الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
Université Abou Bekr Belkaid
Tlemcen Algérie
جامعة أبي بكر بلقايد
تلمسان الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه

في شعبة: العلوم المالية والمحاسبة

تخصّص: مالية المؤسسة

بعنوان

أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية

من إعداد:

حابي محمد شوقي

تحت إشراف:

أ.د برودي نعيمة

أعضاء لجنة المناقشة

أ.د بوثلجة عبد الناصر	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	رئيسا
أ.د برودي نعيمة	أستاذة التعليم العالي	جامعة تلمسان	مشرفا
د. كرزابي دنيا	أستاذة محاضرة –أ-	جامعة تلمسان	مشرفة مساعدة
أ.د جديدن لحسن	أستاذ التعليم العالي	جامعة عين تموشنت	ممتحنا
أ.د بن مسعود نصر الدين	أستاذ التعليم العالي	جامعة عين تموشنت	ممتحنا
أ.د بن عزة محمد	أستاذ التعليم العالي	المركز الجامعي مغنية	ممتحنا

السنة الجامعية

2024-2023

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
Université Abou Bekr Belkaid
Tlemcen Algérie
جامعة أبي بكر بلقايد
تلمسان الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه

في شعبة: العلوم المالية والمحاسبة

تخصّص: مالية المؤسسة

بعنوان

أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية

دراسة قياسية لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2015-2022

من إعداد:

حابي محمد شوقي

تحت إشراف:

أ.د برودي نعيمة

أعضاء لجنة المناقشة

أ.د بوثلجة عبد الناصر	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	رئيسا
أ.د برودي نعيمة	أستاذة التعليم العالي	جامعة تلمسان	مشرفا
د. كرزابي دنيا	أستاذة محاضرة –أ-	جامعة تلمسان	مشرفة مساعدة
أ.د جديدن لحسن	أستاذ التعليم العالي	جامعة عين تموشنت	ممتحنا
أ.د بن مسعود نصر الدين	أستاذ التعليم العالي	جامعة عين تموشنت	ممتحنا
أ.د بن عزة محمد	أستاذ التعليم العالي	المركز الجامعي مغنية	ممتحنا

السنة الجامعية

2024-2023

شكر وتقدير

أتقدّم بجزيل الشكر إلى أستاذتي التي أشرفت على هذا العمل المتواضع

أ.د برودي نعيمة، وذلك على جهودها المخلصة وسندها الكبير من نصائح قيّمة وتوجيهات من أجل إتمام هذه الأطروحة وكذلك إلى د. كرزابي دنيا التي هي الأخرى لم تبخل علينا بالنصائح القيّمة.

كما أتقدّم بخالص الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة على تحمّلهم جهد تقييم هذا البحث وقبولهم مناقشته.

أتوجّه بالشكر أيضا إلى الدكتور مسعد خالد من جامعة تلمسان والدكتورة بن طوير نعيمة من جامعة عين تموشنت على مساعدتهما لنا في الحصول على البيانات المستخدمة في الدراسة من قاعدة Refinitiv Datastream،

أشكر كذلك كافّة عمال مكتبة العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير -جامعة تلمسان-

وموظّفي مخبر النقود والمؤسسات المالية في المغرب العربي.

ولا أنسى في الأخير شكر كل من ساهم في مدّ يد العون من أجل إتمام هذا العمل سواء من بعيد أو قريب.

إهداء

إلى الوالدين الكريمين، حفظهما الله وأطال في عمرهما.

إلى أخي وزوجته وابنتهما.

إلى أختي.

إلى كل زملائي طلبة الدكتوراه.

إلى جميع أصدقائي.

حابي محمد شوقي

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية، حيث تمّ ذلك على عيّنة مكوّنة من 150 مؤسسة خلال الفترة 2015-2022 باستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية الساكنة، إذ تمّ بناء نموذج قياسي كان فيه المتغيّر التابع هو قيمة المؤسسة. أما المتغيّرات المستقلّة فتمثّلت في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، في حين تمّ اعتماد متغيّرين ضابطين تمثلّا في الربحية وحجم المؤسسة.

باستعمال نموذج التأثيرات الثابتة توصّلت الدراسة إلى أنّه لا يوجد أثر لتكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون على قيمة المؤسسات محل الدراسة، بينما كان للتكلفة المتوسّطة المرجّحة أثرا إيجابيا معنويا على قيمة هذه المؤسسات.

الكلمات المفتاحية: تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون، قيمة المؤسسة، الربحية، حجم المؤسسة، الرسملة السوقيّة.

Abstract:

This study aims to demonstrate the impact of cost of capital on the value of companies listed on the Malaysian stock market. This was done on a sample of 150 companies during the period 2015-2022 using panel data models. An econometric model was built in which the dependent variable was the value of company. The independent variables were the cost of equity, the cost of debt and the weighted average cost of capital, while two control variables were adopted, which were profitability and the size of the company.

Using the fixed effects model, the study concluded that there is no effect of the cost of equity and the cost of debt on the value of the companies under study, while the weighted average cost had a significant positive effect on the value of these companies.

Keywords: Cost of Equity, Cost of Debt, Company Value, Profitability, Company Size, Market Capitalization.

Résumé :

Cette étude examine l'impact de coût de financement sur la valeur des entreprises cotées sur le marché financier malaisien. Elle a analysé 150 entreprises de 2015 à 2022 en utilisant des modèles du panel data à effets fixes. Un modèle économétrique a été construit dans lequel la variable dépendante était la valeur de l'entreprise. Les variables indépendantes comprenaient le coût des capitaux propres, le coût de l'endettement et le coût moyen pondéré du capital. De plus, deux variables de contrôle ont été prises en compte : la profitabilité et la taille de l'entreprise.

L'étude a conclu, en utilisant un modèle à effets fixes qu'il n'y a pas d'effet du coût des capitaux propres et du coût de l'endettement sur la valeur des entreprises étudiées. En revanche, le coût moyen pondéré a un effet positif significatif sur la valeur de ces entreprises.

Mots Clés : Le Coût du Capitaux Propres, Le Coût de L'endettement, La Valeur D'entreprise, La Profitabilité, La Taille de L'entreprise, La Capitalisation Boursière.

فهرس المحتويات

المحتويات	الصفحة
المقدّمة العامة	01
الفصل الأوّل : الأدبيات النظريّة لتكلفة التمويل وقيمة المؤسسة	
تمهيد	06
المبحث الأوّل : التأصيل النظري للتمويل	07
المطلب الأوّل : ماهية التمويل	07
الفرع الأوّل : مفهوم التمويل	07
الفرع الثاني : خصائص التمويل	07
المطلب الثاني : مصادر التمويل	08
الفرع الأوّل : المصادر التقليدية للتمويل	08
الفرع الثاني : المصادر الحديثة للتمويل	18
المطلب الثالث : نظريّات التمويل (نظريّات الهيكل المالي)	28
الفرع الأوّل : النظريّات التقليدية	29
الفرع الثاني : النظريّات الحديثة	37
المطلب الرابع : تكلفة التمويل	48
الفرع الأوّل : تعريف تكلفة التمويل	49
الفرع الثاني : تكلفة مصادر التمويل	50
المبحث الثاني : التأصيل النظري لقيمة المؤسسة	58
المطلب الأوّل : مفهوم القيمة وأنواعها	59
المطلب الثاني : نظريّات القيمة	60
الفرع الأوّل : مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي	60
الفرع الثاني : مفهوم القيمة في الفكر المحاسبي	63

الفرع الثالث : مفهوم القيمة في الفكر المالي	65
المطلب الثالث : مفهوم قيمة المؤسسة وطرق تحديدها	67
الفرع الأوّل : مقاربة الذمة المالية	67
الفرع الثاني : المقاربة المختلطة	69
الفرع الثالث : مقاربة التدفّقات	72
الفرع الرابع : مقاربة الربح والمضاعفات	76
الفرع الخامس : تحديد قيمة المؤسسة من منظور الخيارات	80
الفرع السادس : طريقة نسبة Tobin's Q	83
خلاصة	85
الفصل الثاني : الدراسات التجريبية السابقة	
تمهيد	87
المبحث الأوّل : الدراسات التي توصّلت إلى وجود أثر إيجابي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة	88
المبحث الثاني : الدراسات التي توصّلت إلى وجود أثر سلبي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة	98
المبحث الثالث : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة	105
المطلب الأوّل : ملخص الدراسات التجريبية السابقة	105
المطلب الثاني: نقاط الاتفاق بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة	112
المطلب الثالث : نقاط الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة	112
خلاصة	114
الفصل الثالث : دراسة قياسية لأُثر تكلفة التمويل على قيمة عيّنة من المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2015-2022	
تمهيد	116
المبحث الأوّل : مدخل إلى نماذج بيانات البانل	117
المطلب الأوّل : ماهية نماذج بيانات البانل	117
الفرع الأوّل : مفهوم نماذج بيانات البانل	117

الفرع الثاني : أشكال نماذج بيانات البانل	118
الفرع الثالث : أنواع نماذج بيانات البانل	118
المطلب الثاني : اختبارات المفاضلة بين نماذج البانل	120
المطلب الثالث : اختبار التجانس	123
المطلب الرابع : اختبارات الاستقرارية (اختبارات جذر الوحدة)	126
المطلب الخامس : البانل الديناميكي	129
الفرع الأوّل : أنواع نماذج البانل الديناميكي	129
الفرع الثاني : طرق تقدير نماذج البانل الديناميكي	130
الفرع الثالث : الاختبارات الإحصائية المرتبطة بالبانل الديناميكي	133
المبحث الثاني : الإطار المنهجي للدراسة القياسية	134
المطلب الأوّل : مجتمع وعيّنة الدراسة	134
المطلب الثاني : مصادر جمع البيانات وطرق تبويبها	135
الفرع الأوّل : مصادر جمع البيانات	135
الفرع الثاني :طرق تبويب البيانات	136
المطلب الثالث : المتغيّرات المعتمدة والنموذج المستخدم	136
الفرع الأوّل : المتغيّرات المعتمدة	136
الفرع الثاني : النموذج المستخدم	139
المبحث الثالث : تقدير النماذج القياسية وتحليل ومناقشة النتائج	140
المطلب الأوّل : الإحصاء الوصفي لمتغيّرات الدراسة ومصفوفة الارتباط بينها	140
الفرع الأوّل : الإحصاء الوصفي لمتغيّرات الدراسة	140
الفرع الثاني : مصفوفة الارتباط بين متغيّرات الدراسة	143
المطلب الثاني : اختبار الاستقرارية	144
المطلب الثالث : تقدير النماذج وتحليل ومناقشة النتائج	146
الفرع الأوّل : تقدير النماذج وتحليل ومناقشة نتائجها	146

الفرع الثاني : المفاضلة بين النماذج	152
خلاصة	154
الخاتمة العامة	156
قائمة المراجع والمصادر	161
الملاحق	178

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1–1	تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض (الاستدانة) وفق المدخل التقليدي	29
2–1	التوضيح البياني لنظريّة صافي الربح	31
3–1	التوضيح البياني لنظريّة صافي ربح العمليات	32
4–1	الشكل البياني للقضية الأولى لـ MM 1958	34
5–1	الشكل البياني للقضية الثانية لـ MM 1958	35
6–1	تحديد النسبة المثلى للأموال الخاصة الخارجية إلى الديون	40

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1–1	تكلفة التمويل الجماعي بمختلف أنواعه	55
2–1	أهم مضاعفات قيمة الأموال الخاصة	79
1–2	ملخص الدراسات التجريبية السابقة	105
1–3	توزيع المؤسسات محل الدراسة حسب قطاع النشاط	135
2–3	متغيّرات الدراسة وطرق قياسها	138
3–3	الخصائص الإحصائية لمتغيّرات الدراسة	140
4–3	مصفوفة الارتباط بين متغيّرات الدراسة	143
5–3	نتائج اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغيّرات الدراسة	144
6–3	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة	146
7–3	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة	149
8–3	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة	151
9–3	نتائج اختبار Chow	153
10–3	نتائج اختبار Hausman	155

قائمة الرموز والاختصارات

الرمز	المصطلح كاملا
MDB	Multilateral Development Banks
APB	Accounting Principles Board
AAOFI	Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
WACC	Weighted Average Cost of Capital
MM	Modigliani and Miller
VAN	Valeur Actuelle Net
CAPM	Capital Asset Pricing Model
ANC	Actif Net Comptable
ANCCR	Actif Net Comptable Corrigé et Réévalué
VSB	Valeur Substantielle Brute
CPNE	Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation
CAF	Capacité D'autofinancement
DCF	Discounted Cash-Flows
DDM	Dividend Discount Model
EBE	Excédent Brut D'exploitation
PER	Price Earning Ratio
GMM	Generalized Method of Moments
OLS	Ordinary Least Squares
PEG	Price Earning to Growth
PERR	Price Earning Ratio Relatif
VSN	Valeur Substantielle Net
LSDV	Least Square Dummy Variable

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
01	قائمة المؤسسات محل الدراسة وقطاعات نشاطها	178
02	الخصائص الإحصائية لمتغيّرات الدراسة	183
03	مصفوفة الارتباط بين متغيّرات الدراسة	184
04	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة	185
05	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة	186
06	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة	187
07	نتائج اختبار Chow	188
08	نتائج اختبار Hausman	189

المقدّمة العامة

خلال مزاولة المؤسسة لأنشطتها المختلفة سواء الاستغلالية منها أو الاستثمارية فإنها تكون بحاجة للتمويل، والذي يعتبر عنصرا جوهريا يدعم استمرار هذه الأنشطة ويضمن عدم توقّفها، فالمؤسسة دائما ما تجد نفسها أمام مجموعة من البدائل التمويلية المتاحة، إذ يستوجب عليها اختيار الأفضل منها حتى تتمكّن من تشكيل مزيج تمويلي يخفّض من تكلفة التمويل إلى أدنى المستويات، ويرفع من قيمة المؤسسة، وهو ما يعرف بالمزيج التمويلي الأمثل أو الهيكل المالي الأمثل، حيث أنّ كل مصدر تمويلي تلجأ إليه المؤسسة إلا وله تكلفته الخاصة. ولعلّ الاقتراض يعتبر أقل تكلفة من المصادر التمويلية الأخرى، ولكن هذا لا يعني أن تتمادى المؤسسة في الاعتماد عليه، لأنّه سيصبح في هذه الحالة مصدرا للمخاطر المالية المتعدّدة، والتي من شأنها رفع تكلفة التمويل، والتي بدورها قد تؤدي لتخفيض قيمة المؤسسة.

ومما لا شكّ فيه فإنّ تكلفة التمويل تعدّ من بين الأسس المعتمد عليها في اختيار البديل التمويلي، فينبغي أن تكون هناك دراسة دقيقة تجعل المؤسسة تختار البديل المناسب. فأحد أهم الأهداف التي تسعى إليها أغلبية المؤسسات وخاصة تلك المدرجة في البورصة هي تعظيم قيمتها، والتي تعتبر هذا الهدف لا غنى عنه أساسا لأنّه أحد العوامل التي تدفع بها للوصول لأحسن الرتب على مستوى البورصة وجذب أكبر قدر من المستثمرين، ولا يتحقّق هذا الهدف إلا بتخفيض تكلفة التمويل بالدرجة الأولى. هذه العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة ليست وليدة اليوم بل خضعت لدراسة العديد من الباحثين الذين أسّسوا نظريّات حاولوا من خلالها الخوض في حيثيات هذه العلاقة وتفسيرها وأقرّ كل منهم فرضيات وحجج لدعم تفسيره وتوضيحه لهذه العلاقة، ولعلّ أبرز وأقدم هذه النظريّات هي نظريّة Modigliani و Miller والتي مهّدت الطريق نحو ظهور نظريّات أخرى حاولت هي أيضا تفسير العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة على غرار نظريّة أفضليّة مصادر التمويل، وهذا التعدّد في النظريّات جعل الاختلاف بينها يظهر جليّا في النتائج التي توصّلت إليها كل نظريّة، فمنها من أثبتت وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة، ومنها من توصّلت لنتائج مغايرة تماما أي وجود علاقة إيجابية بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة، ليمهّد ذلك الطريق أكثر نحو بروز دراسات جديدة تعمّق الخوض في هذه العلاقة على النحو الذي يجعل المؤسسات أكثر حرصا على إعطاء تكلفة التمويل أهمية بالغة عند اتخاذ القرار التمويلي بالشكل الذي يضمن لها تدنيتها (أي تكلفة التمويل) ويرفع ويحسّن من قيمتها، وذلك دون أن تهمل عنصري العائد والمخاطرة فكل مصدر تمويلي إلا وله مزايا وعيوب فيصبح على المؤسسة في هذه الحالة أن تأخذ بعين الاعتبار عنصرا آخرا وهو اختيار البديل التمويلي الذي يحقّق لها أفضل ثنائية (عائد–مخاطرة).

يتطلّب تحديد قيمة المؤسسة العديد من التقنيات والوسائل فضلا عن الإلمام بالقوانين ذات الصلة، وكذلك الظروف الاقتصادية المحيطة، وتفاعل كل هذه التقنيات يجعل من الممكن تحديد قيمة المؤسسة، حيث توجد مقاربات متنوّعة لتقييم المؤسسات، فمنها المقاربات القائمة على مفهوم الذمّة المالية، والمقاربات القائمة على التدفّقات النقدية والمقاربات القائمة على المضاعفات وكلّ من هذه المقاربات لها نماذجها الخاصة.

إذن؛ تعتبر قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة مرتبطة ارتباطا وثيقا ومباشرا بقيمة أسهمها في البورصة، إذ تحاول كل المؤسسات الإبقاء على أسهمها مرتفعة السعر من خلال التحسين المستمر للأداء، والذي يجعلها تحقّق الأرباح، ويحسّن من تصنيفها الائتماني، فكل هذه العوامل هي عناصر رئيسية تساهم في جذب المستثمرين وترفع من قيمة أسهم المؤسسات ومن ثم قيمتها ككل. ومن بين هذه المؤسسات تلك المدرجة في بورصة ماليزيا والتي تصنّف من ضمن أفضل البورصات الآسيوية بمختلف أقسامها سواء سوق الأسهم، سوق المشتقات أو السوق الإسلامي الذي يعدّ من بين أكبر الأسواق لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية على مستوى العالم.

إشكالية الدراسة:

إنّ ما سبق ذكره يجعلنا نطرح الإشكالية التالية:

ما طبيعة تأثير تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية؟

ينبثق عن هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية والتي نذكرها كما يلي:

- ما المقصود بتكلفة التمويل؟ وكيف نحدّد تكلفة كل مصدر تمويلي قد تلجأ إليه المؤسسة؟
- ما هي النظريّات التي ساهمت في تفسير علاقة الهيكل المالي وتكلفة التمويل بقيمة المؤسسة؟
- كيف حاول كل من الفكر الاقتصادي والمحاسبي والمالي تفسير القيمة؟
- فيما تتمثّل أبرز طرق تحديد قيمة المؤسسة؟

فرضيات الدراسة:

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة وما يتبعها من أسئلة قمنا بصياغة الفرضيّتين التاليتين:

- تؤثر التكلفة الكلّية للتمويل سلبا على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية.
- تؤثر تكلفة الديون سلبا على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية.

- تؤثر تكلفة الأموال الخاصة سلبا على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية.

أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف والتي نوضّحها في النقاط الموالية:

- التعرّف على مختلف المصادر التمويلية للمؤسسة التقليدية منها والحديثة، وكيفية حساب تكلفة كل مصدر؛
- الإشارة إلى النظريّات المختلفة التي حاولت تفسير علاقة الهيكل المالي وتكلفة التمويل بقيمة المؤسسة؛
- توضيح مفهوم قيمة المؤسسة ومختلف طرق تحديدها وأبرز النظريّات المفسّرة للقيمة؛
- قياس أثر تكلفة التمويل على قيمة عيّنة من المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا.

أهمية الدراسة:

تنبع أهميّة الدراسة من تلك الأهميّة التي توليها الإدارة المالية للمؤسسة إلى تعظيم قيمة المؤسسة بأقل تكلفة تمويلية ممكنة، فتحقيق هذا الهدف هو من أولوياتها من أجل كسب رضا جميع الأطراف ذات الصلة بالمؤسسة أو ما يعرف بأصحاب المصالح.

حدود الدراسة:

اقتصرت **الحدود المكانية** للدراسة على مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا والتي بلغ عددها 150 مؤسسة، بينما **الحدود الزمنية** فقد تمثّلت في الفترة الممتدّة ما بين سنتي 2015 و2022.

منهج الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة والإجابة على إشكاليّتها قمنا باستخدام ثلاث مناهج والتي تمثّلت:

- **أوّلا:** المنهج الوصفي وذلك من أجل الإحاطة بمختلف المفاهيم والأسس المرتبطة بالتمويل وتكلفته، وكذلك قيمة المؤسسة والمقاربات التي تسمح بتحديدها؛
- **ثانيا:** المنهج التاريخي وذلك بغرض الرجوع للخلفية النظريّة لموضوع الدراسة، حيث تمّ عرض أهم النظريّات المفسّرة للعلاقة التي تربط بين الهيكل المالي وتكلفة التمويل بقيمة المؤسسة، وكذلك النظريّات التي تفسّر القيمة؛
- **ثالثا:** المنهج الكمّي والذي تمّ استخدامه في الجانب التطبيقي للدراسة، بحيث تمّ إجراء مختلف الاختبارات الإحصائية التي تبعت تقدير نماذج الدراسة والتي تمّ فيها استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية الساكنة.

هيكل الدراسة:

تمّ تقسيم هذه الدراسة إلى مجموعة من الفصول والتي بدورها تنطوي على مجموعة من المباحث وذلك كما يلي:

الفصل الأوّل: تضمّن مبحثين الأوّل خصّص للتمويل وتكلفته، أين تمّ إعطاء نظرة شاملة حول التمويل وتكلفة التمويل التي تمّ عرضها بشكل مفصّل، حيث تمّ توضيح تكلفة كل مصدر تمويلي سواء كان تقليديا أو حديثا، هذا بالإضافة إلى التطرّق إلى أهم النظريّات المالية المفسّرة لموضوع الدراسة، أما المبحث الثاني فقد تضمّن مفاهيم أساسية حول القيمة وقيمة المؤسسة، إضافة إلى النظريّات المفسّرة للقيمة، ثم المرور إلى الطرق والنماذج التي تسمح بتحديد قيمة المؤسسة.

الفصل الثاني: وهو الفصل الذي خصّص لعرض الدراسات التجريبية السابقة، والتي تمّ ترتيبها على أساس النتائج المتوصّل إليها، إذ تمّ تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث، فتضمّن الأوّل الدراسات التي توصّلت إلى وجود أثر إيجابي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة، والثاني عرض الدراسات التي توصّلت إلى وجود أثر سلبي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة، أما المبحث الثالث فقد خصّص لتحديد موقع الدراسة الحالية من هذه الدراسات السابقة ومن ثمّة الخروج بأهم أوجه التشابه والاختلاف وكذا تحديد الفجوة البحثية.

الفصل الثالث: اشتمل هذا الفصل على ثلاث مباحث مخصّصة للجانب التطبيقي للدراسة، حيث تضمّن المبحث الأوّل مدخل إلى نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وفي المبحث الثاني الإطار المنهجي للدراسة القياسية والذي من خلاله تمّ التعريف بعيّنة ومجتمع الدراسة، وكذلك المتغيّرات والنماذج المستخدمة، أما المبحث الثالث فقد خصّص لتقدير النماذج القياسية ومن ثمّة تحليل ومناقشة النتائج التي تمّ الحصول عليها.

