المصرى باعتباره أحد الأسواق المالية الصاعدة (الناشئة) والذى تتضح أهم معالمه فى: تسهيل عمليات إصدار وقيد الأوراق المالية المحلية، زيادة رأس المال فى الأسواق الدولية من خلال شهادات إيداع الأسهم (Global Depository Receipts "GDR")، وكذلك استحداث أدوات مالية جديدة كسندات التوريق، مما فتح المجال أمام العديد من الشركات سواء المملوكة للقطاع الخاص أو القطاع العام إلى جمع المزيد من الأموال عبر سوق رأس المال.

٢) التحقق مما إذا كان تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية يتشابه أو يتماثل مع التأثيرات التى تم رصدها من قبل الدراسات السابقة التى اختبرت تلك العلاقة فى بيئات أخرى، خاصة فى ظل إختلاف الظروف البيئية والترتيبات المؤسسية من دولة لأخرى، وخصوصاً فيما يتعلق بقيود الإئتمان التى تفرضها الجهات المانحة للإئتمان داخل كل دولة، ومعدلات الفائدة السارية بها.

٣) تعتبر مصر بيئة ملائمة لدراسة مشكلة البحث الحالى، وذلك بسبب أنه نتيجة للسياسات الإقتصادية التى انتهجتها الدولة المصرية على مدار العقود القليلة الماضية، فإن تكلفة رأس المال تعتبر مرتفعة كثيراً مقارنة بالدول

المتطورة، بالإضافة إلى أن سوق الديون فى مصر يعتبر أقل نضجاً وتطوراً عند مقارنته بدول أكثر تقدماً مثل الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، الأمر الذى يجعل العديد من الشركات العاملة فى مصر تعانى من قيود الإئتمان.

٤) يعد البحث الحالى إحدى الدراسات المنهجية المتعلقة بقرارات اختيار هيكل رأس المال، والتى تعد واحدة من أهم القرارات التمويلية التى باتت تلعب دوراً حيوياً ومؤثراً فى تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، فضلاً عما قد تسببه تلك القرارات من إرتفاع لكل من تكاليف الوكالة والإفلاس حال إرتفاع نسبة الديون ضمن هيكل رأس المال.

٥) على الرغم من وجود بعض الدراسات السابقة التى تمت فى البيئة المصرية بهدف اختبار تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال على أداء الشركات المصرية (مثل: Ebaid, 2009; Soliman, 2013)، إلا أن تلك الدراسات السابقة يؤخذ عليها اعتمادها فى قياس الأداء المالى للشركة على الأرباح المحاسبية المنشورة من خلال مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية، مثل: العائد على الأصول ("ROA" Return on Assets)، العائد على حقوق الملكية ("ROE" Return on Equity)، وربحية السهم ("EPS" Earnings Per Share) دون الأخذ فى الاعتبار مستوى جودة تلك الأرباح فى قياس الأداء المالى للشركة. وهو الأمر الذى سيتم تفاديه فى البحث الحالى، وذلك من خلال إزالة التأثير المحتمل للممارسات المتعلقة بإدارة الدخل (Earnings Management) من تقديرات الربحية المنشورة قبل حساب تلك المؤشرات، الأمر الذى يجعل تلك المؤشرات أكثر تمثيلاً للأداء المالى الحقيقى للشركة. ولعل هذا الأمر هو ما يميز البحث الحالى عن بقية الدراسات السابقة ذات الصلة.

٤. حدود البحث

سوف يواجه البحث الحالى القيود أو الحدود التالية:

١) يقتصر تطبيق البحث الحالى على الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وتنتمى إلى قطاعات غير مالية،(٥) حيث سيتم استبعاد أو إقصاء الشركات التى تنتمى إلى قطاعى البنوك والخدمات المالية

(٥) وفقاً للتوزيع القطاعى للبورصة المصرية، فإن الشركات المساهمة المقيدة بها موزعة على سبعة عشر قطاعاً اقتصادياً مختلفاً، هى: الأغذية والمشروبات، التشييد ومواد البناء، العقارات، الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات، الرعاية الصحية والأدوية، السياحة والترفيه، الموارد الأساسية، المنتجات المنزلية والشخصية، الكيماويات، الموزعون وتجار التجزئة، الاتصالات، الغاز والبترول، الإعلام، التكنولوجيا، المرافق، البنوك، والخدمات المالية (بخلاف البنوك).

(بخلاف البنوك) من عينة البحث الحالى، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها فى الشركات غير المالية، وهو ما يخلق صعوبة بشأن القابلية للمقارنة نتيجة الإختلافات فى الضوابط والقوانين المنظمة. ناهيك عن طبيعة تقاريرها المالية والتى تجعل من تقدير قيم بعض المتغيرات الخاصة بالبحث الحالى أمراً صعباً.

٢) يقتصر تطبيق البحث الحالى على الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية فى الفترة الممتدة بين عامى ٢٠١٣م و٢٠١٥م، وهو ما يدخل ضمن الحدود الزمانية للبحث الحالى. حيث ارتأى الباحثان عدم توسعة النطاق الزمنى لفترة الدراسة إلى ما قبل عام ٢٠١٣م نتيجة للأجواء السياسية والإقتصادية غير المستقرة التى عايشتها الدولة المصرية فى أعقاب أحداث ثورة يناير ٢٠١١م، والتى فرضت على الشركات المصرية ضغوطاً تمويلية وتشغيلية صعبة. ناهيك عن الأداء غير المستقر لأسهم الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، الأمر الذى يتعذر معه الاعتماد على أى من المؤشرات السوقية للأداء التى يُعتمد فى حسابها على أسعار أسهم تلك الشركات، مثل مؤشر "توبين كيو" (Tobin's Q)، والذى سيتم الإستعانة به فى البحث الحالى كأحد المقاييس المستخدمة للتعبير عن أداء الشركة.

٥. خطة البحث

فى ضوء مشكلة البحث، وتحقيقاً لهدفه الأساسى، تسير خطة البحث على النحو الآتى:

- **القسم الأول: مداخل ونظريات تفسير هيكل رأس المال.**
- **القسم الثانى: مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فرضية البحث.**
- **القسم الثالث: تصميم البحث.**
- **القسم الرابع: تحليل النتائج.**
- **القسم الخامس: خلاصة البحث والدراسات المستقبلية.**

القسم الأول

مداخل ونظريات تفسير هيكل رأس المال

بدأ ستيورات مايرز (Stewart C. Myers) مقالته الشهيرة التى نشرها فى عام ١٩٨٤م تحت عنوان "لغز هيكل رأس المال" (The Capital Structure Puzzle) بالتساؤل التالى: "كيف تختار الشركات هياكل رأس المال الخاصة بها؟"، ويجيب مايرز بعد أن أثار هذا التساؤل مباشرةً بقوله: "نحن لا نعرف." حيث يشير مايرز إلى أننا لا نعرف سوى القليل جداً عن هيكل رأس المال. فنحن لا نعرف - على حد تعبيره - كيف تختار الشركات الديون، حقوق الملكية، أو خليط الأوراق المالية (Hybrid Securities) التى تصدرها. بشكل عام، لدينا فهم غير كاف لسلوك تمويل الشركة، ولكيفية تأثير هذا السلوك على عوائد الأوراق المالية.

ويعد تأثير هيكل رأس المال على تكلفة الأموال، ومن ثم على أداء وقيمة الشركة، من أكثر الموضوعات جدلاً فى أدبيات التمويل. حيث لا يزال موضوع تأثير الإقتراض على كل من تكلفة الأموال وقيمة الشركة محل خلاف بين المنظرين والباحثين فى مجال التمويل. ولكى نكشف عن أبعاد هذا الخلاف، سوف نقوم فى هذا القسم بعرض أهم المداخل والنظريات التى تعرضت لتأثير الإقتراض على تكلفة الأموال وقيمة المنشأة فى أدبيات التمويل.

أولاً: نظرية ديفيد دوراند

تعتبر النظرية التى قُدمت من قبل ديفيد دوراند (David Durand) أحد النظريات المهمة التى حاولت تفسير هيكل رأس المال. وقد بنى دوراند تحليله الذى قدمه من خلال مقالته التى نشرها فى عام ١٩٥٢م بشأن تأثير الإقتراض على تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، على اعتبارين أساسيين، هما:

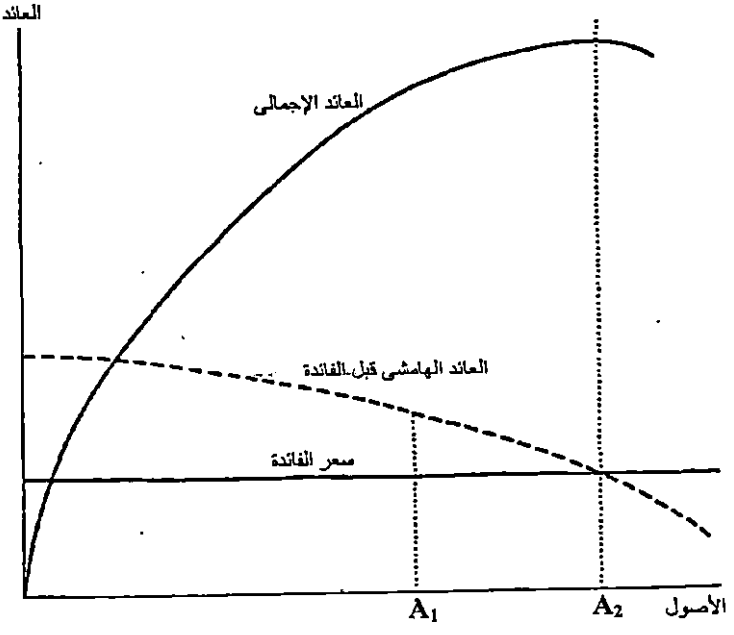
- **الاعتبار الأول:** قبول مبدأ المصلحة الذاتية (Self-Interest) وتطبيقه إزاء مشاكل تكلفة رأس المال. فإذا كان رجل الأعمال يجمع رأس المال لتمويل المشروع، فإنه يجب أن يكون تعزيزاً لمصالحه، وأى تعريف لتكاليف جمع أو تكوين رأس المال هذا، يجب أن يكون متسقاً مع هذا المبدأ.
- **الاعتبار الثانى:** ضرورة تعديل مبدأ تعظيم الدخل (Maximizing Income)، حيث أشار دوراند إلى أن مقالته تعد غير تقليدية فى مفهومها بشأن ما يشكل فعلاً أفضل مصلحة لرجل الأعمال. فبدلاً من قبول القول المأثور الشائع بأن ما يهم رجل الأعمال هو تعظيم دخله، فإنه يتم تبنى الإقتراح البديل

بأن رجل الأعمال يحاول تعظيم ثروته من خلال تعظيم قيمة الاستثمار (Maximizing Investment Value). فهذا الإقتراح البديل - على حد تعبير دوراند - يتمتع بقدر أكبر من المرونة، لذا فإنه يتجنب الأخطاء التى قد تنجم عن سيطرة مبدأ تعظيم الدخل على الحالات أو المواقف التى يكون فيها هذا المبدأ غير قابل للتطبيق بشكل صارم.(٦)

ويشير دوراند إلى أن النظرية الإقتصادية استخدمت مبدأ تعظيم الربح لإثبات أن توسع الأعمال سيمضى قُدماً إلى النقطة التى يتعادل عندها العائد الهامشى (الحدى) على رأس المال مع سعر الفائدة، وذلك كما يتضح من الشكل البيانى رقم (١) الذى يقدم خلاصة موجزة لهذه الفكرة.

شكل رقم (١)

مبدأ تعظيم الربح وأثره على فكرة توسع الأعمال وفقاً للنظرية الإقتصادية



(المصدر: Durand, 1952: p. 218)

(٦) يشير دوراند إلى أنه كان ضروريا تعديل مبدأ تعظيم الدخل، بحيث يتم تغيير تعبير "رجل الأعمال يحاول تعظيم دخله،" ليصبح "رجل الأعمال يحاول تعظيم القيمة المخصومة (Discounted Value) لدخله المستقبلى." فالتحول من تعظيم الدخل إلى تعظيم القيمة المخصومة له آثار مهمة فيما يتعلق بقياس التكاليف وتحليل مشاكل الاستثمار، ويؤكد على الأهمية الأساسية للتقييم وتحليل الأوراق المالية (Appraisal and Security Analysis) فى تشكيل قرارات الأعمال. حيث يتسال دوراند بقوله: كيف يمكن لرجل الأعمال التوجه نحو تعظيم قيمة الاستثمار دون وضع أو تطوير نظام لتقييم ما هو مناسب، بالنسبة له على الأقل؟

ويرى دوراند أن العرض التوضيحى السابق صحيح أو مقبول إذا كانت العوائد التى تعزى إلى زيادات الاستثمار المتتالية (ويمثلها منحنى العائد الهامشى) يمكن إفتراض أن تظل ثابتة ومؤكدة (Constant and Certain) على مر الزمن. (٧) ولكن إذا إختلفت هذه العوائد من سنة لأخرى، وإذا كان هناك كذلك عامل عدم اليقين، فإن هذا العرض يجب إعادة صياغته. أولاً، يجب إلحاق منحنى إجمالى الربح بمنحنى أخر يوضح القيمة المخصومة لإجمالى الأرباح المتوقعة (قيمة الاستثمار). ثانياً، ينبغى بذل بعض التعديل للمخاطر التى سيتم حتماً تكبدها نتيجة الإفتراض. ويقدم الشكل البيانى رقم (٢) خلاصة موجزة للفكرة السابقة بعد التعديلات التى أجراها دوراند عليها.

ومثل سابقه، يتضمن الشكل البيانى رقم (٢) منحنيات تمثل العائد الهامشى (الحدى) على رأس المال، سعر الفائدة، والعائد الإجمالى. ولكن الشكل البيانى رقم (٢) يختلف فى عدد من الجوانب المهمة. **أولاً**، على يسار الشكل البيانى توجد منطقة مظللة تمثل الأصول المقدمة بواسطة الملاك أنفسهم، والتى يفترض أن تظل ثابتة بينما تكون الأصول الإضافية قد تم توفيرها بواسطة المقرضين. ونظراً لأن الأصول المقدمة من قبل الملاك تولد عائداً، لذا فإن منحنى العائد الإجمالى يكون فعلياً أعلى من الصفر عند النقطة حيث الأصول الممولة بالإقتراض تكون مساوية للصفر.

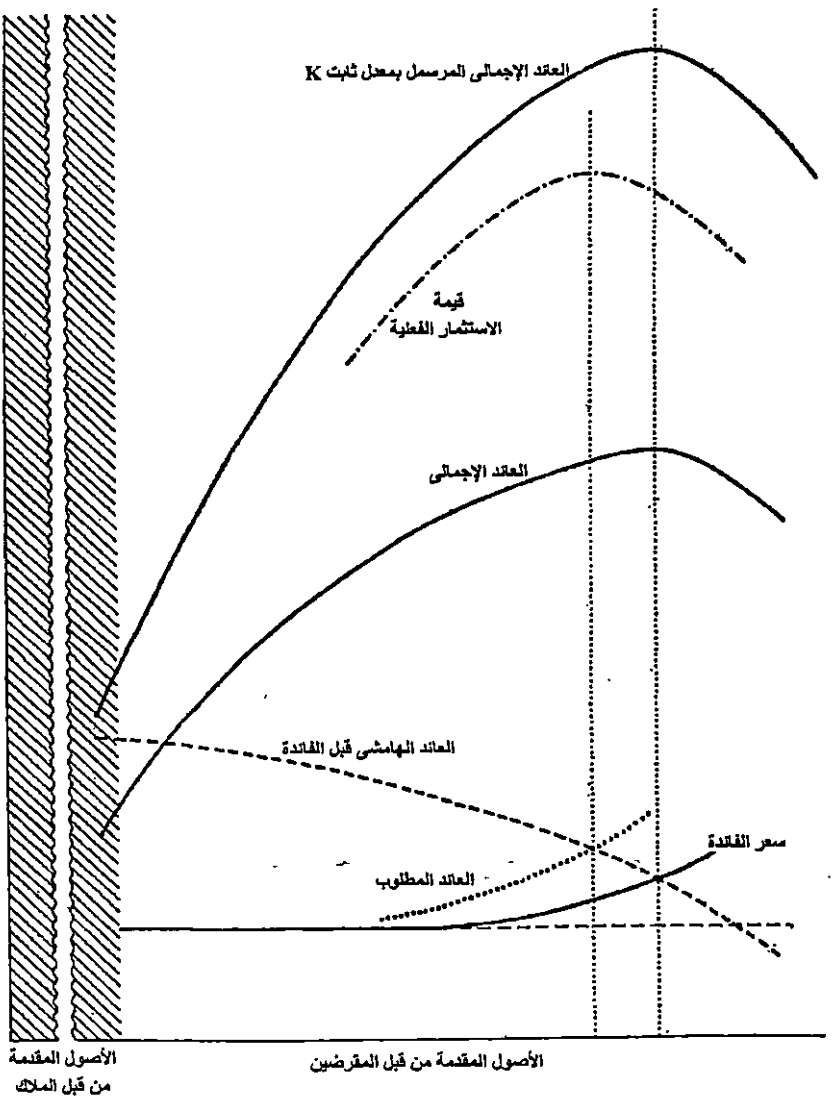
ثانياً، أن منحنى الفائدة ليس مستوىً (Not Level)، ولكن ينحدر إلى أعلى، لأن المشروع الذى يقترض بكثافة سوف يضطر لدفع سعر فائدة أعلى لتعويض المقرضين عن تحملهم مخاطر إضافية. وكما هو مصور بالشكل البيانى رقم (٢)، هذا المنحنى هو فى الواقع مستوىً لفترة من الوقت قبل أن يعوج أو ينعطف لأعلى. ومنحنى الفائدة المبين بالشكل البيانى رقم (٢) يمكن تسميته "منحنى الفائدة الهامشية" (The Marginal Interest Curve). وهذا يعنى - على حد تعبير دوراند - أن سعر الفائدة لكل إقتراض متتالى أو متعاقب لا يؤثر على سعر الفائدة على القروض السابقة. وبالنظر إلى منحنى الفائدة الهامشية (الحدية)، نجد أن تعظيم العائد الإجمالى يتحقق قبل النقطة التى يتعادل عندها سعر الفائدة مع العائد الحدى.

---

(٧) يمثل منحنى العائد الهامشى (The Marginal Return Curve) معدل العائد على الزيادات أو الإضافات المتتالية إلى أصول رجل الأعمال. وهذا المنحنى ينحدر دائماً إلى أسفل لأن رجل الأعمال من المفترض أن يقوم بعمل استثماراته الصغيرة المتتالية أو المتعاقبة بحسب ترتيب ربحيتها. وحيث أن العائد الهامشى (الحدى) يمثل العائد الصافى قبل الفائدة، لذا فإن المسافة بين هذا المنحنى والخط الأفقى الذى يمثل سعر الفائدة (The Interest Rate) هى صافى العائد الهامشى (الحدى) بعد الفائدة. ومن ثم، إذا كان رجل الأعمال يقوم بتوسيع قاعدة أصوله إلى النقطة (A_1)، فإن إجمالى ربحه يكون ممثلاً بواسطة المنطقة الواقعة بين منحنى العائد الهامشى (الحدى)، خط الفائدة، المحور الرأسى، والخطى العمودى الذى يمر بالنقطة (A_1). فأقصى قدر من إجمالى الأرباح الممكنة يتم الحصول عليه عندما يتم توسيع قاعدة الأصول إلى النقطة (A_2) التى يتقاطع عندها منحنى العائد الهامشى (الحدى) مع خط الفائدة.

شكل رقم (٢)

التحول من مبدأ تعظيم الربح إلى تعظيم قيمة الإستثمار لدى دوراند



(المصدر: Durand, 1952: p. 223)

ثالثاً، فى أعلى الشكل البيانى رقم (٢) يوجد منحنى يمثل قيمة العائد الإجمالى متى يتم رسملته بمعدل ثابت (K). هذا المنحنى - الذى من شأنه أن يمثل قيمة الاستثمار إذا لم ينطوى الإقتراض على أية مخاطر بالنسبة لملاك المشروع -

يصل بطبيعة الحال إلى حده الأقصى عند نفس النقطة التى يصل عندها منحنى العائد الإجمالى إلى حده الأقصى. وأدنى منحنى العائد الإجمالى المرسمل بمعدل ثابت (K Times Total Return) قليلاً، يوجد منحنى قيمة الاستثمار الفعلية المفترضة (The Assumed Actual Investment Value). فعندما لا يكون هناك إقتراض، فإن قيمة الاستثمار تعادل العائد الإجمالى المرسمل بمعدل ثابت (K)، والمنحنيين يتطابقا. ولكن إذا زاد حجم الإقتراض وزادت المخاطر المصاحبة له، فإن العائد الإجمالى يتعين رسملته بمعدل أعلى وأعلى، وبالتالى تتهاوى قيمة الاستثمار أبعد وأبعد أسفل منحنى العائد الإجمالى المرسمل بمعدل ثابت (K). وبطبيعة الحال، فإن قيمة الاستثمار الفعلية تصل حدها الأقصى قبل العائد الإجمالى (أو العائد الإجمالى المرسمل بمعدل ثابت K). هذه هى نقطة التشغيل الأمثل. وإذا توسع المشروع إلى ما بعد هذه النقطة، قد يحقق دخلاً مستقبلياً متوقعاً مرتفعاً، ولكن سيتعين عليه تحمل مخاطر لا مبرر لها فى العملية، وهو ما يعنى أن القيمة السوقية للأسهم ستعانى.

الملمح **الرابع والأخير** للشكل البيانى رقم (٢) هو منحنى العائد المطلوب (The Required Return). وكما هو مصور بالشكل البيانى، المنحنى هو منحنى هامشى (حدى)، بمعنى أنه، يعبر عن الحد الأدنى للمعدل الذى يجب تحقيقه من خلال الاستثمارات الصغيرة المتتالية أو المتعاقبة الممولة بالدين من أجل الحفاظ على القيمة الاستثمارية للأسهم العادية.[٨] ووفقاً لهذا التعريف، فإن هذا المنحنى لابد أن يقطع منحنى العائد الهامشى (الحدى) عند نقطة العمليات المثلى (Optimum Operations). إلى اليسار من هذه النقطة، الاستثمارات المتعاقبة تحقق أو تجنى أكثر من العائد المطلوب، مما يعزز من قيمة الاستثمار. وإلى اليمين من هذه النقطة، الاستثمارات المتعاقبة تحقق عائداً أقل من العائد المطلوب، مما يؤدى إلى إنخفاض قيمة الاستثمار. ويشير دوراند إلى أن ما يظهر على هذا الشكل البيانى الخاص - أى الشكل البيانى رقم (٢) - هو مقطع صغير فقط من منحنى العائد المطلوب. والسبب فى ذلك - على حد تعبير دوراند - هو أن شكل أو هيئة منحنى العائد المطلوب تتوقف على الطريقة

---

(٨) يشير دوراند إلى أنه يمكن التعبير رياضياً عن العائد المطلوب من خلال المعادلة التالية:

$$RR = I + V\,\frac{dC}{dX}$$

حيث إن:

(RR): العائد المطلوب؛ (I): سعر الفائدة الهامشى (الحدى)؛ (V): قيمة الاستثمار؛ (C): معدل الرسملة؛ (X): كمية الأموال المقترضة؛ (dC/dX): معدل التغير فى معدل الرسملة (نسبة مئوية) كلما زادت أعباء الديون. وهذا يعنى أن العائد المطلوب يكون معادلاً لسعر الفائدة طالما بقى معدل الرسملة (The Capitalization Rate) ثابتاً، ولكن بمجرد أن يبدأ معدل الرسملة فى الزيادة، فإن العائد المطلوب يتجاوز أو يتخطى سعر الفائدة.

المستخدمة فى رسملة الدخل. فمع إحدى الطرق، يتزامن أو يتطابق منحنى العائد المطلوب مع منحنى الفائدة عند النقطة صفر إقتراض. ولكن مع طريقة أخرى، فإن منحنى العائد المطلوب يكون دائماً أعلى منحنى الفائدة.

والواقع أن هذه المعضلة المثيرة للإهتمام هى التى جعلت دوراند يتطرق إلى طرق رسملة الأرباح. حيث يشير دوراند إلى أن هناك نظامين فى الاستخدام الحالى ينشأن من إفتراضات مختلفة جوهرياً، يقودان إلى نتائج مختلفة إلى حد كبير بشأن حساب العائد المطلوب، ويكون لهما آثار مختلفة جذرياً بالنسبة للسياسة المالية للشركة. لذا، يرى دوراند أن تحليل هذين النظامين سيزيد من تسليط الضوء على الحاجة الماسة لتوفير أساس نظرى (مفاهيمى) سليم للبحث فى مشاكل الاستثمار وتكاليف رأس المال.

ولتوضيح الفرق الأساسى بين هذين النظامين، استعان دوراند بشركة إفتراضية، ولتكن شركة "س"، وهذه الشركة الإفتراضية تمول جزئياً من خلال السندات بمبلغ ٥ مليون دولار (معدل فائدة ٤٪)، جزئياً من خلال الأسهم العادية بمبلغ ١٥ مليون دولار، وتحقق صافى دخل تشغيل قدره ٢ مليون دولار، ولا توجد ضرائب على دخل الشركات. وقد أشار دوراند إلى أن المشكلة المطروحة هى تقدير قيمة الأسهم العادية على إفتراض أن السندات، والتى تكون محمية بشكل جيد، تم بيعها فى السوق بقيمتها الأسمية. وقد قام دوراند بعرض هذين النظامين أو المدخلين على النحو التالى:

١. المدخل الأول: طريقة صافى دخل التشغيل

يقوم النهج أو المدخل الأول، والذى يطلق عليه "طريقة صافى دخل التشغيل" (Net Operating Income Method)، برسملة صافى دخل التشغيل وطرح الديون على النحو التالى:

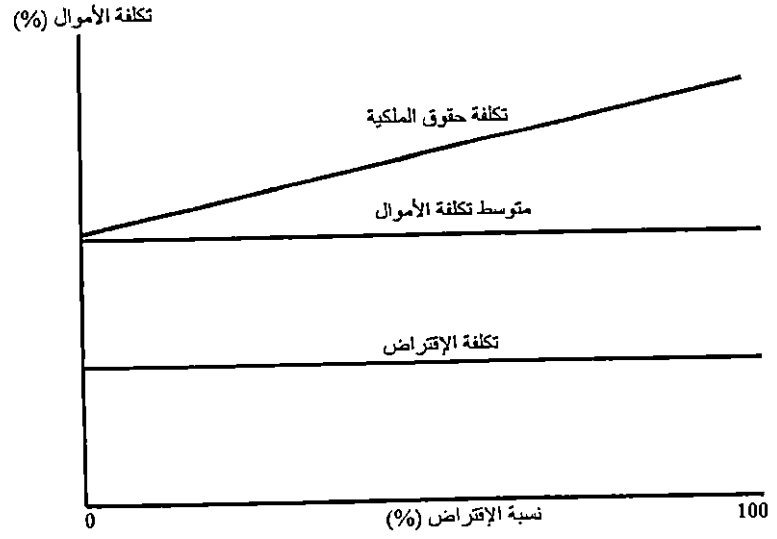
صافى دخل التشغيل	$٢,٠٠٠,٠٠٠
(×) معدل الرسملة (وليكن ١٠٪)	١٠
إجمالى قيمة الشركة	٢٠,٠٠٠,٠٠٠
(-) إجمالى قيمة الديون المصدرة فى شكل سندات	(٥,٠٠٠,٠٠٠)
إجمالى قيمة الأسهم العادية	١٥,٠٠٠,٠٠٠
قيمة السهم العادى (١,٥٠٠,٠٠٠ سهم عادى)	$١٠,٠٠

وجوهر هذا المدخل هو أن القيمة الإجمالية لجميع الأسهم والسندات التى يتكون منها هيكل رأس مال الشركة، أو كما يطلق عليها دوراند، القيمة الاستثمارية الإجمالية للشركة (Total Investment Value)، يجب أن تكون

دائماً ثابتة - ٢٠ مليون دولار فى المثال الذى أفترضه دوراند - بغض النظر عن نسبة الأسهم والسندات داخل هيكل رأس المال.[٩] فإذا لم تكن هناك سندات، على سبيل المثال، فإن القيمة الإجمالية للأسهم العادية ستكون ٢٠ مليون دولار؛ وإذا كانت هناك سندات بمبلغ ٢,٥ مليون دولار، كانت ستكون القيمة الإجمالية للأسهم العادية ١٧,٥ مليون دولار. حيث يُفترض فى ظل هذا المدخل أن الزيادة المتوقعة فى متوسط تكلفة الأموال والتى تنجم عن إرتفاع تكلفة حقوق الملكية نتيجة التوسع فى عملية الإقتراض، سيعوضها بالتمام والكمال إنخفاض مماثل فى هذا المتوسط نتيجة زيادة الإعتماد على أموال القروض باعتبارها مصدر تمويل رخيص نسبياً. وهو ما يعنى عدم وجود هيكل مثالى لرأس المال، فسواء إقترضت المنشأة أو لم تقترض، وسواء زادت نسبة القروض فى هيكل رأس المال أو إنخفضت، فإن متوسط تكلفة الأموال يظل ثابتاً، مما يترتب عليه ثبات القيمة الاستثمارية الإجمالية للشركة بالتبعية. ويقدم الشكل البيانى رقم (٣) خلاصة موجزة لتأثير الإقتراض على تكلفة الأموال فى ظل مدخل صافى دخل التشغيل.

شكل رقم (٣)

تأثير الإقتراض على تكلفة الأموال فى ظل مدخل صافى دخل التشغيل



(المصدر: هندى، ١٩٩٩: ص. ٦٤٢)

(٩) ومع ذلك، يشير دوراند بشأن هذه النقطة تحديداً، إلى أنه إذا كان عبء الديون مبالغاً أو مفرطاً فيه، فإن أنصار هذا المدخل يجادلون بأن القيمة الإجمالية لجميع الأسهم والسندات ستكون منخفضة أقل من ٢٠ مليون دولار. هذه الحجة يمكن أن تستند إلى أرجحية أو إحتمال الإعسار (Insolvency) والتصفية الإجبارية اللاحقة للشركة.

٢. المدخل الثانى: طريقة صافى الدخل

يقوم النهج أو المدخل البديل، والذى يطلق عليه "طريقة صافى الدخل" (Net Income Method)، برسملة صافى الدخل بدلاً من صافى دخل التشغيل، وذلك على النحو التالى:

صافى دخل التشغيل	$٢,٠٠٠,٠٠٠
(-) فائدة السندات (٥,٠٠٠,٠٠٠ $ × ٤٪)	(٢٠٠,٠٠٠)
صافى الدخل	١,٨٠٠,٠٠٠
(×) معدل الرسملة (وليكن ١٠٪)	١٠
إجمالى قيمة الأسهم العادية	١٨,٠٠٠,٠٠٠
قيمة السهم العادى (١,٥٠٠,٠٠٠ سهم عادى)	$١٢,٠٠

ووفقاً لهذه الطريقة لا تبقى القيمة الإستثمارية الإجمالية للشركة ثابتة، ولكنها تتزايد مع تزايد نسبة السندات فى هيكل رأس المال. ففى الجدول رقم (١) الموضح أدناه، تم إفتراض ثلاث مستويات للتمويل بالسندات: ٥ مليون دولار، ٢,٥ مليون دولار، عدم وجود سندات على الإطلاق. وعند كل مستوى، تم الحصول على قيمة الأسهم على النحو المبين أعلاه، من خلال الرسملة عند ١٠٪ للدخل المتبقى بعد فائدة السندات.