الفصل الأوّل

الأدبيات النظريّة لتكلفة التمويل وقيمة المؤسسة

تمهيد:

يشكّل التمويل تحدّيا بالنسبة للمؤسسات عامة وللإدارة المالية خاصة، إذ يجب على هذه الأخيرة ألا تقدم على اتخاذ أي قرار متعلّق بالتمويل إلا وهي آخذة بعين الاعتبار الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وهذا من جهة، ومن جهة أخرى الأخذ بعين الاعتبار الأهداف المالية للمؤسسة ومدى توافقها مع قدراتها المالية، وفي مقدّمة هذه الأهداف المالية بل وأهمّها نذكر تعظيم قيمة المؤسسة والتي لا تعتبر مستقلة بحدّ ذاتها بل هي محلّ تأثير مجموعة من العوامل أبرزها تكلفة التمويل، فالمصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة متعدّدة ومتنوّعة بين ما هو تقليدي وما هو حديث أو ما بات يعرف بالتمويل المتخصّص، فلكل مصدر تكلفة يجب تحمّلها من أجل الحصول على الأموال. وعليه فإنّه يتعيّن على الإدارة المالية أن تكون على دراية تامّة بمختلف هذه المصادر التمويلية وما يترتّب عنها من إيجابيات وسلبيات وكذا تكلفة كل منها، هذا إلى جانب الإلمام بمساهمة النظريّات المالية التقليديّة منها والحديثة في هذا الصدد. فالقرار التمويلي هو قرار مصيري يتعلّق بحياة المؤسسة ويجب أن يتّخذ بناء على أسس علمية صحيحة وسليمة.

وعلى هذا الأساس، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين؛ إذ سنحاول في المبحث الأوّل التطرّق إلى مختلف مفاهيم التمويل، المصادر التمويلية المختلفة وكذا تكلفة كل مصدر، فضلا عن الإشارة إلى مساهمات النظريّة المالية في تفسير العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة، أما المبحث الثاني فسيخصّص للتأصيل النظري لقيمة المؤسسة أين سيتمّ الإلمام بالأنواع المختلفة لقيمة المؤسسة ومقاربات تحديدها، وكذلك أهمّ النظريّات المفسّرة للقيمة.

المبحث الأول: التأصيل النظري للتمويل

بالنسبة للمؤسسة التمويل هو دعامة لديناميكية نشاطها الرئيسي وركيزة للبقاء والاستمرارية، والحصول عليه يجعلها تتكبّد بعض التكاليف التي قد تكون مرتفعة أو منخفضة حسب المصدر التمويلي الذي تقوم باختياره بعد الاحتكام لمجموعة من القيود، وقد درست النظريّات المالية التمويل من حيث الكيفيّة التي تجعل المؤسسة تشكّل مزيجا تمويليا قد ينعكس بشكل إيجابي أو سلبي على قيمتها.

المطلب الأوّل: ماهية التمويل

الفرع الأول: مفهوم التمويل

تتعدّد مفاهيم التمويل إذ لا يوجد مفهوما شاملا للتمويل متفّق عليه، حيث يعرّف على أنّه عبارة عن عملية إمداد للمشروع بالأموال اللازمة وذلك في أوقات الحاجة إليها[1].

كما يعرّف على أنّه توفير المال اللازم للاستثمار مهما كان مصدره سواء التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) أو التمويل الخارجي[2].

وقد يعرّف على أنّه عملية الحصول على الأموال من أجل استعمالها في تمويل نشاط المؤسسة أو تطويرها، وهذه تعتبر النظرة التقليدية للتمويل، فالنظرة الحديثة للتمويل تعتبر التمويل على أنّه تحديد لأفضل مصدر متاح للأموال من بين مجموعة من المصادر وذلك بناء على دراسة كل من العائد والتكلفة[3].

تأسيسا على المفاهيم سابقة الذكر، يمكن تعريف التمويل على أنّه تلك الآلية التي تسمح للمؤسسة بالحصول على الأموال من مصادر مختلفة بغية سدّ الاحتياجات المالية ومن ثم ضمان استمرار النشاط، كما قد يكون هذا الحصول على الأموال بغرض تطوير المؤسسة أكثر.

الفرع الثاني: خصائص التمويل

يترتّب عن كل مصدر تمويلي جملة من الخصائص تسمح بتحديد الفوارق بينه وبين مختلف المصادر التمويلية الأخرى وتميّزه عنها. ومن بين هذه الخصائص نذكر ما يلي[4]:

---

[1] سالم صلال راهي الحسناوي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2017، ص33.

[2] أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي، **مدخل في التمويل والاستثمار**، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، العراق، الطبعة الأولى، 2014 ص22.

[3] بوراس أحمد، **تمويل المنشآت الاقتصادية**، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص24.

[4] مليكاوي مولود، **استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية**، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019، ص ص 53-56.

- **الاستحقاق:** والذي يقصد به التاريخ الذي يتعيّن فيه على المقترض دفع ما عليه إلى المقرض وهذا بالنسبة للقروض والسندات، أما فيما يخصّ الأموال الخاصة فهي غير مرتبطة بتاريخ محدّد، ولكن في نفس الوقت يمكن للمستثمر طلب استرجاع أمواله ويكون ذلك عن طريق بيع حصته في المؤسسة أو من خلال تصفيتها في بعض الحالات.
- **الحق على الدخل:** إذ يوجد عناصر أساسية تبيّن الفرق بين الأموال الخاصة والأموال المقترضة من حيث الحق على الدخل تتمثّل في الأولوية، التأكّد ومقدار الدخل.
- **الحق على الموجودات(الأصول):** فتصفية المؤسسة والتي غالبا ما تكون في حالة عدم القدرة على التسديد والوفاء بالالتزامات في آجالها المحدّدة، وعدم القدرة على تحقيق الأرباح تجعل الاهتمام يصوّب نحو أصولها بما يجعل كل الأطراف ذات الصلة تحصل على حقوقها.
- **الإدارة والسيطرة:** إذ تقع مسؤولية إدارة المؤسسة على حملة الأسهم العادية وهي في نفس الوقت حق من حقوقهم وذلك نظرا للمخاطر التي يتعرّض لها هؤلاء مقارنة بالأطراف الأخرى ذات الصلة بالمؤسسة، ولو أنّ حتى للمقرضين تأثير بشكل غير مباشر على إدارة المؤسسة من خلال ما قد يفرضونه في عقد الاقتراض من شروط وقيود، كتحديد النسب من الأرباح التي يتمّ توزيعها، وتكون المؤسسة مجبرة على قبول تلك الشروط حتى يتسنّى لها كسب رضا هؤلاء المقرضين، كما أنّ لأصحاب الأسهم الممتازة في بعض الأحيان الحقّ في التدخّل في شؤون إدارة المؤسسة ما إذا كانت تواجههم تهديدات لمصالحهم المختلفة.
- **المرونة:** فالتمويل عن طريق زيادة رأس المال يعتبر أقل مرونة من التمويل عن طريق الاقتراض، فهذا الأخير متوفّر بأشكال وتواريخ متنوّعة وبكميّات تتوافق والحاجة التمويلية، على عكس زيادة رأس المال الذي يكون في إطار محدّد يبرّر تكاليف الإصدار والإجراءات المرتبطة به.
- **الأثر على العوائد:** تساهم زيادة رأس المال في تآكل العوائد نظرا لأنّها تجعل قاعدة توزيع الأرباح أكثر توسّعا ومن ثمّ حقوقها في الخضوع للضرائب، في حين أنّ الاقتراض لا يكّلف المؤسسة إلا الفوائد والتي يخصم جزء منها عن طريق الضرائب.

المطلب الثاني: مصادر التمويل

غالبا ما تجد المؤسسة نفسها أمام العديد من المصادر التمويلية المتاحة والتي يستوجب عليها انتقاء الأفضل منها وفقا لمجموعة من المحدّدات، حيث تنقسم هذه المصادر إلى مصادر تقليديّة وأخرى حديثة وهي مبيّنة كالآتي:

الفرع الأوّل :المصادر التقليديّة للتمويل

تتمثّل المصادر التقليديّة للتمويل في تلك المصادر التي تعارفت المؤسسات على استخدامها وهي:

أوّلا :التمويل الذاتي(الداخلي): يتمثّل التمويل الذاتي في قدرة المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها أي من المصادر الداخلية الناتجة عن عملياتها الداخلية، وهو يعتبر بمثابة معيار تعتمد عليه بعض الأطراف عند تعاملها المالي مع المؤسسة، فالبنوك مثلا تشترط في بعض الأحيان على المؤسسات الراغبة في الحصول على القروض ألا يكون التمويل الذاتي أقل من نسبة محدّدة[5]. ويتشّكل التمويل الذاتي من أربع مكوّنات أساسية تتمثّل في الأرباح المحتجزة، الاحتياطات، المؤونات والاهتلاكات.

ثانيا: التمويل الخارجي: قد ترغب المؤسسة في عدم الاعتماد على التمويل الذاتي (الداخلي)، أو قد يكون غير كافيا لتغطية الاحتياجات المالية، ما يجعلها تنتقل لاستخدام مصادر التمويل الخارجي والتي تعتبر متعدّدة الأشكال وخاصة من حيث المدّة وهي تتمثّل فيما يلي:

1.مصادر التمويل طويلة الأجل: تتمثّل المصادر التمويلية طويلة المدى في تلك المصادر التي تتجاوز مدّة استحقاقها السنة والتي نذكرها كما يلي:

1.1 التمويل عن طريق الأسهم: الأسهم هي عبارة عن مستندات ملكية، تثبت حصّة صاحبها في رأس مال شركة معيّنة، حيث تخوّل الأسهم لصاحبها مجموعة من الحقوق من بينها: الحق في الحصول على الأرباح في حالة ما إذا ما تمّ تحقيقها وتقرّر توزيعها، الحق في التصويت، الحق في ممارسة الرقابة على مختلف الأعمال والمهام المنجزة في الشركة[6]. كما تعّرف الأسهم على أنّها عبارة عن شهادة تتيح لصاحبها امتلاك جزء من أصول الشركة المصدرة لهذه الأسهم والتي تعتبر قابلة للتداول، وعلى إثر ذلك يتحمّل مالك الأسهم الخسائر ويحصل على الأرباح في حالة توزيعها حسب النسبة التي قدّمها كمساهمة في الشركة، وغالبا ما تقوم الشركات بإصدار أنواع مختلفة من الأسهم تتناسب وميول المستثمرين تجاه المخاطرة والعائد[7].

وتنطوي الأسهم على عدّة أنواع **فحسب نوع الحصة المدفوعة من طرف المساهم** يوجد نوعين رئيسيين هما:

- **الأسهم النقدية**: وتتمثّل في الأسهم التي تدفع نقدا من طرف المساهمين عند الاكتتاب.

---

[5] مبارك لسلوس، **التسيير المالي: تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2004 ص36.

[6] الشبيري فارس ناصيف، غسان سالم الطالب، **مبادئ الإدارة المالية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص244.

[7] خالفي وهيبة، **مقارنة بين التمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية– دراسات اقتصادية–، المجلد 22، العدد 01، 2009، ص190.

- **الأسهم العينية:** وهي تلك الأسهم التي تكون محدّدة بقيمة الأصول (الموجودات)، حيث تحدّد قيمة هذه الأصول من قبل خبراء معتمدين وهذا حتّى لا يكون هناك نوع من المغالاة في تقدير قيمتها[8].

أما حسب شكل الإصدار فيوجد ثلاث أنواع وهي:

- **أسهم لحاملها:** هي أسهم لا يدّون عليها اسم مالكها بل من يحملها هو من يعتبر مالكها، والتنازل عن هذه الأسهم يكون بتسليمها من يد إلى يد، وحتى يعطى لحاملها كامل الحقوق مثل توزيعات الأرباح يكفي تقديمها أمام الجمعية العامة، ولا تقدم المؤسسات على إصدار هذا النوع من الأسهم إلا بعد دفع كامل قيمتها عند الاكتتاب.
- **السهم لأمر:** ويسمى كذلك بالسهم الإذني، اسم صاحب السهم يدوّن على الشهادة وهو مرتبط بالأمر أو الإذن ما يجعل ملكية هذا السهم تنتقل عن طريق التظهير الذي يتضمّن انتقال الملكية من طرف إلى طرف آخر وهذا دون الرجوع للشركة. وفي ظل هذا النوع من الأسهم تضع الشركات شرط دفع القيمة الاسمية للسهم كاملة.
- **الأسهم الاسمية:** هي عبارة عن أسهم تتضمّن اسم حاملها على وجه الشهادة (الصكّ) على أن يقيّد في سجّلات الشركة المصدرة، كما تتاح إمكانية بيع هذه الأسهم من طرف مالكها لشخص آخر، حيث يتمّ تسجيل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة وتسجل بيانات المالك الجديد في جدول التنازلات، إذ تحتوي هذه البيانات على كل من اسم المالك وجنسيته وموطنه، بالإضافة إلى نوع السهم والشركة المصدرة له، وأيضا ما تمّ دفعه من قيمة السهم، فكل مالك لسهم يعدّ شريكا بما قام بالاكتتاب به وهذا الأمر يمكّن من تحديد القيمة المتبقيّة في ذمّته[9].

كما يوجد شكل آخر من الأسهم والذي يصنّف **حسب الحقوق** إذ يندرج ضمن هذا التصنيف نوعين هما:

1.1.1الأسهم العادية

هي ورقة مالية تمثّل ملكية قابلة للتداول، ليس لحاملها أي ميزة خاصة في الحصول على الحقوق بالمقارنة مع الأسهم الممتازة مثلا، وهذا سواء في الحصول على توزيعات الأرباح أو الحصول على قيمة الأصول في حالة تصفية المؤسسة. ويتمّ طرح هذه الأسهم للاكتتاب العام من خلال عرضها على الجمهور، أو تعرض للاكتتاب الخاص وذلك

[8] جابر عبد العزيز، **بورصة الأوراق المالية: الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية**، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص ص 62-63.

[9] مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي**، مركز النشر العلمي، جامعة الملك بن عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2010، ص 12.

بعرضها على مجموعة من المستثمرين الذين يتمّ اختيارهم لهذا الغرض، وتجدر الإشارة إلى أنّ الأسهم العادية يمكن إصدارها في أي وقت وليس فقط عند إنشاء الشركة[10]. وللأسهم العادية مجموعة من القيم تتمثّل في[11]:

- **القيمة الاسمية:** تمثّل قيمة السهم عند إصداره لأوّل مرة، أي عند عملية الاكتتاب أين تدوّن عليه وهي القيمة التي يحسب على إثرها رأس مال المؤسسة.
- **القيمة السوقية:** تتمثّل في تلك القيمة التي يحدّد بناء عليها سعر السهم في سوق الأوراق المالية، فهذه القيمة قد ترتفع أو تنخفض، حيث يتوقّف ذلك على مركزها المالي ومدى تحقيقها للأرباح ونجاح مشاريعها.
- **القيمة الدفترية:** تتجسّد فيما يقدّمه المساهمين من أجل تمويل المؤسسة مقابل كل سهم من أسهمها.
- **قيمة التصفية:** وهي ذلك الجزء من السهم من قيمة تصفية أصول المؤسسة بعد أن يتمّ تسديد كافة حقوق حملة الأسهم الممتازة والدائنين[12].
- **القيمة الحقيقية:** هي القيمة التي تكون مبرّرة بالحقائق والوقائع المالية والاقتصادية، وهي تتمثّل في قيمة أصول المؤسسة، توزيعات الأرباح ومعدّلات النمو المتوقّعة، فهي تمثّل القيمة التي يتمّ خصمها للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين، يصطلح عليها أيضا بالقيمة العادلة، وتعدّ القيمة الحقيقية مرجعا للمقارنة بينها وبين الأسعار السائدة في السوق حتى يتمكّن المستثمرين من التعرّف على ما إذا كانت الأسهم مقيّمة بأكثر من قيمتها في حالة كان سعر السهم أكبر من القيمة الحقيقية، أو العكس؛ أي أنّ الأسهم مقيّمة بأقل من قيمتها وهي الحالة التي يكون فيها السعر أقل من القيمة الحقيقية[13].

2.1.1 الأسهم الممتازة:

هي نوع من أنواع الأوراق المالية الهجينة، أي تلك التي تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات، فهي تعتبر أداة ملكية وأداة دين في نفس الوقت[14].

---

[10] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص201.

[11] فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، **مبادئ الإدارة المالية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص244.

[12] ناجي جمّال، **مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2012، ص52.

[13] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، **مدخل إلى الأسوق المالية**، دار الأيام للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص47.

[14] Moorad Choudhry et al, **Capital Market Instruments**: **Analysis and Valuation**, Palgrave Macmilan, Basingstoke United Kingdom 3rd Edition, 2010, p 430.

1.2.1.1 أنواع الأسهم الممتازة: تتمثّل أنواع الأسهم الممتازة فيما يلي[15]:

- **الأسهم الممتازة المجمّعة للأرباح:** وهي الأسهم التي يكون لحاملها الحق في الحصول على توزيعات الأرباح غير الموزّعة في السنوات السابقة.
- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** وهي الأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، وذلك بسعر محددّ وبعد فترة معيّنة، بالنسبة للمستثمر يكون أمامه خيار التحويل حسب مصلحته من ذلك، أما بالنسبة للمؤسسة فقرار التحويل يكون بغرض الحصول على التمويل بالأسهم العادية دون تكلفة.
- **الأسهم الممتازة المشاركة للأرباح (المتقاسمة للأرباح):** هي الأسهم التي تسمح لحاملها بالحصول على حصة إضافية من الأرباح بعد أن يحصل على حصّته التي تحدّد في شهادة الإصدار، وذلك بمشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح.
- **الأسهم القابلة للاستدعاء:** حيث يكون للمؤسسة المصدرة لهذا النوع من الأسهم الحق في استدعاء الأسهم الممتازة وإرجاع قيمتها للمستثمر، وغالبا ما يتمّ منح علاوة للمستثمر تسمّى بعلاوة الاستدعاء، وهي علاوة على القيمة الاسمية للسهم.

3.1.1 التمويل بالسندات:

السندات؛ هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تمثّل دينا على الجهة المصدرة لها سواء كانت هذه الجهة المصدرة مؤسسة، حكومة أو الجماعات المحلية، يحصل لقاء ذلك حامل هذه السندات على معدل فائدة[16].كما تعرّف السندات على أنّها التزام مالي تعاقدي مكتوب، يلتزم على إثره المصدر للسند بتسديد مدفوعات لحامل السند والمتمثّلة في الفائدة وأصل المبلغ وذلك خلال عدد محدود من السنوات[17].

1.3.1.1 أنواع السندات: تنطوي السندات على مجموعة من الأنواع وذلك كما يلي:

- **تصنيف السندات على أساس شكل الإصدار:** تقسّم السندات وفقا لهذا الأساس إلى نوعين وهما:

[15] دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص ص 205-206.

[16] نعيمة العربي، فوزية قديد، **الصكوك كتقنية حديثة وناجعة لجلب الأموال وأقل مخاطرة من السندات**، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 04، العدد 01، 2021، ص390.

[17] سلطان مونية، **السندات والأسهم والأوراق المالية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2018، ص55.

أ. **سندات لحاملها:** وهي السندات التي لا تتضمّن اسم المستثمر، حيث تنتقل ملكية السندات عبر الاستلام فقط وهي تعطي لحاملها الحق في الحصول على فائدة عند حلول تاريخ الاستحقاق، تحصّل بعدما ينزع الكوبون الخاص بالسند، وفي هذه الحالة لا يوجد أي سجل للملكية لدى الجهة المصدرة.

ب. **سندات اسمية أو مسجّلة:** وهي السندات التي تحمل اسم مالكها، في ظل هذا النوع من السندات يوجد سجل للملكية لدى الجهة التي أصدرت السندات، أين قد تسجّل بشكل كامل بحيث يضمّ التسجيل كل من المبلغ الأصلي والفائدة، وقد تسجّل بشكل جزئي أين يحتوي التسجيل على المبلغ الأصلي فقط، وتكون الفائدة مكتسبة لشكل الكوبون كما هو عليه الحال في السندات لحاملها والتي تنتزع كذلك عند موعد الاستحقاق.

- **تصنيف السندات على أساس الأجل:** تبعا لهذا التصنيف نميّز بين نوعين أساسيين من السندات وهما[18]:

أ. **سندات طويلة الأجل:** وهي سندات تتعدّى مدّتها السنة الواحدة، يتم تداولها في سوق رأس المال، وهي صادرة بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي تصدر بها السندات قصيرة الأجل.

ب. **سندات قصيرة الأجل:** وهي سندات لا تزيد مدّتها عن السنة الواحدة، يتمّ تداولها في السوق النقدي وتعتبر سندات الخزينة كمثال على ذلك، أبرز ما يميّز هذا النوع من السندات هو ارتفاع سيولتها وانخفاض درجة المخاطرة زيادة على كونها تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نوعا ما.

- **تصنيف السندات على أساس القابلية للاستدعاء:** حسب هذا التصنيف تنقسم السندات إلى[19]:

أ. **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي لا يمكن للجهة المصدرة استدعاؤها لأيّ سبب كان، أي تبقى لدى حاملها إلى غاية تاريخ الاستحقاق.

ب. **سندات قابلة للاستدعاء:** هي سندات تسدّد قيمتها قبل حلول موعد الاستحقاق، وهي تصدر بمعدلات فائدة مرتفعة مقارنة بالسندات غير القابلة للاستدعاء، وتجدر الإشارة إلى أنّ هذا النوع من السندات في حدّ ذاته ينطوي على نوعين، سندات مطلقة والتي يمكن للجهة المصدرة استدعاؤها في أي وقت، وسندات مؤجلة حيث لا يمكن استدعاؤها في أي وقت بل بعد مرور مدّة معيّنة على إصدارها تكون أحيانا بين 05 و10 سنوات.

[18] شريط صلاح الدين، **مبادئ الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص ص92-93.

[19] يسرى مهدي حسن، زهرة خضير عباس، **السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية**، مجلة دراسات دولية، العدد 67، 2016، ص37.

- **تصنيف السندات على أساس الضمان:** تنقسم السندات حسب هذا التصنيف إلى قسمين كذلك وهما[20] :

أ. **السندات المضمونة:** هي تلك السندات التي تكون مقرونة بضمان، أي التي لحاملها الحق في التصرّف في الأصل محل الضمان في حالة عدم وفاء المدين بتسديد مبلغ أصل السند والفوائد المترتّبة عليه.

ب. **السندات غير المضمونة:** وهي السندات التي لا تكون مرتبطة بأي ضمان، يطلق عليها أيضا بالسندات العادية.

- **تصنيف السندات من حيث القابلية للتحويل:** ونجد منها:

أ. **السندات القابلة للتحويل:** هي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية بسعر معيّن لكل سهم، إذ تصدر وفق نصّ قانوني يحدد لحاملها المهلة التي تجعله يستخدم فيها حق التحويل.

ب. **السندات غير القابلة للتحويل** : هي سندات لا يمكن تحويلها إلى أسهم، يتمّ إصدارها في أغلب الأحيان بمعدلات فائدة أعلى من تلك القابلة للتحويل[21].

- **تصنيف السندات حسب طبيعة معدّل الفائدة:** ومنها:

أ. **سندات ذات معدّل فائدة ثابت:** هي تلك السندات التي تكون فيها معدّلات الفائدة ثابتة طوال مدّة السند والعوائد الخاصة بها هي الأخرى تكون ثابتة خلال هذه المدّة.

ب. **سندات ذات معدّل فائدة متغيّر:** وهي السندات التي تكون فيها معدّلات الفائدة قابلة للتعديل، إذ تتغيّر هذه المعدّلات مع تغيّر أسعار الفائدة في السوق، يحصل حامل هذه السندات على عوائد متغيّرة[22].

ج. **سندات ذات المعدّل الصفري:** هي سندات لا تتضمّن معدّل فائدة (معدّل الكوبون)، فهي تعطي لحاملها الحق في تدفّق نقدي يكون مساويا للقيمة الاسمية للسندات والتي تباع بخصم عليها، ويكون هذا التدفّق النقدي في تاريخ الاستحقاق فقط أي ليس في الفترة ما بينه وبين تاريخ الإصدار[23].

- **السندات الخضراء:** لقد ظهر نوع آخر من السندات تمّ ضبطه مع تداعيات تبنّي التمويل الأخضر وتتمثّل في السندات الخضراء، إذ تعرّف السندات الخضراء على أنّها ورقة مالية تمثّل دينا يتمّ إصدارها من أجل زيادة رأس المال لدعم المشاريع البيئية أو الصديقة للبيئة أو ذات العلاقة بالمناخ. تمّ إصدارها لأوّل مرة من طرف بنوك التنمية متعدّدة

---

[20] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، **مدخل إلى الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص333.

[21] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، نفس المرجع، ص334.

[22] Peyrard Josette, **La Bourse**, Vuibert Entreprise, Paris, France, 9éme Edition, 2000, pp32-34.

[23] Jonathan Berk et al., **Finance D'entreprise**, Pearson Education, France, 2008, p220.

الأطراف (MDB) سنة 2007، وتمثّل السندات الخضراء مصدرا تمويليا أقل تكلفة من القروض المصرفية وكذلك من ناحية القيود والالتزامات المطلوبة للحصول على هذا النوع من التمويل[24].

4.1.1 الائتمان المصرفي:

يعرّف على أنه ثقة * البنك تجاه طرف ما من أجل أن يقدّم له مبلغا من المال مقابل عائد وضمانات، يكون ذلك وفق شروط معيّنة وغرض معيّن[25].

كما يعرّف على أنّه توفير للأموال اللازمة للمؤسسات والأفراد على أن يكون هناك تعهّد من طرف المدين يقتضي تسديده لتلك الأموال والفوائد والعمولات المرتبطة بها، إمّا في شكل أقساط أو دفعة واحدة وهذا خلال تواريخ محدّدة[26].

1.4.1.1 أنواع الائتمان المصرفي: ونخصّ بالذكر هنا أنواع الائتمان المصرفي طويل الأجل[27]:

أ. **القروض متوسّطة الأجل:** هي قروض لا تتجاوز مدّتها 07 سنوات، موجّهة أساسا لتمويل المعدّات والآلات ... إلخ.

ب. **القروض طويلة الأجل:** هي قروض قد تصل مدّتها إلى 20 سنة، موجّهة لتمويل المشاريع الكبيرة والتي تحتاج إلى مبالغ ضخمة لا تستطيع المؤسسة توفيرها بمفردها، ويرجع ذلك أيضا لمدّة هذه المشاريع والفترات الزمنية الطويلة التي تسبق تحصيل العوائد الخاصة بهذه المشاريع.

2. التمويل قصيرة الأجل

1.2 الائتمان التجاري: هو عبارة عن آلية تمويلية قصيرة المدى وهو يتجسّد في حصول المؤسسة على مشتريات آجلة من مورّديها، وهو يعدّ كمصدر تمويلي مجاني في ظل غياب الخصم النقدي[28].

---

[24] Asian Development Bank Institute, **Green Bonds for Financing Renewable Energy and Energy Efficiency in Southeast Asia**: **A Review of Policies**, Working Paper Series, No 1073, January 2020, p04.

[25] ثامر علي النويران، **إدارة مخاطر الائتمان في القطاع المصرفي السعودي: دراسة مقارنة بين الإسلامية والتقليدية**، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2021، ص110.

[26] سليم موساوي، **أثر التمويل عن طريق الائتمان المصرفي على الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة 1990-2013**، مجلة معارف، المجلد 10، العدد 19، 2015، ص306.

* اشتقت كلمة الثقة في الائتمان من أصلها اللاتيني credit والتي تعني الثقة والأمانة.

[27] إسماعيل إبراهيم عبد الباقي، **إدارة البنوك التجارية**، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016، ص ص 258-259.

[28] زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، **التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2010، ص198.

2.2الائتمان المصرفي (قصير الأجل): بعد أن سبق وقد تطرّقنا لأنواع الائتمان المصرفي طويل الأجل سنتطرّق إلى أنواع الائتمان المصرفي قصير الأجل والمتمثّل في:

أ. **القروض العامة**: هي قروض مخصّصة لتمويل الأصول المتداولة بصفة كلّية، وهذا ما جعلها تسمّى بالقروض العامة أي عدم تخصّصها في تمويل نوع محدد من الأصول المتداولة، غالبا ما يتمّ اللجوء إليها من أجل مواجهة الصعوبات المالية المؤقتة، لها تسميات أخرى على غرار: قروض الخزينة والقروض عن طريق الصندوق[29]. وتتفرّع عن هذا النوع من القروض مجموعة من الأنواع نذكرها كالآتي:

- **تسهيلات الصندوق**: هي عبارة عن قروض قصيرة الأجل الهدف منها هو تعويض الفجوة بين إيرادات المؤسسة ونفقاتها، ويراعي البنك قبل منحه لهذه التسهيلات مجموعة من الشروط أبرزها هو أن يكون رأس المال العامل موجبا[30].
- **السحب على المكشوف**: هو عبارة عن قرض قد تمتد فترته من 15 يوما إلى سنة، يتمثّل في إبقاء حساب العميل لدى البنك مدينا طيلة فترة القرض في حدود مبلغ ما، ما يميّزه هو أنه يوجّه لتمويل النشاط الذي تزاوله المؤسسة كشراء سلعة انخفض سعرها في السوق، على عكس تسهيلات الصندوق الموجّهة بالأساس لتمويل الاختلال بين نفقات وإيرادات المؤسسة[31].
- **القروض الموسميّة**: هي قروض موجّهة للمؤسسات التي تمارس نشاطات فصلية أو موسميّة مدّتها لا تتجاوز السنتين كأقصى حدّ، حيث تغطّي هذه القروض الجزء الأكبر من الاحتياجات التمويلية والتي غالبا ما تكون نتيجة الفارق الزمني بين الإيرادات والنفقات.
- **قروض الربط**: هي القروض التي تكون سابقة لعملية مؤكّدة أو شبه مؤكّدة الإنجاز بمعنى إبرام الصفقة، فمثلا اتفاق المؤسسة مع البنك أو مؤسسة مالية على تمويل مشروع فإن هذا الاتفاق لا يتمّ تجسيده على أرض الواقع مباشرة بعد توقيع العقد، وهذا التأخّر يضع المؤسسة المستفيدة من التمويل أمام ضرورة طلب تسبيقات على أن تحصل على القرض الحقيقي لاحقا[32].

---

[29] الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2010، ص58.

[30] Benkrimi Karim, **Crédit Bancaire et Economie Financière**, El Dar El Othlania Edition et Distribution, Alger, Algérie, 2010, p15.

[31] الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص59.

[32] سليمان ناصر، **التقنيات البنكية وعمليات الائتمان**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2012، ص 53.

ب. **القروض الخاصة:** هي تلك القروض الموجّهة لتمويل نوع محدّد من الأصول المتداولة، أي أنّها لا توّجه لتمويل الأصول المتداولة بصفة إجمالية[33]. وهي الأخرى تنقسم إلى مجموعة من الأشكال نوضّحها كما يلي:

- **تسبيقات على البضائع:** هذا النوع من القروض موجّه بصفة أساسية إلى المؤسسات التي تعاني من معيقات في تحصيل مبالغ البضائع التي قامت ببيعها، إلا أنّ المؤسسة أو العميل بصفة عامة عليه تقديم الفواتير الخاصة بهذه البضائع للبنك مع اشتراط أن تدفع قيمة هذه الفواتير في حساب العميل المفتوح لدى نفس البنك وذلك في نسبة لا تتجاوز 80% من المبلغ الكلّي للديون غير المدفوعة.
- **تسبيقات على الصفقات العمومية:** يشبه هذا النوع من القروض النوع السابق، ولكن الاختلاف بينهما يكمن في كون أنّ المؤسسات التي تقبل على طلب هذا القرض يتمحور نشاطها في بناء المشاريع العمومية أو غيرها من الخدمات الأخرى، فالفاصل الزمني بين التقدّم في إنجاز المشروع وتنفيذ الميزانية المالية الخاصة به يجعل المؤسسة تطلب هذا القرض والذي لا تتجاوز مدّته 90 يوما ليتمّ تجديده إلى غاية أن يصل لمدّة سنة وقد تطلب المؤسسة تجديد ملف القرض مرّة أخرى[34].
- **الخصم التجاري:** هو عبارة عن عملية ائتمانية تتلخّص في قيام البنك بتقديم سيولة للعميل عبر شرائه لورقة تجارية من حاملها قبل حلول تاريخ الاستحقاق، على أن يحصل البنك على هذا الدين عندما يحلّ موعد الاستحقاق وذلك مقابل سعر الخصم والذي يقتطع من قيمة الورقة[35].

ج. **القروض بالالتزام (القروض عن طريق الإمضاء):** هي قروض تتجسّد في توقيع البنك لعميله من أجل ضمان التزام هذا الأخير تجاه طرف ثالث، إذ لا يكون ذلك عن طريق دفع للأموال[36]. وهي تأخذ ثلاث أشكال:

- **القبول:** عبارة عن وثيقة تصدر من مؤسسة ويتمّ ضمانها من طرف البنك، مدّة هذه الوثيقة تتراوح بين يوم واحد و90 يوما ويكون ذلك مقابل عمولة، وهي تختلف عن الأوراق التجارية في نقطتين أساسيتين هما:

[33] الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص62.

[34] عبد القادر بحيح، **الشامل لتقنيات أعمال البنوك**، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2013، ص ص، 261-262.

[35] Benkrimi Karim, **Crédit Bancaire et Economie Financière**, Op. Cit, p31.

[36] Jean-Mark Béguin, Arnaud Bernard, **L'essentiel des Techniques Bancaires**, Edition Eyrolles, Paris, France, 2008, p256.

القبول يكون مضمونا من طرف البنك والمبالغ التي يتمّ التعامل بها تكون أقل من تلك المتعامل بها في الأوراق التجارية[37].

- **الضمان:** يتمثّل في التزام يمنحه البنك من أجل ضمان تنفيذ التزامات قبل بها العميل لدفع مبلغ معيّن[38].
- **الكفالة:** التي هي عبارة عن تعهّد مكتوب يلتزم وفقه البنك بكفالة عميله، وذلك تجاه طرف آخر بجزء من مبلغ معيّن، حتى يكون بمثابة ضمان لوفاء العميل بالتزاماته تجاه هذا الطرف خلال فترة زمنيّة محددّة[39]. وتوجد مجموعة من أنواع الكفالات أهّمها الكفالات الجمركية والكفالات على الصفقات العمومية.

الفرع الثاني المصادر الحديثة للتمويل

أوّلا : عقد تحويل الفاتورة (الفاكتورينغ)[40]

هو شكل من أشكال التمويل السريع لأنشطة شركة ما، والذي يكمن في أنّ المؤسسة يسمح لها بالبيع بناء على مبادئ الائتمان التجاري، بحيث أنّ المؤسسات المتخصّصة في تحويل الفاتورة هي من تقوم بتحصيل المستحقّات وذلك مقابل عمولة تتلقّاها هذه المؤسسات. والهدف من هذه العملية يتمثّل في حصول المؤسسة على السيولة النقدية قبل تاريخ التحصيل[41]. كما يعرّف على أنّه هو عبارة عن شكل من أشكال التمويل التجاري الذي ينطوي على بيع الحسابات مستحقة القبض بخصم، وهو يضمّ ثلاثة أطراف تتمثّل في: الطرف الذي يبيع المستحقات، الزبون أو المدين بحساب والعامل[42]. وكانت هذه المفاهيم الخاصة بعقد تحويل الفاتورة العادي حيث يوجد نوع آخر من عقد تحويل الفاتورة والذي يتمثّل في **عقد تحويل الفاتورة العكسي** وهو اتفاق يتمّ بين شركة (وهي المدين) ومؤسسة مالية متخصّصة (العامل) أين يقوم المورّد بتحويل الفواتير إلى هذه الأخيرة والتي بدورها تتعهّد بتسديد قيمة هذه الفواتير على الفور مقابل خصم[43].

---

[37] Robert Brien et al, **Analyse Financière et Gestion Budgétaire**, Chenelière Education, Québec, Canada, 2017, p229.

[38] Jean-Mark Béguin, Arnaud Bernard, **L'essentiel des Techniques Bancaires**, Op. Cit., p257.

[39] سليمان ناصر، مرجع سابق، ص 62.

[40] يسمّى كذلك بالعومِلة والتخصيم.

[41] Małgorzata Wilczyńska, **Factoring as a Source of External Financing of Enterprises in Poland**, Perspectives Journal on Economic issues, N02, 2015, p21.

[42] Alayermi Sunday et al, **Factoring as Financing Alternative**: **Reasons for Non Patronage in Nigeria**, American Journal of Economics, Finance and Management, Vol 01, N05, 2015, p504.

[43] https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/reverse-factoring تمّ الولوج إلى الموقع في 2022/02/13 على الساعة 09:50.

ثانيا: التمويل التأجيري

يعرّفه Luc Bernet-Rollande على أنّه تقنية تمويلية تستخدم من طرف البنوك والمؤسسات المالية المتخصّصة، إذ تحصل على عقارات أو أصول منقولة لتؤجّرها لمؤسسة أخرى والتي تقوم بإعادة شرائها بقيمة متبقيّة عند انتهاء مدّة العقد، والتسديد يكون بأقساط متّفق عليها[44].

أما **المفهوم المحاسبي للتمويل التأجيري** فقد عرّفه مجلس المبادئ المحاسبية الأمريكي (APB) على أنّه اتفاق تعاقدي بين المؤجّر ينتقل بمقتضاه إلى المستأجر حق استعمال أصول حقيقية أو معنوية مملوكة من طرف المؤجّر وذلك لمدّة محدّدة لقاء عائد معيّن يتم الاتفاق عليه[45].

كما يتمثّل **المفهوم الاقتصادي** للتمويل التأجيري في كونه عبارة عن عقد يلتزم بمقتضاه أحد الأطراف وهو المستأجر بالدفع لطرف آخر يتمثّل في المؤجّر مجموعة من الدفعات الدورية والتي تفوق ثمن شراء الأصل محل التعاقد، وغالبا ما تكون هذه الدفعات المسدّدة ممتدّة إلى غاية تغطية جزء كبير من العمر الاقتصادي للأصل.

للتمويل التأجيري أشكال مختلفة إلا أنّه يوجد شكلين رئيسيين الأكثر انتشارا واستخداما هما:

- **التأجير التمويلي**: هو الذي تكون فيه الملكية للمستأجر وهو من يتحمّل الخسائر والتكاليف كالصيانة، كما تتاح إمكانية الاتفاق حول شراء هذا الأصل بصفة نهائية من طرف المستأجر بسعر يتمّ التفاوض عليه.
- **التأجير التشغيلي**: هو الذي لا تمنح فيه الملكية للمستأجر، بل له الحق في استخدام الأصل فقط، كما قد يكون مقيّدا بإجراء بعض التحسينات أو التعديلات على الأصل بإذن من المؤجّر، ما يميّز هذا النوع من التأجير أنّ المؤجّر هو من يتحمّل الخسائر[46].

ثالثا: رأس المال المخاطر

هو عبارة عن تقنية أو طريقة تسمح بتمويل المشاريع الاستثمارية التي تتّسم بارتفاع درجة المخاطر وذلك من قبل شركات تدعى شركات رأس المال المخاطر، هذه التقنية التمويلية لا تشمل التمويل النقدي فقط وإنما تقوم على

---

[44] معراج هواري، حاج سعيد عمر، **التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس**، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2013، ص62.

[45] سالم صلال راهي الحسناوي، **التأجير التمويلي وتطبيقات مختارة**، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015، ص35.

[46] Anneleen Michiels et al, **Leasing as an Alternative Form of Financing within Family Businesses**: **The Important Advisory Role of the Accountant**, Sustainability, Vol 13, Issue 12, 2021, p04

المشاركة أيضا، بحيث لا تكون هناك أيّة ضمانات للعائد أو رأس مال هذه الشركات فتتحمّل الخسارة في حالة فشل المشروع سواء كانت خسارة كلّية أو جزئيّة[47].

وحسب كل من Ducobage و Rivaud Danset (2006) فإنّ رأس المال المخاطر ينطوي على ثلاث مفاهيم أساسية وهي[48] :

- **المفهوم الدقيق**: وهو يعني الاستثمار في رأس مال مؤسسة ناشئة في مجال التكنولوجيا بغرض تحقيق مكاسب رأسمالية كبيرة في المستقبل.
- **المفهوم الأوسع**: يعني تعزيز ودعم الأموال الخاصة للمؤسسات من أجل تعويض النقص في رأس مال هذه الأخيرة.
- **المفهوم المطلق**: يقصد برأس المال المخاطر وفقه تمويل المؤسسات الحديثة وحتى القديمة والتي تسعى للحصول على التمويل بغية دعم النمو أو منتجاتها.

1.تصنيف رأس المال المخاطر: توجد خمسة أصناف لرأس المال المخاطر وهي[49] :

- **رأس المال المبدئي**: المستثمرون في رأس المال المبدئي يعملون على توفير وجلب رأس المال، وكذلك الخبرات إلى المشاريع التي تكون قيد البحث والتطوير.
- **رأس المال الاستثماري**: ويتمثّل في تقديم التمويل على شكل أموال خاصة أو شبه خاصة بالنسبة للمؤسسات التي تكون في مرحلة الإنشاء أو مقبلة على بداية النشاط.
- **رأس مال النمو**: أين يقبل المستثمرون على توفير التمويل على شكل أموال خاصة أو شبه خاصة من أجل دعم تطوير المؤسسة أو من خلال شراء حصص المساهمين.

---

47 Ezzat Molouk Kenawy, Mohamed Fathy Abd-el Ghany, **The Economic Importance of Venture Capital as New Funding Alternative with Reference to The Egyptian Experience**, Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol 02, Issue 04, 2012, p3599.

48 Dagobert NGONGANG, Annette MOTSOGUEM, **Analyse du Recours au Capital-Risque par les PME Camerounaises**, Journal of Academic Finance, Vol 08, N 01, 2017, p03.

49 EL KIHAL Amal, HATTAB Samia, **Le Financement par Capital Risque au Maroc**, Revue Internationale des Sciences de Gestion, Vol 02, N 04, 2019, pp295-296.

- **انتقال رأس المال:** تتشكّل مرحلة انتقال رأس المال من الاستحواذ على حصة كبيرة من رأس مال المؤسسة الناضجة، وذلك عبر تكوين مزيج بين رأس المال والتمويل المصرفي.
- **تحويل رأس المال:** بحيث يوفّر المستثمرون التمويل اللازم من الأموال الخاصة للمؤسسات التي تعاني من بعض الصعوبات بما يسمح لها بالعودة إلى تحقيق الأرباح.

2.آلية عمل رأس المال المخاطر:

إنّ عملية التمويل باستخدام رأس المال المخاطر تمرّ بمجموعة من المراحل، إذ تكون البداية من حصول شركات رأس المال المخاطر على الأموال الكافية، ومن ثمّ يبدأ دور الطاقم الإداري لهذه الشركات والذي يتمثّل في دراسة الملفات المقدّمة والمفاضلة بينها من أجل انتقاء أفضل المؤسسات التي تكون ذات آفاق كبيرة للنمو، بعدها يتمّ عقد الاتفاق ووضع مختلف الشروط فتبدأ شركات رأس المال المخاطر في العمل على تزويد المؤسسات التي وقع عليها الاختيار من أجل تمويلها بكافة وسائل الدعم المالي والفنّي، أين تسخّر كافّة الجهود من أجل هدف واحد وهو الرفع من نمو المؤسسة عبر تقديم الاستشارات والتوجيه الصحيح، لتأتي آخر مرحلة بعد أن يتمّ تحقيق معدلات النمو المتوقّعة والتي تكون خلال فترة زمنية تتراوح بين ثلاث وعشر سنوات إذ يقرّر القائمين على شركات رأس المال المخاطر الانسحاب من المؤسسة من خلال أحد طرق الانسحاب(الخروج) ويتيح لهم ذلك تحقيق عوائد بما يسمح بإعادة استثمارها[50].

رابعا: التمويل الجماعي

هو عبارة عن آلية تمويلية تستخدم في تمويل المشاريع وكذلك المبادرات من خلال جمع الأموال من عدد كبير من الأفراد عبر منصات الكترونية، يكون الهدف منه هو جمع الموارد المالية[51].

[50] تامين عبد الكريم، حريد رامي، **أثر جائحة فيروس كورونا على رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية**، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 05، العدد 01، 2022، ص98.

[51] فصيل شياد، **التمويل الجماعي الإسلامي فرص بديلة للتمويل العربي**، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 08، العدد 01، 2019، ص239.

كما يعرّف التمويل الجماعي على أنّه عملية يتمّ على أساسها جمع الأموال والتي تكون في غالب الأحيان عبارة عن مبالغ مالية صغيرة من مجموعة كبيرة من الأشخاص، يتيح هذا النوع من التمويل إمكانية التخلّي عن الوساطة المالية التقليدية[52].

1.أنواع منصّات التمويل الجماعي: يوجد أربع أنواع رئيسية لمنصّات التمويل الجماعي والتي نوضحّها كما يلي:

1.1 التمويل الجماعي القائم على التبرّعات: تختصّ منصّات هذا النوع من التمويل الجماعي في القيام بجمع التبرّعات دون أي توقيع للعقود من أجل دعم المبادرات الإنسانية والخيرية، من بين هذه المبادرات المدعّمة من طرف هذا النوع من المنصات نجد: تقديم المساعدة والإغاثة في حالة حدوث الكوارث.

2.1 التمويل الجماعي القائم على المكافآت: تقوم هذه المنصّات بجمع الأموال من الأفراد الراغبين في تدعيم المشاريع والأفكار الجديدة المبتكرة لقاء الحصول على مكافأة، هذه المكافأة لها أشكال مختلفة فيمكن أن تكون عبارة عن هدية رمزية أو الحصول على أوّل منتج أو خدمة تطرح من طرف المشروع المموّل في مرحلة إطلاقه.

3.1 التمويل الجماعي القائم على إقراض النظير للنظير: يسمّى أيضا بالإقراض الجماعي والتمويل الجماعي القائم على الديون، حيث يهتمّ بإقراض الأموال للمؤسسات والأفراد بعد تجميعها مقابل الحصول على فائدة، هذا النوع من المنصّات أصبح من أشدّ المنافسين للمؤسسات المالية والبنوك التي تقدّم قروضا[53].

4.1 التمويل الجماعي القائم على المشاركة في رأس المال : في هذا النوع من التمويل الجماعي يتمّ جمع الأموال من أجل المشاركة بها في رأس مال شركة معيّنة على أن يحصل هؤلاء المموّلين على عائد كلّ حسب المبلغ المقدّم في عملية المساهمة، عادة ما تكون هذه الأسهم عبارة عن أسهم عادية[54].

---

[52] أسماء بللعما، **التمويل الجماعي آلية مبتكرة لزيادة فرص تمويل المؤسسات الناشئة إشارة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا**، *مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة*، المجلد 05، العدد 02، 2020، ص04.

[53] هبة عبد المنعم، رامي يوسف عبيد، **منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية**، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2020، ص ص17-19.

[54] ملاك سلوى، بوخاري لحلو،"**منصات التمويل الجماعي الإسلامي بين النظرية والتطبيق مع الإشارة إلى بعض النماذج الناجحة في الدول العربية**، *مجلة رؤى اقتصادية*، المجلد 10، العدد 01، 2020، ص256.

5.1 التمويل الجماعي الإسلامي : إلى جانب الأنواع المذكورة سلفا من منصات التمويل الجماعي يوجد كذلك منصات أخرى متوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث تقوم بجمع الأموال والتبرّعات والهبات بغية تمويل المشاريع التي تتناسب مع مبادئ الشريعة الإسلامية[55].

خامسا: المستثمرين الملائكة (التمويل الملائكي)

هم عبارة عن مستثمرين يمتلكون ثروات مالية كبيرة يقومون بتمويل المؤسسات الناشئة وذلك عبر الديون القابلة للتحويل أو عن طريق الأموال الخاصة، وينطوي تمويل هذا النوع من المؤسسات على مخاطر كبيرة ما يجعلهم يطالبون بمعدل مرتفع من العائد نظير تقديمهم للتمويل اللازم[56].

المستثمر الملاك عبارة عن مصطلح يشير إلى أصحاب الثروات ورجال المال والأعمال الذين يعملون على تقديم التمويل بأموالهم الخاصة للمؤسسات الناشئة الساعية للنمو، ويتمّ ذلك بمقابل يتمثّل في الحصول على حصص معيّنة من المشاريع التي تمّ تمويلها، إذ تكون كل حصة على أساس قيمة التمويل[57].

سادسا: التمويل الإسلامي

هو عبارة عن عملية تقديم مال نقدي أو عيني من شخص لآخر يقوم بإدارة هذا المال والتصرّف فيه مقابل الحصول على عائد والذي يتوافق مع أحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية[58].

كما يعرّف التمويل الإسلامي على أنّه تقديم توليفة متنوّعة من مصادر الأموال بصيغ وآليات تتناسب وضوابط الشريعة الإسلامية وتتّسم بكفاءة تشغيلية من شأنها الإسهام في التنمية الاقتصادية والاجتماعية[59].

---

[55] Muhammad Huzaifah Kamaruddin, Muhammad Shahrul Ifwat Ishak, **Islamic Crowdfunding Platform as An Alternative Book Fundrasing Malaysia**, International of Islamic Economics and Finance Research, Vol03, N02, 2020, p15".