جدول رقم (١): أثر تزايد نسبة الديون فى هيكل رأس المال على قيمة الشركة طبقاً لمدخل صافى الدخل

القيمة المفترضة للسندات	صفر	٢,٥٠٠,٠٠٠	٥,٠٠٠,٠٠٠
قيمة الأسهم العادية	٢٠,٠٠٠,٠٠٠	١٩,٠٠٠,٠٠٠	١٨,٠٠٠,٠٠٠
القيمة الاستثمارية الإجمالية للشركة	٢٠,٠٠٠,٠٠٠	٢١,٥٠٠,٠٠٠	٢٣,٠٠٠,٠٠٠

العلاقة الضمنية فى هذا الجدول، هى أن زيادة قدرها ٢,٥ مليون فى حجم الديون المصدرة فى شكل سندات (إجمالى القيمة المرسملة وهى صافى دخل التشغيل تظل ثابتة) تنتج زيادة مقابلة قدرها ١,٥ مليون دولار فى جمالى قيمة الإستثمار.[١٠] حيث يُفترض فى ظل هذا المدخل أن تكلفة كل من الإقتراض

---

(١٠) نظراً لأنه يتم التعبير رياضياً عن العلاقة بين قيمة الاستثمار (V) وإجمالى العائد محل الرسملة (P) على النحو التالى:

$$V = \frac{P}{C}$$

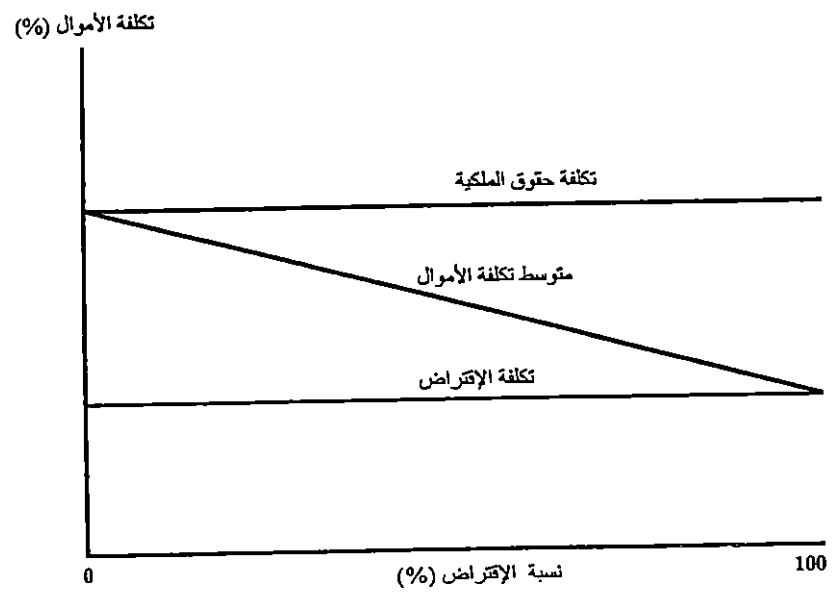
لذا يمكن إعادة التعبير رياضياً عن العلاقة بين قيمة الاستثمار وإجمالى العائد محل الرسملة بعد الزيادة الصغيرة فى إجمالى هذا العائد التى تنتج عن الإقتراض الإضافى، على النحو التالى:

$$V + \Delta V = \frac{P + \Delta P}{C + \Delta C}$$

وحقوق الملكية ثابتة ولا تتغير بتغير نسبة الديون فى هيكل رأس المال. فإرتفاع أو إنخفاض نسبة الديون فى هيكل رأس المال الخاص بالمنشأة، لا يترتب عليه إرتفاع أو إنخفاض معدل العائد على الاستثمار الذى يطلبه أى من المقرضون أو الملاك. وطالما أن تكلفة الأموال المقترضة تعد رخيصة نسبياً إذا ما قورنت بتكلفة حقوق الملكية، فإن زيادة نسبة الديون فى هيكل رأس المال الخاص بالمنشأة، سيؤدى إلى إنخفاض متوسط تكلفة الأموال، ومن ثم إرتفاع القيمة الاستثمارية الإجمالية للشركة بالتبعية. ويقدم الشكل البيانى رقم (٤) خلاصة موجزة لتأثير الإقتراض على تكلفة الأموال فى ظل مدخل صافى الدخل.

شكل رقم (٤)

تأثير الإقتراض على تكلفة الأموال فى ظل مدخل صافى الدخل



(المصدر: Brealey and Myers, 2003: p. 478)

ولعل من الواضح أن نقطة الضعف الأساسية التى يعانى منها مدخل صافى الدخل، هى أنه يقوم على إفتراض ثبات كل من تكلفة الإقتراض وتكلفة حقوق الملكية (ممثلة فى الأسهم العادية) مهما تغيرت نسبة الديون فى هيكل رأس المال الخاص بالمنشأة. لذا، يشير مؤيدوا هذا المدخل بوضوح إلى أن مثل هذه العلاقة لا يمكن أن تستمر إلى ما لا نهاية. فعندما يصبح عبء الديون هائلاً، سوف تنزلق قيمة السندات إلى ما دون السعر الأصلى (القيمة الإسمية)،

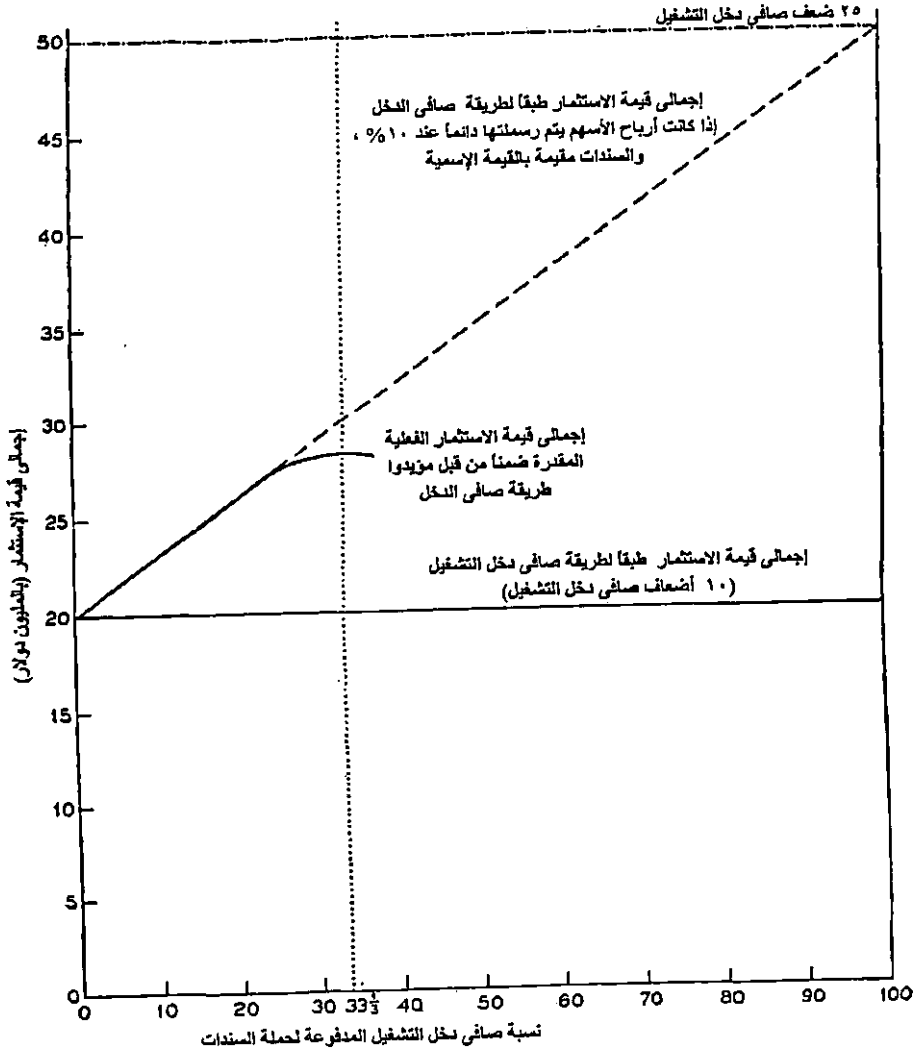
وسوف تتوقف الأسهم عن أن تكون قيمتها عشرة أضعاف الدخل (وفقاً لمعدل الرسملة المفترض فى المثال الذى إفترضه دوراند).

ويظهر الفرق بين الطريقتين بيانياً فى الشكل البيانى رقم (٥)، حيث تكون نسبة السندات فى هيكل رأس المال معبراً عنها بحصة فى صافى دخل التشغيل (الذى يبلغ دائماً ٢ مليون دولار فى المثال الذى إفترضه دوراند) والتى يجب أن تدفع لحملة السندات. هذه الطريقة - على حد تعبير دوراند - تتوافر فيها ميزة إظهار تغطية السندات (Bond Coverage) مباشرةً، لأنه عندما تدفع الشركة، مثلاً، ثلث صافى دخل التشغيل فى شكل فائدة سندات (المشار إليها بالخط المتقطع "The Dotted Line")، حينئذ تكون عدد مرات تغطية الفائدة ثلاثة مرات.

الشكل البيانى رقم (٥) يتضمن **أولاً**، خط أفقى مستقيم عند ٢٠ مليون دولار يمثل إجمالى قيمة الاستثمار وفقاً لطريقة صافى دخل التشغيل. **ثانياً**، يتضمن الشكل البيانى رقم (٥) خط مستقيم ينحدر لأعلى يمثل إجمالى قيمة الاستثمار التى تنجم عن تطبيق طريقة صافى الدخل إذا كانت السندات مقيمة بالقيمة الإسمية وأرباح الأسهم يتم رسملتها دائماً عند معدل رسملة قدره ١٠٪. **أخيراً**، يتضمن الشكل البيانى رقم (٥) خط منحنىّ يبين إجمالى قيمة الاستثمار الفعلية المقدرة ضمناً من قبل مؤيدوا مدخل صافى الدخل. هذا المنحنى يتزامن أو يتطابق مع الخط المستقيم المنحدر لأعلى لمسافة كبيرة، ولكن كلما أصبحت نسبة السندات محسوسة أو لا يستهان بها، كلما هبط المنحنى أسفل الخط المستقيم. وكما هو مصور بالشكل البيانى رقم (٥)، المنحنى له قيمة قصوى محددة، وهو ما يعنى وجود هيكل مثالى لرأس المال. وبطبيعة الحال، فإن شكل منحنى إجمالى قيمة الاستثمار الفعلية ومكان أو موضع الحد الأقصى، بالقرب من نقطة الثلاث مرات تغطية للفائدة فى هذا الشكل البيانى، هى على حد تعبير دوراند، حدس أو تخمين بحت (Purely Conjectural).

شكل رقم (٥)

القيمة الإستثمارية الإجمالية للشركة فى ظل طريقتى صافى دخل التشغيل وصافى الدخل



(المصدر: Durand, 1952: p. 229)

الفرق الأكثر وضوحاً بين الطريقتين هو أن طريقة صافى الدخل ينتج عنها قيمة إجمالية أعلى للاستثمار وقيمة أعلى للأسهم العادية باستثناء الشركات المرسملة كلياً بالأسهم (أى هيكل رأس مالها يتكون بالكامل من أسهم فقط). لمثل هذه الشركات تعطى الطريقتين نتائج متطابقة أو متماثلة إذا ما تم استخدام نفس

معدل الرسملة.[١١] هذا الإختلاف وحده يجعل طريقة صافى الدخل أكثر تحرراً (More Liberal) من طريقة صافى دخل التشغيل، حيث تتبنى طريقة صافى الدخل وجهة نظر متفائلة بشأن المخاطر المترتبة على الإقتراض، وذلك على عكس طريقة صافى دخل التشغيل التى تتبنى وجهة نظر أكثر واقعية (More Sober View) بشأن تلك المخاطر. حيث يرجح مؤيدوا طريقة صافى دخل التشغيل أن المجموع الكلى للمخاطر التى يتحملها حائزى الأوراق المالية لشركة معينة لا يمكن تغييرها لمجرد تغيير نسب هيكل رأس المال. فمثل هذا التغيير يمكن فقط أن يغير نسبة إجمالى المخاطر التى يتحملها كل فئة من حاملى الأوراق المالية. وبالتالى إذا كان هيكل رأس مال الشركة يتكون بالكامل من أسهم - أى ٢٠ مليون دولار بدلاً من ١٥ مليون دولار فى المثال الذى افترضه دوراند - فإن حملة الأسهم يتحملون كل المخاطر. ولكن مع إصدار ٥ مليون دولار فى شكل سندات بدلاً من الـ ٥٠٠,٠٠٠ سهم الإضافية، فإن حملة السندات يتحملون جزءً من هذه المخاطر. ولكن لأن السندات محمية بشكل جيد، فإن حصة حاملى السندات ستكون صغيرة، وبالتالى سيظل حملة الأسهم يتحملون معظم المخاطر، ومع إرتفاع نسبة السندات داخل هيكل رأس المال سيكون نصيب السهم فى المخاطر أكبر بكثير.

ثانياً: المدخل التقليدى

يعد المدخل التقليدى (Traditional Approach) منهجاً وسطاً بين مدخل صافى دخل التشغيل ومدخل صافى الدخل. فعلى عكس مدخل صافى دخل التشغيل، يفترض المدخل التقليدى وجود هيكل مثالى لرأس المال تنخفض عنده التكلفة الكلية لرأس المال، وتتعاظم عنده القيمة السوقية للمنشأة. كما يفترض هذا المدخل أن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (دائنين أو ملاك) على أموالهم يتزايد مع تزايد نسبة الإقتراض، وذلك نتيجة تزايد درجة المخاطر المصاحبة لتوسع الشركة فى عملية الإقتراض. ويقوم تحليل التقليديون على فكرة رئيسية مؤداها أن متوسط تكلفة الأموال يأخذ فى التناقص تدريجياً مع التوسع فى

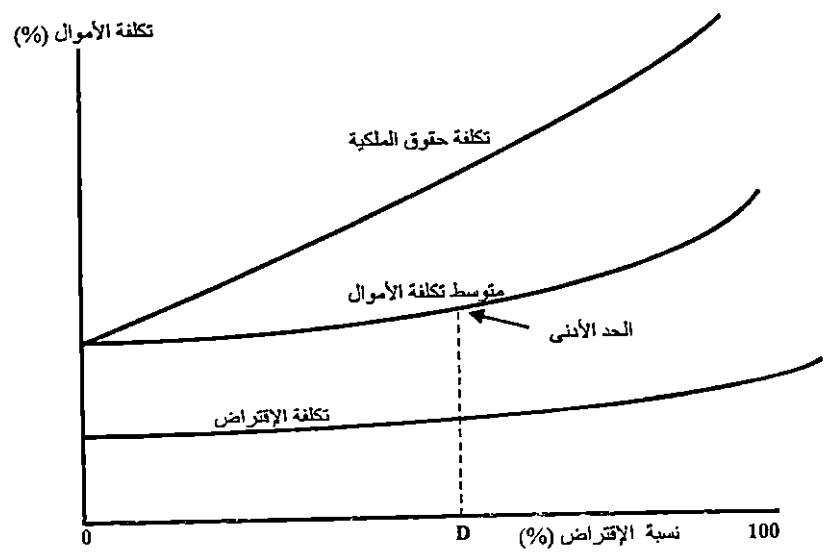
---

(١١) يشير دوراند إلى أنه ربما يحدث استثناء آخر عندما يكون لدى المشروع عبء دين مفرط أو مغالى فيه. فإذا تم تمديد منحنى إجمالى قيمة الاستثمار الفعلية المقدرة ضمناً من قبل مؤيدوا مدخل صافى الدخل الموضح بالشكل البيانى رقم (٥)، فإنه سيمس الخط المستوى الذى يمثل إجمالى قيمة الاستثمار طبقاً لطريقة صافى دخل التشغيل عند تقريباً النقطة حيث تكون فوائد السندات مغطاة ¾1 مرة، والذى يعتبر عبء دين مفرط أو مغالى فيه بالنسبة لشركة صناعية.

عملية الإقتراض،[١٢] إلى أن تصل نسبة الإقتراض إلى نقطة معينة يكون قد وصل عندها متوسط تكلفة الأموال إلى حده الأدنى، وأن أى محاولة من قبل المنشأة للتوسع فى عملية الإقتراض بعد هذه النقطة سيأخذ متوسط تكلفة الأموال فى الإرتفاع. ويطلق على النقطة التى يتحول عندها إتجاه متوسط تكلفة الأموال من الإنخفاض إلى الإرتفاع "النسبة المثلى للإقتراض" التى تصل عندها التكلفة الكلية لرأس المال إلى حدها الأدنى، والقيمة السوقية للمنشأة بالتبعية إلى حدها الأقصى (عبد العزيز؛ ١٩٩٧؛ هندى، ١٩٩٨؛ Paramasivan and Subramanian, 2008). ويقدم الشكل البيانى رقم (٦) خلاصة موجزة لتأثير الإقتراض على تكلفة الأموال فى ظل المدخل التقليدى.

شكل رقم (٦)

تأثير الإقتراض على تكلفة الأموال فى ظل المدخل التقليدى



(المصدر: Brealey and Myers, 2003: p. 479)

وكما يظهر فى الشكل البيانى رقم (٦)، فإنه كلما زادت نسبة الأموال المقترضة ضمن هيكل رأس المال كلما إنخفض متوسط تكلفة الأموال إلى أن تصل تلك النسبة إلى النقطة (D) والتى تمثل النقطة المثلى للإقتراض، والتى يصل عندها متوسط تكلفة الأموال إلى حده الأدنى، والقيمة السوقية للمنشأة بالتبعية إلى حدها الأقصى. وإذا ما حاولت الشركة زيادة نسبة الإقتراض إلى ما

(١٢) وذلك انطلاقاً من أن تكلفة الأموال المقترضة تعد رخيصة نسبياً إذا ما قورنت بتكلفة حقوق الملكية.

بعد النقطة (D) فإن متوسط تكلفة الأموال سيأخذ فى الإرتفاع، والقيمة السوقية للمنشأة بالتبعية ستأخذ فى الإنخفاض. ويفسر التقليديون ذلك بأنه على الرغم من الإرتفاع التدريجى فى تكلفة حقوق الملكية المصاحب لتزايد نسبة الأموال المقترضة ضمن هيكل رأس المال والذى يؤدى إلى إرتفاع متوسط تكلفة الأموال، إلا أن الإنخفاض فى متوسط تكلفة الأموال الناجم عن زيادة نسبة الإقتراض - باعتبارها مصدر تمويل رخيص نسبياً - يفوق إلى حد معين (قبل النقطة D) الإرتفاع فى تكلفة الأموال الناجم عن إرتفاع تكلفة حقوق الملكية. أما بعد النقطة (D) فيحدث العكس، حيث يؤدى الإفراط أو المغالاة فى الاعتماد على الديون إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية بمعدلات كبيرة تفوق التخفيضات التى يحدثها زيادة الإقتراض فى متوسط تكلفة الأموال. بعبارة أخرى، أن التوسع فى عملية الإقتراض بعد النقطة (D) لم يعد كافياً لتحقيق تخفيض فى متوسط تكلفة الأموال، وذلك نتيجة الإرتفاع الكبير فى تكلفة حقوق الملكية بعد هذه النقطة، الأمر الذى يؤدى فى النهاية إلى إرتفاع متوسط تكلفة الأموال.

وبذلك خلص التقليديون إلى أن تكلفة الأموال لا تكون مستقلة عن هيكل رأس المال. مما يعنى أنه لا يمكن الفصل بين قرار هيكل رأس المال وبين تكلفة الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة. كما خلصوا إلى وجود هيكل مثالى لرأس المال تحدده أدنى نقطة لمتوسط تكلفة الأموال، وعند هذه النقطة تصل قيمة المنشأة إلى حدها الأقصى، حيث تبدأ تكلفة التمويل فى الإرتفاع بعد هذه النقطة المثلى لأن الشركة تكون قد تعدت حد الرشد فى العلاقة بين الديون وحقوق الملكية (لبدة، ١٩٨٤).

ثالثاً: مدخل موديليانى وميلر فى ظل إفتراض عدم وجود ضرائب على دخل الشركات

يعد كل من فرانكو موديليانى (Franco Modigliani) وميرتون ميلر (Merton H. Miller) مؤسسا الإدارة المالية بمفهومها الحديث.[١٣] وقد بنى موديليانى وميلر تحليلهما الذى قدماه من خلال مقالتهما الشهيرة التى نشراها فى يونيه عام ١٩٥٨م بشأن تأثير الإقتراض على تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، على مجموعة من الإفتراضات الأساسية، هى:

١) وجود أسواق كاملة لرأس المال.

٢) لا توجد ضرائب على دخل الشركات.

---

(١٣) نظراً لما قدمه هذان العالمان من أعمال رائدة فى مجال الإدارة المالية، فقد تم منحهما جائزة نوبل فى العلوم الإقتصادية (فرانكو موديليانى فى عام ١٩٨٥م، وميرتون ميلر فى عام ١٩٩٠م).

٣) لا توجد تكاليف إفلاس أو تكاليف وكالة.

٤) لا توجد تكاليف سمسرة لبيع وشراء الأوراق المالية.

٥) لا توجد أرباح محتجزة، بمعنى أن الشركة تنتهج سياسة لتوزيعات الأرباح تقوم على توزيع كافة الأرباح المحققة (يهدف هذا الإفتراض إلى إبعاد أثر التمويل الذاتى على التحليل).

٦) يمكن للمستثمرين الإقتراض بنفس معدل الفائدة الذى تقترض به الشركات.

٧) جميع المستثمرين يتوافر لديهم نفس المعلومات المتوافرة لدى الإدارة بشأن فرص الإستثمار المستقبلية للشركة.

٨) يمكن تصنيف المنشآت إلى مجموعات متجانسة على أساس درجة المخاطر التى ينطوى عليها النشاط، وتتحدد فئة المخاطر (Risk Class) التى تنتمى لها المنشأة على أساس درجة مخاطر الأعمال والتى تقاس بدرجة التقلب أو التذبذب فى صافى ربح العمليات (صافى الربح قبل خصم الفوائد).(١٤)

٩) أن السندات التى تصدرها كافة المنشآت ذات عائد مؤكد، وأن سعر الفائدة على كافة الديون ثابت وموحد، وهو أمر ينسجم مع عالم التأكد.

وقد خلصا موديليانى وميلر من تحليلهما الذى أجرياه فى ضوء الإفتراضات السابقة، إلى نظريتين أساسيتين بشأن تأثير الإقتراض على كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، يمكن إيجازهما على النحو التالى:

١. النظرية الأولى (Proposition I)

تقضى تلك النظرية بأن القيمة السوقية لأى منشأة - مقترضة أو غير مقترضة - لا علاقة لها بهيكل رأس المال، وإنما تتوقف أساساً على قدرة أصولها على توليد الأرباح. حيث خلص موديليانى وميلر إلى أن: "القيمة السوقية لأى شركة تكون مستقلة عن هيكل رأس المال الخاص بها، وأنها تتحدد عن طريق رسملة عائدها المتوقع عند معدل للرسملة ملائم أو مناسب لفئة المخاطر التى تنتمى لها الشركة" (Modigliani and Miller, 1958: p. 268)، وهو ما يمكن التعبير عنه رياضياً على النحو المبين بالمعادلة رقم (١).

$$V_j \equiv (S_j + D_j) = \overline{X}_j / \rho_k, \text{ for any firm } j, \text{ in class } k \ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

---

(١٤) وهو ما يعنى أن فئة المخاطر التى تنتمى لها المنشأة ليس له علاقة بدرجة المخاطر المالية التى ترجع إلى طبيعة التشكيلة التى يتكون منها هيكل رأس المال. لذا، قد تنتمى منشأة مقترضة وأخرى غير مقترضة لنفس فئة المخاطر، طالما أن المخاطر تقاس بدرجة التقلب فى صافى ربح العمليات.

حيث تمثل (V_j) القيمة السوقية للشركة؛ (S_j) القيمة السوقية للأسهم العادية؛ (D_j) القيمة السوقية للديون المصدرة من قبل الشركة؛ $(\overline{X}_j)$ العائد المتوقع على الأصول المملوكة للشركة؛ (ρ_k) معدل الرسملة الخاص بفئة المخاطر التى تنتمى لها الشركة.

ويرى موديليانى وميلر أنه يمكن إعادة صياغة تلك النظرية بصورة أخرى، حيث قام موديليانى وميلر بوضع تلك النظرية فى صيغة بديلة تقضى بأن: "متوسط تكلفة رأس المال لأى شركة تكون مستقلة تماماً عن هيكل رأس المال الخاص بها، وأنه يعادل معدل الرسملة الملائم للتدفق النقدى المتاح لملاك شركة أخرى تعتمد بالكامل على حقوق الملكية وتنتمى لنفس فئة المخاطر التى تنتمى لها الشركة" (Modigliani and Miller, 1958: pp. 268-269)، وهذه الصيغة البديلة لنظريتهما الأولى يمكن التعبير عنها رياضياً من خلال المعادلة رقم (٢).

$$\overline{X}_j/(S_j + D_j) \equiv \overline{X}_j/V_j = \rho_k, \text{ for any firm } j, \text{ in class } k \ldots\ldots\ldots (2)$$

وقد دلل موديليانى وميلر على مصداقية نظريتهما الأولى فى صيغتيها من خلال استخدام فكرة المراجحة (Arbitrage Process)، حيث برهنا على أنه إذا لم تتحقق العلاقات الموضحة فى المعادلتين (١، ٢) والتى تمثل حالة التوازن، فإن المراجحون سوف يتدخلون لإعادة حالة التوازن لتتأكد مصداقية نظريتهما.

ولتوضيح عملية المراجحة تلك، سنفترض أن هناك منشأتين تنتميان لنفس فئة المخاطر ومتماثلتين تماماً فى حجم ونوعية الأصول الخاصة بهما، وأنهما يحققان نفس العائد (X)، وأن أحدهما تعتمد بالكامل على حقوق الملكية فى التمويل (Unlevered Firm)، بينما تعتمد الأخرى على القروض بجانب حقوق الملكية (Levered Firm).[١٥] وبفرض أن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة (V_2) أكبر من القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة (V_1)، وهو ما يتعارض مع جوهر النظرية الأولى لموديليانى وميلر. ولنفترض أن هناك مستثمر يمتلك نسبة فى أسهم المنشأة المقترضة تعادل (α) بقيمة قدرها (αS_2)، حيث (S_2) تمثل حقوق الملكية للمنشأة المقترضة، وهو ما يحقق له عائداً قدره (Y_2)، والذى يمكن حسابه من خلال المعادلة رقم (٣).

---

(١٥) لاحظ أن قيمة المنشأة الأولى تتمثل فقط فى القيمة السوقية لأسهمها العادية، حيث أنها لا تعتمد على القروض فى التمويل. فى حين تتمثل قيمة المنشأة الثانية فى القيمة السوقية للأسهم والسندات التى أصدرتها.

$$Y_2 = \alpha(X - rD_2) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

حيث (r) تمثل سعر الفائدة على الأموال المقترضة والتى يفترض موديليانى وميلر أنه ثابت وموحد؛ (D_2) تمثل مقدار الأموال المقترضة. ولنفترض الآن أن المستثمر قام ببيع حصته فى أسهم المنشأة المقترضة (αS_2) ليستبدلها بحصة قدرها $(\alpha[S_2 + D_2])$ فى أسهم المنشأة غير المقترضة، والتى سيتم تمويل شرائها من خلال استخدام حصيلة بيع الأسهم التى كان يمتلكها فى المنشأة المقترضة، بالإضافة إلى إقتراض مبلغ قدره (αD_2) لمصلحته الخاصة، بضمان الأسهم التى سيستحوذها فى المنشأة غير المقترضة، لتصبح نسبة حصته الجديدة فى أسهم المنشأة غير المقترضة هى $(\alpha[S_2 + D_2]/S_1)$. ومن خلال عمل مخصص مناسب لمدفوعات الفائدة على قرضه الشخصى، فإن العائد الذى يحققه المستثمر من المحفظة الجديدة فى المنشأة غير المقترضة (Y_1)، يمكن حسابه من خلال المعادلة رقم (٤).

$$Y_1 = \frac{\alpha(S_2 + D_2)}{S_1} X - r\alpha D_2 = \alpha \frac{V_2}{V_1} X - r\alpha D_2 \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

وبمقارنة المعادلة رقم (٣) بالمعادلة رقم (٤)، يتضح أنه طالما تم إفتراض أن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة أكبر من القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة $(V_2 > V_1)$، فإن العائد الذى يحققه المستثمر من محفظة استثماراته فى المنشأة غير المقترضة يجب أن يفوق العائد الذى يحققه من محفظة استثماراته فى المنشأة المقترضة $(Y_1 > Y_2)$. وهذه الحقيقة ستدفع ملاك المنشأة المقترضة لبيع ما يمتلكونه من أسهمها، مما يؤدى إلى إنخفاض قيمتها السوقية (V_2)، واستخدام حصيلة البيع - بجانب أموال القرض الشخصى الذى سيحصلون عليه - فى شراء حصة فى أسهم المنشأة غير المقترضة، مما يؤدى إلى إرتفاع قيمتها السوقية (V_1). ويستمر الحال هكذا حتى نصل إلى النقطة التى تتساوى عندها القيمة السوقية للمنشأة المقترضة مع القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة $(V_2 = V_1)$، والتى يتساوى عندها، بالتالى، العائد الذى يحققه المستثمر على استثماراته فى المنشأة غير المقترضة مع العائد الذى يحققه على استثماراته فى المنشأة المقترضة $(Y_1 = Y_2)$. ويطلق على العملية التى تؤدى إلى إحداث التوازن بين القيمة السوقية للمنشأتين، عملية المراجحة. وبالطبع ستتوقف عملية المراجحة تلك عندما تتعادل القيمة السوقية للمنشأتين المقترضة وغير المقترضة، حيث أنه بتساوى القيمة السوقية للمنشأتين فإن المعادلة رقم (٤) ستنتهى إلى نفس الصورة التى عليها

المعادلة رقم (٣)، مما يعنى أنه لم يعد هناك ميزة من التحول من أسهم منشأة إلى أسهم منشأة أخرى.

والآن دعنا نأخذ بعين الاعتبار احتمالية أخرى، وهى أن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة (V_2) أقل من القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة (V_1)، وهو ما يتعارض مع جوهر النظرية الأولى لموديلياني وميلر. ولنفترض أن هناك مستثمر يمتلك حصة قيمتها (s_1) فى أسهم المنشأة غير المقترضة، تمثل نسبة قدرها (α) من إجمالى قيمة أسهمها القائمة (S_1). وهو ما يحقق له عائداً قدره (Y_1)، والذى يمكن حسابه من خلال المعادلة رقم (٥).

$$Y_1 = \frac{s_1}{S_1} X = \alpha X \quad \dots\dots (5)$$

ولنفترض الآن أن المستثمر قام ببيع حصته فى أسهم المنشأة غير المقترضة ($s_1 = \alpha S_1$) ليستبدلها بمحفظة مكونة من حصة فى أسهم الشركة المقترضة قيمتها (s_2)، بالإضافة إلى حصة فى سندات الشركة المقترضة قيمتها (d).[١٦] حيث يتم توزيع حصيلة بيع الأسهم التى كان يمتلكها فى المنشأة غير المقترضة (s_1) بين الأسهم والسندات التى تتكون منها المحفظة الجديدة والتى سيتم امتلاكها فى المنشأة الأخرى المقترضة، على أساس الوزن النسبى لقيمة كل من الأسهم والسندات فى هيكل رأس مال المنشأة المقترضة، أى بنسبة (S_2/V_2) و (D_2/V_2) على الترتيب، وذلك كما يتضح من المعادلة رقم (٦).

$$s_2 = \frac{S_2}{V_2} s_1, \qquad d = \frac{D_2}{V_2} s_1 \quad \dots\dots (6)$$

وبالطبع فإن العائد من الأسهم فى المحفظة الجديدة سيكون نسبة قدرها (s_2/S_2) من إجمالى العائد المتاح لحملة الأسهم فى المنشأة المقترضة، وهو ($X - rD_2$)، والعائد من السندات فى المحفظة الجديدة سيكون قيمته (rd). وعليه فإن العائد الذى يحققه المستثمر من المحفظة الجديدة فى المنشأة المقترضة (Y_2)، يمكن حسابه على النحو المبين بالمعادلة رقم (٧).

$$Y_2 = \frac{s_2}{S_2}(X - rD_2) + rd = \frac{s_1}{V_2}(X - rD_2) + r\frac{D_2}{V_2} s_1 = \frac{s_1}{V_2} X = \alpha \frac{S_1}{V_2} X \quad \dots\dots (7)$$

---

(١٦) لا مانع من أن تكون السندات التى تتضمنها المحفظة هى سندات أى منشأة أخرى، ولكن المهم أن تحقق السندات التى يتم شراؤها عائداً مماثلاً للعائد الذى تحمله سندات المنشأة المقترضة.

وبمقارنة المعادلة رقم (٧) بالمعادلة رقم (٥)، يتضح أنه طالما تم إفتراض أن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة أقل من القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة $(V_2 < S_1 \equiv V_1)$، فإن العائد الذى يحققه المستثمر من محفظة استثماراته فى المنشأة المقترضة يجب أن يفوق العائد الذى يحققه من محفظة استثماراته فى المنشأة غير المقترضة $(Y_2 > Y_1)$. وهذه الحقيقة ستدفع ملاك المنشأة غير المقترضة لبيع ما يمتلكونه من أسهمها، مما يؤدى إلى إنخفاض قيمتها السوقية (V_1)، واستخدام حصيلة البيع فى شراء حصة فى أسهم المنشأة المقترضة، بالإضافة إلى شراء حصة فى سنداتها أو سندات أى منشأة أخرى تحمل عائداً مماثلاً للعائد الذى تحمله سندات المنشأة المقترضة، مما يترتب عليه إرتفاع القيمة السوقية للمنشأة المقترضة (V_2). ويستمر الحال هكذا حتى نصل إلى النقطة التى تتساوى عندها القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة مع القيمة السوقية للمنشأة المقترضة $(V_1 = V_2)$، والتى يتساوى عندها، بالتالى، العائد الذى يحققه المستثمر على استثماراته فى المنشأة المقترضة مع العائد الذى يحققه على استثماراته فى المنشأة غير المقترضة $(Y_2 = Y_1)$. وعندئذ ستتوقف عملية المراجحة، حيث أنه بتساوى القيمة السوقية للمنشأتين فإن المعادلة رقم (٧) ستنتهى إلى نفس الصورة التى عليها المعادلة رقم (٥)، مما يعنى أنه لم يعد هناك ميزة من التحول من أسهم منشأة إلى أسهم منشأة أخرى.