[56] Alina Dibrova, Business **Angel Investments**: **Risks and Opportunities**, Procedia – Social and Behavioral Sciences, Vol 207, Special Issue, 2015, p281.

[57] حجاب عيسى، عيشاوي وهيبة، **دور المستثمرين الملائكة في تمويل المشاريع المقاولاتية: دراسة حالة أوروبا خلال الفترة 2013–2016**، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدّمة، المجلد 04، العدد 01، 2019، ص26.

[58] علي محمد أحمد أبو العز، **الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي**، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، سوريا، 2016، ص08.

[59] هشام كامل قشوط، **مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي: دراسة منهجية في الأسس النظرية والتطبيقات العملية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2018، ص14.

1.صيغ التمويل الإسلامي: تعتبر الصيغ التمويلية الإسلامية مختلفة تماما عن الصيغ التمويلية التقليدية، إذ أنّ صيغ التمويل الإسلامي تستبعد عنصر الفائدة كلّيا من المعاملات، وكذلك كافّة المعاملات المحرّمة أو التي تتميّز بالشبهات، وترتكز على المعاملات المتناسبة مع الشريعة الإسلامية فقط، وهي شاملة لكل الأنشطة الاقتصادية. وتتمثّل هذه الصيغ التمويلية الإسلامية فيما يلي:

1.1 المرابحة: أو ما بات يعرف ببيع المرابحة للآمر بالشراء، وهي تعني تقدّم شخص للبنك والطلب منه شراء سلعة يرغب في تملّكها فيقوم هذا البنك بشرائها ثم بيعها لهذا الشخص فيسمّى هذا الأخير الآمر بالشراء ويسمى البنك بالمأمور بالشراء، إذ تتمّ هذه العملية على مرحلتين أساسيتين: المرحلة الأولى تتمثّل في الوعد بالمرابحة والمرحلة الثانية هي بيع البنك للشيء الذي طلبه منه الآمر بالشراء[60].

2.1 المضاربة: هي عبارة عن عقد بين طرفين أحدهما هو المالك للمال ويسمّى ربّ المال والثاني يسمّى المضارب، أين يمنح صاحب المال للمضارب مبلغا من المال من أجل التعامل والاتّجار به بغية تحقيق الربح والذي يتمّ توزيعه بناء على حصص متّفق عليها مسبقا بين الطرفين، وفي حالة الخسارة يقع تحمّلها على عاتق صاحب المال فقط شريطة ألاّ يكون هناك أي تقصير من طرف المضارب[61]. وتتّخذ المضاربة أربعة أشكال وذلك إمّا على أساس الشروط أو عدد الأطراف المتعاقدة، فعلى الأساس الأوّل توجد **المضاربة المقيّدة** وهي التي يفرض فيها صاحب المال شروطا على المضارب من أجل التقيّد التام بها عند تسييره للمال، و**المضاربة المطلقة** وهي التي تمنح فيها الحريّة التامّة للمضارب من طرف صاحب المال من أجل التصرّف في هذا الأخير[62]. أما على الأساس الثاني فتوجد **المضاربة الثنائية** أين تكون المضاربة بين صاحب المال والمضارب فقط. و**المضاربة المشتركة أو المتعدّدة** حيث تكون هناك عدّة أطراف تشكّل عقد المضاربة فقد يكون صاحب المال واحد مع عدّة مضاربين أو مضارب واحد ويتعدّد أصحاب المال أو يتعدّد كلاهما.

3.1 الاستصناع: هو عقد يلتزم بمقتضاه أحد أطراف العقد وهو الصانع بصنع سلع بمواصفات محدّدة وبثمن محدّد وبمواد كلّها من عنده (أي ملك للصانع)، وهذا وفقا للطلب ثم تسليمها للطرف الثاني على أن يدفع هذا الأخير

---

[60] رفيق يونس المصري، **التمويل الإسلامي**، دار القلم، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2012، ص 91.

[61] محمد حسين الوادي، حسين محمد سمحان، **المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية**، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 2012، ص90.

[62] محمد حسين الوادي، حسين محمد سمحان، نفس المرجع، ص96.

الثمن الذي تمّ الاتفاق عليه سلفا إمّا حالا أو في تاريخ لاحق أو على شكل أقساط[63]. يمكن أن يتّخذ الاستصناع ثلاثة أشكال مختلفة نذكرها كمايلي:

- **الشكل الأوّل (يكون البنك الإسلامي مستصنعا)**: حيث يقوم البنك الإسلامي بتقديم طلب إلى أحد المقاولين أو إلى صانع ما الغرض منه صنع سلع أو إنجاز مشروع يكون وفقا لمتطلّبات (مواصفات) يضعها البنك الإسلامي، وبعد إتمامها تصبح في ملكيّة هذا الأخير والذي يقوم ببيعها للعميل أو بتأجيرها إيّاه إجارة منتهية بالتمليك.
- **الشكل الثاني (يكون البنك الإسلامي صانعا)**: يحدث هذا عندما يكون البنك الإسلامي مالكا لمصنع أو مؤسسة صناعية، إذ يقوم بصنع السلع المطلوبة من طرف العميل بدون اللجوء إلى وسيط أي تتمّ بشكل مباشر بين البنك الإسلامي وعمليه.
- **الشكل الثالث (يكون البنك الإسلامي صانعا ومستصنعا)**: أين يبرم البنك الإسلامي عقدين، الأول مع العميل والذي يكون فيه البنك الإسلامي صانعا، والثاني مع الصانع حيث يكون البنك الإسلامي مستصنعا.

4.1 القرض الحسن: هو عبارة عن مبلغ من المال يقدّم من طرف البنك الإسلامي للعميل الذي يكون بحاجة للتمويل وهذا دون دفع أي فائدة لقاء ذلك، مع العلم أنّ في غالب الأحيان تطلب ضمانات من أجل الحصول على هذا النوع من القروض تثبت نيّة المقترض في تسديد القرض والذي يكون خلال مدّة معيّنة يتمّ الاتفاق عليها، ومن الملاحظ أنّ البنوك لا تقدم على منح هذه القروض إلا في حالات نادرة نظرا لكون هذه الصيغة التمويلية لن ينجم عنها أي عائد[64].

5.1 المشاركة: هي عبارة عن عقد يبرم بين البنك الإسلامي والعميل، إذ وعلى إثره يقوم البنك الإسلامي بالمساهمة في رأس مال مشروع جديد أو مشروع قائم من قبل (أي توسيعه وتطويره) أو بغرض امتلاك أصل منقول أو عقار[65]. تنطوي المشاركة كصيغة تمويلية على ثلاث أنواع وهي:

- **المشاركة الثابتة المستمرّة**: تتعلّق باستمرار المشروع الذي تمّ تمويله، حيث أنّ الأطراف التي ساهمت في المشاركة في هذا المشروع تستمرّ في مشاركتها مادام المشروع قائما ومستمرّا.

---

[63] محمد أشرف دوابه، **دراسات في الاقتصاد الإسلامي**، دار السلام للنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2010، ص322.

[64] سعيد بعزيز، طارق مخلوفي، **تمويل المشاريع المصغرة بصيغة القرض الحسن في الجزائر**، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 03، العدد 05، 2018، ص101.

[65] إبراهيم الكراسنة، **البنوك الإسلامية: الإطار المفاهيمي والتحدّيات**، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2013، ص11.

- **المشاركة الثابتة المنتهية:** في ظلّ هذا النوع من المشاركة يكون الأطراف المشاركين مستمرّين في مشاركتهم إلى غاية فترة زمنيّة محدّدة ينتهي بها نشاطهم الاستثماري والتي يتّفق عليها في عقد المشاركة.
- **المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك:** وهي المشاركة التي تنتهي بتملّك الشريك أو الشركاء المشروع الاستثماري بصفة كاملة، وذلك بعد أن يبدأ المشاركين في رأس المال بالانسحاب تدريجيّا من المشروع بعد استرداد حصصهم.

6.1 السّلم: يعرّف على أنّه بيع موصوف في الذمّة مقابل عوض عاجل، ويمكن تبسيط مفهوم السّلم على أنّه عقد بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع حيث يدفع المشتري ثمن السلعة التي يرغب في شرائها نقدا على أن يستلم السلعة في تاريخ لاحق يكون محدّدا في العقد المبرم. إذ أنّ ما يقصد بموصوف في الذمّة هو أن يقوم البائع بوصف السلعة للمشتري بما أنّها غير متوفّرة ومن ثمّ إن عبّر عن رضاه حول المواصفات المقدّمة يبرم العقد، أما المقصود بمقابل عوض عاجل فهو ضرورة توفّر الثمن حالا وليس آجلا[66].

وطبيعة عمل البنك التي لا تقتضي أن يكون مصنّعا أو مستثمرا في نشاط معيّن لا تجعله بائعا ونفس الشيء في الجهة المقابلة حيث لا يمكنه شراء السلع إلا من أجل إعادة بيعها لا من أجل الشراء فقط، هذا الأمر جعل البنوك تستحدث صيغة جديدة للسّلم وهي ما يعرف **بالسّلم الموازي** والذي يسمح للبنك بأن يبرم عقدين للسّلم مع عميلين مختلفين في نفس الوقت أي يؤدّي دور الوسيط بينهما[67].

7.1 المزارعة: عبارة عن عقد بين طرفين إذ يمنح أحد هذين الطرفين وهو مالك لأرض زراعية للطرف الثاني والذي يعمل في هذه الأرض، على أن يتقاسم كلاهما المحاصيل.

8.1 المساقاة: تتمثّل في منح أشجار مثمرة من طرف شركات أو بنك إسلامي إلى عميل من أجل الاعتناء بها من سقي ورعاية، ثمّ تقتسم الثمار بين الطرفين وفقا لنسب متّفق عليها سلفا[68].

9.1 المغارسة: تتمثّل في قيام شخص يملك أرض زراعية بمنح هذه الأخيرة إلى شخص آخر يتولّى غرس أشجار معيّنة في هذه الأرض تكون حسب الاتفاق بينهما، وبعد أن تثمر تلك الأشجار يتمّ اقتسامها بين كل من مالك الأرض والعامل[69].

---

[66] نايف بن نهار، **مقدّمة في الصيرفة الإسلامية**، مؤسسة وعي للدراسات والأبحاث، قطر، الطبعة الأولى، 2020، ص134.

[67] نايف بن نهار، نفس المرجع، ص138.

[68] سعيداني سميرة، **التمويل الإسلامي الأصغر كمدخل لدعم التنمية المحلية**، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 04، العدد 01، 2017، ص99.

[69] صالح صالحي، **الكفاءة التمويلية لصيغ الاستثمار وأساليب التمويل الإسلامية: مدخل مقارن مع آليات التمويل التقليدي**، مجلة المالية الإسلامية وتحدّيات التنمية، المجلد 02، العدد 01، 2013، ص24.

10.1 الإجارة: هي عبارة عن عقد يقوم بموجبه البنك باقتناء الأصول بغية وضعها تحت تصرّف العميل من خلال صيغة الإيجار لاستيفاء منافعها وذلك يكون بمقابل، والإجارة نوعان: **الإجارة التشغيلية** وهي تعود فيها الأصول إلى البنك بعد مدّة معيّنة من استخدامها من طرف العميل و**إجارة منتهية بالتمليك** وهي التي تنتقل فيها ملكية الأصول إلى المستأجر بعد الانتفاع بها ونهاية مدّة الإيجار[70].

11.1 الصكوك (صكوك الاستثمار): عرّفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) على أنّها: "وثائق متساوية القيمة تمثّل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معيّن أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله". وقد أطلق عليها اسم "صكوك الاستثمار" من طرف هذه الهيئة حتى يمكن التفريق بينها وبين الأسهم وكذلك سندات القرض وذلك في المعيار الشرعي رقم17[71].

1.11.1 أنواع صكوك الاستثمار: تنقسم صكوك الاستثمار إلى مجموعة من الأنواع وذلك استناد إلى تصنيفين أساسيين وهما كالتالي[72]:

- **تصنيف صكوك الاستثمار على أساس عقود المعاوضات:** وتضمّ خمس أنواع هي[73]:

أ. **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل شراء سلعة المرابحة على أن تصبح ملكيّة هذه الأخيرة لحملة الصكوك.

ب. **صكوك السّلم:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر من أجل تحصيل مال السّلم وتعود ملكيّة السلع إلى حملة الصكوك.

ج. **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغية استخدام حصيلة الاكتتاب فيها في إنتاج سلعة والتي تصبح مملوكة من قبل حملة الصكوك.

د. **صكوك الإجارة:** هي وثائق متساوية القيمة تمثّل الملكيّة الخاصة بمنافع أو خدمات أو أعيان.

هـ. **صكوك الوكالة بالاستثمار:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر بهدف استعمال حصيلتها في إنجاز مشروع أو دعم وتطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط معيّن، حيث أنّ ملكيّة المشروع أو أصول النشاط تصبح لحملة

---

[70] حكيم فلوح محمد الساعدي وآخرون، **المصارف الإسلامية: مفاهيم أساسية وحالات تطبيقية**، بغدادي للكتب وللطباعة والنشر والتوزيع، بغداد العراق، الطبعة الثانية، 2019، ص ص193-195.

[71] النص الكامل للمعايير الشرعية، **هيئة المحاسبة والمراجعة في المؤسسات المالية الإسلامية**، المنامة، البحرين، 2018، ص467.

[72] محمد أشرف دوابه، **الأسواق المالية الإسلامية**، دار المدرس، إسطنبول، تركيا، 2021، ص ص 120-122.

[73] عقود المعاوضات هي التي تكون فيها الواجبات متقابلة بين الأطراف المتعاقدة، ويأخذ كل الأطراف مقابل.

الصكوك كلّ في حدود حصّته، وهذه الصكوك يتمّ إدارتها من طرف وكيل عن حملة الصكوك على أساس الوكالة بالاستثمار.

- **تصنيف صكوك الاستثمار على أساس عقود المشاركات:** حيث تتخذ الأشكال التالية[74]:

أ. **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر بهدف استعمال حصيلتها في إنجاز مشروع أو دعم وتطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط معيّن، حيث أنّ ملكيّة المشروع أو أصول النشاط تصبح لحملة الصكوك كلّ في حدود حصّته، على أن يتمّ تسييرها بتعيين أحد الشركاء أو شخص آخر.

ب. **صكوك المضاربة:** وهي وثائق متساوية القيمة لها نفس خصائص صكوك المشاركة ويتمّ تسييرها من طرف مضارب قد يكون من الشركاء أو شخص غيرهم.

ج. **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر بقصد استعمال حصيلتها في تمويل المشاريع القائمة على المزارعة ويحصل حملة الصكوك على حصصهم من المحاصيل وفق ما يحدّده العقد.

د. **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتمّ إصدارها من أجل استعمال حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل عملية سقي ورعاية أشجار مثمرة، ويحصل حملة الصكوك على جزء من المحاصيل حسب ما يقرّه عقد المساقاة.

هـ. **صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة تستخدم حصيلتها بعد الإصدار في تمويل عملية غرس الأشجار وما يصاحبها من نفقات، ويحصل حملة الصكوك على نسبة من الغرس والأرض.

المطلب الثالث: نظريّات التمويل (الهيكل المالي)

حاولت العديد من النظريّات تفسير الهيكل المالي للمؤسسة وما يمكن أن يحدثه من أثر على قيمتها، إذ انقسمت هذه النظريّات إلى مؤيّد لوجود هيكل مالي أمثل تكون فيه تكلفة التمويل في أدنى مستوياتها وقيمة المؤسسة في أعلى المستويات، ومعارض لوجوده.

بداية ظهور هذه النظريّات كانت في خمسينات القرن الفارط والتي تأتي في مقدّمتها النظريّات التقليدية لتليها نظريّة Modigliani و Millerوالتي كانت بمثابة نظريّة مرجعيّة استندت إليها أغلب النظريّات التي جاءت بعدها، والتي تمثّلت في مرحلة بزوغ للنظريّات الحديثة على غرار نظريّة الالتقاط التدريجي. هذه النظريّات باختلاف أفكارها نعرضها بشكل أكثر تفصيلا كما يلي:

[74] عقود المشاركات هي التي تكون فيها المساهمة في رأس المال والأرباح الخاصة به.

الفرع الأوّل: النظريّات التقليدية

تتمثّل النظريّات التقليدية في تلك المداخل التقليدية التي وضعها David Durand وأيضا ما تلتها من نظريّات وأهمّها نظريّة Modigliani وMiller خلال سنتي 1958 و1963.

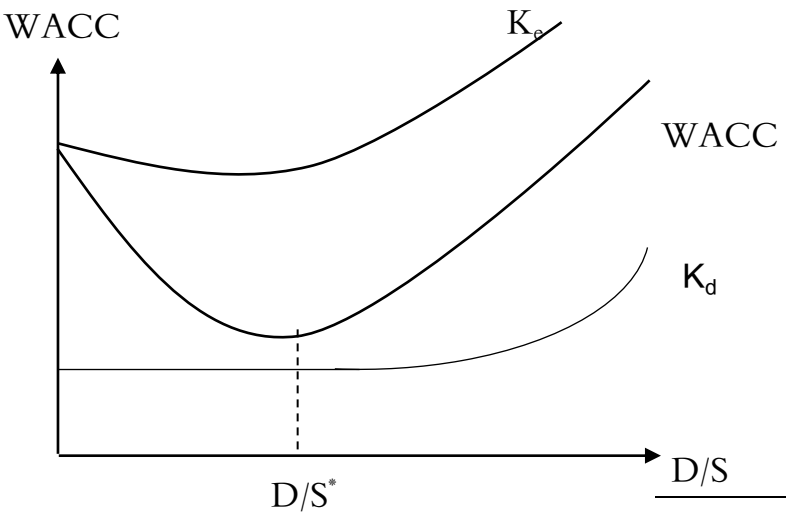
أوّلا: المدخل التقليدي

تتمحور أفكار هذه النظريّة حول أنّ تكلفة الاقتراض تبقى ثابتة إلى غاية نقطة معيّنة أين تبدأ في الارتفاع من جديد مع تزايد المخاطر المالية، وتكلفة الأموال الخاصة والتي تتمثّل في العائد المطلوب من طرف المساهمين (الملاّك) هي الأخرى ترتفع بارتفاع مستوى الاقتراض، ما يؤكّد على وجود علاقة طردية بين كل من تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الاقتراض ومستوى الاقتراض، كما تنصّ هذه النظريّة على أنّ التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال تأخذ منحا تنازليا كلّما زاد الاعتماد على الاقتراض لتعاود الارتفاع عند الوصول إلى نقطة محدّدة، إذ تعدّ هذه الأخيرة النقطة المثلى للاقتراض. تقوم هذه النظريّة على مجموعة من الفرضيّات الأساسية نذكرها في النقاط الآتية[75]:

- عدم وجود ضرائب؛
- توزّع المؤسسة كافّة أرباحها؛
- مخاطر الأعمال تبقى ثابتة؛
- لا وجود لتكاليف على المعاملات.

والشكل الموالي يوضّح أكثر مفهوم هذه النظريّة.

الشكل رقم 1-1: تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض (الاستدانة) وفق المدخل التقليدي



[75] https://kfknowledgebank.kaplan.co.uk/acca/chapter-16-capital-structure, (تمّ الولوج إلى الموقع في 20:43 على الساعة 2022/03/06)

Source: Javad Afrasiabishani et al, "A Comprehensive Review on Capital Structure Theories ", School of Doctoral Studies European Union Journal, No 04, 2012, p39.

يظهر الشكل رقم (1-1) أنّ التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال تنخفض عند كل ارتفاع في مستوى الاقتراض إلى غاية أن تصل إلى النقطة (D/S^*) وهي النقطة المثلى للاقتراض أين تبدأ في الارتفاع مرّة أخرى، وبالرغم من استمرار مساهمة زيادة الاقتراض في تخفيض التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال إلا أنّ ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة في الجهة المقابلة يلغي هذا التخفيض.

ثانيا: نظريّة صافي الربح

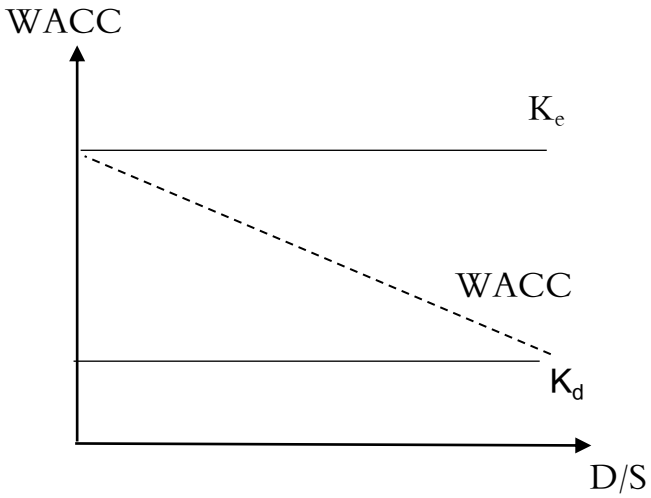
وضعت هذه النظريّة من طرف الباحث Durand David في سنة 1959 حيث تقوم على فكرة أنّ تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة، وأنّ كلاهما يظلّ ثابتا مهما كانت نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة $\left(\frac{\mathbf{D}}{\mathbf{S}}\right)$، واعتماد المؤسسة على الديون يجعلها ترفع من قيمتها وتخفّض من التكلفة الكلّية للأموال، كما ترى هذه النظريّة أنّ ربحها الصافي وتكلفة رأسمالها يتأثّران باستعمال الديون من طرف المؤسسة، وفي المقابل يؤثّر استعمال الديون على القيمة السوقيّة للمؤسسة أيضا، وليس فقط على الربح الصافي وتكلفة رأس المال. وترتكز هذه النظريّة على مجموعة من الفرضيّات وهي:

- يوجد نوعان من المصادر التمويلية المتاحة لكافّة الشركات وهي الديون والأموال الخاصة؛
- لا وجود لتكلفة المعاملات ولا ضرائب على الشركات؛
- تكلفة الأموال الخاصة مرتفعة مقارنة بتكلفة الديون؛
- ثبات تكلفة الديون مهما يكن مستوى الاستدانة؛
- نسبة الديون التي تعتمد عليها المؤسسة ليس لها تأثير على المخاطر المالية الكلّية؛
- كل الأرباح يتمّ توزيعها أي لا وجود للأرباح المحتجزة[76].

من الممكن توضيح فكرة هذه النظريّة بيانيا كالتالي:

[76] Muhammed Asghar Khan et al, **Capital Structure Theories**: **A Comprehensive Review**, **Innovation**, Technology and Management Journal, Vol 11, No 03, 2021, p1563.

الشكل رقم 1-2: التوضيح البياني لنظريّة صافي الربح



المصدر: https://www.taxmann.com/post/blog/financial-management-financial-capital-structure (تمّ الولوج إلى الموقع في 2022/03/06 على الساعة 15:51.)

يبيّن الشكل رقم (1-2) ما أشارت إليه نظريّة صافي الربح وهو أنّ كلّما زاد اعتماد المؤسسة على الديون تنخفض التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال (WACC) وترتفع قيمة المؤسسة، وبالتالي فالهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظريّة يتحقّق عند الاعتماد بشكل كبير على الديون في تشكيل المزيج التمويلي.