خلاصة ما سبق، هو أنه إذا كانت هناك منشأتين متماثلتين فى كافة المناحى عدا هيكل رأس المال، وكانت القيمة السوقية لإحداهما تفوق القيمة السوقية للأخرى، فإن عملية المراجحة تكون كفيلة بأن تحقق التوازن بين القيمة السوقية لكليهما. حيث أنه باستخدام فكرة المراجحة، يستطيع المستثمر أن يحول استثماراته من منشأة مقترضة إلى منشأة أخرى مشابهة ولكنها لا تعتمد على القروض فى تمويل أصولها، وأن يحقق العائد الذى كان يحققه من قبل فى المنشأة المقترضة دون زيادة فى المخاطر التى يتعرض لها. وهو ما يعنى أنه لن يكون هناك مبرراً لقيام المنشآت التى يتكون هيكل رأس المال الخاص بها من حقوق ملكية فقط بإجراء تغيير فى هيكل رأس مالها بالحصول على قروض، من أجل الإستفادة من مزايا الرفع المالى. لأن هذا لا يقدم ميزة للملاك، إذ يكونوا قادرون على تحقيق تلك المزايا بأنفسهم ودون مساعدة من المنشأة، وذلك عن طريق عملية المراجحة. فقيام الملاك بعملية المراجحة سيفضى فى النهاية إلى تساوى القيمة السوقية للمنشآت التى تنتمى لنفس فئة المخاطر، مهما إختلفت هياكل رأس مالها.

٢. النظرية الثانية (Proposition II)

تتعلق النظرية الثانية، والتى اشتقت من النظرية الأولى، بمعدل العائد على الأسهم العادية فى المنشآت التى يتضمن هيكل رأس مالها بعض الديون. حيث تقضى هذه النظرية بأن معدل العائد المتوقع (i) على الأسهم العادية لأى منشأة (j) تنتمى لفئة المخاطر (k) يعد دالة خطية للرافعة المالية، وذلك على النحو المبين بالمعادلة رقم (٨).

$$i_j = \rho_k + (\rho_k - \mathrm{r})(D_j/S_j) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (8)$$

حيث خلص موديليانى وميلر إلى أن: "العائد المتوقع على السهم العادى للمنشأة المقترضة (i_j) يعادل معدل الرسملة الملاءم (ρ_k) للتدفق النقدى المتاح لمنشأة أخرى تعتمد بالكامل على حقوق الملكية وتنتمى لنفس فئة المخاطر التى تنتمى إليها المنشأة المقترضة، مضافاً إليه علاوة (Premium) تتعلق بالمخاطرة المالية تعادل نسبة الديون إلى حقوق الملكية مضروبة فى الفرق بين معدل الرسملة الملائم للتدفق النقدى المتاح لمنشأة أخرى تعتمد بالكامل على حقوق الملكية وتنتمى لنفس فئة المخاطر التى تنتمى إليها المنشأة المقترضة (ρ_k) وسعر الفائدة على الأموال المقترضة (r)" (Modigliani and Miller, 1958: p. 271).

والواقع أن تلك النظرية لا تتعارض فى جوهرها مع ما أشارت إليه النظرية الأولى من أنه لا تأثير لقرار الإقتراض على قيمة المنشأة (أى على القيمة السوقية للأسهم العادية)، على الرغم مما تفضى إليه النظرية الثانية من أن العائد على الأسهم العادية يتزايد مع تزايد نسبة القروض ضمن هيكل رأس المال. فالزيادة المتوقعة فى عائد السهم العادى نتيجة التوسع فى عملية الإقتراض، يعوضها بالتمام والكمال الزيادة فى معدل رسملة هذا العائد، نتيجة زيادة درجة المخاطرة التى يتعرض لها حملة الأسهم العادية ممثلة فى زيادة درجة التقلب أو التذبذب التى يتعرض لها عائد ما يحملونه من أسهم عادية. الأمر الذى يؤدى فى النهاية إلى بقاء القيمة السوقية للأسهم العادية على ما هى عليه دون تغيير، على الرغم من وجود تغييرات فى التشكيلة التى يتكون منها هيكل رأس المال.

بعبارة أخرى أكثر دقة، فإنه على الرغم من تزايد العائد على الأسهم العادية مع تزايد نسبة القروض فى هيكل رأس المال، إلا أن متوسط تكلفة رأس المال يظل ثابتاً ولا يتأثر بالمرة بالتشكيلة التى يتكون منها هيكل رأس المال (وهذا هو جوهر النظرية الأولى لموديليانى وميلر). والسبب فى ذلك هو أن

الإرتفاع فى تكلفة حقوق الملكية نتيجة التوسع فى عملية الإقتراض، يعوضه بالتمام والكمال الإنخفاض فى متوسط تكلفة الأموال الناجم عن زيادة نسبة القروض ضمن هيكل رأس المال، باعتبارها مصدر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبياً. الأمر الذى يؤدى بالتبعية إلى بقاء القيمة السوقية للأسهم العادية على ما هى عليه دون تغيير.

وقد تعرض التحليل الذى قدمه كل من موديليانى وميلر فى ضوء الإفتراضات السابقة للعديد من الإنتقادات، والتى يمكن إبراز أهمها فى النقاط التالية (لبدة، ١٩٨٤؛ عبد العزيز، ١٩٩٧؛ هندى، ١٩٩٨):

١) يعاب على التحليل السابق إفتراضه أن الرافعة المالية الشخصية للمستثمر تماثل تماماً الرافعة المالية للمنشأة من حيث الآثار، وهذا إفتراض مشكوك فيه. حيث أن وجود مسئولية محدودة للمنشآت بعكس المسئولية غير المحدودة للأفراد تضع كل منهما فى منزلة مختلفة عن الآخر فى سوق رأس المال. ذلك أن عدم قدرة المنشأة على الوفاء بفوائد القروض التى حصلت عليها قد يترتب عليه إعلان إفلاسها، دون أن تمتد آثار هذا الإفلاس إلى ثروة المستثمر الخاصة. أما عدم قدرة المستثمر على الوفاء بفوائد القرض الذى حصل عليه، قد يترتب عليه إعلان عسره المالى، وهو أمر لا يترتب عليه فقط ضياع أمواله المستثمرة فى شراء أسهم المنشأة، بل قد يؤدى أيضاً إلى ضياع جزء من باقى ثروته الخاصة.

٢) أن الإفتراض القائل بأنه يمكن للمستثمرين الإقتراض بنفس معدل الفائدة الذى تقترض به المنشآت، هو إفتراض بعيد عن الواقع. فنظراً لأن المنشآت تمتلك حجم معين من الأصول الثابتة، والتى تعد بمثابة ضمانات لما يحصلون عليه من قروض، لذا فإنها تتمتع بدرجة ثقة أكبر من تلك التى يتمتع بها المستثمرون الأفراد. الأمر الذى ينعكس فى حصولها على قروض بشروط أفضل من الشروط التى يخضع لها المستثمرون الأفراد. فإذا كانت تكلفة الإقتراض التى يتحملها المستثمر أكبر من التكلفة التى تتحملها المنشأة، فإن ذلك سيؤدى إلى فشل عملية المراجحة فى إحداث التوازن بين القيم السوقية للمنشآت التى تنتمى لنفس فئة المخاطر داخل السوق.

٣) أن وجود تكاليف للمعاملات (تكاليف بيع وشراء الأوراق المالية)، قد يبطل تأثير عملية المراجحة. إذ قد تفوق تكاليف المعاملات قيمة المكاسب المتوقعة من قيام المستثمر بعملية المراجحة، مما يحول دون القيام بالعملية برمتها.

٤) أن الإفتراض القائل بعدم وجود تكاليف إفلاس، هو إفتراض غير واقعى. ففى ظل تزايد احتمالات حدوث الإفلاس، فإن المنشآت التى يشتمل هيكل رأس مالها على قروض ستكون من وجهة نظر السوق أقل جاذبية للمستثمرين، مما يؤدى إلى فشل عملية المراجحة.

٥) أن إسقاط الإفتراض الخاص بعدم وجود ضرائب على دخل الشركات سوف يفرغ نتائج التحليل الذى قدمه كل من موديليانى وميلر من محتواها. حيث أن مدفوعات الفوائد المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة يمنحها ميزة ضريبية نتيجة ما تحققه تلك المدفوعات من وفورات ضريبية تسهم فى جعل تكلفة الإقتراض الحقيقية التى تتحملها المنشأة أقل من سعر الفائدة المتعاقد عليه. وبالتالى فإن العائد الإجمالى المتاح لحملة الأسهم يكون أكبر فى حالة المنشأة المقترضة عن المنشأة التى لا تعتمد على القروض فى التمويل.

رابعاً: مدخل موديليانى وميلر فى ظل إفتراض وجود ضرائب على دخل الشركات

فى يونيه من العام ١٩٦٣م، أعاد موديليانى وميلر تحليلهما الذى سبق وأن أجرياه بشأن تأثير الإقتراض على متوسط تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، ولكن هذه المرة فى ظل إفتراض وجود ضرائب على دخل الشركات. وقد خلصا موديليانى وميلر من تحليلهما الجديد الذى أجرياه فى ظل إسقاط الإفتراض الخاص بعدم وجود ضرائب على دخل الشركات، إلى ضرورة إجراء تصحيح (Correction) - على حد تعبيرهما - للنظريتين التى سبق وتوصلا إليهما بشأن تأثير الإقتراض على تكلفة الأموال وقيمة المنشأة فى إطار تحليلهما الذى أجرياه فى ظل إفتراض عدم وجود ضرائب على دخل الشركات. ويمكن إعادة عرض تلك النظريتين فى ضوء التصحيحات أو التصويبات التى أجرياها عليهما، على النحو التالى:

١. النظرية الأولى (Proposition I)

تقضى تلك النظرية، فى ظل إفتراض وجود ضرائب على دخل الشركات، بأن القيمة السوقية للمنشأة التى يتكون هيكل رأس مالها من قروض وحقوق الملكية، تفوق القيمة السوقية لمنشأة مماثلة ولكن يتكون هيكل رأس مالها من حقوق ملكية فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة المقترضة.[١٧]

---

(١٧) نظراً لأن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة تعد من المصروفات التى تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة على دخل المنشأة، لذا فإن إسقاط الإفتراض الخاص بعدم وجود ضرائب على دخل الشركات، يعنى أنه يمكن للمنشآت التى يشتمل هيكل رأس مالها على قروض تحقيق وفورات ضريبية تقدر بقيمة مدفوعات الفائدة مضروبة فى معدل الضريبة على دخل المنشأة.

وهو ما يمكن التعبير عنه رياضياً على النحو التالى (Modigliani and Miller, 1963: p. 436).

$$V_L = \frac{(1-\tau)\bar{X}}{\rho^{\tau}} + \frac{\tau R}{r} = V_U + \tau D_L \quad \ldots\ldots (9)$$

حيث تمثل (V_L) القيمة السوقية للمنشأة المقترضة؛ (τ) معدل الضريبة الهامشى على دخل الشركة؛ $(\bar{X})$ القيمة المتوقعة للمتوسط طويل المدى للدخل قبل الفوائد والضرائب المتولد بواسطة الأصول المملوكة حالياً لشركة معينة تنتمى لفئة المخاطر k؛ (ρ^{τ}) المعدل الذى يقوم السوق من خلاله برسملة العوائد المتوقعة الخالية من الضرائب لشركة غير مقترضة من الحجم $\bar{X}$ وتنتمى لفئة المخاطر k؛ (R) قيمة مدفوعات الفائدة المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة المقترضة؛ (r) سعر الفائدة على القروض والذى يعد ثابتاً ومستقلاً عن حجم الديون؛[١٨] (V_U) القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة؛[١٩] (D_L) قيمة القروض التى حصلت عليها المنشأة المقترضة. ويمثل المقدار (τD_L) القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة المقترضة، والتى تم حسابها على النحو المبين بالمعادلة رقم (١٠).

$$\tau D_L \equiv \frac{\tau R}{r} = \frac{\tau r D_L}{r} \quad \ldots\ldots (10)$$

ويمثل بسط المعادلة رقم (١٠) قيمة مدفوعات الفائدة $(R = rD_L)$ مضروبة فى معدل الضريبة الهامشى على دخل الشركة (τ). أما مقام المعادلة فيمثل سعر الفائدة على القروض، والذى يعد بمثابة معدل الخصم للوفورات الضريبية الناتجة عن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة المقترضة.[٢٠]

وهكذا نجد أن موديليانى وميلر، فى ظل إفتراض وجود ضرائب على دخل الشركات، يصران على أن الفرق بين قيمة المنشأة المقترضة (V_L) وقيمة المنشأة غير المقترضة (V_U) لا ينبغى أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية

---

(١٨) حيث إن:

$$R = rD_L \quad \text{or} \quad r = \frac{R}{D_L} \quad \text{or} \quad D_L = \frac{R}{r}$$

(١٩) حيث إن:

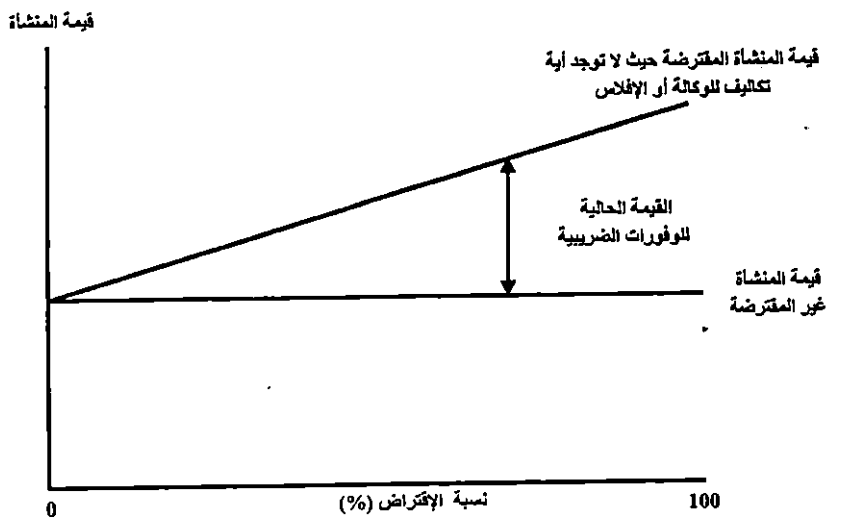
$$V_U = \frac{(1-\tau)\bar{X}}{\rho^{\tau}} \quad \text{or} \quad \rho^{\tau} = \frac{(1-\tau)\bar{X}}{V_U}$$

(٢٠) لاحظ أن تم خصم تلك الوفورات الضريبية بسعر الفائدة (r) بدلاً من $(1+r)$، نظراً لإفتراض موديليانى وميلر أن السندات التى تصدرها المنشأة هى من النوع الدائم الذى ليس له تاريخ إستحقاق.

للوفورات الضريبية الناتجة عن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة المقترضة (τD_L). ففى ظل عالم تفرض فيه ضرائب على دخل الشركات، يتوقع موديليانى وميلر أن ترتفع القيمة السوقية للمنشأة باضطراد مع الزيادة فى نسبة الأموال المقترضة، نتيجة للوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون، وذلك كما يتضح من الشكل البيانى رقم (٧).

شكل رقم (٧)

تأثير الإقتراض على قيمة المنشأة فى ظل فكر موديليانى وميلر



(المصدر: Brigham and Houston, 2007: p. 459)

ولكن التساؤل الذى يتبادر إلى الذهن الآن هو: كيف تتحقق مصداقية نظرية موديليانى وميلر هذه، لو أن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة كانت أكبر أو أقل من القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية المتولدة عن عملية الإقتراض؟ هنا نجد موديليانى وميلر يعولان مرة أخرى على عملية المراجحة لإعادة الأمور إلى نصابها الطبيعى حسب ما تقرره نظريتهما، حيث يشيران إلى أن المراجحون سيتدخلون لإستعادة التوازن. حيث يشير موديليانى وميلر إلى أنه فى حالة عدم تحقق المعادلة رقم (٩)، فإن المستثمرون يمكنهم تكوين محفظة أكثر فعالية من خلال التحول أو الإنتقال (Switching) من الشركات المغالا فى تقدير قيمتها نسبياً

(Overvalued Firms) إلى الشركات المبخس فى تقدير قيمتها نسبياً (Undervalued Firms).

ولتوضيح عملية المراجحة تلك، سنفترض أن الشركات غير المقترضة مغالا فى تقدير قيمتها (أى أن: $V_L - \tau D_L < V_U$)، ولنفترض أيضاً أن هناك مستثمر يمتلك حصة فى أسهم المنشأة غير المقترضة تبلغ قيمتها المقدار (m) تعطيه الحق فى الحصول على نسبة من مخرجاتها النهائية قدرها (m/V_U)، وهو ما يعنى أن محفظة استثماراته فى المنشأة غير المقترضة يحقق له عائداً قدره (Y_U)، والذى يمكن حسابه من خلال المعادلة رقم (١١).

$$Y_U = \left(\frac{m}{V_U}\right)[(1-\tau)\bar{X}] \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (11)$$

سنأخذ الآن بعين الإعتبار محفظة استثمارية بديلة يتم الحصول عليها من خلال استثمار مبلغ قدره (m) فى أسهم وسندات المنشأة المقترضة. بحيث يتم إستثمار الجزء،

$$m\left(\frac{S_L}{V_L-\tau D_L}\right) \quad \text{or} \quad m\left(\frac{S_L}{S_L+D_L-\tau D_L}\right) \quad \text{or} \quad m\left(\frac{S_L}{S_L+(1-\tau)D_L}\right),$$

فى أسهم المنشأة المقترضة (S_L)، أما الجزء المتبقى،

$$m\left(\frac{(1-\tau)D_L}{S_L+(1-\tau)D_L}\right),$$

فيتم استثماره فى سنداتها المصدرة. ومن ثم فإن مكون الأسهم فى المحفظة البديلة يخول لحاملها - أى المستثمر - نسبة قدرها،

$$\frac{m}{S_L+(1-\tau)D_L},$$

فى صافى الأرباح الخاصة بالشركة المقترضة، أى

$$\left(\frac{m}{S_L+(1-\tau)D_L}\right)[(1-\tau)(\bar{X}-R)]$$

أما مكون السندات فى المحفظة البديلة يخول للمستثمر عائداً قدره

$$\left(\frac{m}{S_L+(1-\tau)D_L}\right)[(1-\tau)R].$$

وبالتالى، فإن العائد الذى يحققه المستثمر من المحفظة البديلة فى المنشأة المقترضة (Y_L)، يمكن حسابه من خلال المعادلة رقم (١٢).

$$Y_L = \left(\frac{m}{S_L+(1-\tau)D_L}\right)[(1-\tau)\bar{X}] \quad \ldots\ldots (12)$$

وبمقارنة المعادلة رقم (١٢) بالمعادلة رقم (١١)، يتضح أنه طالما تم إفتراض أن ($V_L - \tau D_L < V_U$)، فإن العائد الذى يحققه المستثمر من محفظة استثماراته البديلة فى المنشأة المقترضة يجب أن يفوق العائد الذى يحققه من محفظة استثماراته فى المنشأة غير المقترضة ($Y_L > Y_U$). وهذه الحقيقة ستدفع المستثمرين لبيع أسهم المنشأة غير المقترضة، مما يؤدى إلى إنخفاض قيمتها السوقية (V_U)، وشراء أسهم (وسندات) فى المنشأة المقترضة، مما يؤدى إلى إرتفاع قيمتها السوقية (V_L). ويستمر الحال هكذا حتى يتم إستعادة حالة التوازن، والتى تتساوى عندها القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة (V_U) مع القيمة السوقية للمنشأة المقترضة مطروحاً منها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة المقترضة ($V_L - \tau D_L$)، والتى يتساوى عندها، بالتالى، العائد الذى يحققه المستثمر على استثماراته فى المنشأة المقترضة مع العائد الذى يحققه على استثماراته فى المنشأة غير المقترضة ($Y_L = Y_U$). وعندئذ، ستتوقف عملية المراجحة.

والآن دعنا نفترض احتمالية أخرى، وهى أن الشركات المقترضة مغالا فى تقدير قيمتها (أى أن: $V_L - \tau D_L > V_U$)، ولنفترض أيضاً أن هناك مستثمر يمتلك حصة فى أسهم المنشأة المقترضة تبلغ قيمتها المقدار (m) تعطيه الحق فى الحصول على نسبة من مخرجاتها النهائية قدرها (m/S_L)، وهو ما يعنى أن محفظة استثماراته فى المنشأة المقترضة يحقق له عائداً قدره (Y_L)، والذى يمكن حسابه من خلال المعادلة رقم (١٣).

$$Y_L = (m/S_L)[(1-\tau)(\bar{X}-R)] = (m/S_L)[(1-\tau)\bar{X}] - (m/S_L)[(1-\tau)R] \quad \ldots\ldots (13)$$

سنأخذ الآن بعين الإعتبار محفظة استثمارية بديلة تتطلب من المستثمر القيام بالتالى: ١) إقتراض مبلغ قدره $[(m/S_L)(1-\tau)D_L]$ والذى ستكون

تكلفة إقتراضه هى $[(m/S_L)(1-\tau)R]$،[٢١] وذلك بالطبع، على إفتراض أن الأفراد والشركات يمكنهم الإقتراض بنفس معدل الفائدة (r)؛ ٢) استثمار مبلغ قدره (m) مضافاً إليه المبلغ المقترض، أى،

$$m+\frac{m(1-\tau)D_L}{S_L}=\frac{mS_L}{S_L}+\frac{m(1-\tau)D_L}{S_L}=m\frac{S_L+(1-\tau)D_L}{S_L}$$
$$=(m/S_L)[V_L-\tau D_L]$$

فى أسهم المنشأة غير المقترضة. ومن خلال عمل مخصص مناسب لمدفوعات الفائدة على قرضه الشخصى، فإن العائد الذى يحققه المستثمر من محفظة استثماراته البديلة فى المنشأة غير المقترضة (Y_U)، يمكن حسابه من خلال المعادلة رقم (١٤).

$$Y_U=(m/S_L)\left(\frac{V_L-\tau D_L}{V_U}\right)(1-\tau)\bar{X}-(m/S_L)(1-\tau)R\ldots..\ (14)$$

وبمقارنة المعادلة رقم (١٤) بالمعادلة رقم (١٣)، يتضح أنه طالما تم إفتراض أن $(V_L-\tau D_L>V_U)$، فإن العائد الذى يحققه المستثمر من محفظة استثماراته البديلة فى المنشأة غير المقترضة يجب أن يفوق العائد الذى يحققه من محفظة استثماراته فى المنشأة المقترضة $(Y_U>Y_L)$. وهذه الحقيقة ستدفع المستثمرين لبيع أسهم المنشأة المقترضة، مما يؤدى إلى إنخفاض قيمتها السوقية (V_L)، واستخدام حصيلة البيع (بالإضافة إلى أموال القرض الشخصى الذى يتم الحصول عليه بهدف بناء رافعة شخصية) فى شراء حصة فى أسهم المنشأة غير المقترضة، مما يؤدى إلى إرتفاع قيمتها السوقية (V_U). ويستمر الحال هكذا حتى يتم إستعادة حالة التوازن، والتى تتساوى عندها القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة (V_U) مع القيمة السوقية للمنشأة المقترضة مطروحاً

---

(٢١) لاحظ أن السبب الذى تحددت من أجله قيمة القرض الذى ينبغى على المستثمر الحصول عليه كنسبة من قيمة ديون المنشأة (D_L) بعد ضريبها فى $(\tau-1)$ هو إزالة أثر الإختلاف فى المعاملة الضريبية لكل من دخل المستثمر والمنشأة، خاصة فى ظل إقتراض موديلياني وميلر عدم خضوع المستثمر للضريبة الشخصية على الدخل. فوجود القروض فى هيكل رأس مال المنشأة ينتج عنه وفورات ضريبية نظراً لخضوع دخلها للضريبة، أما وجود القروض فى هيكل رأس مال المستثمر فلا يتولد عنه أى وفورات ضريبية نظراً لإفتراض عدم خضوع دخله للضريبة. فالفوائد التى يتحملها المستثمر نتيجة حصوله على قروض، تعد أعباءً صافية لا يترتب عليها تحقيق أى وفورات ضريبية للمستثمر. أما الفوائد التى تتحملها المنشأة نتيجة حصولها على قروض فلا تعد أعباءً صافية، إذ ينبغى أن يستنزل منها قيمة الوفورات الضريبية المترتبة عليها. وحتى تتساوى الأعباء المترتبة على عملية الإقتراض التى يتحملها أى من المستثمر أو المنشأة (وهو شرط أساسى لنجاح عملية المراجحة فى إستعادة حالة التوازن)، فإنه ينبغى أن تكون نسبة القروض إلى حقوق الملكية فى هيكل رأس مال المستثمر أقل من نظيرتها فى هيكل رأس مال المنشأة، مما يؤدى فى النهاية إلى جعل الفوائد التى يتحملها المستثمر مساوية للفوائد التى تتحملها المنشأة بعد خصم قيمة الوفورات الضريبية المترتبة على مدفوعات تلك الفوائد.

منها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة المقترضة $(V_L - \tau D_L)$، والتى يتساوى عندها، بالتالى، العائد الذى يحققه المستثمر على استثماراته فى المنشأة غير المقترضة مع العائد الذى يحققه على استثماراته فى المنشأة المقترضة $(Y_U = Y_L)$. وعندئذ، ستتوقف عملية المراجحة.

وكما هو ملاحظ، تم التعرض حتى الآن لصورة أو صيغة واحدة من صيغتى النظرية الأولى، وهى الصيغة التى تتعلق بتأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة فى ظل إفتراض وجود ضرائب على دخل الشركات. أما فيما يتعلق بالصيغة البديلة، والتى تتعلق بتأثير الإقتراض على متوسط تكلفة الأموال فى ظل هذا الإفتراض الجديد، فسيتم تأجيلها قليلاً لحين الإنتهاء من تناول النظرية الثانية وعرض التصحيحات أو التصويبات التى أجراها كل من موديليانى وميلر عليها فى ظل إفتراض وجود ضرائب على دخل الشركات.

٢. النظرية الثانية (Proposition II)

تتعلق النظرية الثانية، والتى اشتقت من النظرية الأولى، بمعدل العائد على حقوق الملكية للمنشآت التى يتضمن هيكل رأس مالها بعض الديون. حيث تقضى هذه النظرية بأن معدل العائد الخالى من الضرائب (The After-Tax Yield) على حقوق الملكية للمنشأة المقترضة (i) يعد دالة خطية للرافعة المالية، وذلك على النحو المبين بالمعادلة رقم (١٥).

$$i = \rho^{\tau} + (1 - \tau)[\rho^{\tau} - r](D/S) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (15)$$

فقد خلص موديليانى وميلر، فى ظل إفتراض وجود ضرائب على دخل الشركات، إلى أن: "معدل العائد الخالى من الضرائب على حقوق الملكية للمنشأة المقترضة (i) يعادل معدل الرسملة للعوائد المتوقعة الخالية من الضرائب لمنشأة غير مقترضة (ρ^{τ}) وتنتمى لنفس فئة المخاطر (k) التى تنتمى إليها المنشأة المقترضة، مضافاً إليه علاوة خالية من الضرائب تتعلق بالمخاطرة المالية تعادل نسبة الديون إلى حقوق الملكية مضروبة فى الفرق بين معدل الرسملة للعوائد المتوقعة الخالية من الضرائب لمنشأة غير مقترضة وتنتمى لنفس فئة المخاطر (k) التى تنتمى إليها المنشأة المقترضة (ρ^{τ}) وسعر الفائدة على الأموال المقترضة (r) مضروباً فى مكمل نسبة الضريبة على دخل المنشأة $(1 - \tau)$" (Modigliani and Miller, 1963: p. 439). وكما هو

واضح من المعادلة رقم (١٥)، فإن الزيادة (العلاوة) فى معدل العائد الخالى من الضرائب على حقوق الملكية للمنشأة المقترضة نتيجة تزايد نسبة الديون فى هيكل رأس المال الخاص بها تكون أقل من نظيرتها المبينة فى المعادلة رقم (٨)، والتى تم التوصل إليها فى ظل إفتراض عدم وجود ضرائب على دخل الشركات، بمعامل قدره $(1 - \tau)$.

والواقع أن المعادلة رقم (١٥) على قدر كبير من الأهمية، حيث تزودنا بقيمة معدل العائد الخالى من الضرائب على حقوق الملكية للمنشأة المقترضة (i) والذى يدخل فى حساب متوسط تكلفة الأموال للمنشأة التى يشتمل هيكل رأس المال الخاص بها على قروض بجانب حقوق الملكية. ففى ضوء تحديد قيمة معدل العائد الخالى من الضرائب على حقوق الملكية للمنشأة المقترضة (i) وفقاً للمعادلة رقم (١٥)، يمكن حساب متوسط تكلفة الأموال فى ظل إفتراض وجود ضرائب على دخل الشركات، على النحو التالى المبين بالمعادلة رقم (١٦).

$$WACC = \left[i \times \left(\frac{S}{V}\right)\right] + \left[(1-\tau)r \times \left(\frac{D}{V}\right)\right] \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (16)$$

خامساً: تأثير الإقتراض على قيمة المنشأة فى ظل وجود تكاليف الإفلاس

تتعرض المنشآت التى يشتمل هيكل رأس مالها على قروض بجانب حقوق الملكية لمخاطر الإفلاس، وهى مخاطر لا تتعرض لها المنشآت التى يتكون هيكل رأس مالها من حقوق ملكية فقط. ويرجع ذلك إلى أن فشل المنشأة المقترضة فى سداد قيمة القروض التى حصلت عليها وفوائدها فى تواريخ استحقاقها، يعطى الحق للمقرضين فى اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهى بإعلان إفلاس المنشأة، ومن ثم تصفيتها. أما بالنسبة للمنشأة غير المقترضة التى يتكون هيكل رأس مالها من حقوق ملكية فقط، فإنها لا تلتزم تجاه الملاك برد قيمة الأسهم التى يمتلكونها، كما أنها لا تلتزم بإجراء توزيعات حتى لو تحققت أرباح، ومن ثم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية (هندى، ١٩٩٨).

ويشير (Warner, 1977) إلى أن تكاليف الإفلاس التى نوقشت فى أدبيات التمويل تنقسم إلى نوعين، مباشرة وغير مباشرة. وتشمل التكاليف المباشرة للإفلاس: أتعاب المحامين والمحاسبين، الأتعاب المهنية الأخرى، قيمة الوقت الإدارى المستغرق فى إدارة الإفلاس، والخسائر الناجمة عن بيع أصول المنشأة بقيمة أقل من قيمتها الدفترية. فى حين تشمل التكاليف غير المباشرة

للإفلاس، التكاليف التى تتحملها المنشأة قبيل حدوث الإفلاس، مثل: المبيعات الضائعة، الأرباح الضائعة، وربما عدم قدرة الشركة على الحصول على ائتمان أو إصدار أوراق مالية إلا بموجب شروط مرهقة للغاية.

وكلما تزايدت نسبة الديون فى هيكل رأس المال، تزايدت مخاطر الإفلاس، وتزايدت بالتالى معها التكاليف المصاحبة لها. ونظراً لأن المقرضون يدركون جيداً أنهم عرضة لتحمل جزء من تكاليف الإفلاس حال حدوثه، إذ قد لا تكفى أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل. لذا، فإن المقرضون يحطاطون منذ البداية لتجنب مثل هذه المخاطر إذا ما تحققت، وذلك عن طريق نقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسباً لوقوع الإفلاس، من خلال رفع سعر الفائدة على القروض التى يقدمونها للمنشأة. وطالما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر، فإن السبيل الوحيد أمامهم فى هذه الحالة هو المطالبة بمعدل عائد متزايد على حقوق الملكية لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التى يتعرضون لها نتيجة تزايد نسبة القروض فى هيكل رأس المال (Brigham and Gapenski, 1987). فإجراء تغييرات على تركيبة هيكل رأس المال من خلال إضافة الديون، من شأنه أن يزيد من درجة المخاطرة التى سيتحملها المساهمين. وهذا، بدوره، يؤدى إلى إرتفاع علاوة المخاطرة (Risk Premium) التى سيحصلون عليها لتعويضهم عن تعرضهم لتلك المخاطرة الإضافية. ومن الناحية النظرية، فإن تكلفة حقوق الملكية للمنشأة المقترضة تتألف من المكونات التالية (Brigham and Houston, 2007):

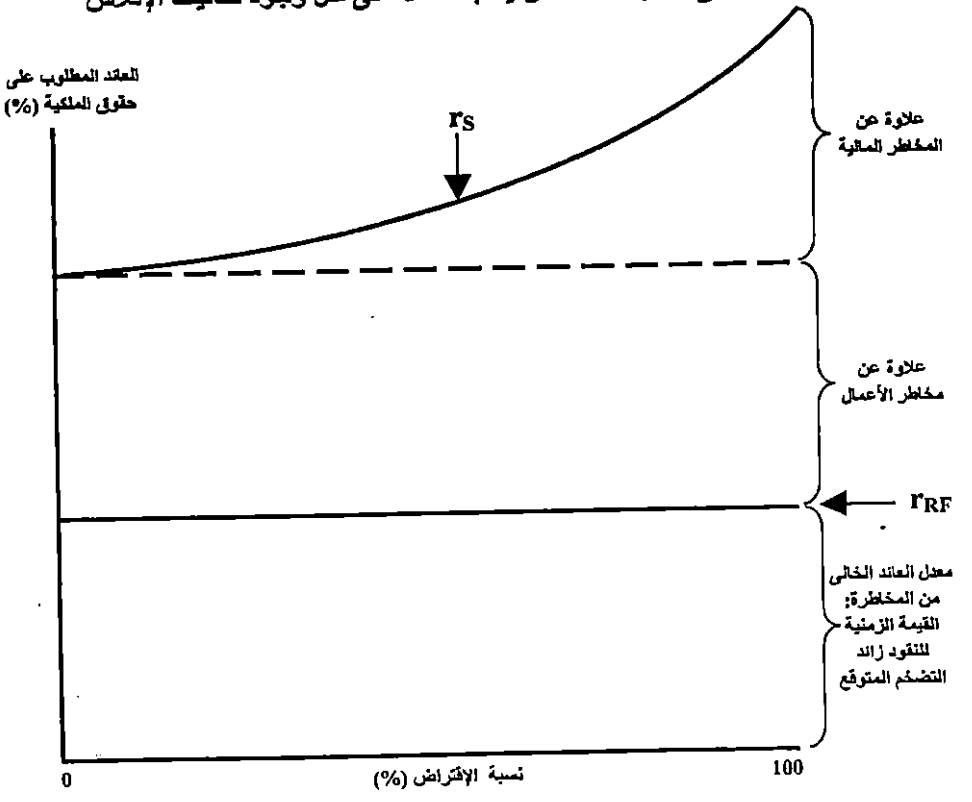
$$r_S = r_{RF} + \text{Premium for Business Risk} + \text{Premium for Financial Risk} \quad \ldots\ldots (17)$$

حيث إن: (r_S) معدل العائد الذى يطلبه الملاك على استثماراتهم فى أسهم المنشأة؛ (r_{RF}) معدل العائد الخالى من المخاطرة (Risk-Free Rate). فكما يتضح من المعادلة رقم (١٧)، فإنه فى حالة اعتماد المنشأة بالكامل على حقوق الملكية فى تمويل استثماراتها، فإن العائد الذى سيطلبه الملاك على استثماراتهم فى أسهم المنشأة سوف يتألف من مكونين فقط، هما: ١) معدل العائد الخالى من المخاطرة (r_{RF}) لتعويضهم عن القيمة الزمنية للنقود (Time Value of Money) والتضخم المتوقع (Expected Inflation)؛ ٢) علاوة عن مخاطر الأعمال (Premium for Business Risk) التى يتعرضون لها نتيجة استثمار أموالهم فى النشاط الخاص بالشركة. أما إذا بدأت المنشأة فى إجراء تغييرات على تركيبة هيكل رأس المال من خلال إضافة القروض، فإن

العائد الذى سيطلبه الملاك على استثماراتهم فى أسهم المنشأة سوف يتزايد نتيجة منحهم علاوة إضافية لتعويضهم عن المخاطر المالية التى يتعرضون لها (Premium for Financial Risk) والناجمة عن نقل المقرضون مخاطر الإفلاس لهم، الأمر الذى يؤدى إلى اتجاه متوسط تكلفة الأموال نحو الإرتفاع. ويقدم الشكل البيانى رقم (٨) خلاصة موجزة لتأثير الإقتراض على معدل العائد الذى يطلبه الملاك على استثماراتهم فى أسهم المنشأة فى ظل إقتراض وجود تكاليف الإفلاس.