ثالثا: نظريّة صافي ربح العمليات (الربح التشغيلي)

بعد نظريّة صافي الربح قام David Durand بتطوير هذه النظريّة المسمّاة بـ "نظريّة صافي ربح العمليات" بالاحتفاظ بأغلبية الفرضيّات الخاصة بالنظريّة السابقة وأضاف إليها بعض الفرضيّات والأفكار الجديدة، يتمثّل جوهرها في كون أنّ القيمة السوقيّة للمؤسسة يتمّ تحديدها بخصم الإيرادات المتاحة، وأنّ كل القرارات الخاصة بهيكل رأس المال تعدّ حيادية، ومنه، مهما كان مستوى الاستدانة لا يؤثر لا على التكلفة المتوسطة المرجّحة لرأس المال ولا على قيمة المؤسسة، مما يعني أنّ هذه النظريّة لا تؤمن بوجود هيكل مالي أمثل. أبرز الفرضيّات التي تمّ إضافتها لهذه النظريّة يمكن ذكرها كالتالي[77]:

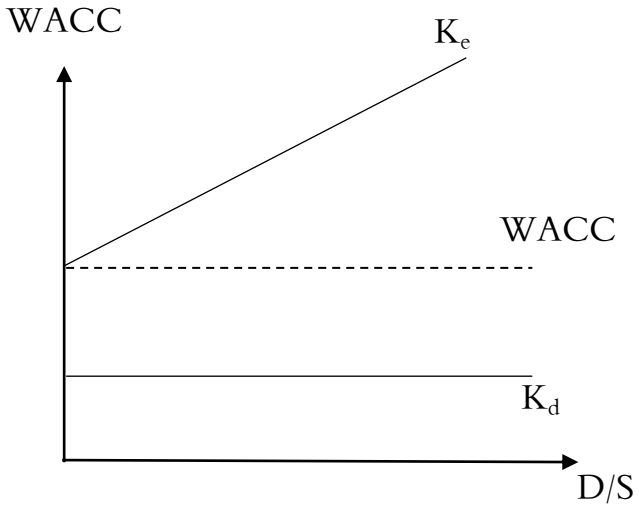
- تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية: $V=\frac{EBIT}{WACC}$ ، حيث أنّ : EBIT: يمثّل الأرباح قبل الفوائد والضرائب و WACC: التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال (التكلفة الإجمالية للأموال).
- ثبات تكلفة الديون وارتفاع تكلفة الأموال الخاصة عند كل اعتماد على القروض؛

[77] Muhammed Asghar Khan et al, Op. Cit, p1564.

- ثبات التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال مهما يكن التغيّر في الرفع المالي (مستوى الاستدانة).

ويمكن إبراز هذه النظريّة من خلال الشكل البياني الآتي:

الشكل رقم 1-3: التوضيح البياني لنظريّة صافي ربح العمليات



المصدر: رضوان العمار، دانيا إبراهيم غايا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة: عرض وتحليل، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 06، 2018، ص68.

رابعا: نظريّة Modigliani وMiller (1958)

تنطلق هذه النظريّة من فرضيّتي كمال الأسواق المالية وعدم وجود الضرائب، حيث بنيت على قضيّتين رئيسيّتين تتمثّلا في[78] :

1.القضيّة الأولى: نأخذ بعين الاعتبار أيّ مؤسسة (j) ونجعل($\overline{X_J}$)أرباحا متوقّعة لها قبل خصم الفوائد، حيث يشار إلى القيمة السوقيّة للديون بـ (D_j) وإلى القيمة السوقيّة لأسهمها العادية بـ (S_j)، وإلى القيمة السوقيّة لكافّة أوراقها المالية أو ما يعرف بالقيمة السوقيّة للمؤسسة بالعلاقة التالية : $V_j= S_j+D_j$، على أن تراعي هذه القضيّة التوازن التالي :

$$V_j= S_j+D_j= \frac{\overline{X_J}}{\rho_k} \quad (1-1)$$

وهذا لكل مؤسسة (j) في الفئة (k) مع العلم أنّ:

[78] Franco Modigliani, Merton Miller, **The Cost of Capital**, **Corporation Finance and The Theory of Investment**, The American Economic Review, Vol 48, No 03, 1958, p268.

$$\rho_k = \frac{\overline{X_J}}{\rho_j} \quad (2-1) \quad , \quad \rho_j = \frac{1}{\rho_k}\overline{X}_J \quad (3-1)$$

انطلاقا من فرضيّة تجانس فئات الأسهم في ظلّ سوق مالي يتميّز بالكمال والتوزان، يجب أن يكون العائد المتوقّع هو نفسه لجميع الأسهم المنتمية لفئة معيّنة (فئة المخاطر)، أو أن يكون سعر السهم متناسبا مع عائده المتوقّع في أي فئة كانت، وعامل التناسب هنا هو k والذي يحسب بالعلاقة (ρ_j)، مع العلم أنّ ρ_k هو ثابت في كل المؤسسات (j) المنتمية للفئات (k).

ومن خلال العلاقة رقم ($1-1$) يتّضح بأنّ قيمة المؤسسة تعدّ حياديّة عن هيكل رأس المال الخاص بها ولا وجود لهيكل مالي أمثل، إذ تحسب قيمة المؤسسة برسملة عائدها المتوقّع وفقا للسعر الذي يناسب فئتها. وعليه تكتب الصيغة الرياضيّة لهذه القضيّة من منظور التكلفة المتوسّطة لرأس المال للمؤسسة كما يلي:

$$\frac{\bar{X}}{S_J + D_J} = \frac{\overline{X_J}}{V_J} = \rho_k \quad (4-1)$$

حيث تمثّل العلاقة $\frac{\overline{X_J}}{V_j}$ نسبة العائد المتوقّع إلى القيمة السوقيّة لجميع الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسة.

وحتى يثبت Modigliani و Miller هذه القضيّة استخدما مفهوم المراجحة (التحكيم)، إذ بإمكان المستثمر شراء وبيع الأسهم والسندات بطريقة تجعله يستبدل تدفّق الدخل بتدفّق آخر له نفس المواصفات من حيث مختلف الأبعاد، إلا أنّ سعر البيع يكون أقل، واستفادة المستثمرين من فرص المراجحة هذه يجعل الأسهم مرتفعة السعر تنخفض والأسهم ذات السعر المنخفض ترتفع وهو ما يؤدّي في الأخير إلى إعادة التوازن بين القيم السوقية للمؤسسات، وقد دعّما هذه الفكرة بمثال توضيحي: توجد شركتين من نفس الفئة لهما نفس العائد المتوقّع (X) الشركة الأولى يتمّ تمويلها بالأسهم العادية فقط (الأموال الخاصة) والشركة الثانية تعتمد على الأسهم العادية والديون بافتراض أنّ قيمة الشركة المستدينة (V_2) أكبر من قيمة الشركة غير المستدينة (V_1) وأنّ مستثمر يملك ما قيمته (S_2) من الأسهم في الشركة الثانية وهو جزء صغير من أسهمها، وبالتالي العائد على هذه المحفظة (Y_2) هو جزء بسيط من الدخل المتاح للمساهمين في هذه الشركة، ما يعادل العائد الإجمالي (X_2) مطروحا منه الفوائد مستحقّة الدفع (rD_2) ونظرا لافتراض التجانس، فإنّ كلا العائدين المتوقّعين للشركتين (X_1) و (X_2) يصبح رمزهما مشتركا (X)، ومن هذا المنطلق تكتب الصيغة الرياضيّة للعائد على هذه المحفظة كما يلي :

$$Y_2 = \alpha(X - rD_2) \quad (5-1)$$

ثم بعد ذلك يقوم المستثمر ببيع ما قيمته (αS_2) من أسهم الشركة الثانية (ذات القيمة المرتفعة)، والحصول بدلا من ذلك على مبلغ قيمته ($S_1 = \alpha(S_2+D_2)$) من أسهم الشركة الأولى (ذات القيمة المنخفضة) من خلال ما حصل عليه وباقتراض مبلغ على حسابه الخاص، وتكتب الصيغة الرياضيّة للعائد الجديد على المحفظة كما يلي:

$$Y_1=\frac{\alpha(S_2+D_2)}{S_1} X - r\alpha D_2=\alpha \frac{V_2}{V_1} X - r\alpha D_2 \quad (6-1)$$

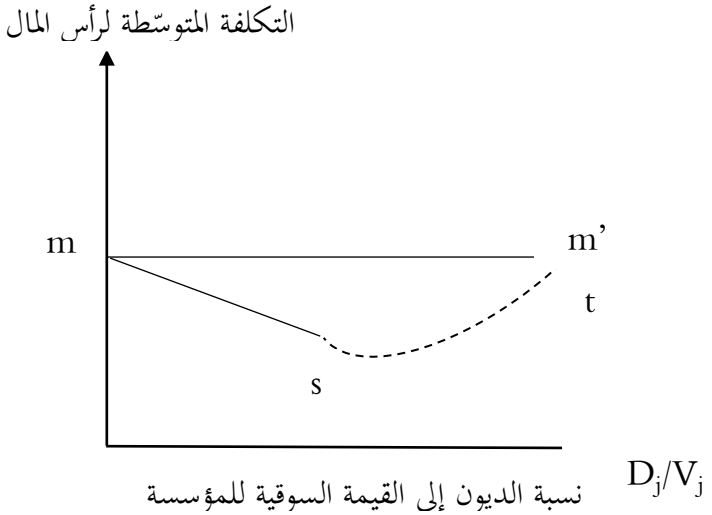
وفي المقابل، توجّه بقيّة المستثمرين على نفس هذا النحو يجعل قيمة الشركة الثانية تنخفض نتيجة لارتفاع المعروض من الأسهم الخاصة بها، وترتفع قيمة الشركة الأولى بسبب ارتفاع الطلب على أسهمها على أن يستمرّ هذا الوضع إلى غاية توازن قيمة الشركتين.

2.القضيّة الثانية: انطلاقا من القضيّة الأولى تستنبط أسس القضيّة الثانية والمتمثّلة في أنّ معدل العائد على الأسهم العادية (الأموال الخاصة) في مؤسسة معتمدة على الديون يعادل معدل العائد (i) على الأسهم العادية في المؤسسة التي لا تعتمد على الديون والمنتمية لنفس الفئة. حيث تصاغ القضيّة رياضيّا كالآتي:

$$i_j=\rho_k+(\rho_k-r)\frac{D_J}{S_J} \qquad (7-1)$$

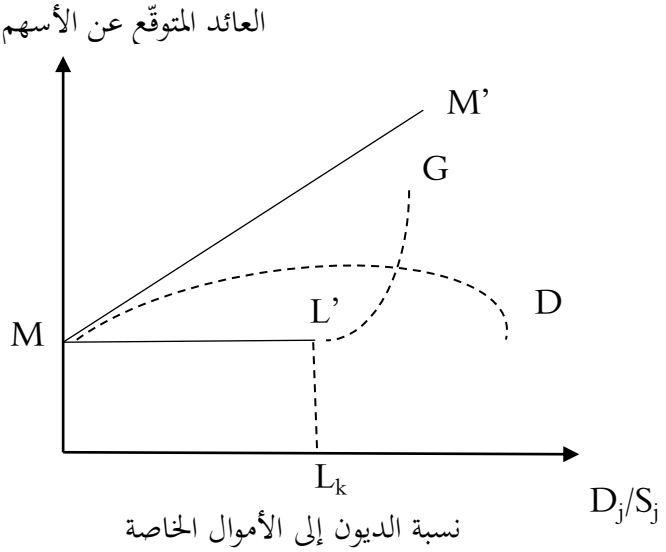
وهذا يعني أنّ العائد المتوقّع من الأسهم يساوي معدل الرسملة المناسب (ρ_k) لتدفّق الأموال الخاصة بالإضافة لعلاوة خاصة بالمخاطر المالية والتي تحسب بالعلاقة : $(\rho_k-r)\frac{D_J}{S_J}$، وهو ما يشير إلى أنّ تكلفة الأموال الخاصة ترتفع بنسب كافية من أجل الحفاظ على ثبات تكلفة التمويل وخاصة في ظلّ الاعتماد بشكل كبير ومتزايد على الديون في الهيكل المالي. ويمكن توضيح هذه النظريّة بيانيا من خلال الشكلين المواليين:

الشكل رقم 1-4: الشكل البياني للقضيّة الأولى لنظريّة MM لسنة 1958



Source: Franco Modigliani, Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", The American Economic Review, Vol 48, No 03, 1958, p275.

الشكل رقم 1-5: الشكل البياني للقضيّة الثانية لنظريّة MM لسنة 1958.



Source : Franco Modigliani, Merton Miller, Op, Cit, p275.

يوضّح الشكل رقم (1-4) أنّ تكلفة رأس المال تظلّ ثابتة لدى جميع المؤسسات (j) المنتمية لنفس الفئة (k) مهما كان هيكلها المالي، وبأخذ عيّنة ما من مؤسسات في فئة معيّنة ورسم منحنى نسبة العائد المتوقّع إلى القيمة السوقية لكل مؤسسة من هذه المؤسسات مقابل بعض من مقاييس الرافعة المالية أو الهيكل المالي ستتّجه هذه النقاط نحو الانخفاض على خطّ مستقيم مثل الخطّ (mm'). كما يوضّح هذا الشكل أنّ تكلفة رأس المال ليست مستقلّة عن الهيكل المالي ولكن يجب أن تنخفض عند المستويات المعتدلة من الديون مثلما يوضّحه الخط (ms). أمّا الشكل(1-5) فيتبيّن من خلاله أن L_k تمثّل نسبة الاستدانة القصوى المعقولة بالنسبة للمؤسسات من الفئة (k) حيث يعبّر عن العلاقة بينها وبين العائد بالخط (ML')، وأن الخط (L'G) يشير إلى إمكانية الاعتماد على الرافعة المالية بشكل متزايد[79].

[79] وضع Modigliani و Millerهذين الشكلين من أجل اختصار نظريّتهما وتوضيح الفارق الجوهري بينها وبين النظريّات التقليدية التي كانت سائدة في ذلك الوقت.

خامسا: نظريّة Modigliani وMiller (1963)

كانت هذه النظريّة بمثابة امتداد لنظريّة 1958 حيث أجرى Modigliani وMiller بعض التعديلات بعدما تعرّضا إلى جملة من الانتقادات والتي أبرزها عدم أخذ الضريبة على أرباح المؤسسات بعين الاعتبار، إذ تمّ في هذه النظريّة أخذ الضريبة بالحسبان وكان محتواها (النظريّة) كما يلي[80]:

باعتبار أنّ المصاريف المالية التي تدفعها الشركات قابلة للخصم الضريبي أو ما يعرف بالوفورات الضريبيّة، يجعل هذا الأمر المؤسسات تلجأ إلى الاستدانة وتفضّلها كمصدر تمويلي وكذلك بكونها تكاليف يمكن أن تخفّض عند حساب الضريبة على الأرباح، وهو الأمر الذي جعل Modigliani و Miller يعتقدان بأنّ القيمة السوقية للمؤسسة المعتمدة على الديون والأموال الخاصة في هيكلها المالي تفوق القيمة السوقيّة للمؤسسة التي لها نفس المواصفات ولكن تعتمد في هيكلها المالي على الأموال الخاصة فقط، مع الإشارة إلى أنّ الفرق بين القيمتين السوقيتّين لا يجب أن يتجاوز أو يقلّ عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية التي تمّ تحقيقها، أمّا في حالة حدوث العكس فعملية المراجحة هي من تقوم بإحلال التوازن بين القيمتين من جديد، وهو ما يعني أنّ الهيكل المالي للمؤسسة يكون أمثلا كلّما اعتمدت المؤسسة على الديون في هيكلها المالي. وعليه تعطى الصيغة الرياضيّة لقيمة المؤسسة المعتمدة على الديون كما يلي:

$$V_L=\frac{(1-T)}{\rho^T}+\frac{TR}{r}= V_U+TD_L \qquad (8-1)$$

حيث أنّ:

ρ^T : يمثّل معدل رسملة السوق للعوائد المتوقّعة بعد خصم الضرائب على أرباح مؤسسة غير مستدينة والذي يحسب وفقا للعلاقة التالية :

$$\rho^T=\frac{(1-T)\bar{X}}{V_u} \qquad (9-1)$$

بحيث أنّ: V_u هي قيمة المؤسسة غير المستدينة وتحسب بالعلاقة الآتية:

$$V_u=\frac{(1-T)\bar{X}}{\rho^T} \qquad (10-1)$$

ويشير $\bar{X}$ إلى متوسّط العوائد المتوقّعة بعد الضريبة و T إلى معدل الضريبة، أمّا D فهو يعبّر عن مستوى الديون و TD_L القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

[80] Franco Modigliani, Merton Miller, **Corporate Income Taxes and The Cost of Capital**: **A Correction**, The American Economic Review, Vol 53, No 03, 1963, pp 433-443.

وقد أوضح Modigliani وMiller أنّ تكلفة التمويل بعد أخذ الضريبة بعين الاعتبار تحدّد وفقا للعلاقتين التاليتين:

1.في حالة التمويل بالأموال الخاصة :

$$\rho^S=\frac{\rho^T}{1-T} \quad (11-1)$$

وهذا باستبعاد تكاليف الإصدار

2. في حالة التمويل بالديون:

$$\rho^D=\rho^S-\frac{T}{1-T}\,r \quad (12-1)$$

وبناء على العلاقتين (1-11) و (1-12) نشتّق علاقة التكلفة الحدّية للتمويل حيث لا يمكن أن تموّل المؤسسة أصولها بالاعتماد على الأموال الخاصة فقط أو الديون فقط بل من خلال تكوين مزيج بينهما، وتعطى الصيغة الرياضيّة لهذه التكلفة كما يلي:

$$\rho^*=\frac{1-TL^*}{1-T}\,\rho^T=\rho^S-\frac{T}{1-T}\,\rho^D L^*=\rho^S(1-L^*)+\rho^D L^* \qquad (13-1)$$

حيث أنّ: L^* هي نسبة الاستدانة طويلة الأجل المستهدفة.

الفرع الثاني: النظريّات الحديثة

بعد النظريّات التقليدية ظهرت نظريّات حديثة درست الهيكل المالي وعلاقته بقيمة المؤسسة، حيث جاءت هذه النظريّات ببعض الأفكار الجديدة، وتتمثّل هذه النظريّات في:

أوّلا: نظريّة Merton Miller (1977)

قام Miller بإنشاء نظريّته الخاصة بعد النظريتين اللتين أنجزهما مع Modigliani وذلك في سنة 1977، إذ تضمّنت هذه النظريّة ما يلي[81]:

يعدّ الهيكل المالي حياديّا عن قيمة المؤسسة وهذا بعد إدخال الضريبة على الدخل الشخصي إلى جانب الضريبة على أرباح المؤسسات، فالوفورات الضريبية لا يبقى لها أي أثر بعد ذلك، وفيما يخصّ تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة هي الأخرى لا تدخل ضمن محدّدات تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة فتأثيرهما محدود وضئيل إذ يفترض أنّها

[81] Merton H. Miller, **Debt and Taxes**, The Journal of Finance, Vol 32, No 02, 1977, pp261-275.

تكون متوازنة تماما مع الوفورات الضريبيّة، بحيث تعطى المكاسب المحقّقة من الرافعة المالية (G) للمساهمين في مؤسسة تمتلك أصولا حقيقيّة وفقا للعلاقة التالية:

$$G_L=\left[1-\frac{(1-T_c)(1-T_{ps})}{1-T_{pB}}\right]B_L \qquad (14-1)$$

حيث أنّ:

T_c: يمثّل معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

T_{ps}: يمثّل معدل الضرائب على الدخل المطبّق على الأسهم العادية.

T_{pB}: يمثّل معدل الضرائب على الدخل المطبّق على السندات.

B_L: يمثّل القيمة السوقيّة لديون المؤسسة المعتمدة على الديون.

من خلال العلاقة رقم (1-14) يلاحظ أنّه في حالة غياب الضرائب على الدخل الشخصي تصبح المكاسب من الرفع المالي هي T_cB_L، وفي حالة كان معدل الضرائب على الدخل من الأسهم أقل من معدل الضرائب على الدخل من السندات تكون مكاسب الرفع المالي أقل من T_cB_L، ففي هذه الحالة يجب أن تكون العوائد من السندات كبيرة بشكل يكفي لتعويض هذا الارتفاع في معدل الضرائب، بحيث يشار إلى وجود حالة توزان التي لا ينتج خلالها استفادة من الوفورات الضريبية عند اللجوء إلى الاستدانة كونها (الوفورات الضريبيّة) تكون متساوية مع الصفر ممّا يعني:

$$(1-T_{pB})=(1-T_c)(1-T_{ps}) \qquad (15-1)$$

ثانيا: نظريّة الوكالة(1976)

بعد أن انفصلت الإدارة عن الملكيّة وخاصة في المؤسسات الكبيرة ظهر ما يعرف بمشكل تضارب المصالح بين مختلف الأطراف ذات الصلة بالمؤسسة، وهو ما حاولت التخفيف منه هذه النظريّة والتي عالجت عدّة جوانب في المؤسسة ومن بينها الهيكل المالي، حيث[82]:

- تتمثّل علاقة الوكالة في عقد بموجبه يقوم شخص (مدير) أو أكثر(مدراء) بتعيين شخص آخر (الوكيل) لتأدية خدمات نيابة عنهم والتي من أهمّها سلطة اتخاذ القرار. إلاّ أنّه غالبا ما يعمل الوكيل لمصلحته الشخصية بدلا

[82] Michael C. Jensen, William H. Meckling, **Theory of The Firm**: **Managerial Behavior**, **Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, Vol 03, 1976, pp 334-347.

من العمل على تعظيم منفعة المدير الذي عيّنه والحدّ من هذا المشكل يستوجب تحمّل الموّكل(المدير) لمجموعة من التكاليف التي تدعى بتكاليف الوكالة والمتمثّلة في تكاليف المراقبة، تكاليف الترابط والخسائر المتبقّية.

- لا توجد مؤسسات كبيرة تعتمد على الديون بصفة كاملة بسبب تأثير هذا الهيكل المالي على سلوك الملاّك (المدراء) فالدائنون المحتملون لا يمكنهم مثلا إقراض 100.000.000 دولار إلى رجل أعمال لديه استثمار بقيمة 10.000 دولار، ففي هذه الحالة سيكون للمالك حافز قوي للتوجّه نحو الأنشطة أو الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة حتى ولو كانت نسب نجاحها ضئيلة بحيث إذا تحقّقت احتمالات النجاح ستكون هناك نتائج جيّدة أما في حالة في حدوث العكس فإنّ الدائنون هم من سيتحمّل المخاطر.

1.دور تكاليف المراقبة وتكاليف الترابط: الدائنين وخاصة حملة السندات يمكنهم إدراج بعض البنود في العقد تتعلّق بفرض مجموعة من القيود تضمن لهم التقليل من المخاطر المحتملة وخاصة قيام المديرين أو الملاّك بالاستثمار في المشاريع ذات المخاطر المرتفعة، من بين هذه القيود ما يتعلّق بسياسة توزيع الأرباح، الحفاظ على رأس المال العامل واللجوء للاستدانة مستقبلا وهذا المقصود بتكاليف المراقبة، أّما تكاليف الترابط فيتجلّى دورها في مراعاة المدير للتكاليف التي تفرض على المؤسسة في عقد الدين والتي يكون لها تأثيرا مباشرا على التدفّقات النقدية المستقبلية للشركة فمن مصلحته تقليل هذه التكاليف وكمثال عن ذلك إنتاج البيانات المالية والمحاسبية التي يحتاجها الدائنين وحملة الأسهم كوسيلة للمراقبة بتكاليف أقل.

2.تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم: مع تزايد الاعتماد على الديون في الهيكل المالي إلى غاية نقطة معيّنة تبدأ بعدها تكاليف الوكالة المرتبطة بالديون بالهيمنة على تكاليف الوكالة المرتبطة بالأموال الخاصة، إلا أنّه توجد تكاليف أخرى هي تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم والتي تجعل الاعتماد الكلّي على الديون في الهيكل المالي أمرا غير ممكنا، حيث أنّ إفلاس الشركة يعني فقدان المساهمين لجميع مطالباتهم في حين الخسارة المتبقيّة يتحمّلها الدائنون والتي تتمثّل في ذلك الفرق بين القيمة الاسميّة للمطالبات الثابتة والقيمة السوقيّة للمؤسسة، هذه الأخيرة لن تتأثّر في حالة عدم وجود تكاليف للإفلاس وهو أمر مستبعد من الناحية العمليّة، فالإفلاس دائما تنجرّ عنه تكاليف والتي بدورها تؤدّي لانخفاض قيمة المؤسسة كلّما كانت هذه التكاليف مرتفعة.

3.هيكل الملكيّة: يستخدم Jensenو Mecklingمصطلح هيكل الملكيّة بدلا من الهيكل المالي من أجل توضيح أنّ المتغيّرات الأساسية التي يجب تحديدها ليست فقط المبالغ النسبيّة للديون والأموال الخاصة بل ذلك الجزء من الأموال الخاصة المحتفظ بها من طرف المدير. حيث تمّ تحديد ثلاث متغيّرات كما يلي:

S_i: الأموال الخاصة الداخليّة

S_0: الأموال الخاصة الخارجيّة

B: الديون

وعليه تكون القيمة السوقيّة للأموال الخاصة وفق العلاقة: $S= S_i+ S_0$ والقيمة السوقيّة للمؤسسة ككلّ وفق العلاقة:

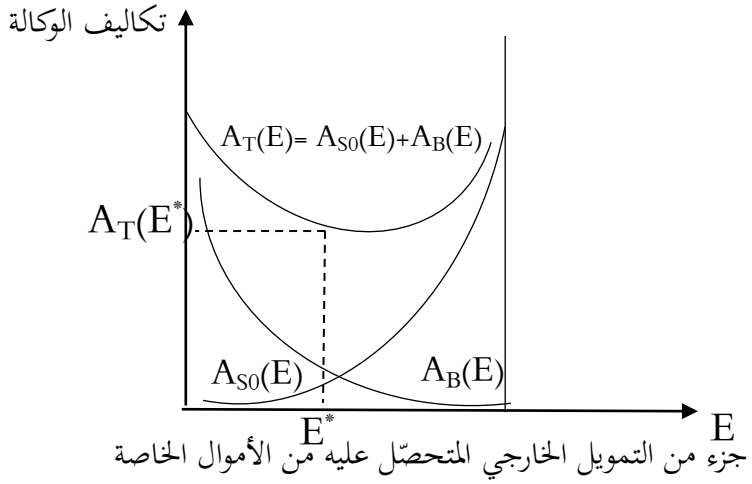
$$V= S + B \qquad (16-1)$$

4.تحديد النسبة المثلى للأموال الخاصة الخارجيّة إلى الديون: هذه النسبة يعبّر عنها بـ E^* والتي تقاس بالعلاقة الآتية:

$$E^*=\frac{S_0}{B+S_0} \qquad (17-1)$$

بحيث أنّ هذه النقطة هي التي تكون فيها تكاليف الوكالة في أدنى المستويات، وهو ما يوضّحه الشكل الموالي:

الشكل 1-6: تحديد النسبة المثلى للأموال الخاصة الخارجيّة إلى الديون



Source: Michael C. Jensen, William H. Meckling, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ", Journal of Financial Economics, Vol 03, 1976, p344.

من خلال الشكل رقم (1-6) يمكن اعتبار الدالة $A_{S0}(E)$ عندما $E=\frac{S_0}{B+S_0}$ تكون مساوية للصفر، أي في حالة عدم وجود الأموال الخاصة الخارجيّة تكون الحوافز لدى المسيّر للاعتماد على الأموال الخاصة الخارجيّة مساوية للصفر أي عند حدّها الأدنى، وكلّما زادت نسبة (E) باتجاه 100% زادت حوافزه نحو استغلال الأموال الخاصة الخارجيّة ومنه تزيد تكاليف الوكالة$A_{S0}(E)$. ويشير المنحنى $(A_T(E))$ إلى التكاليف الإجماليّة للوكالة التي تجمع بين التمويل بالديون والأموال الخاصة.

5.آثار مقدار التمويل الخارجي: تمثّل الدوال التالية: $A_{S0}(E)$، $A_B(E)$، $A_T(E)$ دوال تكلفة الوكالة لمستويين مختلفين من التمويل الخارجي بحيث يقاس مقدار التمويل الخارجي عند حجم معيّن (V^*) من المؤسسة بالمؤشرّ الموالي :

$$K=\frac{B+S_0}{V^*} \qquad (18-1)$$

فعند ارتفاع مقدار الأموال الخاصة الخارجيّة تنخفض مطالب المالك على الشركة ويتمّ حثّه على الاستفادة من حوافز غير مالية إضافية من الشركة لأنّ نصيبه من التكلفة يقلّ بالإضافة إلى ارتفاع الفوائد الهامشيّة من أنشطة المراقبة وبالتالي الميل نحو المستوى الأمثل للمراقبة وكلا هذين العاملين يؤدّيان إلى تغيّر موضع تكاليف الوكالة $A_{S0}(E ;K)$نحو الأعلى مع زيادة جزء من التمويل الخارجي.

ثالثا: نظريّة الإشارة (1977)

تنطلق هذه النظريّة من فكرة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية، ويمكن تبسيط النظريّة كما يلي[83]:

تكون البداية بمثال بسيط يوضّح العلاقات بين الإشارات وهيكل الحوافز الإدارية في الأسواق المالية بافتراض أنّ هذه الأخيرة تتّسم بالكمال والتنافسيّة وبدون أي آثار ضريبيّة أو تكاليف للمعاملات. لنفترض أنّ السوق يتكوّن من نوعين من المؤسسات A وB الزمن الحالي هو 0 وعند الزمن 1 سيكون للمؤسسات A عائدا إجماليا (قيمة) يرمز له بـ a وللمؤسسات B عائدا إجماليا (قيمة) يرمز له بـ b مع افتراض أنّ a>b، وبافتراض أيضا أنّ التسعير في السوق يكون حياديا عن المخاطر وبالتالي في حالة تداول السندات الخالية من المخاطرة تقيّم الأصول بقيمتها المتوقّعة المخصومة، فيما يخصّ حيادية المخاطر هي أمر غير ضروري ولكن يعتمد فقط من أجل عدم تعقيد النموذج.

1.في حالة التأكّد: أي في حالة لم يكن هناك عدم اليقين والمستثمرين بإمكانهم تحديد المؤسساتA و B تعطى قيمهما في الزمن 0 كما يلي:

$$V_0^A=\frac{a}{1+r} \qquad (19-1)$$

$$V_0^B=\frac{b}{1+r} \qquad (20-1)$$

يشير r إلى معدل الفائدة المؤكّد.

[83] Stephen A. Ross, **The Determination of Financial Structure**: **The Incentive-Signalling Approach**, The Bell Journal of Economics, Vol 08, No 01, 1977, pp23-40.

2.حالة عدم التأكّد والإشارات: في ظلّ هذه الحالة يفترض أنّ المستثمرين ليس لهم القدرة على التفريق بين المؤسسات A والمؤسسات B، حيث تمثّل q نسبة المؤسسة A وعليه يفترض جميع المستثمرين أنّ كل مؤسسة ستكون لها فرصة بنسبة q لتكون من النوع A، العوائد a وb مرتبطان الآن بالمعلومات الخارجيّة وبالنظر إلى المعلومات المتاحة في الزمن 0 فالمؤسسات لها فرصة بنسبة q لتكون من النوعA وفرصة بنسبة 1-q لتكون من النوع B وهو ما يعني أنّ كل المؤسسات ستكون لها نفس القيمة كما يلي:

$$V_0=\frac{q_a+(1-q)b}{1+r} \qquad (21-1)$$

مع $V_0^A>V_0>V_0^B$

تشير هذه العلاقة إلى نفس ما توصّلت إليه نظريّة Modigliani وMiller سنة 1958 بخصوص عدم تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على قيمتها.

3.توازن إشارات الحوافز الإدارية: من بين طرق التخلّص من القيود التي تربط قيمة المؤسسات A وB هي الاضطلاع بالدور المهمّ للمسيّر فإذا كان هذا الأخير مسؤولا عن القرارات في الزمن 0 فهناك وسيلة للتحقّق من الإشارات المالية وتجنّب مشكلة الخطر الأخلاقي فإضافة لكونه مسؤولا فلابدّ من افتراض أنّ لديه معلومات خاصة أو داخليّة حول نوع المؤسسة، إذ ليس من الجيّد جعل المسيّر وحده من يتحمّل عواقب قراراته في حالة امتلاكه لنفس المعلومات التي يمتلكها المستثمرين العاديين في السوق.

في حالة كان نوع الشركة (t) معروفا أي حالة التأكّد قيمتها الحالية تعطى بالعلاقة الآتية:

$$V_0=\frac{t}{2(1+r)} \qquad (22-1)$$

ومن ثمّ إذا كانت إشارة النوع هي a(F) فإنّ:

$$M=\frac{1}{2}y_0\, a(F)+y_1\left[\frac{1}{2}t-L\frac{F}{t}\right] \qquad (23-1)$$

حيث أنّ: M هي تعويض المسيّر، y_0 و y_1 هي ثوابت غير سلبية، L هي العقوبة المفروضة على المسيّر في حالة إفلاس المؤسسة، F هي القيمة الاسميّة للدين.

بالعودة إلى نظريّة Modigliani و Miller تكون تكلفة رأس المال كما يلي :

$$\rho=\frac{E(X)}{V_0} \qquad (24-1)$$

وبغضّ النظر عن التمويل يكون : $E(X)=\frac{1}{2}t$

وبالتالي في حالة توازن إشارات الحوافز فإنّ الحزمة المالية (F) تشير إلى النوع الصحيح (t) وعليه تكون القيمة كما يلي:

$$V_0=\frac{\frac{1}{2}t}{(1+r)} \qquad (25-1)$$

وهذا بالنسبة لكل المؤسسات، وعليه تكلفة التمويل لن تكون محل تأثير قرار التمويل.

ومن هذا المنطلق يمكن تحديد القيم الحالية للديون (D) والأموال الخاصة(E) من خلال:

$$D=\frac{F}{(1+r)}\left[1-\frac{F}{2t}\right] \qquad (26-1)$$

$$E=\frac{1}{(1+r)}\left[\frac{t}{2}-F+\frac{F^2}{2t}\right] \qquad (27-1)$$

وعليه:

$$V_0=E+D=\frac{1}{(1+r)}\frac{t}{2} \qquad (28-1)$$

يتّضح أنّ القيمة ترتفع مع ارتفاع نسبة الديون إلى الأموال الخاصة $(\frac{D}{E})$ ، ولكن وجب الإشارة إلى أنّ هذا الأمر ينطبق على المؤسسات التي تنتمي لنفس النوع والتي يكون لها نفس المعلومات الخارجيّة فقط. كما أنّه وفي ظلّ وجود تكاليف الإفلاس قيمة المؤسسة تنخفض كلما ارتفعت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة.

رابعا: نظريّة التوازن (1973)

تعرف أيضا بنظريّة المراجحة[84] بافتراض أنّه يوجد عدد (n) من حالات الطبيعة وأنّ أسواق رأس المال كاملة، نضع P_j السعر السوقي لورقة مالية مع العلم أنّ $0 \leq P_j \leq 1$، وبالنسبة للمؤسسة الفردية التي تؤخذ بعين الاعتبار نضع X_j للإشارة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب التي ستحقّقها المؤسسة في الحالة j ، وباعتبار أنّ ترقيم الحالات هو افتراضي نجعل الحالة مرتّبة حسب قيم X_j، ومع افتراض أنّ المؤسسة تقوم بإصدار مطالبتين فقط هما الديون والأموال الخاصة، حيث تعتبر الديون على أنّها تعهد بدفع مبالغ ثابتة (D) بغضّ النظر عن الحالة التي ممكن أن تحدث وأيضا قدرة المؤسسة على الوفاء بهذا التعهّد في الحالة الممكنة ولهذا يعتمد السعر السوقي للتعهّد على نسبة D إلى X_j وفي حالة حدوث العكس أي عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها تصبح في حالة عسر الذي قد يجعلها

[84] Alan Kraus, Robert H. Litzenberg, **A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage**, The Journal of Finance, Vol 28, No 04, 1973, pp 911-922.

تفلس وهو ما يترتّب عنه تكاليف الإفلاس وبعد دفع هذه الأخيرة توزّع أي أرباح متبقّية على الدائنين، نضع Y_j المبلغ المستلم من طرف الدائنين في حالة حدوث الحالة j حيث :

$$Y_j=\begin{cases} D\ , D \le X_j & \text{من أجل} \\ X_j - C_j\ \ D, > X_j & \text{من أجل} \end{cases} \qquad (29\text{-}1)$$

حيث يشير C_j إلى تكاليف الإفلاس.

تشير العلاقة إلى أنّ المبلغ المدفوع إلى حملة الديون سيقل عن المبلغ الموعود به في الحالات التي تكون فيها المؤسسة معسّرة، بكون أنّ القيم Y_j تعتمد على المبلغ الموعود (D) يمكن التعبير عن القيمة السوقيّة للديون B(D) كما يلي:

$$B(D) =\sum_{j=1}^{n} Y_j P_j =\begin{cases} D \sum_{j=1}^{n} P_j \ 0 \le D \le X_j & \text{من أجل} \\ \sum_{j=1}^{k-1}(X_j - C_j)P_j + D \sum_{j=k}^{n} P_j & \\ X_k - 1 < D < X_k \ (k = 2, \dots, n & \text{من أجل} \\ \sum_{j=1}^{n}(X_j - C_j)P_j \ \ D > X_n & \text{من أجل} \end{cases} \qquad (30\text{-}1)$$

أما توضيح قيمة الأموال الخاصة فيتطلّب بعض الفرضيّات منها أنّ الديون قابلة للخصم الضريبي وأنّ معدّل الضرائب على الأرباح بعد خصم الديون في الحالة j هو T_j ، الأرباح المتبقّية بعد الضرائب والدفع إلى الدائنين حقوقهم تحوّل بكاملها إلى حملة الأسهم وهو المبلغ المعبّر عنه بـ Z_j حيث أنّ :

$$Z_j=\begin{cases} X_j(1 - T_j) + T_j D - D,\ D \le X_j & \text{من أجل} \\ 0 \quad D > X_j & \text{من أجل} \end{cases} \qquad (31\text{-}1)$$

يمثّل $X_j(1-T_j)$ أرباح المؤسسة بعد الضرائب في حالة تشكّل هيكلها المالي من الأموال الخاصة كلّيا، أمّا T_jD فيشير للوفورات الضريبية الخاصة بالديون وD يشير إلى المبلغ المدفوع لحملة السندات. وعليه تكون القيمة السوقيّة للأموال الخاصة S(D)كما يلي:

$$S(D)=\sum_{j=1}^{n} Z_j P_j =$$

$$\begin{cases} \sum_{j=1}^{n}[X_j(1 - T_j) + T_j D - D]P_j \ \ D \le X_1 & \text{من أجل} \\ \sum_{j=k}^{n}[X_j(1 - T_j) + T_j D - D]P_j \ \ X_k - 1 < D \le X_k \ (k = 2, \dots, n) & \text{من أجل} \\ 0 \ \ D > X_n & \text{من أجل} \end{cases} \qquad (32\text{-}1)$$

ومن خلال العلاقتين رقم (1-30) ورقم (1-32) نصيغ العلاقة الرياضيّة للقيمة السوقيّة للمؤسسة كما يلي:

$$V(D)= \sum_{j=1}^{n}(Y_j + Z_j)P_j$$

$$= \begin{cases} \sum_{j=1}^{n}[(1-T_j)X_j + T_jD]P_j \ 0 \le D \le X1 & \text{من أجل} \\ \sum_{j=1}^{k-1}[(X_j - C_j)P_j + \sum_{j=k}^{n}[(1-T_j)X_j + T_jD]P_j \ X_k - 1 < X_k \le X_k & \text{من أجل} \\ \sum_{j=1}^{n}(X_j - C_j)P_j \ D > X_n & \text{من أجل} \end{cases}$$

(1-33)

وعليه؛ تكون القيمة السوقيّة للمؤسسة غير المعتمدة على الديون كما يلي:

$$V(0)=\sum_{j=1}^{n}(1-T_j)X_j \ P_j \qquad (1-34)$$

وعند تعويض المعادلة رقم (1-33) بالمعادلة رقم (1-34) نستنتج علاقة القيمة السوقيّة للمؤسسة المستدينة بقيمتها السوقيّة عند عدم الاعتماد على الديون كالآتي:

$$V(D)= V(0)+\begin{cases} D\sum_{j=1}^{n}T_jP_j \ 0 \le D \le X_1 \\ \sum_{j=1}^{k-1}(T_jX_j - C_j) + D\sum_{j=k}^{n}T_jP_j \ X_k - 1 < D \le X_k & \text{من أجل} \\ \sum_{j=1}^{n}(T_jX_j - C_j)P_j \ D > X_n & \text{من أجل} \end{cases} \qquad (1-35)$$

تشير العلاقة أنّ القيمة السوقيّة للمؤسسة المستدينة تساوي قيمتها السوقيّة عند عدم الاعتماد على الديون مضافا إليها الفرق بين القيمة الحالية للوفورات الضريبيّة وتكاليف الإفلاس، وبافتراض معدل ثابت للضريبة (T) وبتعويض العلاقة (1-30) في هذه العلاقة تصبح:

$$V(D)= V(0)+T\ B(0)-(1-T)\begin{cases} 0, \ 0 \le D \le X_1 & \text{من أجل} \\ \sum_{j=1}^{k-1}C_jP_j \ , \ Xk - 1 < D \le X_k & \text{من أجل} \\ \sum_{j=1}^{n}C_jP_j \ , D > X_n & \text{من أجل} \end{cases} \qquad (1-36)$$

يمكن القول أنّ الهيكل المالي للمؤسسة يتحسّن بموازنة الوفورات الضريبيّة مع تكاليف الإفلاس. تقدّم هذه النظريّة اقتراحين هما:

1.الاقتراح الأوّل: القيمة المثلى لـD هي إحدى قيم $X_1, X_2, \ldots, X_n$، القيمة الحالية للوفورات الضريبيّة ترتفع كلّما اقترب D من X_j بينما لم تتغيّر القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، ومن بين آثار هذا الاقتراح أنّ مشكلة هيكل

رأس المال الأمثل تحلّ عن طريق الحساب، فمن الضروري حساب قيمة المؤسسة لعدد محدود فقط من القيم المحتملة للديون $X_1,\dots,X_n$، بالإشارة إلى القيمة السوقيّة للمؤسسة بـ $V(X_k)$ عندما $D=X_k$ تكون كما يلي:

$$V(X_k)=\sum_{j=1}^{k-1}(X_j - C_j)P_j + \sum_{j=k}^{n}\left[(1-T_j)X_j + T_jX_k\right]P_j \qquad (37-1)$$

2.الاقتراح الثاني: نفترض أنّ بعض القيم من k

$$C_{k-1}P_{k-1}>(X_k-X_{k-1})\sum_{j=k}^{n} T_jP_j \qquad (38-1)$$

$$(X_{k+1}-X_k)\sum_{j=k+1}^{n} T_jP_j>C_kP_k \qquad (39-1)$$

$$V(X_{k-1})>V(X_k)<V(X_{k+1}) \text{ ثم} \qquad (40-1)$$

وعليه؛

$$V(X_{k-1}) - V(X_k)= C_{k-1}P_{k-1}-(X_k-X_{k-1})\sum_{j=k}^{n} T_jP_j > 0 \qquad (41-1)$$

$$V(X_{k+1}) - V(X_k)= -(X_{k+1}-X_k)\sum_{j=k+1}^{n} T_jP_j-C_kP_k> 0 \qquad (42-1)$$

خامسا: نظريّة الالتقاط التدريجي (1984)

تسمّى كذلك بنظريّة التسلسل الهرمي للتمويل والنظريّة السلّمية أبرز فرضيّاتها ما يلي[85]:

- تفضّل المؤسسات التمويل الداخلي؛
- تقوم المؤسسات بتكييف نسب توزيعات الأرباح المستهدفة مع الفرص الاستثماريّة، بالرغم من أنّ توزيعات الأرباح ثابتة ولا يتمّ تعديل نسب توزيعات الأرباح المستهدفة إلا بصفة تدريجيّة مع التحوّلات في مدى الفرص الاستثمارية؛
- سياسات توزيع الأرباح الثابتة إضافة إلى التقلّبات غير المتوقّعة في الربحية وفرص الاستثمار تعني أنّ التدفّق النقدي الذي تمّ توليده داخليا قد يكون أكبر أو أقل من نفقات الاستثمار؛
- إذا كان التمويل الخارجي ضروريا بالنسبة للمؤسسة تلجأ للمصادر التمويلية الأكثر أمانا، حيث تبدأ بالديون ثم الأوراق المالية الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل ثم في الأخير تلجأ إلى الأسهم، وكما هو ملاحظ لا يوجد مزيج مستهدف من الديون والأموال الخاصة، فالأموال الخاصة تنطوي على نوعين الداخليّة والخارجيّة يقع الأوّل في أعلى الهرم التمويلي والثاني في قاعدته، ونسبة الديون في كل مؤسسة هي من تعكس متطلّبات التمويل الخارجي التراكمي لها.

[85] Stewart C. Myers, **The Capital Structure Puzzle**, Vol 39, No 03, 1984, pp581-592.

1.التمويل الخارجي وعدم تماثل المعلومات: بافتراض أنّه على مؤسسة جمع ما قدره N من الأموال لاستغلال الفرصة الاستثماريّة المحتملة، إذ أنّ y هي القيمة الحالية الصافية لهذه الاستثمارات (VAN أوNPV) وx هي القيمة التي ستحقّقها المؤسسة في حالة تفويت هذه الفرصة، مسيّر المؤسسة يعرف ما هي x وy أمّا المستثمرين في أسواق رأس المال لا يعرفونها، كل ما يرونه هو التوزيع المشترك للقيم الممكنة xوy. بغضّ النظر عن عدم تماثل المعلومات تعتبر الأسواق كاملة وتتّسم بكفاءة شبه قوية (متوسّطة). الفائدة من جمع N بإصدار ورقة مالية هي y والتي هي فرصة الاستثمار للمؤسسة، كما توجد تكلفة محتملة وهي عندما تضطرّ المؤسسة لبيع الأوراق المالية بأقل من قيمها الحقيقية، فبافتراض قيام المؤسسة بإصدار سهم بقيمة سوقيّة إجمالية عند إصدارها من N رغم علم المسيّر بأنّها فعلا تساوي N_1 والتي هي قيمة الأسهم الجديدة.

نعتبر ΔN على أنّه المبلغ الذي يعبّر عن قيمة السهم عندما يكون مقيّما بأكبر أو أقل من قيمته حيث أنّ:

$$\Delta N = N_1 - N \qquad (43-1)$$

ثمّ سيقوم المستثمر بالإصدار ويستثمر عندما: $y \geq \Delta N$، إذا كانت المعلومات الداخليّة غير مناسبة فإنّ ΔN يكون سلبيا، وعليه ستقوم المؤسسة دائما بالإصدار أمّا في حالة حدوث العكس فستفوّت المؤسسة على نفسها فرصة الاستثمار من إصدار أسهم مقوّمة بأقل من قيمها الحقيقيّة. لنفترض أنّ V هي القيمة السوقيّة للمؤسسة محسوبة بضرب عدد الأسهم في سعر السهم الواحد التي لا تقوم بإصدارها، وV' هي القيمة السوقيّة للمؤسسة إذا قامت بإصدارها مع العلم أنّ V' تشمل الإصدارات الجديدة، وبالتالي الجميع يعلم بأن المسيّرين سيتصرّفون وفقا لعدم المساواة، حيث تكون شروط توازن التوقّعات العقلانيّة كما يلي:

$$V = E(\text{عدم الإصدار}) = E\ \bar{x}\ \ y < \Delta N) \qquad (44-1)$$

$$V' = E(\bar{x} + \bar{y} + N\ \text{الإصدار}) = E(\bar{x} + \bar{y} + N\ \ y \geq \Delta N \qquad (45-1)$$

2.تكلفة التمويل الخارجي: غالبا ما تكون تكاليف التمويل الخارجي هي تكاليف الاكتتاب والتكاليف الإداريّة، إلا أنّه من الممكن أن توجد تكلفة أخرى هي احتمال اختيار المؤسسة لعدم الإصدار فتوفّت فرصة الاستثمار ذو القيمة الحالية الصافية الموجبة والتي يمكن أن تتجنّبها بالتمكّن من الاحتفاظ بقدر من التدفقات النقدية المولّدة داخليا لتغطية هذه القيمة الحالية الصافية.

3.تفضيل الديون على الأموال الخاصة: عندما تسعى المؤسسة للحصول على أموال خارجيّة فإنّه يستوجب عليها التمويل بالديون بدلا من إصدار الأوراق المالية والقاعدة العامة تتمثّل في إصدار الأوراق المالية الآمنة قبل الأوراق المالية الخطرة.

4.السلوك التمويلي للمؤسسات: دراسة السلوك التمويلي للمؤسسات يشتمل على خمس حقائق تتمثّل في:

1.4 الأموال الخاصة الداخليّة مقابل الأموال الخاصة الخارجيّة: في الغالب يتمّ تمويل النفقات الاستثمارية باستخدام الديون والأموال المتولّدة داخليا وبنسبة قليلة بإصدار أسهم جديدة. هذه الحقيقة كانت السبب الأوّل وراء اقتراح نظريّة الالتقاط التدريجي.

2.4 توقيت إصدار الأوراق المالية: تحاول المؤسسات تحديد توقيت إصدار الأوراق المالية وبالخصوص الأسهم عند ارتفاع أسعارها حيث تفضّلها في هذه الحالة على الديون.