شكل رقم (٨)

تأثير الإقتراض على معدل العائد الذى يطلبه الملاك فى ظل وجود تكاليف الإفلاس



(المصدر: Brigham and Houston, 2007: p. 454)

ومن ثم يمكن القول بأنه، فى ظل إقتراض وجود كل من الضرائب على دخل الشركات وتكاليف الإفلاس، فإن زيادة نسبة القروض فى هيكل رأس المال تترك **أثرين متضادين** على متوسط تكلفة الأموال، ومن ثم على القيمة السوقية للمنشأة. فمن ناحية، يترتب على تزايد نسبة القروض فى هيكل رأس المال تزايد

قيمة الوفورات الضريبة الناتجة عن مدفوعات الفائدة المتعلقة بتلك القروض، مما يؤدى إلى إنخفاض متوسط تكلفة الأموال، ومن ثم إرتفاع القيمة السوقية للمنشأة المقترضة بمقدار القيمة الحالية لتلك الوفورات الضريبية. من ناحية أخرى، يترتب على التوسع فى عملية الإقتراض تزايد مخاطر الإفلاس وتزايد التكاليف المصاحبة لها، مما يؤدى إلى إرتفاع تكلفة حقوق الملكية، وإرتفاع متوسط تكلفة الأموال بالتبعية، ومن ثم إنخفاض القيمة السوقية للمنشأة المقترضة بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس. وبالتالى، يمكن تقسيم القيمة السوقية للمنشأة المقترضة (V_L) إلى ثلاثة أجزاء، هى: ١) القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة (V_U)؛ ٢) القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون التى حصلت عليها المنشأة المقترضة؛ ٣) القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس الناجمة عن اعتماد المنشأة على القروض فى التمويل، وذلك كما يتضح من المعادلة رقم (١٨) (Brealey and Myers, 2003):

$$V_L = V_U + PV(\text{Tax Shields}) - PV(\text{Bankruptcy Costs}) \quad \ldots (18)$$

وكما يتضح من المعادلة رقم (١٨)، فإنه فى ظل إفتراض وجود تكاليف الإفلاس، فإن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة التى تنبأ بها كل من موديليانى وميلر عند إسقاطهما للإفتراض الخاص بعدم وجود ضرائب على دخل الشركات، ستنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس. بمعنى أخر، إذا كان للقيمة السوقية الخاصة بالمنشأة المقترضة أن تتفوق على القيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة، فإن ذلك سيكون بمقدار الفرق بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالقروض التى حصلت عليها المنشأة المقترضة، والقيمة الحالية لتكاليف الإفلاس الناجمة عن اعتمادها على تلك القروض فى التمويل.

سادساً: تأثير الإقتراض على قيمة المنشأة فى ظل وجود تكاليف الوكالة

يشير (Jensen and Meckling, 1976) إلى حتمية وقوع تكاليف الوكالة فى مجال تمويل الشركات. فالتعارضات بين حملة الديون وحملة الأسهم تنشأ فقط عندما يكون هناك مخاطر التخلف عن السداد (Default Risk). فإذا كان هناك فرصة للتخلف عن السداد، حينذاك يستطيع حملة الأسهم جنى مكاسب على حساب مستثمرى الديون. فنظراً لأن حقوق الملكية هى المطالبة المتبقية (Residual Claim)، لذا فإن حملة الأسهم يمكنهم جنى مكاسب عندما تنخفض أو تتهاوى قيمة الديون القائمة، حتى عندما تكون قيمة الشركة ثابتة. فإذا افترضنا أن المديرين يتصرفون فى مصلحة حملة الأسهم وأن مخاطر التخلف عن السداد معنوية (ذو أهمية)، فإن المديرين سيتوافر لديهم العديد من

الإغراءات لاتخاذ الإجراءات التى تعمل على تحويل أو نقل القيمة من دائنى الشركة إلى حملة أسهمها (Myers, 2001).

هناك عدة طرق للقيام بذلك. **أولاً**، المديرون يمكنهم الاستثمار فى أصول ذات درجة مخاطرة عالية أو التحول إلى استراتيجيات تشغيل محفوفة بالمخاطر. المخاطر العالية تزيد من الإتجاه الصعودى لحملة الأسهم. أما الإتجاه الهبوطى فيتم امتصاصه من قبل دائنى الشركة. ويعد (Jensen and Meckling, 1976) أول من أشار إلى نقل المخاطرة (Risk Shifting) بوصفها مشكلة وكالة. حيث يتوقع (Jensen and Meckling, 1976) أن يترك اتخاذ الإدارة لقرارات استثمارية تنطوى على قدر كبير من المخاطرة تأثيراً إيجابياً على ثروة حملة الأسهم، وتأثيراً سلبياً على ثروة الدائنين الحاليين للشركة. فإذا قامت الشركة بتنفيذ اقتراحات استثمارية تنطوى على قدر من المخاطر يفوق مخاطر الاستثمارات القائمة أو الحالية للشركة، ثم حاولت تمويل تلك الإقتراحات من خلال إصدار سندات، فإن محاولتها قد تبوء بالفشل ما لم تحمل تلك السندات سعر فائدة أعلى من السعر التى تحمله إصدارات السندات السابقة، وذلك انطلاقاً من أن العائد الذى يحصل عليه مصدر التمويل لابد وأن يتناسب مع درجة المخاطر التى يتعرض لها. وإذا ما تحقق ذلك، يصبح من المتوقع إنخفاض القيمة السوقية للسندات القائمة بالفعل، مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى. وإذا ما حالف تنفيذ الإقتراحات الاستثمارية الجديدة النجاح فإن حملة الأسهم سيجنون ثمار النجاح، طالما أن نصيب الدائنين محدد مسبقاً بسعر الفائدة على السندات المستخدمة فى تمويل تلك الإقتراحات الاستثمارية. أما إذا صادف تنفيذ الإقتراحات الاستثمارية الجديدة فشل أدى إلى إعلان إفلاس الشركة وتصفيتها، فإن جانباً من الخسائر الناجمة عن ذلك الفشل سيتكبده الدائنين الجدد والقدامى على السواء.(٢٢)

ثانياً، المديرون قد "يلعبون لكسب الوقت" (Play for Time)، ربما من خلال إخفاء المشاكل لمنع المقرضين من القيام بإجبار الشركة على الإعلان الفورى للإفلاس أو إعادة التنظيم. هذا يطيل من أمد الإستحقاق الفعلى للدين ويجعله أكثر خطورة. الأمر الذى يؤدى إلى إلحاق الضرر بالدائنين نتيجة

---

(٢٢) يؤكد (Jensen and Meckling, 1976) على أن الأمر ذاته يمكن أن يحدث إذا تم تمويل الإقتراحات الاستثمارية الجديدة من أموال الملاك. فاشتمال الإقتراحات الاستثمارية الجديدة على مستوى مخاطرة يفوق مستوى المخاطرة التى تنطوى عليها الاستثمارات القائمة أو الحالية للشركة، يؤدى إلى إرتفاع مستوى مخاطر المنشأة مما ينجم عنه إنخفاض القيمة السوقية للسندات القائمة بالفعل، مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى، وهى أضرار قد تتضاعف إذا ما صادف تنفيذ الإقتراحات الاستثمارية الجديدة فشل أدى إلى إعلان إفلاس الشركة وتصفيتها. أما إذا حالف تنفيذ الإقتراحات الاستثمارية الجديدة النجاح فإن حملة الأسهم سيجنون ثمار النجاح وحدهم.

إنخفاض القيمة السوقية للديون القائمة. وهنا مرة أخرى، الدائنون سيعانون والمساهمون سيجنون المكاسب (Myers, 2001).

المقرضون يكونون بالطبع مدركون لتلك الإغراءات ويحاولون صياغة عقود المديونية وفقاً لذلك. حيث يقوم المقرضون عادةً بتضمين تلك العقود العديد من إشتراطات أو تعهدات المديونية (Debt Covenants)، والتى تتمثل أهمها فى: وضع قيود على إجراء توزيعات نقدية للمساهمين وكذلك على إعادة شراء الأسهم، إبقاء رأس المال العامل فوق حد أدنى محدد فى العقد، وضع قيود على أنشطة الإندماج مع شركات أخرى ذات مخاطرة عالية، وضع قيود على الاستثمارات فى منشآت أخرى، وضع قيود على إصدار الديون الإضافية لمنع إصدار ديون جديدة ذات أولوية أعلى أو تساوى ترتيب الدين الحالى، وضع قيود على تصفية الأصول بحيث لا يسمح بها إلا فى حدود معينة مثل استخدام حصيلة البيع فى شراء أصول جديدة أو تخفيض جزء من الديون الخارجية (الدهراوى، ١٩٩٤). وعادةً ما تنص عقود المديونية على أن الدين يكون واجب السداد فوراً إذا ما انتهكت أو أخلت الإدارة بأى من الإشتراطات المنصوص عليها فى تلك العقود، حيث يجب على الإدارة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذها لأى قرارات تتعلق بتلك الإشتراطات أو التعهدات (هندى، ١٩٩٨).

ولكى يتأكد المقرضون من أن إدارة المنشأة لم تخل بالإشتراطات المنصوص عليها فى عقود المديونية، فإنه يصبح من الضرورى عليهم القيام بمراقبة ومتابعة ما يجرى داخل المنشأة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكلاء عنهم. وتعد التكاليف التى يتكبدها المقرضون من أجل القيام بعملية المراقبة والمتابعة تلك (The Monitoring and Bonding Expenditures) صورة من صور تكاليف الوكالة المرتبطة بالدين.[٢٣] وتمتد تكاليف الوكالة المرتبطة بالدين لتشمل صورة أخرى تتعلق بالتكاليف الناجمة عن فرص فقد الثروة (The Opportunity Wealth Loss) التى يسببها تأثير الدين على القرارات الإستثمارية للشركة (Jensen and Meckling, 1976).

وطالما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه التكاليف، فإن السبيل الوحيد أمامهم فى هذه الحالة هو المطالبة بمعدل عائد متزايد على حقوق الملكية. والمحصلة النهائية هى إرتفاع تكلفة حقوق الملكية، وإرتفاع متوسط تكلفة الأموال

---

(٢٣) كما هو الحال بالنسبة لتكاليف الإفلاس، فإن المقرضون قد يحطاطون منذ البداية لتجنب مثل هذه التكاليف، وذلك عن طريق نقلها إلى الملاك، من خلال رفع سعر الفائدة على القروض التى يقدمونها للمنشأة.

بالتبعية، ومن ثم إنخفاض القيمة السوقية للمنشأة بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الوكالة، وذلك كما يتضح من المعادلة رقم (١٩) (هندى، ١٩٩٨):

$$V_L = V_U + PV(\text{Tax Shields}) - PV(\text{Bankruptcy Costs}) - PV(\text{Agency Costs}) \quad \ldots\ldots (19)$$

وهكذا نجد أن ظهور أى من تكاليف الوكالة أو الإفلاس سيقوض من توقعات موديليانى وميلر بأن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة سترتفع باضطراد مع الزيادة فى نسبة الأموال المقترضة، نتيجة للوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بتلك القروض. حيث أنه مع تزايد نسبة الإقتراض فى هيكل رأس المال تبدأ الآثار السلبية للإقتراض متمثلة فى القيمة الحالية لتكاليف الوكالة والإفلاس فى الظهور، مما يؤدى إلى إرتفاع متوسط تكلفة الأموال، وإنخفاض القيمة السوقية للمنشأة المقترضة بالتبعية.

سابعاً: نظرية المبادلة (المفاضلة) الساكنة

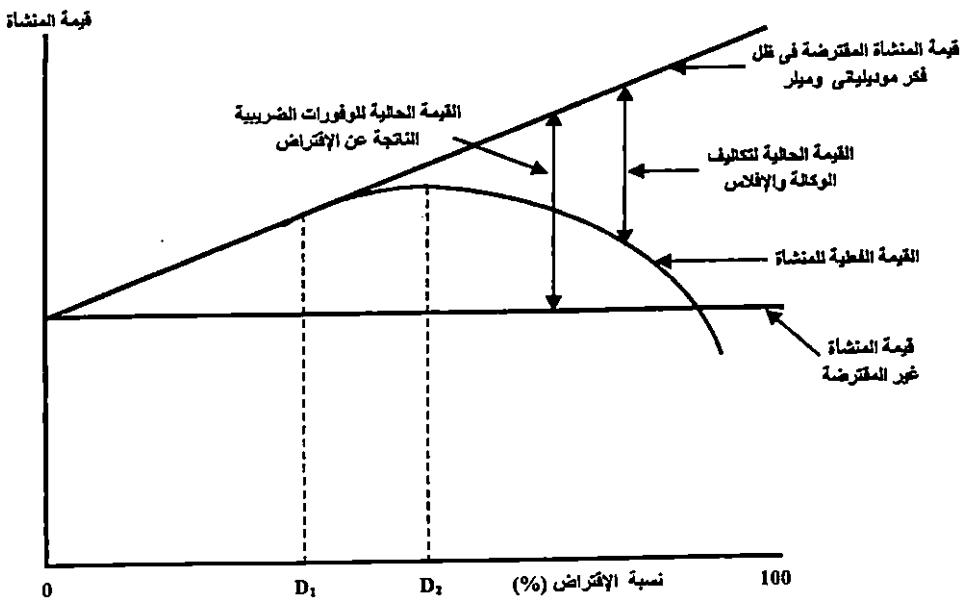
تقضى نظرية المبادلة أو المفاضلة الساكنة (The Static Tradeoff Theory) بأن نسبة الديون المثلى تتحدد من خلال المبادلة أو المفاضلة بين التكاليف والمنافع المترتبة على الإقتراض. حيث توصف الشركة التى يكون لديها نسبة مثلى للمديونية بأنها تحقق التوازن بين قيمة الوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون ومختلف تكاليف الوكالة المتعلقة بالديون وإحتمالية التعثر المالى (Myers, 1984). ففى ظل وجود هذين النوعين من التكاليف، يصبح من المحتمل أن يكون هناك هيكل مثالى لرأس المال، يتحدد بمستوى الإقتراض الذى تتساوى عنده مزايا الإقتراض المتمثلة فى الوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون مع الآثار السلبية الناجمة عنه، والمتمثلة فى تكاليف الإفلاس والوكالة.

ويقدم الشكل البيانى رقم (٩)، خلاصة موجزة لنظرية المبادلة أو المفاضلة الساكنة. الشكل البيانى رقم (٩) يتضمن أولاً، خط أفقى مستقيم يمثل القيمة السوقية للشركة غير المقترضة (أى الممولة بالكامل من خلال حقوق الملكية). ثانياً، يتضمن الشكل البيانى رقم (٩) خط مستقيم ينحدر لأعلى يمثل قيمة المنشأة المقترضة فى ظل فكر موديليانى وميلر (أى فى ظل غياب تكاليف الوكالة والإفلاس). أخيراً، يتضمن الشكل البيانى رقم (٩) خط منحنىّ يبين القيمة الفعلية للمنشأة المقترضة فى ظل وجود تكاليف الوكالة والإفلاس. هذا

المنحنى يتزامن أو يتطابق مع الخط المستقيم المنحدر لأعلى لمسافة معينة، ولكن كلما أصبحت نسبة الديون محسوسة أو لا يستهان بها، كلما هبط المنحنى أسفل الخط المستقيم. وكما هو مصور بالشكل البيانى رقم (٩)، المنحنى له قيمة قصوى محددة، وهو ما يعنى وجود هيكل مثالى لرأس مال.

شكل رقم (٩)

تأثير الإقتراض على قيمة المنشأة فى ظل نظرية المبادلة الساكنة



(المصدر: Brigham and Houston, 2007: p. 459)

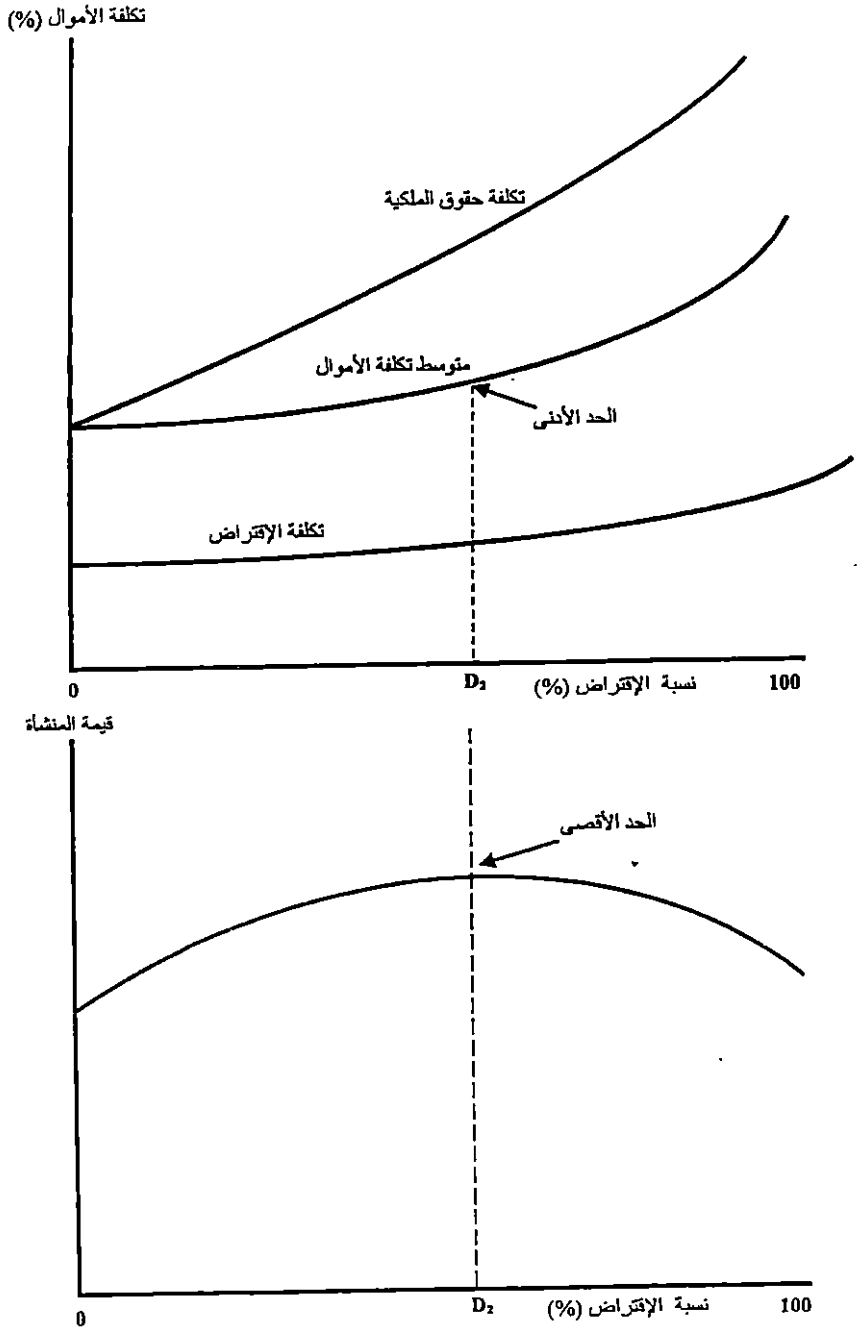
وكما يظهر فى الشكل البيانى رقم (٩)، فإنه كلما زادت نسبة الأموال المقترضة ضمن هيكل رأس المال كلما إرتفعت القيمة السوقية للمنشأة نتيجة التأثير الإيجابى الذى تحدثه الوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون على قيمة المنشأة. إلا أنه مع زيادة نسبة الإقتراض عن حد معين (النقطة D_1) تبدأ الآثار السلبية للإقتراض متمثلة فى القيمة الحالية لتكاليف الوكالة وإحتمالية التعثر المالى فى الظهور، مما يؤدى إلى تهاوى المنحنى الممثل للقيمة الفعلية للمنشأة المقترضة أبعد وأبعد أسفل الخط المستقيم المنحدر لأعلى. ويظل الحال هكذا حتى تصل نسبة الأموال المقترضة إلى النقطة المثلى (D_2) التى تتساوى عندها القيمة الحالية للوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون مع القيمة الحالية لتكاليف الوكالة

والإفلاس الناتجة عن الإقتراض، وحينئذ تصل القيمة السوقية الفعلية للمنشأة إلى حدها الأقصى. أما بعد تلك النقطة المثلى (D_2) تصبح القيمة الحالية لتكاليف الوكالة والإفلاس الناتجة عن الإقتراض أكبر من القيمة الحالية للوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون، مما يؤدى إلى إنخفاض القيمة السوقية الفعلية للمنشأة.

وكما يبدو فإن نظرية المبادلة (المفاضلة) الساكنة تتعارض مع فكر موديليانى وميلر (أى فى ظل إفتراض غياب تكاليف الإفلاس والوكالة). ففى ظل عالم تفرض فيه ضرائب، يتوقع موديليانى وميلر أن ترتفع القيمة السوقية للمنشأة باضطراد مع الزيادة فى نسبة الأموال المقترضة، نتيجة للوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون. أما نظرية المبادلة (المفاضلة) الساكنة فتقضى بوجود مستوى أمثل للإقتراض تصل عنده القيمة السوقية للمنشأة إلى حدها الأقصى، وتنخفض بعده القيمة السوقية للمنشأة.

ويربط (Brigham and Houston, 2007) بين متوسط تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمنشأة فى إطار نظرية المبادلة (المفاضلة) الساكنة على النحو الذى يبينه الشكل البيانى رقم (١٠). حيث يوضح الجزء العلوى من الشكل البيانى رقم (١٠) العلاقة بين نسبة المديونية وكل من تكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity)، تكلفة الديون بعد الضرائب (After-Tax Cost of Debt)، والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC). فى حين يوضح الجزء السفلى من الشكل البيانى رقم (١٠) القيمة الفعلية للمنشأة المقترضة فى ظل وجود تكاليف الوكالة والإفلاس.

شكل رقم (١٠)
العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المنشأة فى ظل نظرية المبادلة الساكنة



(المصدر: Brigham and Houston, 2007: p. 455)

وكما هو مبين بالجزء العلوى من الشكل البيانى رقم (١٠)، فإن تكلفة حقوق الملكية تتزايد مع إرتفاع نسبة المديونية لتعويض الملاك عن المخاطر المالية الإضافية التى يتعرضون لها نتيجة توسع المنشأة فى عملية الإقتراض، كذلك تتزايد تكلفة الإقتراض مع إرتفاع نسبة المديونية لتعويض المقرضون عن تكاليف الوكالة والإفلاس الإضافية التى يتعرضون لها نتيجة توسع المنشأة فى عملية الإقتراض. ولما كانت تكلفة الأموال المقترضة رخيصة نسبياً إذا ما قورنت بتكلفة حقوق الملكية، فإن التوسع فى عملية الإقتراض سيؤدى إلى إنخفاض متوسط تكلفة الأموال نتيجة لتفوق القيمة الحالية للوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون على القيمة الحالية لتكاليف الوكالة والإفلاس. وسيستمر الحال هكذا حتى نصل إلى النقطة المثلى (D_2) التى تتساوى عندها القيمة الحالية للوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون مع القيمة الحالية لتكاليف الوكالة والإفلاس، حينئذ يكون متوسط تكلفة الأموال قد وصل إلى حده الأدنى، والقيمة السوقية الفعلية للمنشأة بالتبعية وصلت إلى حدها الأقصى. وإذا ما حاولت المنشأة التوسع فى عملية الإقتراض إلى ما بعد تلك النقطة المثلى (D_2) سوف يرتفع متوسط تكلفة الأموال، وتنخفض بالتالى القيمة السوقية للمنشأة، نتيجة لتفوق القيمة الحالية لتكاليف الوكالة والإفلاس على القيمة الحالية للوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون.(٢٤)

وعلى الرغم من الجدل الدائر فى أدبيات التمويل بشأن أهمية الوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون، وأى من تكاليف التعثر المالى، إن وجدت، يعد جوهرياً. وكذا الإنتقادات التى توجه لنظرية المبادلة (المفاضلة) الساكنة فيما يتعلق بصعوبة صياغة المنافع والتكاليف المصاحبة للإقتراض فى صورة كمية دقيقة، بالشكل الذى يمكن الإدارة من إحداث التوازن الذى تصل عنده القيمة السوقية للمنشأة إلى حدها الأقصى. إلا أن البعض (مثل: Myers, 1984; Brigham and Gapenski, 1987) يرون أن نظرية المبادلة (المفاضلة) الساكنة وإن كانت لا تزودنا بتحديد كمى لهيكل رأس المال الأمثل، إلا أنها بتناولها للعلاقة التوازنية بين القيمة الحالية

---

(٢٤) لاحظ أن نظرية المبادلة (المفاضلة) الساكنة تعيدنا بذلك إلى الوراء، إلى الفكر التقليدى الذى يصوره الشكل البيانى رقم (٦) الذى سبق عرضه عند التعرض للمدخل التقليدى قبل قليل، والذى خلص إلى وجود نسبة مثلى للإقتراض. غير أن الفكر التقليدى لم يكشف بوضوح عن الأسباب التى جعلت تكلفة الأموال والقيمة السوقية للشركة تأخذ الصورة الموضحة بالشكل البيانى رقم (١٠)، فبفضل موديليانى وميلر تم إدخال مفهوم الوفورات الضريبية، تبعهما آخرون أدخلوا تكاليف الإفلاس والوكالة، ومن هنا ظهرت نظرية المبادلة (المفاضلة) الساكنة.

للوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون والقيمة الحالية لتكاليف الوكالة والإفلاس المترتبة على زيادة الإقتراض، فإنها تمدنا بثلاثة ملاحظات أو مؤشرات نوعية (Qualitative Statements) بشأن سلوك التمويل، وهى:

١) أن الشركات المحفوفة بالمخاطر (Risky Firms) ينبغى أن تقترض أقل. ويقصد بـ "المخاطرة" هنا معدل التباين للقيمة السوقية لأصول الشركة، والذى يقاس بدرجة التقلب أو التذبذب فى العائد المتولد عن أصولها (صافى ربح التشغيل). فكلما زاد معدل التباين للقيمة السوقية لأصول الشركة، كلما زاد إحتمال تخلفها عن سداد أى حزمة معينة من مطالبات الديون. ونظراً لأن تكاليف التعثر المالى تحدث بسبب التهديد أو التخلف الفعلى عن السدد، لذا فإن الشركات الحذرة أو الآمنة (Safe Firms) ينبغى ألا تذهب بعيداً بنسبة الأموال المقترضة. بمعنى آخر، فإن الشركات التى يكون لديها معدل أكبر للتباين فى القيمة السوقية لأصولها ستصل إلى نقطة التعادل بين قيمة الوفورات الضريبية وتكاليف التعثرالمالى عند مستوى مديونية منخفض نسبياً مقارنة بمنشأة أخرى مثيلة ولكن يكون لديها معدل أقل للتباين فى القيمة السوقية لأصولها.(٢٥)

٢) أن الشركات التى تستحوذ على أصول ملموسة (Tangible Assets) ويتوافر لديها أسواق نشطة للأصول المستعملة يمكنها التوسع فى عملية الإقتراض بدرجة أكبر من الشركات التى تعتمد فى عملياتها على أصول متخصصة (Specialized Assets)، أو أصول غير ملموسة، أو تتاح لها فرص قيمة أو ثمينة للنمو. فنظراً لأن التكاليف المتوقعة للتعثر المالى لا تعتمد فقط على احتمالية حدوث القلاقل أو الإضطرابات للشركة، ولكن أيضاً على القيمة المفقودة أو الضائعة إذا أتت القلاقل أو الإضطرابات. لذا، يكون من المرجح أن ينتهى إفلاس الشركات التى تمتلك أصول متخصصة، أو أصول غير ملموسة، أو يتوافر لديها فرص قيّمة للنمو بحصيلة أقل من أموال التصفية، وهو ما يعنى إرتفاع تكاليف التعثر المالى الخاصة بها.

---

(٢٥) يشير كل من (Brigham and Gapenski, 1987) بشأن هذه النقطة تحديداً، إلى أن العلاقة بين نسبة المديونية والقيمة السوقية للشركة ستبدو مسطحة (Flat) نسبياً على المنحنى الخاص بالقيمة الفعلية للشركة حول الحجم الأمثل للإقتراض، وذلك على النحو المبين بالشكلين البيانيين السابقين رقمى (٩، ١٠)، مما يعنى أن مستوى مديونية يمكن أن يكون أقل قليلا من مستوى مديونية مقارب له على المحور الأفقى وحول الحجم الأمثل على منحنى القيمة الفعلية للشركة، ومع هذا تظل القيمة السوقية للشركة على ما هى عليه أو تكاد.

ومن ثم سيصل هذا النوع من الشركات إلى نقطة التعادل بين قيمة الوفورات الضريبية وتكاليف التعثرالمالى عند مستوى مديونية منخفض نسبياً مقارنة بالشركات التى تمتلك أصول ملموسة، أو تلك التى تميل إلى استخدام تركيبات إنتاجية نمطية.

٣) أن الشركات التى تحقق مستويات عالية من الربحية، وتخضع بالتالى لشريحة ضريبية مرتفعة، يمكنها التوسع فى عملية الإقتراض بدرجة أكبر من الشركات التى تخضع لشرائح ضريبية أقل. ويرجع السبب فى ذلك إلى أن الشركات التى تخضع لشريحة ضريبية مرتفعة يكون لديها فرصة أكبر لتحقيق وفورات ضريبية مرتفعة نتيجة عملية الإقتراض، ومن ثم سيصل هذا النوع من الشركات إلى نقطة التعادل بين قيمة الوفورات الضريبية وتكاليف التعثرالمالى عند مستوى مديونية مرتفع نسبياً مقارنة بالشركات التى تخضع لشرائح ضريبية أقل.

ثامناً: نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل

تعود جذور نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (The Pecking Order Theory) إلى الدراسة المسحية التى أجراها جوردون دونالدسون (Gordon Donaldson) فى عام ١٩٦١م للممارسات التمويلية لعينة من كبريات الشركات الأمريكية،(٢٦) كما يرجع الفضل فى تطويرها إلى كل من (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984). وتتلخص أبعاد تلك النظرية فى النقاط الخمس التالية:

١) الشركات تفضل التمويل الداخلى على التمويل الخارجى. (عدم تماثل المعلومات يكون مفترض أنه ذو صلة فقط بالتمويل الخارجى.)

٢) أن الشركات تكيف نسبها المستهدفة لتوزيعات الأرباح بناءً على الفرص الاستثمارية المتاحة، على الرغم من أن توزيعات الأرباح تكون لزجة (Sticky) والنسب المستهدفة للتوزيعات المدفوعة تكون فقط معدلة بشكل تدريجى لنقلها أو تحويلها فى نطاق أو مدى الفرص الاستثمارية القيّمة أو الثمينة.

٣) سياسات توزيع أرباح لزجة، بالإضافة إلى تقلبات غير متوقعة فى الربحية وفرص الاستثمار، مما يعنى أن التدفقات النقدية المتولدة داخلياً قد تكون أكثر أو أقل من النفقات الاستثمارية. فإذا كانت التدفقات النقدية المتولدة داخلياً

---

(٢٦) لاحظ (Donaldson, 1961) أن الشركات تفضل أولا تمويل الاستثمار من خلال الأرباح المرحلة أو المحتجزة، ثم، عندما تحتاج أموالاً خارجية، فإنها تفضل إصدار الديون بدلاً من إصدار أسهم جديدة.

تفوق الاستثمار الرأسمالى، فإن الفائض يستخدم لسداد الديون بدلاً من إعادة شراء وإلغاء الأسهم (Repurchasing and Retiring Equity). وإذا كانت أقل، فإن الشركة ستسحب أولاً من رصيدها النقدى المتاح أو محفظة أوراقها المالية الرائجة سوقياً (Marketable Securities Portfolio).

٤) إذا كان التمويل الخارجى مطلوباً، فإن الشركة تصدر الأوراق المالية الأكثر أماناً أولاً. والتى تبدأ بالديون، ثم ربما الأوراق المالية المختلطة أو الهجين مثل السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds)، ثم ربما إصدار أسهم جديدة كملاذ أخير.

٥) فى هذه النظرية، لا يوجد مزيج أو خليط مستهدف من الديون وحقوق الملكية معرف أو محدد جيداً، لأن هناك نوعين من حقوق الملكية، داخلية وخارجية، واحدة تقع فى صدارة أولويات مصادر التمويل (أى الأرباح المحتجزة)، وواحدة تقع فى القاع (أى إصدار أسهم جديدة). فكل نسبة مديونية مشاهدة للشركة تعكس متطلباتها أو إحتياجاتها المتراكمة للتمويل الخارجى.

وتفسر نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل لماذا الجزء الأكبر من التمويل الخارجى يأتى من الديون. هى أيضاً تفسر لماذا الشركات الأكثر ربحية تقترض أقل: ليس لأن نسبة مديونيتها المستهدفة منخفضة - فى نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل لا يكون لدى الشركة نسبة مديونية مستهدفة - ولكن لأن الشركات المربحة يتوافر لديها المزيد من التمويل الداخلى المتاح. الشركات الأقل ربحية تتطلب أو تحتاج تمويل خارجى، وبناءً عليه تتراكم الديون (Myers, 2001).

ويكمن السبب الأساسى وراء وقوع التمويل الداخلى فى صدارة أولويات مصادر التمويل فى أنه مصدر عادةً لا يواجه بالمعارضة، إضافة إلى أنه يعفى الإدارة من السعى للإتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين وملاك. كما يبعد الشركة عن الوقوع تحت تأثير منطق سوق رأس المال فى حالة إصدار المزيد من الأسهم. فإصدار كمية كبيرة من الأسهم قد يترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للسهم، كما يحتمل أن يحدث تغييراً فى مراكز الملاك داخل الجمعية العمومية. كذلك لا ينطوى التمويل الداخلى على تكاليف إصدار، كما هو الحال فى حالة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجى (هندى، ١٩٩٨).

أما السبب الأساسى وراء نبذ فكرة الاعتماد على إصدار أسهم جديدة كأحد المصادر المتاحة للتمويل الخارجى، وجعلها فى قاع أولويات مصادر التمويل، فيتعلق بالتأثير السلبى لإصدار الأسهم الجديدة على المساهمين القدامى، خاصة

فى ظل إفتراض نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل عدم وجود تماثل فى المعلومات بين المستثمرين والإدارة. حيث يفترض (Myers and Majluf, 1984) أن المديرين يتصرفون دائماً فى مصلحة المساهمين القائمين أو الحاليين، وأنهم يرفضون إصدار أسهم مبخس فى قيمتها (Undervalued Shares).[٢٧] كما يفترضا أن المستثمرين لا يعرفون القيمة الحقيقية لأى من الأصول القائمة أو الفرص الاستثمارية المتاحة، لذلك، فإن المستثمرين لا يستطيعون وضع قيمة للأوراق المالية المصدرة لتمويل استثمار جديد بدقة. لذا، فإن الإعلان عن إصدار أسهم جديدة سوف يقود على الفور أسعار الأسهم نحو الإنخفاض، وهذا الإنخفاض فى السعر عند الإعلان عن إصدار الأسهم الجديدة ينبغى أن يكون كبيراً حيث عدم تماثل المعلومات يكون كبيراً.

ويشير (Myers, 2001) إلى أن الإنخفاض فى السعر الذى سيصاحب الإعلان عن إصدار أسهم جديدة ليس بسبب أن طلب المستثمرين للأسهم غير مرن (Inelastic)، ولكن بسبب معلومات المستثمرين المستقاة من قرار الإصدار، والتى توضح أن الأخبار السيئة بشأن الأصول القائمة تفوق دائماً الأخبار الجيدة.[٢٨] لذا، فإن بعض الشركات الجيدة التى تكون أصولها القائمة مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية عند السعر الجديد للإصدار، سوف تقرر عدم الإصدار حتى ولو كان ذلك يعنى التضحية بفرصة استثمارية ذات صافى قيمة حالية موجبة.

الآن لنفترض أن الشركة يمكنها إصدار إما ديون أو أسهم جديدة لتمويل استثمار جديد. الدين له المطالبة المسبقة (The Prior Claim) فى الأصول والأرباح؛ حقوق الملكية هى المطالبة المتبقية. المستثمرين فى الديون يكونوا بالتالى أقل تعرضاً للأخطاء فى تقدير قيمة الشركة. ومن ثم، فإن الإعلان عن إصدار الديون ينبغى أن يكون له تأثير هبوطى صغير على أسعار الأسهم من الإعلان عن إصدار أسهم جديدة. وبالنسبة لقضية رتبة أو فئة الاستثمار (Investment-grade)، حينما تكون مخاطر التخلف عن السداد صغيرة جداً، فإن التأثير على أسعار الأسهم ينبغى أن يكون ضئيلاً (Shyam-Sunder, 1991).

---

(٢٧) إصدار أسهم جديدة عند سعر يقل عن قيمتها الحقيقية ينقل القيمة من المساهمين القدامى إلى المساهمين الجدد. أما إذا كانت الأسهم الجديدة مغالاً فى تقدير قيمتها، فإن تحويل أو نقل القيمة يذهب فى الإتجاه الآخر.

(٢٨) الأخبار الجيدة التى قد ينطوى عليها الإعلان عن إصدار أسهم جديدة بالنسبة للمستثمرين، هى أن الإصدار الجديد يكشف عن فرصة نمو ذات صافى قيمة حالية موجبة. أما الأخبار السيئة التى قد ينطوى عليها هذا الإعلان، هو اعتقاد الإدارة أن الأصول القائمة للشركة مغالا فى تقدير قيمتها من قبل المستثمرين وأنها تحاول إنتهاز تلك الفرصة بإصدار أسهم مغالاً فى تقدير قيمتها (Overvalued Shares) لنقل القيمة من المساهمين الجدد إلى المساهمين القدامى (الحاليين).

فإصدار الديون يقلل من الميزة المعلوماتية لمديرى الشركة. المديرون المتفائلون (Optimistic Managers)، الذين يعتقدون أن أسهم شركاتهم مقومة بأقل من قيمتها، سوف يقفزون على الفرصة لإصدار الديون بدلاً من الأسهم الجديدة. فقط المديرون المتشائمون (Pessimistic Managers) الذين يعتقدون أن أسهم شركاتهم مغالاً فى تقدير قيمتها، سيرغبون فى إصدار أسهم جديدة - ولكن من الذى سيرغب فى شرائها؟ إذا كانت الديون بديلاً جائزاً، حينذاك أى محاولة لبيع الأسهم ستوحى بأن الأسهم الجديدة ليست صفقة جيدة. ولذلك فإن إصدارات الأسهم الجديدة سترفض بإزدراء من قبل المستثمرين، خاصة إذا ما كانت الديون متاحة بشروط عادلة، وفى حالة التوازن فقط ستصدر الديون. إصدارات الأسهم الجديدة ستحدث فقط عندما تكون الديون باهظة التكلفة - على سبيل المثال، لأن الشركة تكون بالفعل عند مستوى مديونية مرتفع بشكل خطير حيث يتوقع المديرون والمستثمرون تكاليف التعثر المالى. فى هذه الحالة، حتى المديرين المتفائلين قد يتحولون إلى سوق الأسهم للحصول على تمويل (Myers, 2001).

ويتسأل (Myers, 2001) عن أوجه الخطأ فى نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، ليعود ويجيب بأن هناك وجهين أساسيين للقصور فى تلك النظرية، وهما:

١) أن نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل تفترض أن المديرين يتصرفون فى مصلحة المساهمين الحاليين، وأنهم يسعون إلى تعظيم قيمة الأسهم القائمة. ومع ذلك لم يُظهر (Myers and Majluf, 1984) لماذا ينبغى على المديرين رعاية مصالح المساهمين الحاليين إذا كان الإصدار الجديد للأسهم مغالاً أو مبخساً فى تقدير قيمته. ففى ظل نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل لا توجد معالجة صريحة لحوافز المديرين، حيث تم تجاهل الدور الذى يمكن أن تلعبه خطط تعويض أو مكافأة المديرين (Managers' Compensation Schemes) فى ضمان اتخاذ قرارات مثلى لهيكل رأس المال.

٢) أن نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل لا تستطيع أن تفسر لماذا لم تتطور الأساليب أو التكتيكات التمويلية (Financing Tactics) لتجنب العواقب التمويلية المترتبة على المعلومات المتميزة أو المتفوقة للمديرين. فعلى سبيل المثال، إذا إفترضنا أن أى معلومات خاصة متاحة للمديرين اليوم ستصل للمستثمرين خلال العام المقبل. من ثم، فإن الشركة يمكن أن

تصدر أسهم جديدة مؤجلة (Deferred Equity Securities)، فعلى سبيل المثال، يمكن للشركة أن تصدر ديون بقيمة إسمية ١٠٠٠ دولار، على أن يتم سدادها بعد عام واحد عن طريق إصدار جديد للأسهم بقيمة ١٠٠٠ دولار عند سعر الأسهم بعد عام واحد.[29] المديرون لا يستطيعون أن يعرفوا اليوم ما إذا كان المستثمر سوف يرى السعر المستقبلى للسهم مرتفع جداً أو منخفض جداً. ومن ثم، فإن إصدار هذه الأسهم المؤجلة لا ينقل أية معلومات؛ إنها مجرد أداة تمويلية آمنة مثل الديون النظامية للشركة. فى الواقع هو دين، ولكن مستحق الدفع بعملة خاصة، هى أسهم الشركة. وبالتالى تستطيع الشركة أن تلتزم مسبقاً بإصدار أسهم جديدة دون أى إشارة سلبية أو معاكسة (Adverse Signal) للمستثمرين. ويتسأل (Myers, 2001) لماذا هذا النوع من الأوراق المالية غير شائع؟

وبعد التعرض لأهم المداخل والنظريات التى طورت فى أدبيات التمويل بهدف تفسير قرارات اختيار هيكل رأس المال، والتى تعد بمثابة الإطار التحليلى للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء وقيمة الشركة، يقوم الباحثان فى القسم التالى (الثانى) بعرض عدد من الدراسات الاختبارية التى تم اجراؤها بهدف التحقق من تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال على أداء الشركة، بما يسهم فى تطوير فرضية البحث الحالى.

---

(٢٩) بعبارة أخرى، سيتم تحويل الدين إلى عدد (N) من الأسهم، حيث أن عدد الأسهم (N) غير محدد سلفاً، ولكن يحسب بأنه ($N = 1000/P_1$)، حيث أن (P_1) هو سعر السهم بعد عام واحد من الآن.

القسم الثانى

مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فرضية البحث

على المستوى الاختبارى، توجد العديد من الدراسات السابقة التى تعرضت لتأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال على أداء الشركة، فعلى عينة مكونة من اثنتا وعشرون شركة غانية مقيدة بالبورصة فى الفترة بين عامى ١٩٩٨م و٢٠٠٢م، اختبرت دراسة (Abor, 2005) تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات الغانية معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE). وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين العائد على حقوق الملكية (ROE)، وهو ما يشير - على حد تعبير هذه الدراسة - إلى أن الديون قصيرة الأجل تميل إلى أن تكون أرخص نسبياً، ومن ثم فإن زيادة الاعتماد عليها فى تمويل عمليات الشركات مع معدل فائدة منخفض نسبياً سوف يقود إلى تزايد مستويات الربحية. أيضاً، أشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين العائد على حقوق الملكية (ROE)، وهو ما يعنى ضمنياً أن الزيادة فى حجم الديون طويلة الأجل ترتبط بإنخفاض فى مستوى ربحية الشركة، وهو ما يمكن تفسيره - على حد تعبير هذه الدراسة - بأن الديون طويلة الأجل تكون نسبياً أكثر تكلفة، ومن ثم فإن توظيف أو استخدام نسب كبيرة منها قد يقود إلى مستويات ربحية أقل. كذلك، توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون الإجمالية إلى إجمالى الأصول وبين العائد على حقوق الملكية (ROE)، وهو ما يشير - على حد تعبير هذه الدراسة - إلى أن الشركات المربحة هى التى تعتمد أكثر على الديون كخيار تمويل رئيسى لها.

كذلك، اختبرت دراسة (Shen, 2012) تأثير قرارات هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات المنتمية لأكبر أربعة إقتصاديات أوروبية، هى: ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، وإنجلترا معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، وذلك باستخدام أربعة عينات مقارنة من الشركات المدرجة بقاعدة بيانات "أماديوس" (Amadeus Database) حتى عام ٢٠٠٧م، تتألف من ٣٧٧٣٧ مشاهدة لشركات ألمانية، ١٤٠٤٥٩ مشاهدة لشركات فرنسية، ١٤٠١٩٤ مشاهدة لشركات إيطالية، و٦٦٨٥٨ مشاهدة

لشركات إنجليزية. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى حقوق الملكية وبين العائد على حقوق الملكية (ROE) على مستوى كل من عينتى الشركات الفرنسية والإيطالية، فى حين أخفقت هذه الدراسة فى التوصل إلى علاقة معنوية بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى حقوق الملكية وبين العائد على حقوق الملكية (ROE) على مستوى أى من عينتى الشركات الألمانية أو الإنجليزية.

وباستخدام عينتين مقارنتين، تتألف إحداهما من ٤٠٥ مشاهدة لشركات أمريكية فى الفترة بين عامى ٢٠٠٩م و٢٠١٠م، وتتألف الأخرى من ٤٣٢٨ مشاهدة لشركات ألمانية خلال نفس الفترة، والتى تم الحصول على بياناتهما من خلال قاعدة بيانات "أوربيس" العالمية (Orbis Database)، اختبرت دراسة (Schonbrodt, 2011) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء كل من الشركات الأمريكية والألمانية معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA). وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون الإجمالية إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA) على مستوى أى من العينتين.

وعلى نحو مشابه، اختبرت دراسة (Ali, 2013) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء كل من الشركات الباكستانية والهندية معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA)، وذلك باستخدام عينتين مقارنتين، تتألف إحداهما من ٧٣ شركة باكستانية مقيدة ببورصة كراتشى وتنتمى إلى قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ٢٠٠٠م و٢٠١٠م، وتتألف الأخرى من ٨٣ شركة هندية مقيدة ببورصة بومباى وتنتمى إلى قطاعات غير مالية خلال نفس الفترة. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA) على مستوى أى من العينتين.

وعلى عينة مكونة من ٧٤ شركة سعودية مقيدة بالبورصة وتنتمى إلى قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ٢٠٠٤م و٢٠١٢م، اختبرت دراسة (Twairesh, 2014) تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال معبراً عنه

بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات السعودية معبراً عنه بكل من العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE). وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون الإجمالية، نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA). كذلك توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، في حين أخفقت هذه الدراسة في التوصل إلى علاقة معنوية بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون الإجمالية، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE).

وعلى نحو مماثل، اختبرت دراسة (Quang and Xin, 2014) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات الفيتنامية معبراً عنه بكل من العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، وذلك على عينة مكونة من ١٣٤ شركة فيتنامية مقيدة ببورصة "هو تشي منه" (Ho Chi Minh) وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ٢٠٠٩م و٢٠١٢م. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون الإجمالية، نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بأي من العائد على الأصول (ROA)، أو العائد على حقوق الملكية (ROE).

وباستخدام عينة مكونة من ٦٤ شركة مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وتنتمي إلى عشرة قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ١٩٩٧م و٢٠٠٥م، اختبرت دراسة (Ebaid, 2009) تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات المصرية معبراً عنه بثلاثة مؤشرات للأداء تندرج جميعها ضمن المؤشرات المحاسبية للأداء، وهي: العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، وهامش المساهمة الإجمالي (Gross Profit Margin). وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون الإجمالية، او نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA)، في حين أخفقت هذه

الدراسة فى التوصل إلى علاقة معنوية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA). كما توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، فى حين أخفقت هذه الدراسة فى التوصل إلى علاقة معنوية بين الرافعة المالية مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، أو الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE). كذلك، أشارت نتائج هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بهامش المساهمة الإجمالى.

أيضاً، اختبرت دراسة (Nassar, 2016) تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات التركية معبراً عنه بكل من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، وربحية السهم (EPS)، وذلك على عينة مكونة من ١٣٦ شركة تركية مقيدة ببورصة أسطنبول وتنتمى إلى قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ٢٠٠٥م و٢٠١٢م. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من المؤشرات الثلاثة السابقة.

وعلى عينة مكونة من ٧٨ شركة هولندية (٣٨١ مشاهدة) مقيدة ببورصة يورونكست امستردام وتنتمى إلى ثمانية قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ٢٠٠٧م و٢٠١١م، اختبرت دراسة (Korotkikh, 2012) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات الهولندية معبراً عنه بمؤشر "توبين كيو" (Tobin's Q). وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون الإجمالية إلى إجمالى الأصول وبين مؤشر (Tobin's Q).

وباستخدام عينة مكونة من ١٠٠ شركة نيجيرية (٤٤٥ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمى إلى قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ٢٠١٠م و٢٠١٤م، اختبرت دراسة (Dada and Ghazali, 2016) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات النيجيرية

معبراً عنه بمؤشرين للأداء، يندرج أحدهما ضمن المؤشرات المحاسبية للأداء، وهو: العائد على الأصول (ROA)، ويندرج الآخر ضمن المؤشرات السوقية للأداء، وهو: مؤشر (Tobin's Q). وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى حقوق الملكية وبين أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر (Tobin's Q). فى حين أخفقت هذه الدراسة فى التوصل لأى تأثير معنوى للرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى حقوق الملكية على أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA).

وعلى نحو مماثل، اختبرت دراسة (Singh and Bansal, 2016) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات الهندية معبراً عنه بكل من العائد على الأصول (ROA)، ومؤشر توبين كيو (Tobin's Q)، وذلك على عينة مكونة من ٥٨ شركة هندية مقيدة ببورصة بومباى ومدرجة بمؤشر (The BSE Fast Moving Consumer Goods Index) فى الفترة بين عامى ٢٠٠٧م و٢٠١٦م. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى حقوق الملكية وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول (ROA)، أو مؤشر (Tobin's Q).

وباستخدام عينة مكونة من ١٥٥ شركة سريلانكية (٥٠٦ مشاهدة) مقيدة ببورصة كولومبو وتنتمى إلى قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ٢٠٠٢م و٢٠٠٨م، اختبرت دراسة (Manawaduge et al., 2011) تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات السريلانكية معبراً عنه بكل من العائد على الأصول (ROA)، ومؤشر (Tobin's Q). وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA). فى حين توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر (Tobin's Q).

أيضاً، اختبرت دراسة (Zeitun and Tian, 2007) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات الأردنية معبراً عنه بكل من العائد على الأصول (ROA)، ومؤشر (Tobin's Q)، وذلك

على عينة مكونة من ١٦٧ شركة أردنية مقيدة ببورصة عمان وتنتمى إلى ستة عشر قطاعاً غير مالى فى الفترة بين عامى ١٩٨٩م و٢٠٠٣م. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل وأداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA). فى حين توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون الإجمالية إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر (Tobin's Q)، وعلاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين مؤشر (Tobin's Q)، فى حين أخفقت هذه الدراسة فى التوصل إلى علاقة معنوية بين نسبة المديونية طويلة الأجل وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر (Tobin's Q).

وباستخدام عينة مكونة من ٤٧٤ شركة أمريكية مدرجة بمؤشر ستاندرد آند بورز (The S&P 500 Index) فى الفترة بين عامى ٢٠٠٣م و٢٠١١م، اختبرت دراسة (Martis, 2013) تأثير قرارات هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات الأمريكية معبراً عنه بثلاثة مؤشرات للأداء، يندرج منها ضمن المؤشرات المحاسبية للأداء، وهما: العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، أما المؤشر الثالث فيندرج ضمن المؤشرات السوقية للأداء، وهو: مؤشر (Tobin's Q). وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول (ROA)، أو مؤشر (Tobin's Q)، فى حين أخفقت هذه الدراسة فى التوصل إلى علاقة معنوية بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE). كذلك، توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA)، فى حين أخفقت هذه الدراسة فى التوصل إلى علاقة معنوية بين نسبة المديونية طويلة الأجل وأداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على حقوق الملكية (ROE)، أو مؤشر (Tobin's Q).

وعلى عينة مكونة من ٢٣٧ شركة ماليزية مقيدة ببورصة كوالالمبور وتنتمى إلى ستة قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ١٩٩٥م و٢٠١١م، اختبرت دراسة (Salim and Yadav, 2012) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات الماليزية معبراً عنه بأربعة مؤشرات للأداء، تندرج الثلاثة مؤشرات الأولى منها ضمن المؤشرات المحاسبية للأداء، وهى: العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، وربحية السهم (EPS)، أما المؤشر الرابع فيندرج ضمن المؤشرات السوقية للأداء، وهو: مؤشر (Tobin's Q). وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، أو ربحية السهم (EPS). فى حين توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر (Tobin's Q).

وعلى نحو مماثل، اختبرت دراسة (Ebrati et al., 2013) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات الإيرانية معبراً عنه بكل من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، ربحية السهم (EPS)، ومؤشر (Tobin's Q)، وذلك على عينة مكونة من ٨٥ شركة إيرانية مقيدة ببورصة طهران وتنتمى إلى أربعة قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ٢٠٠٦م و٢٠١١م. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون الإجمالية، نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على حقوق الملكية (ROE)، أو مؤشر (Tobin's Q). كذلك، توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون الإجمالية إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول (ROA)، أو ربحية السهم (EPS). فى حين أخفقت هذه الدراسة فى التوصل إلى علاقة معنوية بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول (ROA)، أو ربحية السهم (EPS).

أيضاً، اختبرت دراسة (Tifow and Sayilir, 2015) تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات التركية معبراً عنه بكل من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، ربحية السهم (EPS)، ومؤشر (Tobin's Q)، وذلك على عينة مكونة من ١٣٠ شركة تركية مقيدة ببورصة أسطنبول وتنتمى إلى قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ٢٠٠٨م و٢٠١٣م. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من ربحية السهم (EPS)، أو مؤشر (Tobin's Q). كما توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA)، فى حين توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول (ROA). كذلك، توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، فى حين أخفقت هذه الدراسة فى التوصل إلى علاقة معنوية بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE).

ونظراً لوجود هذا التعارض (أو التناقض) الواضح فى نتائج الدرّاسات السابقة التى اختبرت تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال على أداء الشركة، فإنه يمكن للباحثان صياغة فرضية البحث الحالى فى صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالى:

ف: لا يوجد تأثير لقرارات هيكل رأس المال على أداء الشركة.

وبعد توفير دعم اختبارى أسهم فى تطوير فرضية البحث الحالى، يقوم الباحثان فى القسم التالى (الثالث) بتصميم البحث وصياغة النماذج الملائمة لاختبار تلك الفرضية.

القسم الثالث

تصميم البحث

أولاً: مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث الحالى فى الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية فى الفترة بين عامى ٢٠١٣م و٢٠١٥م. ويعتمد الباحثان بشأن إتمام البحث الحالى على اختيار عينة ميسرة من تلك الشركات المساهمة المقيدة موزعة على ثلاثة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالى (مرفق ملحق رقم "١" بأسماء شركات عينة البحث)، وبما يعادل ٧٥٪، ٧٥٪، ٦٩٪ تقريباً من إجمالى عدد الشركات المساهمة المقيدة المتاح سحب عينة البحث الحالى منه خلال السنوات الثلاث فترة الدراسة على الترتيب، وذلك بعد استبعاد الشركات التى تنتمى إلى قطاعى البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك والتى تخرج خارج نطاق عينة البحث الحالى، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها فى الشركات غير المالية، كما سبق الإشارة فى بداية هذا البحث، وبعد استبعاد، كذلك، الشركات التى تنتمى إلى قطاعى الإعلام والمرافق، وذلك ضمن متطلبات حساب الاستحقاقات الاختيارية على المستوى القطاعى،[٣٠] نظراً لعدم احتوائهما على عدد كافٍ من الشركات، حيث يحتوى كل منهما على شركة واحدة فقط، الأمر الذى يجعل من تقدير حجم الاستحقاقات الاختيارية لهذين القطاعين أمراً صعباً.

وقد اعتمد الباحثان فى الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات العينة، واللازمة لإتمام البحث الحالى، على مصدرين أساسيين، هما: شركة مصر لنشر المعلومات،[٣١] وموقع البورصة المصرية بما يحتويه من تقارير إفصاح إلزامية

---

(٣٠) سوف يقوم الباحثان بتقدير الاستحقاقات الاختيارية ("DAC" Discretionary Accruals) بهدف إزالة التأثير المحتمل لإدارة الدخل من تقديرات الربحية المنشورة، وذلك عند حساب المؤشرات المحاسبية التقليدية المستندة إلى رقم صافى الربح المحاسبى المنشور، والتى ستستخدم فى البحث الحالى للتعبير عن الأداء المالى للشركة (وهى هنا: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية)، وذلك من خلال طرح قيمة تلك الاستحقاقات الاختيارية، والتى سيتم تقديرها بواسطة نموذج (Jones, 1991)، من رقم صافى الربح الذى يظهر بقائمة الدخل، وذلك على النحو الذى سيتضح بالتفصيل بعد قليل عند استعراض التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث.

(٣١) شركة مصر لنشر المعلومات ("EGID" Egypt for Information Dissemination) هى شركة شراكة ما بين البورصة المصرية بنسبة ملكية ٥٥٪ وناسداك أو إم إكس (Nasdaq OMX) بالرصيد المتبقي ٤٥٪. وتقدم شركة مصر لنشر المعلومات الخدمات التالية: نقل بيانات التداول اللحظى للشركات المقيدة محلياً ودولياً، البيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة، تقارير حسب احتياجات العملاء. ولمزيد من التفاصيل عن هذه الشركة يمكن الرجوع إلى: http://www.egidegypt.com.

تعدها الشركات المساهمة المقيدة طبقاً لقواعد القيد. ويوضح الجدول رقم (٢) العينة النهائية للبحث مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعى للبورصة المصرية.

جدول رقم (٢): التصنيف القطاعى لشركات عينة البحث

م	القطاع	عدد المشاهدات	السنوات وعدد الشركات			
			٢٠١٣م	٢٠١٤م	٢٠١٥م	
			عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	
١	التشييد ومواد البناء	٥٨	٢٠	٢٠	١٨	
٢	الأغذية والمشروبات	٥٦	١٩	١٩	١٨	
٣	العقارات	٥١	١٧	١٨	١٦	
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٤٢	١٤	١٤	١٤	
٥	السياحة والترفيه	٣٦	١٢	١٢	١٢	
٦	الرعاية الصحية والأدوية	٣٥	١٢	١٢	١١	
٧	المنتجات المنزلية والشخصية	٢٩	١٠	١٠	٩	
٨	الكيماويات	٢١	٧	٧	٧	
٩	الموارد الأساسية	١٨	٦	٦	٦	
١٠	الموزعون وتجار التجزئة	١١	٤	٤	٣	
١١	التكنولوجيا	٩	٣	٣	٣	
١٢	الغاز والبترول	٨	٣	٣	٢	
١٣	الإتصالات	٦	٢	٢	٢	
إجمالى		٣٨٠	١٢٩	١٣٠	١٢١	
عدد الشركات المقيدة بالبورصة (٣٢)			٢١٣	٢١٤	٢٢١	
عدد الشركات التى تنتمى إلى قطاعى البنوك والخدمات المالية			٣٨	٣٨	٤٣	
عدد الشركات التى تنتمى إلى قطاعى الإعلام والمرافق			٢	٢	٢	
عدد الشركات المقيدة بالبورصة المتبقى والمتاح سحب العينة منه			١٧٢	١٧٤	١٧٦	
نسبة عدد شركات العينة إلى إجمالى عدد الشركات المتاح سحب العينة منه			٧٥٪	٧٥٪	٦٩٪	

ثانياً: صياغة نماذج البحث والتعريفات الإجرائية للمتغيرات

سوف يعتمد الباحثان بشأن اختبار فرضية البحث الحالى على نموذج للإنحدار الخطى المتعدد (Multiple Linear Regression Model)، والذى يبنى على أن أداء الشركة يعد دالة فى كل من مستوى الرافعة المالية (المديونية)، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

أداء الشركة = دالة (مستوى الرافعة المالية + المتغيرات الضابطة)

وسوف يعتمد الباحثان فى قياس أداء الشركة على ثلاثة مؤشرات للأداء، يندرج مؤشرين منهم ضمن المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المستندة إلى

(٣٢) المصدر: التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٥م.

رقم صافى الربح المحاسبى المنشور (المفصح عنه فى قائمة الدخل)، ولكن بعد إزالة التأثير المحتمل لإدارة الدخل من تقديرات الربحية المنشورة، وهما: العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-AdjROA)، والعائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-AdjROE)، أما المؤشر الثالث فيندرج ضمن المؤشرات السوقية للأداء، وهو: مؤشر "توبين كيو" (Tobin's Q).(٣٣)

أما فيما يتعلق بالمتغير المستقل، فسوف يعتمد الباحثان على أربعة مقاييس للرافعة المالية (المديونية)، هى: نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول، نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال. وبذلك، يمكن صياغة نماذج البحث على النحو التالى:

$$Performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 STDTA_{it} + \beta_2 FSIZE_{it} + \beta_3 BSIZE_{it} + \beta_4 BIND_{it} + \beta_5 MOWN_{it} + \beta_6 IOWN_{it} + \varepsilon_{it} \quad .. (20)$$

$$Performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 LTDTA_{it} + \beta_2 FSIZE_{it} + \beta_3 BSIZE_{it} + \beta_4 BIND_{it} + \beta_5 MOWN_{it} + \beta_6 IOWN_{it} + \varepsilon_{it} \quad .. (21)$$

$$Performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 FSIZE_{it} + \beta_3 BSIZE_{it} + \beta_4 BIND_{it} + \beta_5 MOWN_{it} + \beta_6 IOWN_{it} + \varepsilon_{it} \quad .. (22)$$

$$Performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 LTDTC_{it} + \beta_2 FSIZE_{it} + \beta_3 BSIZE_{it} + \beta_4 BIND_{it} + \beta_5 MOWN_{it} + \beta_6 IOWN_{it} + \varepsilon_{it} \quad .. (23)$$

حيث إن:

β_0 = ثابت الإنحدار

β_1 = معامل الإنحدار لمتغير الرافعة المالية (المديونية)

$\beta_2 - \beta_6$ = معاملات الإنحدار للمتغيرات الضابطة

ε_{it} = المتبقى إحصائياً من تقدير النموذج (الخطأ العشوائى)

$STDTA_{it}$ = نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول للشركة i فى الفترة t

$LTDTA_{it}$ = نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول للشركة i فى الفترة t

$TDTA_{it}$ = نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول للشركة i فى الفترة t

$LTDTC_{it}$ = نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال للشركة i فى الفترة t

---

(٣٣) يعتمد مؤشر (Tobin's Q) على العلاقة بين القيمة السوقية والدفترية لحقوق ملكية الشركة، ويعكس العوائد الإقتصادية المتوقع توليدها بواسطة أصول الشركة القائمة.