3.4 الاقتراض مقابل الأصول غير الملموسة وفرص النمو: حيث تميل المؤسسات التي تمتلك أصولا غير ملموسة والتي تكون قيّمة أو التي لها فرص النمو إلى الاقتراض بصفة أقل من المؤسسات التي تملك أصولا ملموسة.

4.4 عروض التبادل: فحسب Masulis أسعار الأسهم ترتفع في المتوسّط عندما تعرض المؤسسة مبادلة الديون بالأموال الخاصة وتنخفض في حالة حدوث العكس، أي عندما تعرض المؤسسة مبادلة الأموال الخاصة بالديون، على سبيل المثال: بافتراض وجود أثر للضرائب إذا كانت نسب الديون لدى معظم المؤسسات أقل من نسبها المثلى والوفورات الضريبيّة على فوائد المؤسسات كانت ذات قيمة إيجابية فإنّ مبادلات الديون بالأموال الخاصة تميل نحو تقريب المؤسسات من الهيكل المالي الأمثل.

5.4 إصدار أو إعادة شراء الأسهم: في المتوسّط تنخفض أسعار السهم عند إعلان المؤسسة عن إصداره، وترتفع عند الإعلان عن إعادة شراء السهم.

المطلب الرابع: تكلفة التمويل

لكل مصدر تمويلي تكلفته الخاصة، حيث تعرّف تكلفة التمويل على أنّها الحدّ الأدنى للعائد الذي يجب أن تحصل عليه المؤسسة على استثماراتها من أجل أن تترك سعر أسهمها في السوق دون تغيير وتسمّى أيضا بالعائد المطلوب[86].

[86] Jagtap Manisha Vikas, **Analysis of Capital Mix & Cost of Capital with Reference to Cooperatives**: **A Case Study**, Tactful Management Research Journal, Vol 01, No 10, 2013, p03.

الفرع الأول: تعريف تكلفة التمويل

تعرّف تكلفة التمويل على أنّها ما يتعيّن على المؤسسة دفعه من أجل الحصول على التمويل من مختلف المصادر، على غرار: الدين، الأسهم العادية والأرباح المحتجزة[87].

وتتمثّل تكلفة التمويل أيضا في الحدّ الأدنى من العائد الذي يجب أن تدره استثمارات المؤسسة، وذلك حتى تلبّي متطلّبات المساهمين من المردودية وهي تكلفة الأموال الخاصة، ومتطلّبات الدائنين وهي تكلفة الديون، وبالتالي فتكلفة التمويل هي التكلفة الإجمالية لتمويل المؤسسة[88].

عند الحديث عن تكلفة التمويل لابدّ من التطرّق إلى التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال (WACC)، والتي يقصد بها تلك التكلفة الخاصة بالهيكل التمويلي للمشروع، بمعنى تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع، والتي يتمّ حسابها بناء على المعدل المرجّح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويلي في الهيكل المالي للمشروع، بحيث يعطى وزن نسبي لكل مصدر تمويلي على أن تحتسب تكلفة كل مصدر، بعد ذلك تضرب تكلفة كل مصدر تمويلي في الوزن النسبي الخاص به لتجمع النتيجة في الأخير ونحصل على التكلفة المتوسّطة المرجحة لرأس المال. تعدّ التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال كمعيار للمقارنة بين البدائل التمويلية التي تكون متاحة، إذ تقارن مع العائد ويتّخذ في ضوء ذلك القرار بشأن مصادر التمويل التي سوف يعتمد عليها، وذلك من خلال الأهميّة النسبيّة التي اقترحت لكل مصدر أو تغيير نسبة مساهمة كل مصدر وخاصة مصادر التمويل مرتفعة التكلفة[89]. وتحسب التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال حسب الصيغة الآتية[90]:

$$WACC = (W_e * r_e) + (W_p * r_p) + (w_d * r_d (1-T)) \qquad (46-1)$$

حيث أنّ:

W_e: يمثّل الوزن النسبي للأسهم العادية.

r_e: يمثّل تكلفة الأسهم العادية.

W_p: يمثّل الوزن النسبي للأسهم الممتازة.

---

[87] أحمد جاسم حميد وآخرون، **تحديد أثر الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد 34، 2016، ص317.

[88] Ait Sahed Imene, Ait Mohammed Mourad, **L'effet de L'endettement sur La Rentabilité de L'entreprise**, Revue D'études Economiques et Financières, Vol 11, No 01, 2018, p292.

[89] دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص334.

[90] Halil D. Kaya, **Cost of Capital and Its Components**: **An Application**, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol 06, No 05, 2016, p248.

r_p: يمثّل تكلفة الأسهم الممتازة.

W_d: يمثّل الوزن النسبي للديون.

r_d: يمثّل تكلفة الديون.

T : يمثّل معدل الضرائب على أرباح الشركات.

الفرع الثاني: تكلفة مصادر التمويل

سواء كان المصدر التمويلي الذي تلجأ إليه المؤسسة تقليديا أو حديثا، دينا أو أموالا خاصة لابدّ عليها من تحمّل تكلفة ذلك المصدر، وعليه نوضّح تكاليف كلّ مصدر تمويلي كما يلي:

أوّلا: تكلفة المصادر التقليدية للتمويل

تتمثّل تكلفة المصادر التقليدية للتمويل فيما يلي:

1.تكلفة الأرباح المحتجزة (تكلفة الفرصة البديلة): تعرّف تكلفة الأرباح المحتجزة أو ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة بذلك المعدل من العائد غير المحقّق من طرف حملة الأسهم، أي الذين خسروه لقاء احتجاز الأرباح فالمساهمون غالبا ما يكون لديهم توقّعات بشأن الحصول على توزيعات الأرباح أو تحقيق أرباح رأسمالية عن استثماراتهم[91]. كما تعرّف على أنّها تكلفة الفرصة البديلة التي تتجسّد في عدم قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين، إذ تقرّر احتجازها وهذه الأرباح المحتجزة هي التي تعادل تكلفة الفرصة البديلة[92]. ومن أجل تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة يمكن اتباع أحد الطرق الآتية:

1.1 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM أو MEDAF): تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة وفق هذا النموذج يتطلّب المرور بالمراحل التالية[93] :

المرحلة الأولى: تحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة R_f

المرحلة الثانية: تحديد علاوة مخاطرة السوق PR_m

---

[91] Subramani N et al, **Cost of Internal and External Equity with Special Reference to Ramco Cements**, **Alathiyar**, **Ariyalur**, **Tamil Nadu**, International Journal of Multidisciplinary Research, Vol 02, No 04, 2012, p166.

[92] سعود جايد مشكور العامري وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية الحديثة**، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى، 2021، ص 219.

[93] Thauvron Arnaud, Annaïck Guyvarc'h, **DSCG2 Finance** : **Manuel**, Editions Foucher, Paris, France, 2008, p108.

المرحلة الثالثة: تحديد معامل بيتا β_i

المرحلة الرابعة: حساب تكلفة الأرباح المحتجزة بناء على العناصر المحدّدة في المراحل السابقة، وذلك كما يلي:

$$R_c = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \quad (47\text{-}1)$$

أو مباشرة:

$$R_c = R_f + \beta_i \cdot PR_m \quad (48\text{-}1)$$

وهذا بما أنّ علاوة مخاطرة السوق (PR_m) تحسب بالعلاقة الآتية:

$$PR_m = R_m - R_f \quad (49\text{-}1)$$

2.1 نموذج Gordon Shapiro : يعرف أيضا بنموذج تحيين التدفّقات النقدية، وهو يعدّ في نفس الوقت نموذجا لتقييم الأسهم العادية، يعتبر هذا النموذج تكلفة الأرباح المحتجزة على أنّها العائد على الأسهم العادية ممثّلة في التوزيعات النقدية، بالإضافة إلى ما قد يتولّد عنها من أرباح مستقبلية والتي تتمثّل في النمو المحتمل من التوزيعات. إذ يصاغ هذا النموذج كالآتي[94]:

$$P_0 = \frac{D_i}{K - g} \quad (50\text{-}1)$$

حيث أنّ:

P_0: السعر السوقي (الحالي) للسهم.

D_i: قيمة التوزيعات النقدية المتوقّعة للفترة المقبلة.

K: معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم (تكلفة الأموال الخاصة).

g: المعدل المتوقّع لنمو التوزيعات.

2.تكلفة الأسهم العادية: تعرّف تكلفة الأسهم العادية على أنّها العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية نظير استثمارهم في المؤسسة[95]. في نهاية السنة المالية يحصل حملة الأسهم العادية على جزء من الأرباح يتوافق مع الأرباح التي تكون قابلة للتوزيع، إذ أنّ هذه الأرباح ليست ثابتة كما هو عليه الحال في الأسهم الممتازة، ومنه تكلفة التمويل بالأسهم العادية تفوق تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة وذلك راجع إلى التكاليف الإضافية التي تتحمّلها المؤسسة متمثّلة في تكاليف الإصدار. ومن أجل تقدير تكلفة الأسهم العادية نتّبع العلاقة التالية[96]:

---

[94] هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى حسن، **تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن): دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، 2010، ص59.

[95] Lawrence j. Gitman, Chad j. Zutter, **Principles of Managerial Finance**, Pearson Education, London, United Kingdom, 13rd Edition, 2010, p365.

[96] منير شاكر محمد وآخرون، **التحليل المالي: مدخل لصناعة القرارات**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2005، ص294.

$$K_e=\frac{D_i}{P_0(1-F)}+g \quad (51-1)$$

حيث أنّ:

D_i : يمثلّ توزيعات الأرباح المتوقعة لصالح حملة الأسهم العادية خلال السنة القادمة.

P_0 : يمثّل السعر السوقي للسهم.

F : يمثّل تكاليف إصدار السهم.

g : يمثّل معدل نمو توزيعات الأرباح.

وكما هو ملاحظ من خلال العلاقة رقم (51-1) فتكلفة التمويل بالأسهم العادية تشبه نموذج حساب تكلفة الأرباح المحتجزة مع إضافة تعديل يخصّ تكاليف الإصدار.

3.تكلفة الأسهم الممتازة: تتجسّد تكلفة الأسهم الممتازة في العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم، إذ يحصل حملة الأسهم الممتازة على مقدار ثابت من الأرباح والذي لا يكون مرتبطا بتاريخ استحقاق معيّن، إلا أنّ تكلفة الأسهم الممتازة تشمل هي الأخرى تكاليف الإصدار ولا تقتصر على الحصص المدفوعة من الأرباح. فتكلفة الأسهم الممتازة هي الحصة المدفوعة من أرباح الأسهم إضافة إلى ما تحصل عليه المؤسسة من مبلغ صافي جرّاء بيعهم (أي بيع الأسهم الممتازة). حيث يتمّ حساب تكلفة الأسهم الممتازة كما يلي[97]:

$$K_p=\frac{D}{P_0-C} \quad (52-1)$$

حيث أنّ:

D : يمثلّ الأرباح الثابتة التي يدرها السهم الممتاز.

P_0 : يمثّل السعر السوقي للسهم.

C : يمثّل تكاليف إصدار السهم.

4.تكلفة الديون: تشير تكلفة الديون إلى العائد الذي يتوقّع تحقيقه من قبل الدائنين عند حلول مواعيد الاستحقاق، وهذا في مقابل استخدام المقترضين لأموالهم[98]. يتمّ حساب تكلفة الديون بعد الضرائب، حيث تتمثّل تكلفة الديون في معدل الفائدة على الديون منقوصا منه الوفورات الضريبية التي تنجم عن خصم الفوائد، ثم تضرب في النسبة (1-

[97] غربي حمزة، بدروني عيسى، **العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة**، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، 2019، ص152.

[98] Arnaud Thauvron, Annaïck Guyvarc'h, Op.Cit, p104.

(T إذ يمثّل T معدل الضرائب التي تخضع لها المؤسسات. كما تحسب تكلفة الديون استناد إلى معدل الفائدة الخاص بالديون الجديدة فقط وليس الديون القديمة[99]. وتحسب تكلفة الديون طبقا للعلاقة الآتية:

$$K_d = K_d^* (1-T) \qquad (53-1)$$

حيث أنّ:

K_d^* : يمثّل معدّل الفائدة على الديون.

T : يمثّل معدل الضرائب على المؤسسات.

(1-T) : يمثّل الوفورات الضريبية.

5.تكلفة السندات: بغرض تحديد تكلفة التمويل بالسندات نستخدم العلاقة الآتية[100]:

$$K_d = \frac{I + (\frac{M - Nd}{n})}{(\frac{M + Nd}{2})} \qquad (54-1)$$

حيث أنّ:

I : يمثّل الفائدة السنوية.

M : يشير إلى القيمة الاسمية للسند.

N_d : سعر البيع الصافي للسند ، مع العلم أنّ: سعر البيع الصافي للسند = سعر بيع السند – تكاليف الإصدار.

n : يمثّل مدّة السند.

تجدر الإشارة إلى أنّ تكلفة السندات المشار إليها في (العلاقة 1-54) هي قبل الضريبة، ليتمّ انطلاقا منها تحديد تكلفة السندات بعد الضريبة كما يلي:

$$K_d = K_d (1-T) \qquad (55-1)$$

حيث أنّ:

K_d : يمثّل تكلفة السندات

T : يمثّل معدل الضرائب

مع العلم أنّ K_d المضروبة في (1-T) هي تكلفة السندات قبل الضرائب.

---

[99] Maher Kooli et al, **Finance D'entreprise** : **Evaluation et Gestion**, Chenelière Education, Québec, Canada, 2013, p157.

[100] دريد كامل آل شبيب، **إدارة مالية الشركات المتقدّمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص 192-193.

6.تكلفة الائتمان التجاري: تكلفة الائتمان التجاري تتوقّف على الشروط التي يضعها المورّدون، والمقصود هنا بالأساس هو الخصم النقدي ففي حالة عدم وجود أي خصم نقدي على المستحقّات التي تدفعها المؤسسة لهؤلاء المورّدين يكون الائتمان التجاري مجّانيا أي عديم التكلفة، بينما في حالة حدوث العكس أي عندما يقدّم الخصم النقدي من طرف المورّدين فإن ذلك يعني أنّ تكلفة الائتمان التجاري تصبح مرتبطة بإمكانية استفادة المؤسسة من الخصم الممنوح لها من عدمها، بعبارة أخرى عند تسديد المؤسسة لما عليها من مستحقّات خلال فترة الخصم يعني ذلك أنّ الائتمان التجاري غير مكلّف أي مجاني أما في حالة التسديد بعد انتهاء مدّة الخصم يشير ذلك إلى أنّ الائتمان التجاري مكلّف[101].

ثانيا: تكلفة المصادر الحديثة للتمويل

1.تكلفة التأجير التمويلي (القرض الإيجاري): هي معدل العائد الأدنى الذي يتعيّن تحقيقه على الاستثمارات التي تمّ تمويلها بالتأجير التمويلي، والمتمثّل في المعدل r وهو الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للدفعات (بعد أن تخصم الضريبة) مع القيمة الحالية التي تتحمّلها المؤسسة. ويمكن توضيح تكلفة التأجير التمويلي وفق الصيغة التالية**[102]**:

$$V_0=\sum_{i=1}^{n} Li(1-T)+\frac{Ai_T}{(1+r)i}+\frac{R_n}{(1+r)i} \qquad (56\text{-}1)$$

حيث أنّ:

V_0 : يمثّل القيمة الحالية الصافية للاستثمار (غالبا ما تكون تجهيزات ومعدّات)

T : يمثّل معدل الضريبة على أرباح الشركات

Li : يمثّل دفعة الإيجار التي تدفع في المدة i

Rn : يمثّل القيمة المتبقّية من الأصل في نهاية مدة العقد.

Ai : يمثّل الاهتلاك السنوي للأصل.

r : يمثّل تكلفة الإيجار.

2.تكلفة عقد تحويل الفاتورة (الفاكتورينغ) : تكلفة التمويل بعقد تحويل الفاتورة تشمل العمولات والمصاريف التالية :[103]

---

[101] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة السادسة، 2007، ص529.

[102] تقرارت يزيد، عمامرة ياسمينة، **تقييم صيغ التمويل الحديثة في المؤسسة الاقتصادية– المعالجة المحاسبية للتمويل التأجيري: نموذجا للمؤسسة الوطنية لمناجم الفوسفات Somiphos بولاية تبسة**، حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 34، العدد 02، 2020، ص430.

[103] Chabane Asaad, Analyse **sur le factoring en Algérie** : **Quel Impact sur Le Financement des PME ?** le Cercle d'Action et de Réflexion autour de l'Entreprise – CARE –, Algérie, 2021, p31.

1.2 عمولة الفاكتورنيغ: وهي عمولة تدفع للعامل تعويضا لما يقوم به من عمل معيّن يتمثّل في أغلب الأحيان في معالجة الفواتير وضمان سداد مبالغها.

2.2 عمولة التمويل: هي تعويض على التسبيق الذي دفعه العامل للزبون وهي مماثلة للقرض بفائدة الذي تقدّمه البنوك التقليدية، وهي تدفع على فترات زمنية محدّدة.

3.2 مصاريف التسيير: والتي تسمّى كذلك مصاريف معالجة الملفات، وهي تعتمد على طبيعة العملية وعدد المرات التي تمّت فيها، يتقاضاها العامل أيضا.

تجدر الإشارة إلى أنّ هذه العمولات تختلف نسبها من دولة إلى أخرى.

3.تكلفة التمويل برأس المال المخاطر: تشمل تكلفة التمويل برأس المال المخاطر كل من مصاريف التسيير ومصاريف الفائدة المحمولة[104]، حيث أنّ مصاريف التسيير تعتبر كتعويض على الأتعاب والجهود المبذولة ومن بينها الأجور، وتكون بين 2 % و 2.5% من رأس المال الملتزم به، في حين تتراوح نسبة مصاريف الفائدة المحمولة ما بين 20% و 30% من الأرباح[105].

4.تكلفة التمويل الجماعي: يمكن توضيح تكلفة التمويل الجماعي من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 1-1: تكلفة التمويل الجماعي بمختلف أنواعه

نوع التمويل الجماعي	تكلفة التمويل
التمويل الجماعي القائم على الديون	- الفائدة المدفوعة إلى الدائنين؛ - رسوم منصة التمويل الجماعي؛ - تكلفة حمْلة التمويل (تشمل التحضير والانطلاق).
التمويل الجماعي القائم على المكافأة	-تكلفة تصنيع المكافأة؛ -تكلفة إيصال المكافأة؛ - رسوم منصة التمويل الجماعي؛ - تكلفة حمْلة التمويل.

[104] الفائدة المحمولة (Carried Interest) يقصد بها ذلك الجزء من الأرباح الذي يحصل عليه الشريك العام (General Partner) إذا كان أداء المؤسسة عند المستوى الذي كان مستهدفا أو أفضل منه.

[105] Alexander Haislip, **Essentials of Venture Capital**, John Wiley & Sons, New York, United States, 2010, p14.

التمويل القائم على المشاركة في رأس المال (الأسهم)	-تكلفة إصدار الأسهم؛ -رسوم منصة التمويل الجماعي؛ -تكلفة حمْلة التمويل.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

Anna Motylska-Kuzma, « The Cost of Crowdfunding Capital », 3rd International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts, Albena, Bulgaria, 24-30 Aout 2016, pp 606-608.

بالنسبة للتمويل الجماعي القائم على التبرّعات فإنّ تكلفته تقتصر على رسوم منصة التمويل الجماعي وكذلك تكلفة حمْلة التمويل، أما التمويل الجماعي الإسلامي فهو يخضع لنفس التكاليف بالإضافة إلى التكاليف حسب نوع المنصة فمنصة التمويل الجماعي الإسلامي القائم على المرابحة مثلا تدفع تكاليف المرابحة بالإضافة للتكاليف التي سبق الإشارة إليها.

5.تكلفة التمويل الإسلامي

1.5 تكلفة التمويل بالمرابحة : تتجسّد في ذلك الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء الخاص بالأصل وهذا بالنسبة للمستفيد من التمويل، حيث بالنسبة للبنك الإسلامي يمثّل الفرق مقدار الربح، إذ يمكن حساب تكلفة التمويل بالمرابحة كما يلي[106]:

$$r_m=\frac{V-A}{A*n} * 100\% \quad (57-1)$$

حيث أنّ:

V : ثمن البيع.

A : ثمن الشراء.

n : مدّة المرابحة.

r_m: معدل تكلفة المرابحة.

2.5 تكلفة التمويل بالسّلم : تتجسّد في ذلك الفرق بين سعري الأصل (السلعة) الحاضر والآجل، إذ تحسب تكلفة التمويل بالسّلم طبقا للعلاقة الآتية :

$$r_s=\frac{F-D}{D*n} *100\% \quad (58-1)$$

[106] محمد بوجلال، شوقي بورقبة، **تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية: دراسة مقارنة**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 23، العدد 02، 2010، ص65.

حيث أنّ:

F : الثمن الآجل.

D : الثمن الحاضر.

n : المدّة.

r_s: معدل تكلفة التمويل بالسّلم.

3.5 تكلفة التمويل بالاستصناع : هي الفرق بين سعر الأصل المصنوع في الحاضر وسعر الأصل المصنوع في تاريخ آجل، وتحسب طبقا للصيغة الآتية :

$$r_i=\frac{R-L}{R*n}*100\% \quad (59-1)$$

حيث أنّ:

R : السعر الآجل للأصل المصنوع.

L : السعر الحاضر للأصل المصنوع.

n : المدّة.

ri : معدل تكلفة التمويل بالاستصناع.

4.5تكلفة التمويل بالمشاركة: في ظلّ التمويل بالمشاركة نميّز بين حالتين[107]:

أ-الحالة الأولى: عندما يتمّ تمويل عملية أو صفقة بالمشاركة: يكون ذلك باشتراك كل من البنك والعميل في تمويل الصفقة، على أن يتمّ اقتسام الأرباح إما وفق هذه النسب أو حسب الاتفاق. ونميّز هنا بين حالتين أيضا:

أ-1الحالة الأولى: تكون في هذه الحالة تكلفة التمويل هي نفسها نصيب البنك من الأرباح، حيث أنّ هذا الأخير يكون حسب نسب التمويل المقدّم من طرف العميل والبنك. وتحسب كما يلي:

$$P_B=\frac{L_B}{L}*P \quad (60-1)$$

حيث أنّ:

P_B : يمثّل تكلفة التمويل ونصيب البنك من الأرباح

L_B: يمثّل نسبة مساهمة البنك في الصفقة

L : يمثّل القيمة الإجمالية للصفقة

[107] صلاح الدين شريط، سفيان بلهادي، **الصيغة الرياضية لتكلفة التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم**، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 13، العدد 26، 2018، ص08.

P : يمثّل الأرباح المحقّقة من الصفقة

أ–2 الحالة الثانية: وهي الحالة التي يتمّ فيها الاتفاق حول نسب معيّنة من الأرباح بين العميل والبنك، أي الأرباح لا تكون على أساس نسبة المساهمة في تمويل الصفقة، وعليه تحسب تكلفة التمويل كما يلي:

$$P_B = Z_B * P \quad (61-1)$$

حيث أنّ Z_B يمثّل نصيب البنك من الأرباح.

ب–الحالة الثانية: وهي حالة التمويل بالمشاركة المنتهية بالتمليك: يتمّ تحديد تكلفة التمويل بالمشاركة المنتهية بالتمليك وفق الصيغة التالية:

$$C_p = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_i}{M*n} * 100 \quad (62-1)$$

حيث أنّ:

R_i: نصيب البنك من الأرباح في المدّة i

M: مبلغ الذي يشارك به البنك

n : المدّة

5.5 تكلفة التمويل بالمضاربة: تحسب تكلفة التمويل بالمضاربة طبقا للعلاقة التالية[108] :

$$P_B = P * Z_B \quad (63-1)$$

حيث أنّ:

P_B : تكلفة التمويل بالمضاربة والتي تمثّل في نفس الوقت مقدار الربح الذي يحقّقه البنك

P : الأرباح

Z_B : مقدار الربح المحقّق من طرف صاحب المال

المبحث الثاني: التأصيل النظري لقيمة المؤسسة

تعظيم القيمة والرفع منها أصبح أحد أهم الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها المؤسسات، بعدما كان الهدف منصبّا على تعظيم الأرباح وبعد أن كانت النظريّات الاقتصادية تركّز تفسيراتها للقيمة على قيمة السلع فقط، جاءت النظريّات المالية لتبرز أهميّة هدف تعظيم قيمة المؤسسة بالنسبة لكافّة الأطراف التي لها صلة بها، إذ تمّ صياغة العديد من النماذج التي يمكن من خلالها تحديد قيمة المؤسسة.