$FSIZE_{it}$ = حجم الشركة i فى الفترة t

$BSIZE_{it}$ = حجم مجلس الإدارة للشركة i فى الفترة t

$BIND_{it}$ = استقلالية مجلس الإدارة للشركة i فى الفترة t

$MOWN_{it}$ = الملكية الإدارية للشركة i فى الفترة t

$IOWN_{it}$ = الملكية المؤسسية للشركة i فى الفترة t

ويوضح الجدول رقم (٣) وصفاً لمتغيرات البحث الحالى والتعريف الإجرائى لها، حيث يتم قياس أداء الشركة، الرافعة المالية (المديونية)، والمتغيرات الضابطة على النحو التالى:

جدول رقم (٣): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

المتغيرات		التعريف الإجرائى للمتغيرات
اسم المتغير	رمز المتغير	
مؤشرات أداء الشركة		
العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية	$DAC\text{-}AdjROA_{it}$	يتم حسابه من خلال قسمة صافى الربح بعد الضرائب كما يظهر بقائمة الدخل مطروحاً منه قيمة الاستحقاقات الاختيارية[٣٤] ومضافاً إليه مصروف الفوائد الخالى من الضرائب على متوسط إجمالى الأصول خلال الفترة.
العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية	$DAC\text{-}AdjROE_{it}$	يتم حسابه من خلال قسمة صافى الربح بعد الضرائب كما يظهر بقائمة الدخل مطروحاً منه قيمة الاستحقاقات الاختيارية وتوزيعات أرباح الأسهم الممتازة (إن وجدت) على متوسط حقوق المساهمين العاديين خلال الفترة.
نسبة توبين كيو	$Tobin's\ Q_{it}$	يتم قياسها بنسبة القيمة السوقية لأصول الشركة i فى نهاية الفترة t إلى قيمتها الدفترية، والتى يتم حسابها من خلال قسمة القيمة الدفترية للأصول مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية للأصول.
مقاييس الرافعة المالية (المديونية)		
نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول	$STDTA_{it}$	يتم حسابها من خلال قسمة إجمالى الإلتزامات المتداولة على إجمالى القيمة الدفترية لأصول الشركة i فى نهاية الفترة t.
نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول	$LTDTA_{it}$	يتم حسابها من خلال قسمة إجمالى الإلتزامات طويلة الأجل (غير المتداولة) على إجمالى القيمة الدفترية لأصول الشركة i فى نهاية الفترة t.
نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول	$TDTA_{it}$	يتم حسابها من خلال قسمة إجمالى الإلتزامات (المتداولة وغير المتداولة) على إجمالى القيمة الدفترية لأصول الشركة i فى نهاية الفترة t.
نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال	$LTDTC_{it}$	يتم حسابها من خلال قسمة إجمالى الإلتزامات طويلة الأجل على إجمالى رأس المال (الإلتزامات طويلة الأجل وحقوق الملكية) للشركة i فى نهاية الفترة t.

(٣٤) يجب التأكيد على أنه عند قياس المبول أو النزعات (Propensities) لإدارة الدخل، فإنه يجب استخدام القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية، أما عند الاعتماد على مقاييس أداء الشركة، فإنه يجب تسوية مؤشرات الربحية المعلن عنها أو المنشورة إلى قيمها غير المدارة من خلال معاوضتها بالاستحقاقات الاختيارية. وهذا يتطلب خصم الاستحقاقات الاختيارية الفعلية، وليس قيمها المطلقة، من الأرباح المعلنة أو المنشورة (Cornett et al., 2008).

تابع جدول رقم (٣): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

المتغيرات		التعريف الإجرائى للمتغيرات
اسم المتغير	رمز المتغير	
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	$FSIZE_{it}$	اللوغاريتم الطبيعى لإجمالى أصول الشركة i فى نهاية الفترة t.
حجم مجلس الإدارة	$BSIZE_{it}$	عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة i خلال الفترة t.
استقلالية مجلس الإدارة	$BIND_{it}$	يتم قياسها بنسبة الأعضاء غير التنفيذيين فى مجلس الإدارة للشركة i خلال الفترة t، والتى يتم حسابها من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين فى المجلس إلى إجمالى عدد أعضاء المجلس.
الملكية الإدارية	$MOWN_{it}$	نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة للشركة i خلال الفترة t.
الملكية المؤسسية	$IOWN_{it}$	نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين للشركة i خلال الفترة t.

ثالثاً: قياس الاستحقاقات الاختيارية

يمكن القول بأن أداء الإدارة الذى يعكسه رقم الربح المحاسبى المنشور هو مزيج آثار اقتصادية حقيقية ونتائج محاسبية مدارة فى إطار محاسبة الإستحقاق. بعبارة أخرى، فإن المعرفة الخاصة والمتميزة للمديرين بمجريات الأمور داخل الشركة، هى مصدر للقيمة الحقيقية الناتجة عن قرارات تشغيلية وتمويلية واستثمارية جيدة، ولكنها - أى المعرفة الخاصة - تعد فى الوقت ذاته مصدر للتشويه والتحيز المحتمل من جانب الإدارة بغية إظهار صورة إيجابية لأدائها. وبقدر ما تتضمنه الأرباح من نتائج محاسبية مصطنعة، بقدر ما تنخفض جودة الأرباح، وتصبح بالتالى الأرباح المحاسبية المنشورة مقياساً مضللاً للأداء المالى الحقيقى للشركة.

فعلى الرغم من أن الأرباح المحاسبية المقررة (المفصح عنها) يجب أن تعكس بشكل محكم الواقع الإقتصادى لنشاط الشركة على مدار فترة إعداد التقرير، حتى يتمكن أصحاب المصالح كالمستثمرين والمقرضين من تقييم الأداء المالى للشركة على نحو ملائم، إلا أن تصور الإدارة لحقيقة الأوضاع الاقتصادية للشركة قد يخضع لكثير من مخاطر التفسير، فضلاً عن حوافزها الذاتية - أى حوافز الإدارة - والضغوط التى تعمل تحت وطأتها مما قد يجعل من الصورة التى تعكسها فى تقاريرها المالية غير مطابقة للحقيقة الاقتصادية، ولا تتسم بالتالى بالموضوعية أو الحياد (أبو العز، ٢٠٠٧؛ عفيفى، ٢٠١١).

فقد بات مستقراً فى الفكر المحاسبى أن الإدارة بإمكانها تطويع الأساليب والتقديرات المحاسبية للتأثير فى رقم الربح المنشور حسب استراتيجيات الإدارة

وقت التقرير عن الأرباح تفادياً لمواقف تعاقدية معينة، أو للتقرير عن مستوى مرضٍ من الربح باعتباره المقياس التقليدى لأداء الإدارة، وذلك فيما يعرف بظاهرة "إدارة الدخل" (أبو الخير، ١٩٩٩). فإذا ساءت الأمور وفشلت الإدارة فى تحقيق تحسن حقيقى فى مستوى أدائها من خلال تحسين الوضع الاقتصادى الحقيقى للمنشأة باتخاذ قرارات تشغيلية وتمويلية واستثمارية صائبة، فقد يكون الملاذ الأخير أمامها هو أن تدير الطرق والسياسات المحاسبية، فتختار استراتيجية تقرير مالى لتحقيق ما فشلت فى تحقيقه فى الواقع الاقتصادى "لتجميل الصورة المحاسبية" المعروضة فى القوائم المالية (أبو العز، ٢٠٠٧).

وعلى الرغم من أن سلوك الإدارة بشأن ما تتخذه من قرارات تتحكم بواسطتها فى المعلومات المحاسبية التى يعتمد عليها الأطراف المعنية بأمر الوحدة الاقتصادية والتى قد تؤدى إلى التأثير الإيجابى أو السلبى على رقم صافى الدخل المنشور، قد يكون مشروعاً من النواحى القانونية والمحاسبية والإدارية (Scott and Pitman, 2001)، إلا أنه يظل نوعاً من التحايل أو التلاعب (Manipulation) فى المعلومات المحاسبية. فلجوء الشركات للتأثير على رقم الدخل المنشور قد يجعل النتائج غير ممثلة للواقع، وبالتالى قد يعطى مؤشراً غير صحيح عن أداء الشركة، وربما ترتب على ذلك قرارات من المستفيدين - المستثمرين على وجه الخصوص - مبنية على معلومات مضللة (عسيرى، ٢٠٠٢).

وتعتبر الاستحقاقات أكثر ملاءمة لإقامة دليل على إدارة الدخل، وذلك لأنها تعكس التقديرات والاختيارات المحاسبية للإدارة (Dechow et al., 1995). وتعتبر نماذج الاستحقاقات الإجمالية (Aggregate Accruals Models) أكثر النماذج استخداماً من قبل الدراسات السابقة التى تناولت ظاهرة إدارة الدخل بالاختبار والدراسة.[٣٥] لذا، سوف يعتمد البحث الحالى فى

---

(٣٥) ظهرت مقترحات متعددة لنماذج متنوعة لاكتشاف ظاهرة إدارة الدخل، تصنفها دراسة (McNichols, 2000) فى ثلاث مجموعات رئيسية، هى:

- المجموعة الأولى: نماذج تعتمد على إجمالى الاستحقاقات فى اكتشاف ظاهرة إدارة الدخل.
- المجموعة الثانية: نماذج تعتمد على استحقاقات معينة أو محددة فى اكتشاف ظاهرة إدارة الدخل.
- المجموعة الثالثة: نماذج تعتمد على منهج التوزيع التكرارى للأرباح فى اكتشاف ظاهرة إدارة الدخل.

وبإجراء مسح للدراسات السابقة التى اختبرت إدارة الدخل فى الفترة ١٩٩٣م و١٩٩٩م بثمانية دوريات علمية، هى: The Accounting Review, Contemporary Accounting Research, Journal of Accounting and Economics, Journal of Accounting Research, Journal of Accounting and Public Policy, Journal of Accounting Auditing and Finance, Journal of Business Finance and Accounting, Review of Accounting studies توصلت دراسة (McNichols, 2000) إلى وجود (٥٥) دراسة بهذه الدوريات الثمانى قامت باختبار إدارة الدخل، منها (٢٩) دراسة اعتمدت على نماذج الاستحقاقات الإجمالية، أى أكثر من ٥٠٪ من إجمالى عدد هذه الدراسات.

قياس مستوى إدارة الدخل على إحدى هذه النماذج، وهو نموذج (Jones, 1991) أو ما يطلق عليه نموذج (Jones) الأصلى، والذى يعد أكثر نماذج الاستحقاقات الإجمالية قوةً واستخداماً من قبل الدراسات السابقة فى اكتشاف تلك الظاهرة. ويتطلب استخدام نموذج (Jones) فى تقدير مستوى إدارة الدخل القيام بخطوتين رئيسيتين، هما:

- **الخطوة الأولى: تقدير إجمالى الاستحقاقات**

يعتبر تحديد إجمالى الاستحقاقات ("TAC" Total Accruals) الخطوة الأولى فى عملية استخدام نموذج (Jones) الأصلى - ونماذج الاستحقاقات الإجمالية عموماً - فى قياس إدارة الدخل، وسوف يتم قياس إجمالى الاستحقاقات طبقاً لمدخل قائمة التدفقات النقدية، وذلك كما هو موضح بالمعادلة رقم (٢٤):

$$TAC_{it} = EBEXI_{it} - CFO_{it} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (24)$$

حيث إن:

TAC_{it} = إجمالى الاستحقاقات للشركة i خلال الفترة t

$EBEXI_{it}$ = صافى الدخل قبل البنود غير العادية (الاستثنائية) للشركة i خلال الفترة t

CFO_{it} = التدفقات النقدية التشغيلية الظاهرة بقائمة التدفقات النقدية للشركة i خلال الفترة t

- **الخطوة الثانية: تقدير الاستحقاقات الاختيارية**

بعد الانتهاء من تقدير إجمالى الإستحقاقات، طبقاً للمعادلة رقم (٢٤)، يتم فى الخطوة التالية تقسيم أو تجزئة إجمالى الإستحقاقات إلى جزئين، وذلك كما هو موضح بالمعادلة رقم (٢٥):

$$TAC_{it} = NDAC_{it} + DAC_{it} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (25)$$

حيث إن:

$NDACit$ = الاستحقاقات غير الاختيارية (العادية) للشركة i خلال الفترة t

$DACit$ = الاستحقاقات الاختيارية (غير العادية) للشركة i خلال الفترة t

وتشكل الاستحقاقات غير الاختيارية (Non-Discretionary Accruals "NDAC") المستوى المتوقع (العادى) من الاستحقاقات والذى تفرضه الظروف

المحيطة بالوحدة الاقتصادية التى تؤدى إلى تعظيم أو تدنية إيرادات ومصروفات الفترة المحاسبية دون أى تدخل أو تحكم من قبل الإدارة، مثل: نمو المبيعات الآجلة بصورة طبيعية كنتيجة لزيادة حجم الطلب على منتجات الوحدة الاقتصادية دون تدخل الإدارة بالتوسع فى شروط منح الإئتمان التجارى. فى حين تشكل الاستحقاقات الاختيارية (DAC) المستوى غير المتوقع (غير العادى) من الاستحقاقات والذى يرجع إلى تدخل أو تحكم الإدارة، مثل: تدخل الإدارة بتعديل أو تغيير شروط منح الإئتمان التجارى لزيادة أو تخفيض حجم المبيعات الآجلة، والتحكم فى حجم وتوقيت بعض الأحداث المؤثرة فى الأرباح مثل عمليات بيع أو إحلال الأصول المتقادمة، وبالتالى فهى تشكل مؤشراً أو مقياساً ملائماً للتعرف على مستوى إدارة الدخل (كساب، ٢٠٠٨).

والمشكلة هنا، هى أن كل من الاستحقاقات غير الاختيارية ($NDAC_{it}$) والاستحقاقات الاختيارية (DAC_{it}) لا يمكن ملاحظتهما أو الوقوف عليهما بشكل مباشر، لذلك فإن الغرض الأساسى من نموذج (Jones) الأصلى - ونماذج الاستحقاقات الإجمالية عموماً - هو تقدير الجزء غير الاختيارى من إجمالى الاستحقاقات، وبالتالى تقدير الاستحقاقات الاختيارية (DAC_{it}) من خلال أخذ الفرق بين الاستحقاقات الإجمالية (TAC_{it}) والاستحقاقات غير الاختيارية ($NDAC_{it}$) المقدرة بواسطة نموذج (Jones, 1991).

والمنطق الذى ينبنى عليه نموذج (Jones, 1991) هو أن الاستحقاقات غير الاختيارية ليست ثابتة على مدار الزمن، ولذلك وضعت (Jones, 1991) نموذج الانحدار الخطى التالى (معادلة رقم "٢٦") لإجمالى الاستحقاقات للتحكم فى تأثير التغيرات التى تحدث فى الظروف الاقتصادية للشركة عند قياس الاستحقاقات غير الاختيارية:

$$TAC_{it}/TA_{it-1} = a_1[1/TA_{it-1}] + a_2[\Delta REV_{it}/TA_{it-1}] + a_3[PPE_{it}/TA_{it-1}] + \varepsilon_{it} \quad \ldots\ldots (26)$$

حيث إن:

TA_{it-1} = إجمالى أصول الشركة i فى بداية الفترة t[٣٦]

ΔREV_{it} = التغير فى فى إيرادات الشركة i فيما بين الفترة t والفترة t-1

PPE_{it} = إجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات للشركة i فى نهاية الفترة t

---

(٣٦) تم قسمة جميع متغيرات النموذج على إجمالى أصول الشركة أول الفترة بهدف إلغاء أثر الفروق فى أحجام الشركات، ومن ثم فإن حجم الاستحقاقات الاختيارية لكل شركة يكون معبراً عنه كنسبة من إجمالى أصولها أول الفترة.

وتكون قيمة الاستحقاقات الاختيارية (DAC_{it}) عبارة عن الباقى إحصائياً (ε_{it}) من تقدير النموذج السابق، أى أن الاستحقاقات غير الاختيارية ($NDAC_{it}$) يتم تقديرها على النحو المبين بالمعادلة رقم (٢٧):

$$NDAC_{it}/TA_{it-1} = \hat{a}_1[1/TA_{it-1}] + \hat{a}_2[\Delta REV_{it}/TA_{it-1}] + \hat{a}_3[PPE_{it}/TA_{it-1}] \quad \ldots\ldots (27)$$

ومن ثم، يتم التوصل إلى قيمة الاستحقاقات الاختيارية (DAC_{it}) من خلال المعادلة رقم (٢٨):

$$DAC_{it}/TA_{it-1} = [TAC_{it}/TA_{it-1}] - [NDAC_{it}/TA_{it-1}] \quad \ldots\ldots (28)$$

وقد بررت دراسة (Jones, 1991) إضافة كل من التغير فى الإيرادات (ΔREV_{it})، وإجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات (PPE_{it}) إلى نموذجها بأنه للتحكم فى التغيرات التى تطرأ على الاستحقاقات غير الاختيارية والناتجة عن التغيرات فى الظروف الاقتصادية للشركة. حيث تشير دراسة (Jones, 1991) إلى أن إجمالى الاستحقاقات تشتمل على تغيرات فى حسابات رأس المال العامل مثل المدينين والمخزون والدائنين والتى يعتمد حجمها إلى حد بعيد على التغيرات التى تطرأ على الإيرادات، ولذلك تم استخدام الإيرادات للتحكم فى المحيط الاقتصادى للشركة، وذلك لأن الإيرادات - على حد تعبيرها - تعتبر مقياس موضوعى لعمليات الشركة قبل تلاعبات الإدارة.(٣٧) كما تشير هذه الدراسة إلى أنه تم إدراج إجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات (PPE_{it}) ضمن نموذجها للتحكم فى الجزء غير الاختيارى من الاستحقاقات الإجمالية والمتعلق بمصروف الإهلاك، وأشارت إلى أنه تم تفضيل استخدام إجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات على استخدام التغير فى إجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات، لأن ما يتم إدراجه ضمن إجمالى الاستحقاقات هو إجمالى مصروف الإهلاك وليس التغير فى مصروف الإهلاك.

ويرى (Defond and Jiambalvo, 1994) أن المنهج الذى اعتمدت عليه دراسة (Jones, 1991) فى تقدير معالم نموذجها يقود إلى حدوث تحيز سواء عند اختيار عينة الدراسة أو عند انتقاء الشركات التى سيتم الإبقاء عليها

---

(٣٧) تشير (Jones, 1991) فى ذات السياق إلى أن الإيرادات ليست دائماً خارجية المنشأ تماماً (Completely Exogenous)، وذلك لأن الإيرادات التى يتم الإفصاح عنها ربما تتأثر إلى حد بعيد بمحاولة الإدارة تخفيض الأرباح المعلن عنها، وأشارت إلى أنه على سبيل المثال، قد تقوم الإدارة بتأخير شحن البضاعة خلال السنة الحالية لكى تؤخر (تؤجل) الاعتراف بالإيراد إلى السنة التالية.

ضمن العينة المختارة (Survivorship and Selection Bias)،[٣٨] حيث إن الشركات بدون عدد كافٍ من المشاهدات لابد من إقصائها من عينة الدراسة لضمان كفاءة التقديرات المتحصل عليها، فى نفس الوقت الذى يفترض فيه تمتع معالم النموذج بالثبات أو الاستقرار. وللتغلب على تلك القيود، فقد اقترحت دراسة (Defond and Jiambalvo, 1994) تقدير معالم نموذج (Jones) من بيانات قطاع مستعرض من الشركات التى تنتمى إلى نفس الصناعة بدلاً من تقديرها من بيانات سلسلة زمنية طويلة المدى لكل شركة من شركات العينة. ويؤيد هذا الاقتراح النتائج التى توصلت إليها دراستى (Subramanyam, 1996; Bartov et al., 2000)، حيث أوضحتا أن الخصائص الإحصائية لمعاملات نموذج (Jones) المقدرة من بيانات قطاع مستعرض أفضل من تلك التى يتم تقديرها من بيانات سلسلة زمنية فى تقدير حجم الاستحقاقات الاختيارية. ومن هذا المنطلق، سوف يعتمد البحث الحالى فى تقدير معالم نموذج (Jones) على بيانات قطاع مستعرض من الشركات التى تنتمى إلى نفس الصناعة.

رابعاً: مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نماذج البحث

١. حجم الشركة

يعد حجم الشركة أحد المتغيرات المهمة التى يتوقع أن يكون لها تأثير على أدائها المالى. فمن ناحية، يرى (Buzzell et al., 1975) أن حجم الشركة أو حصتها السوقية هو المفتاح إلى الربحية، أى أنه كلما كبر حجم الشركة كلما زادت ربحيتها وبالتالى العائد على الاستثمار الذى تحققه. ويُرجع كل من (هويدى، ١٩٩١؛ Buzzell et al., 1975) وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة وأدائها المالى إلى ثلاثة جوانب رئيسية، هى: (أ) إقتصاديات أو وفورات الحجم (Economies of Scale)، فالشركات كبيرة الحجم تتمتع بمزايا اقتصاديات الحجم الكبير فى أوجه النشاط المختلفة من توظيف وإنتاج وتسويق، وهو ما يمكنها من استخدام طرق تشغيل أكثر كفاءة تساعد على تخفيض التكاليف وبالتالى تحقيق معدلات ربحية مرتفعة؛ (ب) القدرة أو الطاقة التسويقية (Market Power)، حيث يعتقد كثير من الإقتصاديين أن الشركات كبيرة الحجم تحقق أرباح أكبر من مثيلاتها صغيرة الحجم بسبب ما تتمتع به من

---

(٣٨) اعتمدت (Jones) فى تقدير معالم نموذجها على مشاهدات سلسلة زمنية طويلة المدى تتراوح مدتها ما بين ١٤-٣٢ سنة لكل شركة من شركات عينة الدراسة التى بلغ عددها (٢٣) شركة تنتمى إلى (٥) صناعات مختلفة هى: السيارات، الحديد الكربونى، الإستنالس ستيل، النحاس، والأحذية.

إمكانيات تسويقية عالية، الأمر الذى يعطيها قدرة أكبر فى التفاوض بحيث تستطيع الحصول على عوامل الإنتاج بتكلفة أقل، وتحقيق أسعار مرتفعة لمنتجاتها؛ (جـ) كفاءة أو مهارة الإدارة (Quality of Management)، حيث تتمتع الشركات كبيرة الحجم بتوافر إمكانيات إدارية ذات كفاءة ومهارة عالية مقارنة بمثيلاتها فى الشركات صغيرة الحجم، وهو أمر يساعدها فى تحقيق مزايا نسبية فى العديد من المجالات مثل الرقابة على التكاليف، والاستغلال الكفء للموارد البشرية المتاحة، مما يؤدى فى النهاية إلى تحقيق معدلات ربحية مرتفعة.

من ناحية أخرى، يشير (Jensen, 1986) إلى أن حجم الشركة يمكن أن يستخدم كمؤشر على تعارضات الوكالة بين المديرين والمساهمين. حيث يرى (Jensen, 1986) أن المديرين يتوافر لديهم الدافع لتوسعة نطاق أو زيادة حجم الشركة إلى ما بعد الحجم الأمثل أو المستهدف لاكتساب المزيد من القوة أو السلطة عندما تكون قيمة الأصول الخاضعة لسيطرتهم أو تحكمهم أكبر. فعندما يتوافر لدى الشركة المزيد من الأموال المتولدة داخلياً، قد يجد المديرون الحافز لإهدار الأموال الفائضة أو الزائدة (Excess Funds) فى مشروعات ذات صافى قيمة حالية سالبة، مما يؤدى إلى ظهور مشكلة "الإفراط فى الإستثمار" (Overinvestment Problem).[٣٩] كذلك يتوقع (Agrawal and Knoeber, 1996) وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة وأدائها المالى، نتيجة إنخفاض المراقبة أو التحكم من قبل الإدارة على الأنشطة الاستراتيجية والتشغيلية للشركة مع زيادة حجمها. بمعنى آخر، قد يسبب التضخم الزائد فى الحجم تزهل تنظيمى وإنخفاض للإنتاجية، مما يؤدى إلى آثار سلبية على الأداء المالى للشركة.

٢. حجم مجلس الإدارة:

يرى كل من (Lipton and Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Eisenberg et al., 1998) أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تعد أكثر فعالية فى مراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة مقارنة بمجالس الإدارة كبيرة الحجم، وذلك انطلاقاً من أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم قد تعانى من مشاكل

---

(٣٩) اتساقا مع هذه النقطة تحديدا، يشير (أبو العز، ٢٠١٥) إلى أنه إذا توقع المدير أن يترك المنشأة قبل نهاية عمرها - وهذه هى الحالة الواقعية السائدة - فمن الطبيعى والمتوقع أن يركز المدير (الوكيل) على تعظيم منفعته فى الأجل القصير الذى يعنيه، حتى ولو كان ذلك ضاراً لمصالح المساهمين (الموكل). فالمدير الذى يتوقع أن يغادر المنشأة فى المستقبل القريب يعطى وزنا قليلا لنتائج القرارات التى تتكشف بعد مغادرته للمنشأة، وذلك فيما يعرف "بمشكلة الأفق الزمنى."

قصور عملية التنسيق والإتصال بين أعضائها،[٤٠] بالشكل الذى ينال من جودة عملية صناعة القرارات داخل الشركة، مما يقوض بالتالى من فعالية تلك المجالس فى أداء الدور الإشرافى والرقابى المنوط بها، ومن ثم تراجع أداء الشركة. كذلك، يرى (Haniffa and Hudaib, 2006) أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تعد أكثر فعالية فى كبح دوافع المديرين نحو التهرب من مسئولياتهم تجاه الشركة، كما أنها تساعد على سرعة إنجاز القرارات الخاصة بالشركة، وذلك انطلاقاً من أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تكون أقل تقيداً بمشاكل البيروقراطية وأكثر وظيفية فى القيام بمهامها.

من ناحية أخرى، يرى كل من (John and Senbet, 1998; Dalton et al., 1999; Kiel and Nicholson, 2003) أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم تكون أكثر قدرةً من المجالس الصغيرة على اجتذاب مدى واسع من المديرين الذين تتوافر لديهم الخبرات والمهارات المتنوعة التى تسهل من أداء المجلس لمهامه ووظائفه، وتعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، فضلاً عن أن المجالس كبيرة الحجم تعطى فرصة أكبر للتعبير عن مصالح المساهمين، ومن ثم فإنها تكون أقل عرضة لسيطرة أو هيمنة المدير التنفيذى الأول، الأمر الذى قد يترك آثاراً إيجابية على أداء وقيمة الشركة.

٣. استقلالية مجلس الإدارة

يعد استقلال مجلس الإدارة أحد المكونات المهمة لهياكل حوكمة الشركات، حيث بات ينظر إلى المديرين غير التنفيذيين (الخارجيين) فى مجالس الإدارة باعتبارهم آلية رئيسية من آليات الرقابة الداخلية، ومؤشراً مهماً من مؤشرات جودة تطبيق حوكمة الشركات. فعلى الرغم من أنه قد يبدو طبيعياً أن يكون معظم الأعضاء المؤثرين داخل مجلس الإدارة من المديرين التنفيذيين (الداخليين)، نتيجة ما يتمتعون به من معلومات خاصة متميزة عن أنشطة وعمليات الشركة، والتى يحصلون عليها من خلال الرقابة الداخلية المشتركة مع باقى المديرين الآخرين داخل الشركة، والتى تساعد المجلس على أن يكون موجود كأداة فعالة داخل الشركة لتوجيه ورقابة كافة قراراتها (Fama, 1980;

---

(٤٠) يشير (Jensen, 1993) بشأن هذه النقطة تحديداً، إلى أنه من المحتمل أن تأخذ العلاقة بين حجم مجلس الإدارة ومستوى أدائه شكل حرف الـ U المقلوب أو المعكوس (Inverted "U" Relationship)، حيث إنه بإضافة المزيد من المديرين إلى مجلس الإدارة فإن ذلك يضيف إلى مزيج المهارات المتوافرة به مما يؤدى إلى تحسين مستوى أدائه، ومن ثم مستوى أداء الشركة، حتى يتم الوصول إلى النقطة التى تفوق عندها الآثار السلبية الناجمة عن إضافة المزيد من المديرين إلى مجلس الإدارة المنافع الإضافية الناجمة عن زيادة أو تعظيم مزيج المهارات المتوافرة به.

(Fama and Jensen, 1983)، إلا أن سيطرة الأعضاء الداخليين على مجلس الإدارة فى ظل ما يتمتعون به من معلومات هائلة عن كافة الأوضاع الاقتصادية للشركة، يمكن أن يقود إلى تواطؤ الإدارة التنفيذية ضد مصالح الملاك ومحاولة استنزاف ثرواتهم من خلال تغليب مصلحتها الذاتية على مصالح المساهمين (Fama, 1980; Williamson, 1984).

لذا، فإن وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة سوف يدعم من موضوعيته واستقلاليته فى القيام بواجباته الإشرافية تجاه الإدارة التنفيذية للشركة (سليمان، ٢٠٠٦)، فضلاً عن أن تزايد نسبة المديرين غير التنفيذيين داخل المجلس سوف تجعله يبدو أكثر فعالية فى الحد من الانتهازية الإدارية. وذلك انطلاقاً من أن المديرين غير التنفيذيين يتوافر لديهم الحافز لبناء سمعة جيدة من خلال مراقبة الإدارة التنفيذية، بسبب وجود منافسة بينهم فى سوق العمل (Fama and Jensen, 1983).

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يشير عدد آخر من الدراسات السابقة (مثل: Agrawal and Knoeber, 1996; Yermack, 1996; Bhagat and Black, 1999; Weir et al., 2002; Marashdeh, 2014) إلى أن الشركات التى يكون لديها نسب مرتفعة من المديرين غير التنفيذيين داخل مجالس إداراتها تكون أكثر احتمالاً للتعرض لإنخفاض الأداء، وربما يرجع ذلك للأسباب التالية:

- أن المديرين غير التنفيذيين يكونون عادةً عاملين بدوام غير كامل أو جزئى (Part-time Workers) أو حتى موظفين شرفيين (Ceremonial functionaries)، الأمر الذى يقوض من قدرتهم على المراقبة وإسداء النصح والمشورة لمجلس الإدارة، لأن نقص المعلومات التى تتوافر لديهم، وافتقارهم للمعرفة والخبرة بالأنشطة اليومية للشركة يقلل من قدرتهم على القيام بوظائفهم بكفاءة. بالإضافة لذلك، يكون لدى المديرين غير التنفيذيين دوافع أو حوافز أقل للإضطلاع بمسئولياتهم.
- قد يكون لدى المديرين غير التنفيذيين إلتزامات أو تعهدات أخرى، والتى قد تؤثر على إخلاصهم أو تفانيهم فى مباشرة المراقبة الفعالة. فعلى سبيل المثال، قد يكون المديرون غير التنفيذيون مديرون تنفيذيون فى شركات أخرى، الأمر الذى قد يقوض من حوافزهم لتنفيذ دورهم وواجباتهم بكفاءة.

- قد يكون المديرين غير التنفيذيين غير مطلعين على بواطن الأمور فيما يتعلق بجميع العمليات والأعمال الخاصة بالشركة، الأمر الذى ينتج عنه عدم قدرتهم على تفهم التعقيدات والصعوبات التى تواجه الشركة. بمعنى آخر، أن المديرين غير التنفيذيين قد يفتقرون إلى المعرفة والخبرة اللازمة للقضايا التقنية أو الفنية للأعمال.
- قد يكون هناك بعض الإتصالات الخاصة بين المدير التنفيذى الأول والمديرين غير التنفيذيين، وهذا يقلل بالتالى من إسهامات الأخير، خاصة إذا ما تم تعيينهم لفترات طويلة فى الشركة. ومن ثم، قد لا يكون للمديرين غير التنفيذيين دور فعال فى مراقبة الإدارة التنفيذية، الأمر الذى يقود إلى تراجع أداء الشركة.

٤. الملكية الإدارية

طبقاً لنظرية الوكالة، فإن تزايد نسبة الملكية الإدارية يساعد على ربط مصالح المديرين بمصالح المساهمين الآخرين فى الشركة (Jensen and Meckling, 1976). حيث يكون من المتوقع فى ظل تزايد نسبة الملكية الإدارية أن يتوافر لدى المديرين الدوافع القوية للعمل بالشكل الذى يتوافق أو ينسجم مع مصالح المساهمين الخارجيين لتعزيز قيمة أسهم الشركة فى الأجل الطويل (Shuto and Takada, 2010). وفى المقابل، يكون من المتوقع أن تتوافر لدى المديرين النزعة للعمل بانتهازية عندما تكون حصتهم فى رأس مال الشركة هامشية أو ضعيفة، حيث يكون من المتوقع أن يقوم المديرون بتحويل بعض موارد الشركة تدريجياً نحو أنشطة غير معظمة للقيمة فى الأجل الطويل (Bos-et al., 2013). فوفقاً لوجهة النظر هذه، يصبح المديرون مع تزايد نسبة ملكياتهم فى أسهم الشركة أقل عرضة للإنخراط فى أنشطة مخفضة للقيمة، لأنهم يتحملون جزءً من تكاليف تصرفاتهم وقراراتهم (Florackis and Ozkan, 2009).

من ناحية أخرى، يرى (Morck et al., 1988) أن أثر التحصين الذى يمكن أن يقود إليه تزايد نسبة الملكية الإدارية، من المحتمل أن يدحض توقعات نظرية الوكالة. حيث أن تزايد الملكية الإدارية من الممكن أن يقود إلى تزايد السلوك الانتهازى للإدارة، انطلاقاً من أن استحواذ المديرين على نسبة كبيرة من أسهم الشركة يتيح لهم قدر أكبر من التحكم فيها، ومن ثم تتاح لهم فرصة أكبر للعمل على تحقيق مصالحهم الخاصة بشكل انتهازى يضر بمصالح المساهمين

الخارجيين (Shuto and Takada, 2010). ويرى (Morck et al., 1988) أن التأثير التحصينى للإدارة يكون متوقعاً حدوثه فقط عند المستويات المتوسطة من الملكية الإدارية،[٤١] نظراً لأن استحواذ المديرين على نسبة كبيرة وكافية من أسهم الشركة يوفر لهم الحماية ضد العزل من مراكزهم الوظيفية.

٥. الملكية المؤسسية

تفضى الدراسات السابقة إلى وجهتى نظر متعارضتين بشأن الدور الذى يمكن أن يلعبه المستثمرون المؤسسيون[٤٢] فى توجيه ومراقبة قرارات الشركة.

وجهة النظر الأولى: ترجح أثر المضاربة (Speculation Effect) والذى يعنى أن المستثمرين المؤسسيين يتصرفون فى أحيان كثيرة كمستثمرين مؤقتين[٤٣] ذوى توجه قصير الأجل، من خلال تركيزهم بشكل كبير على تعظيم الأرباح الحالية للشركة بدلاً من التركيز على تعظيم قيمتها فى الأجل الطويل. وهو الأمر الذى قد يؤدى إلى تقليص الدافع لدى المستثمرين المؤسسيين للقيام بعمل استثمارات فى مجال الإشراف على أداء الشركات المستثمر فيها، خاصة وأن الاستفادة من المنافع التى قد تتولد من جراء تلك الاستثمارات قد لا تتحقق فى الأجل القصير الذى يصبون إلى تعظيم مصالحهم خلاله (Graves and Waddock, 1990; Jacobs, 1991; Porter, 1992; Hsu and Koh, 2005). ويعضد من وجهة النظر هذه، النتائج التى توصلت إليها دراسة (Bushee, 1998) من أن إرتفاع نسبة الملكية المؤسسية من قبل المؤسسات التى لها خصائص الملكية العابرة أو المؤقتة (Transient Ownership)، مثل: إرتفاع معدل دوران محفظة الأوراق المالية، التنويع، وإتمام التعاملات على أساس قوة الدفع الذاتية للسهم (Momentum Trading)، يؤدى معنوياً إلى زيادة إحتمالات قيام المديرين بتقليص نفقات البحث والتطوير لمقابلة أهداف الربحية قصيرة الأجل.

---

(٤١) يشير (Morck et al., 1988) إلى أن النظرية لا يمكنها التنبؤ أين تقع هذه المنطقة المتوسطة التى يكون متوقعاً حدوث أثر التحصين عندها، فهذه قضية - على حد تعبيرهم - محل اختبار.

(٤٢) المستثمر المؤسسى (Institutional Investor) هو مصطلح يضم نطاقاً واسعاً من هيئات الإستثمار (سواء كانت مالية أو غير مالية)، مثل: البنوك، شركات التامين، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات ... وغيرها من المؤسسات. ويتصف المستثمرون المؤسسيون عادة بأنهم مستثمرون محنكون أو متمرسون (Sophisticated Investors) يمتلكون مزايا أفضل فيما يتعلق بإمكانية الوصول بسهولة وفى حينه إلى المصادر المهمة للمعلومات الخاصة بالشركة وتشغيلها مقارنة بالمستثمرين الأفراد (Bushee, 1998).

(٤٣) يشار إليهم أيضاً بالمستثمرين قصيرى النظر (Myopic Investors) نتيجة تعاملهم كتجار وليس كملاك، وتركيزهم على أفق زمنى قصير المدى للاستثمار.

أما **وجهة النظر الثانية:** فترجح أثر المراقبة (Monitoring Effect) والذى يشير إلى أن المستثمرين المؤسسيين يتوافر لديهم الموارد، القدرات، المهارات، والفرص المناسبة لرقابة المديرين وضبط سلوكهم بالشكل الذى يضمن أو يكفل اختيارهم لمستويات الاستثمار التى تؤدى إلى تعظيم القيمة فى الأجل الطويل، بدلاً من التركيز على مقابلة أهداف الربحية قصيرة الأجل (Bange and De Bondt, 1998; Chung et al., 2002; Monks and Minow, 2011). ومن ثم، فإن تزايد نسبة الملكية المؤسسية وفقاً لوجهة النظر تلك، يمكن أن يعمل كآلية لتخفيض تكاليف الوكالة التى يمكن أن تنشأ نتيجة السلوك الانتهازى للمديرين. فتزايد الملكية المؤسسية يعمل على توفير درجة عالية من المراقبة للسلوك الإدارى، بالشكل الذى يؤدى إلى الحد من السلوكيات الانتهازية التى تضر بمصالح باقى الأطراف الأخرى ذات المصلحة فى الشركة، ويضمن قيام المديرين بالعمل على تعظيم قيمة الشركة فى الأجل الطويل، بدلاً من التركيز على تحقيق مصلحتهم الذاتية أو الشخصية (Bushee, 1998; Hsu and Koh, 2005).

وبعد صياغة نماذج البحث، وكذلك التعريف الإجرائى للمتغيرات، يقوم الباحثان فى القسم التالى (الرابع) بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية ونتائج تحليل الإنحدار.

القسم الرابع
تحليل النتائج

أولاً: إحصاءات وصفية

يعرض جدول رقم (٤) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة فى نماذج البحث الحالى مصنفة إلى ثلاث مجموعات، وهى: مؤشرات أداء الشركة (المتغير التابع)، مقاييس الرافعة المالية (المتغير المستقل)، والمتغيرات الضابطة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث.

جدول رقم (٤): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الإنحراف المعيارى
مؤشرات أداء الشركة						
العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية	٣٨٠	-٠,٣٥٧	٠,٧١٤	٠,٠٦٨	٠,٠٦٥	٠,١١٢
العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية	٣٨٠	-٣,١٢٧	١,٥٩٢	٠,١٠٩	٠,٠٩٥	٠,٣٠٦
نسبة توبين كيو (Tobin's Q)	٣٧٢	٠,٢٩٩	٦,١٢٤	١,٣٠٥	١,٠٨٨	٠,٧٧٤
مقاييس الرافعة المالية (المديونية)						
نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول	٣٨٠	٠,٠٠٠٥	٠,٨٧٣	٠,٣٢٤	٠,٢٨٨	٠,٢٠٥
نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول	٣٨٠	٠,٠٠٠	٠,٦٢٣	٠,٠٧٧	٠,٠٢٩	٠,١١٢
نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول	٣٨٠	٠,٠٠٠٥	٠,٩٩٥	٠,٤٠١	٠,٣٧٦	٠,٢٢٣
نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال	٣٨٠	٠,٠٠٠	-٠,٩٩٠	٠,١١٩	٠,٠٥٤	٠,١٦٣
المتغيرات الضابطة						
حجم الشركة (لوغاريتم طبيعى)	٣٨٠	١٧,٢٥١	٢٤,٢٩٩	٢٠,١٨٤	٢٠,٠١٥	١,٤٤٩
حجم مجلس الإدارة	٣٨٠	١,٠٠	١٧,٠٠	٨,٠٠	٧,٠٠	٢,٨٦٤
استقلالية مجلس الإدارة	٣٨٠	٠,٠٠٠	١,٠٠	٠,٦٤٩	٠,٧٢٧	٠,٢٥٣
الملكية الإدارية	٣٨٠	٠,٠٠٠	٠,٨٧٢	٠,٠٧٥	٠,٠٠٠٣	٠,١٥٧
الملكية المؤسسية	٣٨٠	٠,٠٠٠	٠,٩٩٧	٠,٥٧١	٠,٦٤٥	٠,٣١٢

فيما يتعلق بمؤشرات أداء الشركة، توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح بين (-٣٥,٧٪، ٧١,٤٪) وذلك بمتوسط يبلغ ٦,٨٪ وانحراف معيارى قدره ٠,١١٢ تقريباً. كما أن العائد

على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح بين (-٣١٢,٧٪، ١٥٩,٢٪) وذلك بمتوسط يبلغ ١٠,٩٪ وانحراف معيارى قدره ٠,٣٠٦ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن التمويل بالدين، فى المتوسط، يعد فعالاً من وجهة نظر المساهمين العاديين على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة (مؤشر الرفع فى المتوسط > ١). كما يتضح من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط نسبة (Tobin's Q) على مستوى شركات العينة يبلغ ١,٣٠٥ (لعدد ٣٧٢ مشاهدة)، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة القيمة السوقية للشركات فى العينة إلى قيمتها الدفترية أكبر من الواحد الصحيح، بمعنى أن متوسط القيمة السوقية للشركات فى العينة أكبر من قيمتها الدفترية.

وفيما يتعلق بمقاييس الرافعة المالية (المديونية)، توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط نسبة الإلتزامات قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول (مجموع الإلتزامات قصيرة وطويلة الأجل وحقوق الملكية) يبلغ ٣٢,٤٪ على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة، كما يبلغ متوسط نسبة الإلتزامات طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول ٧,٧٪، وبالتبعية يبلغ متوسط نسبة إجمالى الإلتزامات (قصيرة وطويلة الأجل) إلى إجمالى الأصول ٤٠,١٪، مما يعنى أن متوسط نسبة حقوق الملكية إلى إجمالى الأصول يبلغ ٥٩,٩٪. وتعكس تلك النسب الإنخفاض الملحوظ فى الإعتماد على الديون طويلة الأجل فى تمويل أصول الشركة مقارنة بحقوق الملكية. كما تعكس تلك النسب الزيادة الملحوظة فى الإعتماد على الديون قصيرة الأجل فى تمويل أصول الشركة مقارنة بالديون طويلة الأجل. كما يتضح من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط نسبة الإلتزامات طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال (مجموع الإلتزامات طويلة الأجل وحقوق الملكية) يبلغ ١١,٩٪ على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة، مما يعنى أن متوسط نسبة حقوق الملكية إلى إجمالى رأس المال يبلغ ٨٨,١٪. وتعكس تلك النسبة ميل شركات العينة للإعتماد بشكل أكبرعلى حقوق الملكية مقارنة بالديون طويلة الأجل عند تحديد التشكيلة التى تتكون منها مصادر التمويل طويل الأجل.

أخيراً، فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن حجم شركات العينة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعى لإجمالى أصول الشركة) خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين (١٧,٢٥١، ٢٤,٢٩٩ تقريباً باللوغاريتم الطبيعى) وذلك بمتوسط يبلغ ٢٠,١٨٤ تقريباً،

وبانحراف معيارى قدره ١,٤٤٩ تقريباً. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط (وسيط) عدد أعضاء مجلس الإدارة يبلغ ٨ (٧) أعضاء بمدى يتراوح ما بين عضواً واحداً وسبعة عشر عضواً، وبانحراف معيارى قدره ٢,٨٦٤، وهو يبدو حجماً مناسباً لاجتذاب عدد كافى من أعضاء مجلس الإدارة الذين تتوافر لديهم الخبرات والمهارات الفنية والتحليلية التى تعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، فضلاً عن أنه قد يجعل المجلس أقل عرضة لسيطرة المدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب). أيضاً، تشير الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) إلى أن متوسط نسبة المديرين غير التنفيذيين فى مجلس الإدارة يبلغ ٦٤,٩٪، ويعد ذلك مؤشراً على الدور الرقابى للمجلس فى الشركات المساهمة المصرية، ويشير كذلك إلى إلتزام غالبية شركات العينة بمتطلبات كل من دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى، ومشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة ببورصتى القاهرة والإسكندرية فيما يتعلق بضرورة أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين فى الشركة.

وتظهر الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغيرات هيكل الملكية أن نسبة الملكية الإدارية تتراوح بين (صفر٪، ٨٧,٢٪) بمتوسط (وسيط) يبلغ ٧,٥٪ (٠,٠٣٪) وبانحراف معيارى قدره ٠,١٥٧ تقريباً، وهو ما يشير إلى إنخفاض الوزن النسبى للمساهمات المباشرة لأعضاء مجلس الإدارة فى هياكل ملكية الشركات المساهمة المصرية. فى حين نجد أن نسبة الملكية المؤسسية تتراوح بين (صفر٪، ٩٩,٧٪) بمتوسط (وسيط) يبلغ ٥٧,١٪ (٦٤,٥٪) وبانحراف معيارى قدره ٠,٣١٢ تقريباً، وهو ما يشير إلى أهمية الوزن النسبى لمساهمات المستثمرين المؤسسيين فى هياكل ملكية الشركات المساهمة المصرية.

ثانياً: تحليل الإرتباط

تعد مصفوفة إرتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية.(٤٤) وتظهر مصفوفة الإرتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بالجدول رقم (٥)، أن الإزدواج الخطى لا يمثل مشكلة فى البحث الحالى، حيث إن كل معاملات الإرتباط بين المتغيرات التفسيرية فى البحث الحالى (الرافعة

---

(٤٤) يستخدم تعبير الإزدواج الخطى (Multicollinearity) للإشارة إلى وجود علاقة خطية أو قريبة من الخطية بين المتغيرات التفسيرية. ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية تعد مقبولة وغير خطيرة إذا بلغ معامل الإرتباط بين أى منها (٠,٨٠) كحد أقصى.

المالية، والمتغيرات الضابطة) أقل من (٠,٨٠)، حيث بلغ أقصى معامل إرتباط (٠,٥٨) وذلك بين متغيرى الملكية الإدارية والملكية المؤسسية.(٤٥)

وتظهر نتائج تحليل الإرتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث وجود إرتباط موجب ومعنوى بين المؤشرات الثلاث المستخدمة فى البحث الحالى للتعبير عن أداء الشركة. فكما هو موضح بالجدول رقم (٥)، بلغ معامل الإرتباط بين العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية والعائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (٠,٨١)، وبلغ معامل الإرتباط بين العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ومؤشر (Tobin's Q) (٠,٢١)، فى حين بلغ معامل الإرتباط بين العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ومؤشر (Tobin's Q) (٠,١٣). وتجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن الحد الأقصى لمعاملات الإرتباط بين المؤشرات الثلاث المستخدمة فى البحث الحالى للتعبير عن أداء الشركة يصل إلى (٠,٨١)، إلا أن ذلك لا يمثل مشكلة إزدواج خطى فى البحث الحالى، حيث سيتم الاعتماد على مؤشر واحد فقط من تلك المؤشرات الثلاث عند تشغيل كل نموذج من نماذج البحث الحالى.

وفيما يتعلق بالعلاقة الإرتباطية بين مقاييس الرافعة المالية (المديونية)، تظهر نتائج تحليل الإرتباط المتضمنة بالجدول رقم (٥) وجود إرتباط سالب ومعنوى (عند مستوى ٥٪) بين الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل منسوبتان إلى إجمالى الأصول. كما تظهر نتائج تحليل الإرتباط وجود إرتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين الديون قصيرة الأجل والديون الإجمالية منسوبتان إلى إجمالى الأصول. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإرتباط وجود إرتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين الديون الإجمالية منسوبة إلى إجمالى الأصول والديون طويلة الأجل منسوبة لأى من إجمالى الأصول أو إجمالى رأس المال. وتجدر الإشارة، كذلك، إلى أنه على الرغم من أن الحد الأقصى لمعاملات الإرتباط بين المقاييس الأربع المستخدمة فى البحث الحالى للتعبير عن الرافعة المالية (المديونية) يصل إلى (٠,٩٤)، إلا أن ذلك لا يمثل مشكلة إزدواج خطى فى البحث الحالى، حيث سيتم الاعتماد على مقياس واحد فقط من تلك المقاييس الأربع عند تشغيل كل نموذج من نماذج البحث الحالى.

---

(٤٥) هناك اختبار آخر للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى فيما بين المتغيرات التفسيرية خطيرة أم لا سيتعرض له الباحثان بالتفصيل عند استعراض نتائج تحليل الإنحدار.

أما فيما يتعلق بالعلاقة الإرتباطية بين مقاييس الرافعة المالية (المديونية) ومؤشرات أداء الشركة، تظهر نتائج تحليل الإرتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود إرتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين الديون قصيرة الأجل منسوبة إلى إجمالى الأصول والعائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية. كما تظهر نتائج تحليل الإرتباط وجود إرتباط سالب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين الديون طويلة الأجل منسوبة لأى من إجمالى الأصول أو إجمالى رأس المال وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول أو العائد على حقوق الملكية المعدلين بالاستحقاقات الاختيارية. كذلك، تظهر نتائج تحليل الإرتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، والموضحة بالجدول رقم (٥)، عدم وجود إرتباط معنوى بين أى من المقاييس الأربع المستخدمة فى البحث الحالى للتعبير عن الرافعة المالية (المديونية) وبين مؤشر (Tobin's Q).

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر مصفوفة الإرتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود إرتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ٥٪) بين حجم الشركة وأدائها معبراً عنه بأى من العائد على الأصول أو العائد على حقوق الملكية المعدلين بالاستحقاقات الاختيارية. يتبين كذلك وجود إرتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين حجم مجلس الإدارة وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية أو مؤشر (Tobin's Q). كما تظهر نتائج تحليل الإرتباط وجود إرتباط سالب ومعنوى (عند مستوى ٥٪) بين استقلالية مجلس الإدارة وبين أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإرتباط وجود إرتباط موجب ومعنوى بين الملكية المؤسسية وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية أو مؤشر (Tobin's Q).

جدول رقم (٥): مصفوفة الإرتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)	(١٢)
١	العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية	١											
٢	العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية	٠,٨١**	١										
٣	نسبة توبين كيو (Tobin's Q)	٠,٢١**	٠,١٣*	١									
٤	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول	٠,٠٤	٠,١٩**	٠,٠٤	١								
٥	نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول	-٠,١٧**	-٠,٢٤**	٠,٠١-	-٠,١١*	١							
٦	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	-٠,٠٥	٠,٠٥	٠,٠٤	٠,٨٧**	٠,٤٠**	١						
٧	نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال	-٠,١٩**	-٠,٢٥**	٠,٠١-	٠,١٢*	٠,٩٤**	٠,٥٨**	١					
٨	حجم الشركة (لوغاريتم طبيعي)	٠,١٣*	٠,١١*	٠,٠٢	٠,١٠*	٠,٢٤**	٠,٢٢**	٠,٢٨**	١				
٩	حجم مجلس الإدارة	٠,١٤**	٠,٠٧	٠,١٥**	-٠,١٣**	٠,١٣*	-٠,٠٦	٠,٠٨	٠,٤٠**	١			
١٠	استقلالية مجلس الإدارة	-٠,٠٤	-٠,١١*	-٠,٠١	-٠,٣١**	٠,١٠	-٠,٢٤**	٠,٠٠٢	٠,٠٥	٠,٥٠**	١		
١١	الملكية الإدارية	-٠,٠٣	-٠,٠٣	-٠,٠٥	-٠,٠٨	-٠,٠٨	-٠,١١*	-٠,٠٩	-٠,٢٠**	٠,٠٥	٠,٠٧	١	
١٢	الملكية المؤسسية	٠,١٢*	٠,٠٧	٠,١٧**	٠,١٨**	٠,٢٦**	٠,٣٠**	٠,٣٠**	٠,٤٥**	٠,١٣*	-٠,٠٦	-٠,٥٨**	١

**، * الإرتباط دال عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪) على الترتيب.

ثالثاً: تحليل الإنحدار

اعتمد الباحثان على طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares "OLS") لتقدير معالم نماذج الإنحدار الخطى المتعدد المستخدمة فى البحث الحالى، حيث تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً فى تقدير معالم نماذج الإنحدار الخطية. ويرجع ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، فضلاً عن أنه من بين جميع المقدرات الخطية وغير المتحيزة تتميز مقدرات المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات أى أن لها أقل تباين (عنانى، ٢٠١١).

ولاختبار مدى ملائمة البيانات لافتراضات تحليل الإنحدار، استعان الباحثان بمعامل تضخم التباين (The Variance Inflation Factor "VIF") للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى فى نماذج البحث الحالى خطيرة أم لا.[٤٦] وقد توصل الباحثان إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية فى جميع نماذج البحث منخفضة وغير خطيرة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها فى جميع نماذج البحث الحالى بلغت (١,٩٦٤)، وكانت لمتغير الملكية المؤسسية ($IOWN_{it}$). ويؤكد ذلك على عدم وجود مشكلة إزدواج خطى بين المتغيرات التفسيرية فى جميع نماذج البحث الحالى.[٤٧]

ويمكن عرض نتائج تحليل الإنحدار التى توصل إليها الباحثان وفقاً لنماذج الإنحدار الأربعة السابق صياغتها فى القسم الثالث من البحث فى الجزء التالى.

---

(٤٦) يعد معامل تضخم التباين (VIF) من أهم المقاييس المعروفة التى يمكن استخدامها للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى فى النموذج خطيرة أم لا. فهو وسيلة مهمة لإكتشاف مدى إرتباط كل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى فى معادلة الإنحدار المتعدد، ومعنى هذا أنه يتم حساب قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF) لكل متغير مستقل فى معادلة الإنحدار. ويقيس معامل تضخم التباين (VIF) مقدار الزيادة فى تباين تقديرات معالم معادلة الإنحدار نتيجة وجود الإزدواج الخطى، فكلما كانت قيمة هذا المعامل كبيرة زاد تباين التقديرات وزادت بالتالى الأخطاء المعيارية لها، مما يؤدى إلى إنخفاض قيمة (t) المحسوبة المستخدمة فى اختبارات المعنوية الإحصائية للمعالم. وكمؤشر بديل لمعامل تضخم التباين (VIF) فإن بعض الحقائب الإحصائية تأخذ مقلوب هذا المعامل للحكم على خطورة الإزدواج الخطى، ويعرف هذا المؤشر بفترة السماح (Tolerance)، وكلا المؤشران يعطيان نفس الإستنتاج للتعبير عن خطورة الإزدواج الخطى، وليس الحكم على ما إذا كان الإزدواج الخطى موجوداً أم لا، حيث لا يوجد حتى الآن اختبار إحصائى يمكن أن يعطى إجابة قاطعة لنا على مثل هذا التساؤل (عنانى، ٢٠١١).

(٤٧) نظراً لأنه لا توجد جداول إحصائية يمكن استخدامها للحكم على معنوية قيم معاملات تضخم التباين (VIF)، فقد إتفق الكثيرون على أنه إذا زادت قيمة معامل تضخم التباين (VIF) عن (١٠) فإن ذلك يعتبر مؤشراً لخطورة الإزدواج الخطى فى النموذج (عنانى، ٢٠١١).

١. نتائج تحليل إنحدار أداء الشركة على الرافعة المالية مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول

يعرض الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التى تم التوصل إليها بشأن النموذج الأول للبحث (معادلة الإنحدار رقم "٢٠") والمتعلق بانحدار أداء الشركة على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة. وتظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦) معنوية نموذج الإنحدار الخطى بين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)، العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$)، أو مؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$)، ومجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بهذا النموذج، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F)، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) للنماذج الثلاث بمستوى المعنوية المقبول فى العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن ($P\text{-}Value = Sig. < 5\%$).

كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٦) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٠٥٥)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ٥,٥٪ من التباين فى العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$) لشركات عينة البحث. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٦) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,١٦٣)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ١٦,٣٪ من التباين فى العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$) لشركات عينة البحث. كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٦) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار نسبة ($Tobin's\ Q_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,١٣٤)، وهو ما يعنى أن المتغيرات

المفسرة فى هذا النموذج تفسر ١٣,٤٪ من التباين فى نسبة ($Tobin's\ Q_{it}$) لشركات عينة البحث.

وتشير نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للنموذج الأول للبحث (معادلة الإنحدار رقم "٢٠")، والموضحة بالجدول رقم (٦)، إلى وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٠٪) بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول ($STDTA_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$). كما تشير نتائج تحليل الإنحدار المبينة بالجدول رقم (٦) إلى وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول ($STDTA_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$)، أو مؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$).

وتدعم تلك النتيجة من وجهة النظر التى تذهب إلى أن الديون قصيرة الأجل تميل إلى أن تكون أرخص نسبياً، ومن ثم فإن زيادة الاعتماد عليها فى تمويل عمليات الشركات مع معدل فائدة منخفض نسبياً، سوف يقود إلى تزايد مستويات الربحية. فضلاً عن أن إشتراطات أو تعهدات المديونية المصاحبة لتلك الديون تكون أقل وطأة من مثيلاتها المصاحبة للإقتراض طويل الأجل، الأمر الذى يسهم فى منح مديرى الشركات المقترضة مرونة أكبر فى الإستفادة من أموال تلك القروض فى تمويل عمليات وأنشطة الشركة، مما يؤدى إلى تحسن مستوى أدائها.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تشير نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للنموذج الأول للبحث، والموضحة بالجدول رقم (٦)، إلى وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم الشركة ($FSIZE_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$). كما تشير نتائج تحليل الإنحدار المبينة بالجدول رقم (٦) إلى وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً بين حجم مجلس الإدارة ($BSIZE_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)، العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$)، أو مؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$). كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المبينة بالجدول رقم (٦) وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين استقلالية مجلس الإدارة ($BIND_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بالعائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$). أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتضمنة بالجدول رقم (٦) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين الملكية المؤسسية ($IOWN_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$).

جدول رقم (٦): نتائج تحليل إنحدار أداء الشركة على الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول

المتغيرات	العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)			العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-$AdjROE_{it}$)			مؤشر (Tobin's Q_{it})		
	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)
ثابت الانحدار (Constant)	٠,٠٦٧-	٠,٣١٩		٠,١٣٦-	٠,٣٥٢		٢,١١١	***٠,٠٠٠	
نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول ($STDTA_{it}$)	٠,٠٤٣	*٠,٠٥٨	١,١٥٦	٠,٣٣٦	***٠,٠٠٠	١,١٧٠	٠,٢٨٨	***٠,٠٠٩	١,١٤٩
حجم الشركة ($FSIZE_{it}$)	٠,٠٠٥	٠,١٩٩	١,٤٦٩	٠,٠٠٧	٠,٣٨٦	١,٤٩٠	٠,٠٨١-	***٠,٠٠٠	١,٤٧٣
حجم مجلس الإدارة ($BSIZE_{it}$)	٠,٠٠٥	**٠,٠١١	١,٦٥٠	٠,٠١١	**٠,٠١١	١,٦٥٨	٠,٠٤٣	***٠,٠٠٠	١,٧٣٤
استقلالية مجلس الإدارة ($BIND_{it}$)	٠,٠٢٧-	٠,٢٠٤	١,٥٠٥	٠,٠٩٦-	**٠,٠٣٥	١,٥٠٨	٠,٠٢٩-	٠,٧٨٧	١,٥٢٧
الملكية الإدارية ($MOWN_{it}$)	٠,٠٠٥	٠,٨٨٦	١,٥٩٠	٠,٠٢٧-	٠,٧١٠	١,٥٦١	٠,٢٧٢	٠,١٠٣	١,٥٨٠
الملكية المؤسسية ($IOWN_{it}$)	٠,٠٠٨	٠,٦٧٣	١,٨٨٤	٠,٠٢٠-	٠,٦٢٩	١,٨٧٩	٠,٣٧٩	***٠,٠٠٠	١,٨٨٩
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)									
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)									
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)									
معامل التحديد (R^2)	٠,٠٥٥			٠,١٦٣			٠,١٣٤		
معامل التحديد المعدل (Adjusted R^2)	٠,٠٣٩			٠,١٤٩			٠,١١٩		
قيمة (F) المحسوبة	٣,٤٥٨			١١,٧٢٢			٨,٦٩١		
دلالة اختبار (F)	***٠,٠٠٢			***٠,٠٠٠			***٠,٠٠٠		
نتيجة اختبار (Durbin-Watson)	١,٨٧٨			١,٩٠٠			١,٨٨١		
عدد المشاهدات (N)	٣٦٥			٣٦٩			٣٤٤		

٢. نتائج تحليل إنحدار أداء الشركة على الرافعة المالية مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول

يعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التى تم التوصل إليها بشأن النموذج الثانى للبحث (معادلة الإنحدار رقم "٢١") والمتعلق بانحدار أداء الشركة على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة. وتظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) معنوية نموذج الإنحدار الخطى بين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)، العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$)، أو مؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$)، ومجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بهذا النموذج، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F)، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) للنماذج الثلاث بمستوى المعنوية المقبول فى العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن ($P\text{-}Value = Sig. < 5\%$).

كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٧) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٠٧٤)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ٧,٤٪ من التباين فى العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$) لشركات عينة البحث. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٧) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,١١٦)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ١١,٦٪ من التباين فى العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$) لشركات عينة البحث. كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٧) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار نسبة ($Tobin's\ Q_{it}$) على كل من الرافعة المالية

(المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,١١٩)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ١١,٩٪ من التباين فى نسبة ($Tobin's\ Q_{it}$) لشركات عينة البحث.

وتشير نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للنموذج الثانى للبحث (معادلة الإنحدار رقم "٢١")، والموضحة بالجدول رقم (٧)، إلى وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول ($LTDTA_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-$AdjROA_{it}$)، أو العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-$AdjROE_{it}$). وتشير تلك النتيجة إلى أن الزيادة فى حجم الديون طويلة الأجل ترتبط بإنخفاض فى مستوى ربحية الشركة، وهو ما يمكن تفسيره بأن الديون طويلة الأجل تكون نسبياً أكثر تكلفة، ومن ثم فإن توظيف أو استخدام نسب كبيرة منها، قد يقود إلى إنخفاض مستويات الربحية. فضلاً عن أن إشتراطات أو تعهدات المديونية المصاحبة لتلك الديون تكون أشد وطأة من مثيلاتها المصاحبة للإقتراض قصير الأجل، الأمر الذى يؤدى إلى تقييد حرية مديرى الشركات المقترضة فى الإستفادة من أموال تلك القروض فى تمويل استثمارات وعمليات الشركة، ووضعها تحت مراقبة أكبر من قبل المقرضين بهدف حماية أموالهم، مما ينعكس بالسلب على أداء الشركة. كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتضمنة بالجدول رقم (٧) عدم وجود علاقة دالة إحصائياً بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول ($LTDTA_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$).

جدول رقم (٧): نتائج تحليل إنحدار أداء الشركة على الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول

المتغيرات	العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)			العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$)			مؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$)		
	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)
ثابت الانحدار (Constant)	٠,٠٧٨-	٠,٢٥٣		٠,١١٣-	٠,٤٥٦		٢,٠٩٩	***٠,٠٠٠	
نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول ($LTDTA_{it}$)	٠,١٥٢-	***٠,٠٠٠	١,١٣٠	٠,٤٥٧-	***٠,٠٠٠	١,١١٩	٠,١٦٨-	٠,٤٢٥	١,١١٣
حجم الشركة ($FSIZE_{it}$)	٠,٠٠٦	٠,١٠٩	١,٤٨٩	٠,٠١١	٠,١٧٢	١,٥٠٤	٠,٠٧٥-	***٠,٠٠٠	١,٤٨٦
حجم مجلس الإدارة ($BSIZE_{it}$)	٠,٠٠٥	**٠,٠١٥	١,٦٥٠	٠,٠١٢	***٠,٠٠٨	١,٦٤٢	٠,٠٤٤	***٠,٠٠٠	١,٧٤١
استقلالية مجلس الإدارة ($BIND_{it}$)	٠,٠٢٦-	٠,٢١٠	١,٤١١	٠,١٥٣-	***٠,٠٠١	١,٤٠١	٠,٠٨٠-	٠,٤٥٠	١,٤٦٢
الملكية الإدارية ($MOWN_{it}$)	٠,٠٢١	٠,٥٤٦	١,٥٩٧	٠,٠٢٣	٠,٧٦٢	١,٥٦٦	٠,٣٠٠	*٠,٠٨٠	١,٥٨٦
الملكية المؤسسية ($IOWN_{it}$)	٠,٠٣٠	٠,١٢٥	١,٩٣٥	٠,٠٧٠	*٠,٠٩٨	١,٩٢١	٠,٤٣٤	***٠,٠٠٠	١,٩٢٥
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)									
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)									
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)									
معامل التحديد (R^2)	٠,٠٧٤			٠,١١٦			٠,١١٩		
معامل التحديد المعدل (Adjusted R^2)	٠,٠٥٨			٠,١٠٢			٠,١٠٤		
قيمة (F) المحسوبة	٤,٧٦١			٧,٩٧٩			٧,٦٤٠		
دلالة اختبار (F)	***٠,٠٠٠			***٠,٠٠٠			***٠,٠٠٠		
نتيجة اختبار (Durbin-Watson)	١,٨٦٩			١,٨٩٤			١,٨٨٣		
عدد المشاهدات (N)	٣٦٧			٣٧١			٣٤٥		

٣. نتائج تحليل إنحدار أداء الشركة على الرافعة المالية مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول

يعرض الجدول رقم (٨) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التى تم التوصل إليها بشأن النموذج الثالث للبحث (معادلة الإنحدار رقم "٢٢") والمتعلق بانحدار أداء الشركة على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة. وتظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٨) معنوية نموذج الإنحدار الخطى بين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)، العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$)، أو مؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$)، ومجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بهذا النموذج، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F)، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) للنماذج الثلاث بمستوى المعنوية المقبول فى العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن ($P\text{-}Value = Sig. < 5\%$).

كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٨) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٠٤٨)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ٤,٨٪ من التباين فى العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$) لشركات عينة البحث. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٨) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,١٠٥)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ١٠,٥٪ من التباين فى العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$) لشركات عينة البحث. كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٨) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار نسبة ($Tobin's\ Q_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية)

مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,١٢٨)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ١٢,٨٪ من التباين فى نسبة (Tobin's Q_{it}) لشركات عينة البحث.

وتشير نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للنموذج الثالث للبحث (معادلة الإنحدار رقم "٢")، والموضحة بالجدول رقم (٨)، إلى وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول ($TDTA_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-$AdjROE_{it}$)، أو مؤشر (Tobin's Q_{it}). وهو ما يشير إلى أن الشركات المربحة هى التى تعتمد أكثر على الديون كخيار تمويل رئيسى لها. كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتضمنة بالجدول رقم (٨) عدم وجود علاقة دالة إحصائياً بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول ($TDTA_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-$AdjROA_{it}$).

جدول رقم (٨): نتائج تحليل إنحدار أداء الشركة على الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول

المتغيرات	العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)			العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-$AdjROE_{it}$)			مؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$)		
	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)
ثابت الانحدار (Constant)	٠,٠٥١-	٠,٤٥١		٠,١٥٥-	٠,٣٣١		٢,١٦٦	***٠,٠٠٠	
نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول ($TDTA_{it}$)	٠,٠٠٩-	٠,٦٩٠	١,١٨٦	٠,١٢٤	**٠,٠١٤	١,١٧٠	٠,٢٢٣	**٠,٠٣٣	١,١٨٠
حجم الشركة ($FSIZE_{it}$)	٠,٠٠٥	٠,١٩٤	١,٤٨٤	٠,٠١٤	٠,١٠٧	١,٥٠٣	٠,٠٨٢-	***٠,٠٠٠	١,٤٨٢
حجم مجلس الإدارة ($BSIZE_{it}$)	٠,٠٠٥	***٠,٠٠٩	١,٦٤٧	٠,٠١١	**٠,٠٢٣	١,٦٥١	٠,٠٤٣	***٠,٠٠٠	١,٧٣٢
استقلالية مجلس الإدارة ($BIND_{it}$)	٠,٠٤٠-	*٠,٠٥٤	١,٤٥٢	٠,٢١٤-	***٠,٠٠٠	١,٤٣٢	٠,٠٥٥-	٠,٦٠٢	١,٤٨٧
الملكية الإدارية ($MOWN_{it}$)	٠,٠٠٨	٠,٨١٥	١,٦٠١	٠,٠٢١-	٠,٧٨٩	١,٥٧٢	٠,٢٦٣	٠,١١٧	١,٥٨٩
الملكية المؤسسية ($IOWN_{it}$)	٠,٠١٦	٠,٣٩٩	١,٩٥٨	٠,٠٠١-	٠,٩٧٥	١,٩٤٤	٠,٣٦٧	***٠,٠٠٠	١,٩٦٤

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)

معامل التحديد (R^2)	٠,٠٤٨	٠,١٠٥	٠,١٢٨
معامل التحديد المعدل (Adjusted R^2)	٠,٠٣٢	٠,٠٩١	٠,١١٣
قيمة (F) المحسوبة	٢,٩٨٧	٧,١٩٦	٨,٢٦٨
دلالة اختبار (F)	***٠,٠٠٧	***٠,٠٠٠	***٠,٠٠٠
نتيجة اختبار (Durbin-Watson)	١,٨٧٣	١,٩٠٢	١,٨٧٩
عدد المشاهدات (N)	٣٦٥	٣٧٤	٣٤٤

٤. نتائج تحليل إنحدار أداء الشركة على الرافعة المالية مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال

يعرض الجدول رقم (٩) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التى تم التوصل إليها بشأن النموذج الرابع للبحث (معادلة الإنحدار رقم "٢٣") والمتعلق بانحدار أداء الشركة على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال، والمتغيرات الضابطة. وتظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٩) معنوية نموذج الإنحدار الخطى بين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)، العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$)، أو مؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$)، ومجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بهذا النموذج، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F)، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) للنماذج الثلاث بمستوى المعنوية المقبول فى العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن ($P\text{-}Value = Sig. < 5\%$).

كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٩) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٠٧٦)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ٧,٦٪ من التباين فى العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$) لشركات عينة البحث. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٩) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$) على كل من الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,١٠٦)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ١٠,٦٪ من التباين فى العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$) لشركات عينة البحث. كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٩) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار نسبة ($Tobin's\ Q_{it}$) على كل من

الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,١١٧)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ١١,٧٪ من التباين فى نسبة ($Tobin's\ Q_{it}$) لشركات عينة البحث.

وعلى نحو مشابه للنتائج التى تم التوصل إليها بشأن إنحدار أداء الشركة على الرافعة المالية مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول ($LTDTA_{it}$)، تشير نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للنموذج الرابع للبحث (معادلة الإنحدار رقم "٢٣")، والموضحة بالجدول رقم (٩)، إلى وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال ($LTDTC_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)، أو العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$). كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتضمنة بالجدول رقم (٩) عدم وجود علاقة دالة إحصائياً بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال ($LTDTC_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر ($Tobin's\ Q_{it}$).

جدول رقم (٩): نتائج تحليل إنحدار أداء الشركة على الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال

المتغيرات	العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROA_{it}$)			العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية ($DAC\text{-}AdjROE_{it}$)			موشر ($Tobin's\ Q_{it}$)		
	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل تضخم التباين (VIF)
ثابت الانحدار (Constant)	٠,٠٨٥-	٠,٢١٣		٠,١٢٥-	٠,٤١٤		٢,١٩٤	***٠,٠٠٠	
نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال ($LTDTC_{it}$)	٠,١٠٩-	***٠,٠٠٠	١,١٦١	٠,٢٩١-	***٠,٠٠٠	١,١٤١	٠,٠٥١	٠,٧٢٢	١,١٣٧
حجم الشركة ($FSIZE_{it}$)	٠,٠٠٦	*٠,٠٨٦	١,٥٠٩	٠,٠١٢	٠,١٣٤	١,٥٢٢	٠,٠٧٩-	***٠,٠٠٠	١,٤٩٣
حجم مجلس الإدارة ($BSIZE_{it}$)	٠,٠٠٥	**٠,٠١٨	١,٦٥١	٠,٠١١	**٠,٠١١	١,٦٤٤	٠,٠٤٢	***٠,٠٠٠	١,٧٣١
استقلالية مجلس الإدارة ($BIND_{it}$)	٠,٠٢٨-	٠,١٦٠	١,٣٩٨	٠,١٧٠-	***٠,٠٠٠	١,٣٨٢	٠,٠٩٤-	٠,٣٦٤	١,٤٤٣
الملكية الإدارية ($MOWN_{it}$)	٠,٠٢٥	٠,٤٦٩	١,٦٠٤	٠,٠٢٨	٠,٧١٠	١,٥٧٣	٠,٢٩٢	*٠,٠٨٥	١,٥٩١
الملكية المؤسسية ($IOWN_{it}$)	٠,٠٣٤	*٠,٠٨٣	١,٩٦٢	٠,٠٧٢	*٠,٠٩٥	١,٩٤٤	٠,٤١٠	***٠,٠٠٠	١,٩٤٩
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)									
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)									
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)									
معامل التحديد (R^2)	٠,٠٧٦			٠,١٠٦			٠,١١٧		
معامل التحديد المعدل (Adjusted R^2)	٠,٠٦٠			٠,٠٩٢			٠,١٠١		
قيمة (F) المحسوبة	٤,٩٠٨			٧,٢٢١			٧,٤٢٨		
دلالة اختبار (F)	***٠,٠٠٠			***٠,٠٠٠			***٠,٠٠٠		
نتيجة اختبار (Durbin-Watson)	١,٨٧٠			١,٨٩٢			١,٨٨٢		
عدد المشاهدات (N)	٣٦٦			٣٧١			٣٤٤		

ويوفر الجدول رقم (١٠) ملخصاً للنتائج التى تم التوصل بشأن تحليل إنحدار كل مؤشر من المؤشرات الثلاث المستخدمة فى البحث الحالى للتعبير عن أداء الشركة على كل مقياس من المقاييس الأربع المستخدمة فى البحث الحالى للتعبير عن الرافعة المالية (المديونية)، وفقاً لنماذج الإنحدار الأربعة السابق صياغتها فى القسم الثالث من البحث.

جدول رقم (١٠): ملخص نتائج تحليل إنحدار مؤشرات أداء الشركة على مقاييس الرافعة المالية (المديونية)

المتغيرات		مؤشرات أداء الشركة: العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية	العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية	مؤشر توبين كيو (Tobin's Q)
مقاييس الرافعة المالية	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول	غير دالة إحصائياً	موجبة	موجبة
	نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول	سالبة	سالبة	غير دالة إحصائياً
	نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول	غير دالة إحصائياً	موجبة	موجبة
	نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال	سالبة	سالبة	غير دالة إحصائياً

ويتضح أن تلك النتائج لا تدعم الفرضية الخاصة بالبحث الحالى، والقائلة بعدم وجود تأثير لقرارت هيكل رأس المال على أداء الشركة، لذا لا يمكن قبولها.

وبعد الإنتهاء من تحليل النتائج واختبار فرضية البحث، يقوم الباحثان فى القسم التالى (الخامس) بتقديم خلاصة موجزة لهذا البحث، وإقتراح العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية

القسم الخامس
خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

خلاصة البحث

من الضرورى أن تسعى الوظيفة المالية - شأنها فى ذلك شأن أى وظيفة أخرى فى المنشأة - إلى تحقيق أهداف الملاك بوصفهم أصحاب المصلحة الرئيسية فى بقاء المنشأة واستمرارها. ولكى يتحقق ذلك، ينبغى أن يعكس هدف الإدارة المالية الأهداف التى يسعى الملاك إلى تحقيقها، وذلك على اعتبار أن هدف الإدارة المالية يعد بمثابة المعيار الذى يتم على أساسه اتخاذ القرارات المالية، تلك القرارات التى يمتد أثرها فى النهاية إلى مصالح الملاك.

وتعد قرارات اختيار هيكل رأس المال واحدة من أهم القرارات المالية التى يتم اتخاذها فى مجال تمويل الشركات، والتى يتحدد فى ضوءها التوليفة المثلى من الديون وحقوق الملكية التى تلعب دوراً مهماً فى تعظيم ثروة الملاك. وانطلاقاً من أهمية تلك القرارات، وكذا التناقض الواضح فى وجهات النظر بشأن تفسير تأثير تلك القرارات وبيان مضامينها على أداء وقيمة الشركة، يتبين أن هذه القضية تعد مجالاً خصباً لمزيد من البحث والدراسة، وأن هناك العديد من التساؤلات المهمة التى تتعلق بالآثار الاقتصادية لتلك القرارات، لا تنطوى على إجابات كافية. لذا، استهدف البحث الحالى التعرف على تأثير القرارات المتعلقة بتحديد هيكل رأس المال على أداء الشركات المساهمة المصرية.

وباستخدام عينة مكونة من ١٣٠ شركة مساهمة مصرية (٣٨٠ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمى إلى ثلاثة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالى فى الفترة بين عامى ٢٠١٣م و٢٠١٥م، اختبر البحث الحالى تأثير هيكل رأس المال معبراً عنه بالرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات المساهمة المصرية. ولتحقيق ذلك، فقد تم الإستعانة بأربعة مقاييس للرافعة المالية (المديونية)، هى: نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول، نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى رأس المال. كما تم الإستعانة بثلاثة مؤشرات للأداء، يندرج مؤشرين منهم ضمن المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المستندة إلى رقم صافى الربح المحاسبى المنشور، ولكن بعد إزالة التأثير المحتمل لإدارة الدخل من تقديرات الربحية المنشورة، وهما: العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية

(DAC-AdjROA)، والعائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-AdjROE)، أما المؤشر الثالث فيندرج ضمن المؤشرات السوقية للأداء، وهو: مؤشر (Tobin's Q).

وبعد ضبط تأثيرات كل من حجم الشركة، حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية على أداء الشركة، توصل الباحثان باستخدام الإنحدار الخطى المتعدد إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأى من نسبة الديون قصيرة الأجل، أو نسبة إجمالى الديون إلى إجمالى الأصول وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-AdjROE)، أو مؤشر (Tobin's Q). فى حين توصل الباحثان إلى علاقة سالبة بين المديونية طويلة الأجل منسوبة لأى من إجمالى الأصول، أو إجمالى رأس المال وبين أداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-AdjROA)، أو العائد على حقوق الملكية المعدل بالاستحقاقات الاختيارية (DAC-AdjROE). وتوفر تلك النتائج دليلاً إمبريقياً على أن قرارات اختيار هيكل رأس المال تعد أحد المحددات المهمة لأداء الشركات المساهمة المصرية.

الدراسات المستقبلية

فى ضوء ما توصل إليه البحث الحالى من نتائج، يرى الباحثان أن هناك العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلى:

١) دراسة تأثير الأزمات الاقتصادية والسياسية على العلاقة بين قرارات اختيار هيكل رأس المال وأداء الشركات المصرية، حيث تعتبر الشركات المصرية بيئة خصبة لإجراء مثل تلك الدراسة، خاصة فى ظل ما شهدته الدولة المصرية مؤخراً من أزمات سياسية وما أعقبها من أزمات اقتصادية.

٢) أحد حدود هذا البحث هو استبعاد الشركات المالية من عينة البحث، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها فى الشركات غير المالية، لذا يمكن دراسة العلاقة بين قرارات الرافعة المالية (المديونية) وأداء الشركات التى تنتمى للقطاع المالى المصرى.

٣) إجراء دراسة مقارنة عن تأثير قرارات اختيار هيكل رأس المال على أداء كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة لقطاع الأعمال العام.

٤) فى ظل الإقتراح بأن إدارة الدخل يعمل كمتغير وسيط (Mediating Variable) فى العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالى للشركة، لذا يمكن استخدام نموذج للمعادلات الهيكلية وتحليل المسار لتصميم نموذج سببى أو بنائى يوضح علاقات التأثير والتأثر بين الرافعة المالية (كمتغير مستقل)، إدارة الدخل (كمتغير وسيط)، والأداء المالى للشركة (كمتغير تابع)، ويختبر التأثير المباشر لقرارات الرافعة المالية على الأداء المالى للشركة، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر لقرارات الرافعة (عن طريق: إدارة الدخل) على الأداء المالى للشركة.

٥) دراسة واختبار تأثير كفاءة الاستثمار على العلاقة بين قرارات الرافعة المالية (المديونية) وأداء الشركات المساهمة المصرية.

قائمة المراجـــــع

أولاً: مراجع باللغة العربية

أبو الخير، مدثر طه، ١٩٩٩، "إدارة الربح المحاسبى فى الشركات المصرية: دليل ميدانى من التغيرات فى أرصدة المخصصات بالقوائم المالية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثانى: ١-٤٠.

أبو العز، محمد السعيد، ٢٠٠٧، *"تحليل القوائم المالية لأغراض الإئتمان الاستثمار"*، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

أبو العز، محمد السعيد، ٢٠١٥، *"موضوعات فى المحاسبة الإدارية"*، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

التقرير السنوى للبورصة المصرية، ٢٠١٥، متاح على:
http://www.egx.com.eg/get_pdf.aspx?ID=6947&Lang=ARB

الدهراوى، كمال الدين مصطفى، ١٩٩٤، "أثر عقود الحوافز وشروط المديونية على سلوك الإدارة عند إعداد التقارير الخارجية"، *مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين*، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد السابع والأربعون: ١٩٥-٢٥٠.

الهيئة العامة لسوق المال، ٢٠٠٦، *"مشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة ببورصتى القاهرة والإسكندرية"*، متاح على:
http://www.kantakji.com/media/9434/file1268.pdf

الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصرى، ٢٠١٦، *"الدليل المصرى لحوكمة الشركات"*، الإصدار الثالث، متاح على:
http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/guide.pdf

حنفى، عبدالغفار، ورسمية قرياقص، ١٩٩٩، *"أساسيات الاستثمار والتمويل"*، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.

سليمان، محمد مصطفى، ٢٠٠٦، *"حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالى والإدارى: دراسة مقارنة"*، الدار الجامعية، الإسكندرية.

عبد العزيز، سمير محمد، ١٩٩٧، *"التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية: مصادر تمويل منظمات الأعمال، تكوين الهياكل المالية، اصلاح الهياكل المالية"*، مكتبة كوميت، القاهرة.

عسيرى، عبد الله على، ٢٠٠٢، "تمهيد الدخل من قبل الشركات المساهمة السعودية"، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثانى: ٢٥٥-٢٨٧.

عفيفى، هلال عبدالفتاح، ٢٠١١، "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح: دراسة اختبارية فى البيئة المصرية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثانى: ١٥٩-٢٤٣.

عنانى، محمد عبد السميع، ٢٠١١، *"التحليل القياسى والاحصائى للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام Windows SPSS"*، الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

كساب، ياسر السيد، ٢٠٠٨، *"تقدير مدى تأثير الإدارة فى الأرباح المحاسبية المنشورة باستخدام أساس الاستحقاق ودوافعها ورد فعل السوق: نموذج مقترح ودراسة ميدانية"*، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا.

لبدة، السعيد محمد على، ١٩٨٤، *"تقييم الهياكل المالية فى القطاع العام: دراسة تطبيقية على صناعة الغزل والنسيج"*، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا.

هندى، منير إبراهيم، ١٩٩٨، *"الفكر الحديث فى مجال مصادر التمويل"*، منشأة المعارف، الإسكندرية.

هندى، منير إبراهيم، ١٩٩٩، *"الإدارة المالية: مدخل تحليلى معاصر"*، الطبعة الرابعة، المكتب العربى الحديث، الإسكندرية.

هويدى، على محمد حسن، ١٩٩١، "دراسة اختبارية لأثر اختلاف الحجم على الأداء"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الثانى: ١٥٧-١٩٣.

وزارة الاستثمار، مركز المديرين المصرى، ٢٠٠٥، *"دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية"*، الإصدار الأول، متاح على:
http://www.mafhoum.com/press9/253E12.pdf

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

Abor, J., 2005, "The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana", *The Journal of Risk Finance* 6 (5): 438-445.

Agrawal, A., and C. R. Knoeber, 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377-397.

Ali, A., 2013, "Effect of Capital Structure on the Performance of Firms: Evidence from Pakistan and Indian Stock Market", *Journal of Business and Management* 12 (6): 83-93.

Bange, M. M., and W. F. De Bondt, 1998, "R&D Budgets and Corporate Earnings Targets", *Journal of Corporate Finance* 4 (2): 153-184.

Bartov, E., F. A. Gul, and J. Tsui, 2000, "Discretionary-Accruals Models and Audit Qualifications", *Journal of Accounting and Economics* 30 (3): 421-452.

Bhagat, S., and B. Black, 1999, "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance", *The Business Lawyer* 54 (3): 921-963.

Billett, M. T., T. D. King, and D. C. Mauer, 2007, "Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants", *The Journal of Finance* 62 (2): 697-730.

Bos, S., A. Pendleton, and S. Toms, 2013, *"Earnings Management in the UK: Managerial Share Ownership, Minority Shareholder Protection and Discretionary Accruals"*, SSRN Working Papers, Available at: http:// dx.doi.org/10.2139/ ssrn.1747919

Brealey, R. A., and S. C. Myers, 2003, "*Principles of Corporate Finance*", 7nd Edition, McGraw-Hill Irwin.

Brigham, E. F., and L. C. Gapenski, 1987, "*Intermediate Financial Management*", 2nd Edition, Dryden Press.

Brigham, E. F., and J. F. Houston, 2007, "*Fundamentals of Financial Management*", 11nd Edition, Thomson South-Western.

Bushee, B. J., 1998, "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *The Accounting Review* 73 (3): 305-333.

Buzzell, R. D., B. T. Gale, and R. Sultan, 1975, "Market Share - A Key to Profitability", *Harvard Business Review* 53 (1): 97-106.

Chung, R., M. Firth, and J. Kim, 2002, "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance* 8 (1): 29-48.

Cornett, M. M., A. J. Marcus, and H. Tehranian, 2008, "Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management", *Journal of Financial Economics* 87 (2): 357-373.

Dada, A. O., and Z. B. Ghazali, 2016, "The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Empirical Evidence from Nigeria", *Journal of Economics and Finance* 7 (4): 23-30.

Dalton, D. R., C. M. Daily, J. L. Johnson, and A. E. Ellstrand, 1999, "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-analysis", *Academy of Management Journal* 42 (6): 674-686.

Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, 1995, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review* 70 (2): 193-225.

Defond, M. L., and J. Jiambalvo, 1994, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals", *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 145-176.

Donaldson, G., 1961, "*Corporate Debt Capacity; A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*", Boston, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.

Durand, D., 1952, "Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement", *Conference on Research in Business Finance*, National Bureau of Economic Research, New York.

Ebaid, I. E., 2009, "The Impact of Capital-Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt", *The Journal of Risk Finance* 10 (5): 477-487.

Ebrati, M., F. Emadi, R. Balasang, and G. Safari, 2013, "The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Tehran Stock Exchange", *Australian Journal of Basic and Applied Sciences* 7 (4): 1-8.

Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells, 1998, "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics* 48 (1): 35-54.

Fama, E. F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.

Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.

Florackis, C., and A. Ozkan, 2009, "Managerial Incentives and Corporate Leverage: Evidence from the United Kingdom", *Accounting and Finance* 49 (3): 531-553.

Galai, D., and R. W. Masulis, 1976, "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock", *Journal of Financial Economics* 3 (1-2): 53-81.

Graves, S. B., and S. A. Waddock, 1990, "Institutional Ownership and Control: Implications for Long-Term Corporate Strategy", *The Executive* 4 (1): 75-83.

Gujarati, D. N., 2003, *"Basic Econometrics"*, 4th Edition, McGraw Hill, New York.

Gul, F. A., and J. L. Tsui, 1997, "A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing", *Journal of Accounting and Economics* 24 (2): 219-237.

Haniffa, R., and M. Hudaib, 2006, "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (7-8): 1034-1062.

Hsu, G., and P. Koh, 2005, "Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia", *Corporate Governance: An International Review* 13 (6): 809-823.

Jacobs, M. T., 1991, *"Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia"*, Harvard Business School Press, Boston.

Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2): 323-329.

Jensen, M. C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.

Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.

John, K., and L. W. Senbet, 1998, "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance* 22 (4): 371-403.

Jones, J. J., 1991, "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.

Kiel, G. C., and G. J. Nicholson, 2003, "Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review* 11 (3): 189-205.

Korotkikh, K., 2012, *"The Effect of Financial Leverage on Firm Value: Evidence from the Netherlands"*, Unpublished Master Thesis, School of Management and Governance, University of Twente.

Levy, H., and M. Sarnat, 1994, *"Capital Investment and Financial Decisions"*, 2nd Edition, Prentice Hall.

Lipton, M., and J. W. Lorsch, 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *The Business Lawyer* 48 (1): 59-77.

Manawaduge, A., A. De Zoysa, K. Chowdhury, and A. Chandarakumara, 2011, "Capital Structure and Firm Performance in Emerging Economies: An Empirical Analysis of Sri Lankan Firms", *Corporate Ownership and Control* 8 (4): 253-263.

Marashdeh, Z., 2014, *"The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Jordan"*, Unpublished PhD Thesis, University of Central Lancashire, UK.

Martis, R. N., 2013, *"Capital Structure and Firm's Financial Performance: An Empirical Analysis of the S&P500"*, Unpublished Master Thesis, Tilburg School of Economics and Management, Tilburg University.

McConnell, J. J., and H. Servaes, 1995, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics* 39 (1): 131-157.

McNichols, M. F., 2000, "Research Design Issues in Earnings Management Studies", *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (4-5): 313-345.

Modigliani, F., and M. H. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review* 48 (3): 261-297.

Modigliani, F., and M. H. Miller, 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *The American Economic Review* 53 (3): 433-443.

Monks, R. A., and N. Minow, 2011, *"Corporate Governance"*, 5th Edition, Blackwell Publishers.

Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20 (1): 293-315.

Myers, S. C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147-175.

Myers, S. C., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance* 39 (3): 575-592.

Myers, S. C., 2001, "Capital Structure", *The Journal of Economic Perspectives* 15 (2): 81-102..

Myers, S. C., and N. S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221.

Nassar, S., 2016, "The Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Firms: Evidence from Borsa Istanbul", *Journal of Business and Financial Affairs* 5 (2): 1-4.

Paramasivan, C., and T. Subramanian, 2008, "*Financial Management*", New Age International Pvt Ltd Publishers.

Porter, M. E., 1992, "Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry", *Journal of Applied Corporate Finance* 5 (2): 4-16.

Quang, D. X., and W. Z. Xin, 2014, "The Impact of Ownership Structure and Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Firms", *International Business Research* 7 (2): 64-71.

Salim, M., and R. Yadav, 2012, "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies", *Social and Behavioral Sciences* 65: 156-166.

Schlosser, M., 1992, "*Corporate Finance: A Model-Building Approach*", 2nd Edition, Prentice Hall.

Schonbrodt, R., 2011, *"Capital Structure and Firm Performance in Germany and the United States"*, Unpublished Master Thesis, Faculty of Economics and Business Administration, Tilburg University.

Scott, B. J., and M. K. Pitman, 2001, "Auditors and Earnings Management", *The CPA Journal* 71 (7): 38-44.

Shen, G., 2012, *"How Does Capital Structure Affect Firm Performance? Recent Evidence from Europe Countries"*, Unpublished Master Thesis, Tilburg School of Economics and Management, Tilburg University.

Shuto, A., and T. Takada, 2010, "Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect", *Journal of Business Finance and Accounting* 37 (7-8): 815-840.

Shyam-Sunder, L., 1991, "The Stock Price Effect of Risky Versus Safe Debt", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26 (4): 549-558.

Singh, A. K., and P. Bansal, 2016, "Impact of Financial Leverage on Firm' s Performance and Valuation: A Panel Data Analysis", *Indian Journal of Accounting* 48 (2): 73-80.

Soliman, M. M., 2013, "Capital Structure and Firm's Financial Performance: An Empirical Study of the Listed Companies in Egypt", *International Research Journal of Applied Finance* 4 (12): 1587-1599.

Subramanyam, K. R., 1996, "The Pricing of Discretionary Accruals", *Journal of Accounting and Economics* 22 (1-3): 249-281.

Tifow, A. A., and O. Sayilir, 2015, "Capital Structure and Firm Performance: An Analysis of Manufacturing Firms in Turkey", *Eurasian Journal of Business and Management* 3 (4): 13-22.

Twairesh, A. E., 2014, "The Impact of Capital Structure on Firm's Performance: Evidence from Saudi Arabia", *Journal of Applied Finance and Banking* 4 (2): 183-193.

Warner, J. B., 1977, "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *The Journal of Finance* 32 (2): 337-347.

Weir, C., D. Laing, and P. J. McKnight, 2002, "Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies", *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (5-6): 579-611.

Williamson, O. E., 1984, "Corporate Governance", *The Yale Law Journal* 93: 1197-1230.

Yermack, D., 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics* 40 (2): 185-211.

Zeitun, R., and G. G. Tian, 2007, "Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan", *Australasian Accounting, Business and Finance Journal* 1 (4): 40-61.

ملحق رقم (١): قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات
	قطاع الأغذية والمشروبات
١	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة
٢	مطاحن مصر العليا
٣	المصرية للدواجن
٤	العربية لمنتجات الألبان - آراب ديرى
٥	بسكو مصر
٦	مطاحن شرق الدلتا
٧	مطاحن شمال القاهرة
٨	مطاحن مصر الوسطى
٩	مطاحن وسط وغرب الدلتا
١٠	شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعى
١١	الإسماعيلية مصر للدواجن
١٢	الدلتا للسكر
١٣	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها
١٤	الشركة الدولية للمحاصيل الزراعية
١٥	القاهرة للدواجن
١٦	المصرية للنشا والجلوكوز
١٧	المنصورة للدواجن
١٨	مصر للزيوت والصابون
١٩	مطاحن ومخابز الإسكندرية
	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٢٠	الصناعات الهندسية المعمارية - ايكون
٢١	السويس للأكياس
٢٢	الخدمات الملاحية والبترولية - ماريدايف
٢٣	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف
٢٤	دلتا للطباعة والتغليف
٢٥	بونيفرسال لصناعة مواد التعبئة - بونيباك
٢٦	النصر لصناعة المحولات - الماكو
٢٧	الأهرام للطباعة والتغليف
٢٨	الشرق الأوسط لصناعة الزجاج
٢٩	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع
٣٠	القناة للتوكيلات الملاحية
٣١	المصرية لخدمات النقل والتجارة
٣٢	الكابلات الكهربائية المصرية
٣٣	العربية للصناعات الهندسية
	قطاع السياحة والترفيه
٣٤	الشمس بيراميدز للفنادق
٣٥	شركة رواد السياحة - الرواد
٣٦	المصرية للمشروعات السياحية العالمية
٣٧	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
٣٨	رواد مصر للاستثمار السياحي
٣٩	أوراسكوم للفنادق والتنمية

م	القطاع والشركات
٤٠	شارم دريمز للاستثمار السياحى
٤١	الشركة المصرية للمنتجعات السياحية
٤٢	مصر للفنادق
٤٣	رمكو لإنشاء القرى السياحية
٤٤	شركة التعمير السياحي
٤٥	عبر المحيطات للسياحة
	قطاع العقارات
٤٦	مصر الجديدة للإسكان والتعمير
٤٧	العالمية للاستثمار والتنمية
٤٨	مينا للاستثمار السياحي والعقارى
٤٩	الوطنية للإسكان للنقابات المهنية
٥٠	السادس من أكتوبر للتنمية والإستثمار
٥١	زهراء المعادى للاستثمار والتعمير
٥٢	القاهرة للاستثمارات والتنمية
٥٣	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير
٥٤	المتحدة للإسكان والتعمير
٥٥	العقارية للبنوك الوطنية للتنمية
٥٦	المجموعة المصرية العقارية
٥٧	القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية
٥٨	الخليجية الكندية للإستثمار العقارى
٥٩	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية
٦٠	التعمير والإستشارات الهندسية
٦١	القاهرة للإسكان والتعمير
٦٢	العربية لاستصلاح الاراضى
٦٣	الشمس للإسكان والتعمير
	قطاع الرعاية الصحية والأدوية
٦٤	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية
٦٥	المصرية الدولية للصناعات الدوائية
٦٦	أكتوبر فارما
٦٧	العبوات الدوائية المتطورة
٦٨	جلاكسو سميثكلاين
٦٩	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية
٧٠	ممفيس للأدوية والصناعات الكيماوية
٧١	النيل للأدوية والصناعات الكيماوية
٧٢	مستشفى النزهة الدولى
٧٣	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية
٧٤	الإسكندرية للخدمات الطبية
٧٥	الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية
	قطاع التكنولوجيا
٧٦	المصرية للأقمار الصناعية - نايل سات
٧٧	راية القابضة للتكنولوجيا والإتصالات
٧٨	قناة السويس لتوطين التكنولوجيا

تابع ملحق رقم (١): قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات
	قطاع التشييد ومواد البناء
٧٩	روبكس لتصنيع البلاستيك والأكريلك
٨٠	أسمنت سيناء
٨١	القومية للأسمنت
٨٢	جنوب الوادى للأسمنت
٨٣	العز للسيراميك والبورسلين - الجوهرة
٨٤	ليسيكو مصر
٨٥	أوراسكوم للإنشاء والصناعة
٨٦	مصر للأسمنت - قنا
٨٧	مصر لصناعة التبريد والتكييف
٨٨	السويس للأسمنت
٨٩	أسمنت بورتلاند طرة المصرية
٩٠	العربية للمحابس
٩١	البويات والصناعات الكيماوية - باكين
٩٢	العربية للخزف - اراسمكو
٩٣	المصرية لتطوير صناعة البناء
٩٤	مصر بنى سويف للأسمنت
٩٥	اكرو مصر للشدات والسقلات المعدنية
٩٦	الإسكندرية لأسمنت بورتلاند طرة
٩٧	دلتا للإنشاء والتعمير
٩٨	الجيزة العامة للمقاولات
	قطاع المنتجات المنزلية والشخصية
٩٩	العربية لحليج الأقطان
١٠٠	النيل لحليج الأقطان
١٠١	العربية وبولفارا للغزل والنسيج
١٠٢	النصر للملابس والمنسوجات - كابو
١٠٣	جولدن تكس للأصواف
١٠٤	دايس للملابس الجاهزة
١٠٥	الإسكندرية للغزل والنسيج - سبينالكس
١٠٦	النساجون الشرقيون للسجاد

م	القطاع والشركات
١٠٧	العامة لمنتجات الخزف والصينى
١٠٨	الشرقية للدخان - ايسترن كومباني
	قطاع الغاز والبترول
١٠٩	الإسكندرية للزيوت المعدنية
١١٠	الحفر الوطنية
١١١	مجموعة جى إم سى للاستثمارات
	قطاع الموزعون وتجار التجزئة
١١٢	أسيوط الإسلامية الوطنية للتجارة
١١٣	العامة للصوامع والتخزين
١١٤	مصر للأسواق الحرة
١١٥	القاهرة للخدمات التعليمية
	قطاع الإتصالات
١١٦	المصرية للإتصالات
١١٧	المصرية لخدمات التليفون المحمول
	قطاع الكيماويات
١١٨	سماد مصر - ايجيفرت
١١٩	سيدى كرير للبتروكيماويات - سيدبك
١٢٠	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما
١٢١	المالية والصناعية المصرية
١٢٢	مصر لصناعة الكيماويات
١٢٣	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية
١٢٤	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات
	قطاع الموارد الأساسية
١٢٥	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية
١٢٦	حديد عز
١٢٧	العامة لصناعة الورق - راكتا
١٢٨	مصر للألومنيوم
١٢٩	الألومنيوم العربية
١٣٠	أسيك للتعدين - أسكوم