[108] صلاح الدين شريط، سفيان بلهادي، نفس المرجع، ص09.

المطلب الأوّل :مفهوم القيمة وأنواعها

يعرّف Porter القيمة على أنّها: "ذلك المبلغ الذي يدفعه المشترون لقاء الحصول على سلع من المؤسسة، ويرى Annick Bourguignon على أنّ القيمة هي مرادف للثروة"[109].

كما تعرّف القيمة على أنّها مبلغ يتمّ دفعه في مقابل أصل أو مقابل الحقّ في كسب عوائد في المستقبل جرّاء استعمال ذلك الأصل[110]. القيمة بالنسبة للمؤسسة تمثّل شيئا مجرّدا يتمّ قياسه وتحديده من طرف خبير متخصّص، إذ يستعمل نماذج مختلفة في ذلك وهو الأمر الذي يجعل نتائج تحديد القيمة تبدو مختلفة من خبير لآخر، يرجع ذلك إما لتعدّد نماذج قياس وتحديد القيمة أو إلى الهدف من عملية التقييم[111].

وللقيمة عدّة أنواع نذكرها كما يلي[112]:

- **قيمة شهرة المحل (Goodwill)**: هي نوع من الأصول المعنوية (أي الأصول غير الملموسة) فهي غير قابلة للقياس أو الوزن بصفة دقيقة، لها دور كبير في جذب الزبائن للمؤسسة واستمرار تفضيلهم للتعامل معها.
- **قيمة التصفية:** وهي تلك القيمة التي يتمّ الحصول عليها نتيجة بيع الأصول والطرح منها الخصوم، يحدث ذلك عند إفلاس المؤسسة أو بسبب عوامل أخرى.
- **قيمة الإحلال:** يقصد بها تكلفة اقتناء أصل جديد له نفس المنافع التي تتوفّر في الأصل المراد استبداله، تأخذ عملية تقدير تكلفة الإحلال التكنولوجيا المتطوّرة بعين الاعتبار عند الرغبة في استبدال أصل ما.
- **القيمة المتبقّية:** وهي قيمة الأصل عند بيعه بعد أن اهتلك محاسبيا ولم يعد له قيمة لدى مالكه الحالي، إلا أنّه يمكن الاستفادة منه.
- **القيمة السوقية:** تتمثّل في قيمة الأصل في السوق، وتسمّى كذلك بالقيمة النقدية فهي تشكّل الجانب النقدي للأصل عندما يتمّ بيعه أو تحويله إلى مالك آخر، فالأسهم مثلا تتحدّد بناء على التقييم الذي يجريه المستثمرون في السوق من حيث الأرباح المستقبلية المتوقّعة.

---

[109] مديحة بخوش، **تطوّر مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي: من الحضارة اليونانية إلى اقتصاد المعرفة**، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 10، العدد 02، 2018، ص195.

[110] طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص11.

[111] أسماء كسري، **المعلومات المحاسبية وقيمة المؤسسة**، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016، ص97.

[112] رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، **مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية**، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 06، العدد 10، 2018، ص371.

- **القيمة الاستثمارية:** هي تعبير عن التدفّقات الإجمالية الناتجة عن الأصل خلال فترة الاستثمار فيه، حيث من أجل تحديد هذه القيمة يؤخذ بعين الاعتبار فائض القيمة المحتمل من الأصل وكذلك تقلّبات أسعار الأصول وآثار التضخّم.
- **القيمة التبادلية والقيمة الاستعمالية:** حسب Adam Smith، والذي ميّز بين مفهومين للقيمة حيث اهتمّ المفهوم الأوّل بمنفعة الشيء والمقصود هنا هو القيمة الاستعمالية، والمفهوم الثاني الذي ارتكز على قدرة هذا الشيء على اقتناء سلع أخرى وهي القيمة التبادلية، فالقيمة الاستعمالية للشيء (الأصل) لا تتعلّق بملكيّته بل تتعلّق بالكيان الذي يقوم بتشغيله، أما القيمة التبادلية فهي التي تتعلّق بملكيّة الأصل.
- **القيمة الدفتريّة:** تشير القيمة الدفتريّة إلى القيمة التي تسجّل بها الأصول في الدفاتر المحاسبية أي تمثّل التكلفة التاريخية أو الأصلية لحيازة هذه الأصول منقوصا منها ما يترتّب عنها من اهتلاكات متراكمة، وبهذا فالقيمة الدفترية هي مفهوم محاسبي بحت[113].

المطلب الثاني: نظريّات القيمة

لقد تعدّدت النظريّات التي درست القيمة وحاولت تحديد مفهوم لها، إذ نجد أنّ القيمة اختلف مفهومها بين الفكر الاقتصادي، الفكر المحاسبي والفكر المالي، فكلّ كانت له زاوية نظر درس من خلالها القيمة. وهو ما نبرزه في النقاط التالية:

الفرع الأوّل :مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي

بدأ تفسير الفكر الاقتصادي للقيمة يظهر منذ عهد ابن خلدون وكذلك المدرستين التجارية والطبيعية، إلا أنّ الارتكاز الأساسي للفكر الاقتصادي في تفسيره للقيمة كان على ثلاث مدارس رئيسية، ويمكن إعطاء نبذة عن الفكر الاقتصادي المفسّر للقيمة كما يلي:

أوّلا: مفهوم القيمة عند ابن خلدون

اعتبر ابن خلدون أنّ السعي والعمل هما أساس القيمة[114]، وكان من السبّاقين في التطرّق إلى القيمتين الاستعمالية والتبادلية، إذ وضع شروطا لهاتين الأخيرتين يمكن إيجازها في النقاط الموالية:

---

[113] بريكة السعيد، مسعي سمير، **تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA**، الملتقى الدولي الأول حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة المسيلة، 14-15 أبريل 2009، الجزائر، ص03.

[114] محمد دويدار، **مبادئ الاقتصاد السياسي: الأساسيات**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، الجزء الاوّل، 2003، ص 166.

1.شروط القيمة الاستعمالية: تتمثّل أهمّ شروط القيمة الاستعمالية حسب ابن خلدون في:

- الحصول على الشيء (اقتناؤه)؛
- الحصول على منفعة الشيء الذي تمّ شراؤه؛
- قدرة المنفعة على تحقيق الإشباع والمصلحة الخاصة[115].

2.شروط القيمة التبادليّة: لقد حدّد ابن خلدون شروط القيمة التبادليّة كالتالي:

- الحصول على الشيء (السلعة أو الخدمة)؛
- عدم الانتفاع بالشيء المحصّل عليه؛
- امتلاك الشيء عن طريق السعي والقدرة.

من خلال ما سبق ذكره، يتّضح أنّ ابن خلدون ركّز على العمل وكذلك المنفعة في تحديده لمفهوم القيمة وبأنّهما محدّدان رئيسيّان لها.

ثانيا: مفهوم القيمة عند المدرسة التجارية (الميركانتيليين)

قاد هذه المدرسة مجموعة من الروّاد أبرزهم: William Petty، Jean Bodin و Thomas Mun، تمثّلت فكرتهم الأساسية في كون أنّ ثروة الأمّة تكون مرتبطة بالمعادن النفيسة (الذهب والفضّة) وأنّ هذه الأخيرة هي مصدر قوّة الدولة وليس الإنتاج، كما ازدهرت التجارة في عصر الميركانتيليين، وهو ما جعلهم يربطون قيمة السلع بالتجارة والتداول[116].

ثالثا: مفهوم القيمة عند المدرسة الطبيعية (الفيزيوقراط)

يعتبر François Quesnay من مؤسّسي هذه المدرسة ومن أهمّ روّادها، كان اهتمام الفيزيوقراط موجّها صوب النشاط الزراعي فقط، فقد اعتبروه المصدر الوحيد الذي يساهم في زيادة الناتج والقيمة، وأنّ الفلاحين هم فقط المنتجين[117].

---

[115] الطيب داودي، **نظريّة القيمة عند ابن خلدون**، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 01، العدد 01، 2001، ص ص 29-30.

[116] François-Régis Mahieu, **William Petty 1623-1687 : Fondateur de L'économie Politique**, Edition Economica, Paris, France, 1997, p50.

[117] رفيق يونس المصري، **المذاهب الاقتصادية والاقتصاد الإسلامي**، دار القلم للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2013، ص14.

ويمكن استخلاص أنّ المدرسة الطبيعية تجاهلت تماما القطاع الصناعي كمصدر للقيمة، على العكس من المدرسة الكلاسيكية وما تبعها من مدارس التي أخذت القطاع الصناعي بعين الاعتبار.

رابعا: المدرسة الكلاسيكية

من أهمّ رواد هذه المدرسة هما: Adam Smith و David Ricardo وكانت أفكارهما حول القيمة كما يلي:

1.مفهوم القيمة عند Adam Smith: انطلق Adam Smith من المفهوم الثنائي للقيمة وهي من بين أفكار الإغريق ممثّلين بالأساس في أفلاطون وأرسطو، والمقصود بالمفهوم الثنائي للقيمة هو القيمة التبادلية والقيمة الاستعمالية، فيرى Adam Smith أنّ السلع تعرف تفاوتا من حيث القيمة والأهميّة مستدلّا بمثال الماء والألماس، فالأوّل أسعاره منخفضة رغم ارتفاع أهميّته وقيمته، أما الثاني فهو مرتفع السعر بالرغم من قلّة أهميّته وقلّة استخدامه، وقد أوضح Adam Smith أنّ قيمة السلعة تتحدّد بناء على كميّة العمل التي على إثرها يمكنه مبادلة السلعة بها وهو ما يؤكّد على أنّ العمل هو المعيار الأساسي المعتمد لتحديد قيمة السلع التي يراد تبادلها[118].

2.مفهوم القيمة عند David Ricardo : حسب David Ricardo فإنّ القيمة التبادلية لا تتوقّف على المنفعة فقط، بل ترتكز على العمل والذي ينقسم إلى عمل مباشر متمثّلا في اليد العاملة وغير مباشر متمثّلا في الآلات والتجهيزات، وقد كان David Ricardo قد فصل بين القيمة التبادلية والقيمة الاستعمالية من حيث الندرة، كما قد أضاف مفهوم رأس المال إلى نظريّته باعتباره عملا سابقا.

خامسا: نظريّة Karl Marx

يشير Karl Marx إلى أنّ كمّية العمل المحتواة في السلعة أو الخدمة المقدّمة هي المقياس المحدّد للقيمة، واعتبر المنفعة على أنّها شرطا رئيسيا للقيمة ولكن لا تعدّ بمثابة مقياس لها، وقام Karl Marx باستبعاد القيمة الاستعماليّة من نظريّته في تفسير القيمة وذلك راجع لكون عدم امتلاك السلع لصفة مشتركة فيما بينها.

سادسا: المدرسة النيوكلاسيكية (الحدّية)

[118] عبد علي كاظم المعموري، **تاريخ الأفكار الاقتصادية**، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص ص323-324.

بعد الانتقادات التي لاقتها كل من النظريّات الكلاسيكيّة والنظريّة الماركسية، ظهرت نظريّة جديدة مفسّرة للقيمة قادتها المدرسة النيوكلاسيكية والتي شملت:

1.النظريّة التقليدية: يتمثّل أبرز روّادها في كلّ من: Galiani و Turgot و Condillac تتوقّف القيمة حسبهم على المنفعة وأنّها (القيمة) ترتبط بالحكم الشخصي للفرد على السلعة وهو ما يعرف بالقيمة الذاتية، وقد أشار Condillacإلى أنّه لا يوجد أي توافق بصفة كلّية بين المنفعة والقيمة وأنّ تفسير القيمة لابدّ من أن يتضمّن الندرة ولو أنّها لا تعدّ كافية للتفسير.

2. النظريّة الحدّية الحديثة: تمثّل أبرز روّادها في كلّ من:Leon Walras ، William Stanely Jevons و Carl Menger، تستند هذه النظريّة على فكرة أنّ القيمة الاستعمالية يتمّ قياسها باستخدام المنفعة الحدّية أما القيمة التبادلية فهي مرتكزة بالأساس على القيمة الاستعمالية. الفارق الجوهري بين هذه النظريّة والنظريّة التقليدية يكمن في كون أنّ النظريّة الحديثة ترجع تحديد القيمة إلى المنفعة الحدّية أي منفعة الوحدة الأخيرة وأهمّيتها بالمقارنة مع بقيّة الوحدات التي تسبقها[119].

3. نظريّة المنفعة: تتحدّد قيمة السلعة في نظر Jean-Baptiste Say على أساس المنفعة وليس على أساس العمل المبذول فيها، فالقيمة هي محصلة التعارض في التقدير بين من هو في حاجة إلى الشيء ومنتجه ومن ثمّ فالقيمة تعتمد على المنفعة التي هي المحدّد للطلب، ولقد كانت هذه الفكرة هي الأساس الذي انطلق منه Alfred Marshall في تفسيره للقيمة حيث اعتبر أنّ تحديد قيمة المبادلة تتوقّف على عاملين اثنين وهما الطلب والعرض، الأولّ يرتكن إلى المنفعة الخاصة بالمستهلك والثاني يرتكن إلى تكلفة الإنتاج وهو ما يجعل القيمة غير قابلة للتحديد في غياب أحد هذين العاملين.

الفرع الثاني: مفهوم القيمة في الفكر المحاسبي

لم تكن هناك نظريّات محاسبية في حدّ ذاتها تفسّر القيمة وإنّما ظهرت طرق لقياس القيمة محاسبيا والتي انقسمت إلى طرق مرتكزة على التكلفة وطرق مرتكزة على القيمة والتي نوضّحها كالآتي:

أوّلا: الطرق المرتكزة على التكلفة: تنطوي الطرق المرتكزة على التكلفة على ما يلي:

[119] HIRIGOYEN Gérard, CABY Jérôme, **Histoire de La Valeur en Finance D'entreprise**, Cahiers de Recherches de CREF, Université de Bordeaux 4, France, 1998, pp 05-07.

1. طريقة التكلفة التاريخيّة : تتمثّل طريقة التكلفة التاريخيّة في تسجيل الأصول والخصوم بالمبالغ النقدية الأصلية عند تاريخ الحيازة بالنسبة للأصول وتاريخ الالتزام بالنسبة للخصوم مع افتراض أنّ قيمة النقود تظل ثابتة عبر الزمن وهذا يعني استبعاد أثر التضخّم والتغيّر في الأسعار وكذلك التغيّر في مختلف عناصر الميزانية[120].

1.1طريقة التكلفة التاريخيّة المعدّلة: يقصد بها الطريقة التي من خلالها تؤخذ بعين الاعتبار مختلف التغيّرات في الأسعار التي طرأت على مختلف عناصر القوائم المالية بتاريخ التقييم.

2.1طريقة التكلفة التبادليّة: وهي تلك التكلفة التي تسمح للمؤسسة باستبدال أصل معيّن من أصولها بأصل آخر له نفس القدرات الإنتاجية.

3.1 طريقة التكلفة التبادليّة المعدّلة: تعتبر هذه الطريقة مزيجا بين الطريقتين السابقتين، إذ تأخذ بعين الاعتبار التغيّر في أسعار الأصول من جهة والتغيّر في المستوى العام للأسعار من جهة أخرى[121].

2.الطرق المرتكزة على القيمة: ظهرت هذه الطرق بعد أن وجّهت الانتقادات إلى الطرق المرتكزة على التكلفة، وتشمل الطرق المرتكزة على القيمة كل من:

- **القيمة الجارية:** والتي تعني ذلك التغيّر في سعر سلعة معيّنة في سوق محدّد وطبقا لشروط تسليم ودفع متعارف عليها[122].
- **القيمة الحالية:** التي يقصد بها قيمة التدفّقات النقدية المستقبليّة في الوقت الحالي (أي الحاضر) والتي تقاس بمعدل خصم الذي على إثره تخصم هذه التدفّقات والذي يأخذ في الحسبان القيمة الزمنيّة للنقود[123].
- **القيمة العادلة:** التي يعرّفها المعيار رقم 13 الدولي للإبلاغ المالي "على أنّها ذلك السعر المستلم من أجل بيع أصل أو المدفوع من أجل تسديد التزام وذلك في معاملة منظّمة بين المشاركين في السوق بتاريخ القياس[124].

---

[120] بومزايد إبراهيم، **المحاسبة المالية**، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2018، ص27.

[121] عبد الله سالم، **الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة**، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، مصر، 1996، ص ص 81-97.

[122] رضوان حلوة حنان، **بدائل القياس المحاسبي المعاصر**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003، ص111.

[123] دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص73.

[124] الموقع الالكتروني الرسمي للمعايير الدولية للإبلاغ المالي:https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement.html/content/dam/ifrs/publications/html-standards/english/2022/issued/ifrs13/#about (تمّ الولوج إلى الموقع بتاريخ 2022/07/15 على الساعة 13:00).

الفرع الثالث: مفهوم القيمة في الفكر المالي

يستمدّ الفكر المالي أو النظريّة المالية أسسه وجذوره من النظريّة الاقتصادية النيوكلاسيكية، إلاّ أنّ الفكر المالي انفرد بكونه درس قيمة المؤسسة ولم يدرس قيمة السلعة كما كان عليه الحال في الفكر الاقتصادي، وعليه يمكننا أن نوجز تطوّر الفكر المالي في النقاط التالية:

أوّلا: الفكر المالي قبل سنة 1920

في بداية القرن العشرين انفصلت المالية عن الاقتصاد وأصبحت تخصّصا مستقلاّ بذاته، أين كان اهتمام هذا التخصّص منصبّا فقط على الأدوات المالية، المؤسسات والهيئات ومجمل الإجراءات المتّبعة في سوق الأوراق المالية، وما ميّز هذه المرحلة هو عدم وجود أي نظريّة مالية، فقد كانت القيمة محل التركيز على استخدام أدوات القياس المحاسبية فقط.

ثانيا: الفكر المالي خلال الفترة ما بين العشرينات والخمسينات

مع الابتكارات التكنولوجية وتطوّر الصناعات الجديدة في بداية العشرينات ظهرت حاجة المؤسسات بشكل متزايد لرؤوس الأموال، ووّجه التركيز نحو وصف طرق التمويل الخارجية. تلتها مرحلة الكساد الكبير، حيث كانت هذه المرحلة بمثابة مرحلة اهتمام بالأبعاد المالية التي تتعلّق بالبقاء والاستمرارية، إذ شملت بصفة أساسية :السيولة، قرارات الإصلاحات وإعادة الهيكلة وكذلك قرارات الإفلاس.

ثمّ جاءت المرحلة الممتدّة ما بين الأربعينات وبداية الخمسينات، وهي مرحلة المقاربة التقليدية التي أخذت بعين الاعتبار وجهة نظر الأطراف الخارجية ذات الصلة بالمؤسسة ممثّلة في المستثمرين والمقرضين، إذ بدأ الاهتمام بطرق اختيار الاستثمارات، وكذلك كانت بداية لبزوغ العلاقات بين التسيير المالي وتحليل الأوراق المالية، وإنشاء نماذج تسمح بالتقييم. ما ميّز هذه المرحلة أيضا أنّها كانت تعتمد بشكل كبير على النظريّة الاقتصادية النيوكلاسيكية وبدرجة أكبر على نظريّة Irving Fisher خاصة فيما يتعلّق باختيار الاستثمارات والتقييم.

انطلاقا من سنة 1952، بدأت معالم ظهور الفكر المالي تتّضح وهو ما عرف بالنظريّة المالية الحديثة، حيث كانت الانطلاقة من نظريّة المحفظة المالية لHarry Markowitz ، تلتها مجموعة من النظريّات والأعمال التي شملت عدّة مجالات في المالية والتي تمثّل أبرزها في:

- نظريّة الهيكل المالي لـ Franco Modigliani و Merton Miller سنتي 1958 و 1963؛
- نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة لكل من William Sharpe سنة 1964 و John Lintner سنة 1965 و Jan Mossin سنة 1966؛
- نظريّة تقييم الخيارات لـ Fischer Black و Myron Scholes سنة 1973؛
- نظريّة تسعير المراجحة لـ Stephen Ross سنة 1976؛
- نظريّة الوكالة لـ Michael Jensen و William Meckling سنة 1976؛
- نظريّة الإشارة لـ Stephen Ross سنة 1977؛
- نظريّة الالتقاط التدريجي للتمويل لـ Myers و Majluf سنة 1984؛
- نظريّة تكاليف المعاملات لـ Oliver Williamson سنة 1988[125].

ثالثا: القيمة في خضم تطوّر الفكر المالي

يعتبر John Burr Williams من الأوائل الذين تطرّقوا إلى مفهوم القيمة في النظريّة المالية سنة 1938، فحسبه فإنّ قيمة الأصل سواء كان ماليا أو ماديا تتحدّد بناء على التدفّقات المالية المرتبطة به، وكان قد أنشأ نموذجا خاصا باستحداث الأرباح مستدلّا بأفكار Irving Fisher في هذا الصدد الذي كان قد أعدّ الركائز الأساسية لتحليل القيمة الحالية. هذا النموذج أدخل عليه كل من Gordon و Shapiro بعض التعديلات أهمّها نمو توزيعات الأرباح وهو ما أسفر على صياغة نموذج خاص بقياس القيمة الحقيقية لأسهم المؤسسة[126].

فالفكر المالي استمدّ أسسه من المدرسة النيوكلاسيكية، والتي تنطلق من فرضية هدف المؤسسة هو السعي نحو تعظيم الأرباح والذي هو محل تأثير دالة الإنتاج، وهو ما سارت عليه النظريّة المالية لكن سرعان ما واجهتها مجموعة من الانتقادات، الأمر الذي جعل النظريّة المالية تتّجه نحو ما يعرف بتعظيم ثروة المساهمين (الملاّك)، ومن ثمّ الاهتمام بتعظيم القيمة واعتبارها كهدف رئيسي تسعى إلى تحقيقه المؤسسات وتضع جلّ القرارات المالية تصبّ في مصلحة تحقيق هذا الهدف[127].

---

[125] Gérard Charreaux, **Théorie Financière et Stratégie Financière**, Revue Francaise de Gestion, Vol 32, No 160, 2006, pp 113-121.

[126] رابحي رانية كوثر، **تطور نظريّة القيمة في الفكر الاقتصادي والمالي**، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، المجلد 02، العدد 01، 2021، ص165.

[127] HIRIGOYEN Gérard, CABY Jérôme, **La Création de La Valeur de L'entreprise**, Edition Economica, Paris, France, 2éme édition, 2001, pp 05-06.

المطلب الثالث: مفهوم قيمة المؤسسة وطرق تحديدها

تشير قيمة المؤسسة إلى ذلك المبلغ النقدي الذي يضعه خبير متخصّص في التقييم، إذ يكون هذا المبلغ بمثابة انعكاس لقيمة الأصول المادية والمعنوية للمؤسسة وذلك بافتراض استمراريّة النشاط[128].

حتى يتسنّى للخبير تحديد قيمة للمؤسسة يتطلّب منه ذلك اختيار الطريقة المناسبة، إذ توجد العديد من المداخل أو المقاربات التي تسمح بتحديد قيمة المؤسسة، لكل مقاربة من هذه المقاربات مبدأ تقوم عليه ومن دون شك فكلّ مقاربة إلا ولها قصور في جانب معيّن، كما أنّ كون المؤسسة مدرجة في البورصة من عدمها يعدّ من بين الاعتبارات الأساسية التي يؤخذ بها في اختيار طريقة التقييم الملائمة. هذه المقاربات نتناولها في النقاط الموالية:

الفرع الأوّل: مقاربة الذمّة المالية

ترتكز هذه المقاربة على قيم أصول المؤسسة وديونها، فهي تعتمد على المعلومات الواردة في الميزانية[129]، ويندرج تحت هذه المقاربة مجموعة من الطرق نذكرها كالتالي:

أوّلا: الأصل المحاسبي الصافي (ANC)

يتجسّد الأصل الصافي المحاسبي في ذلك الفرق بين إجمالي أصول المؤسسة وإجمالي ديونها، وهو يحدّد بناء على المعلومات التي تدرج في الميزانية المحاسبية للمؤسسة، إذ يتمّ حسابه وفقا للعلاقة الآتية[130] :

الأصل الصافي المحاسبي = إجمالي الأصول – إجمالي الديون (1-64)

ثانيا: الأصل المحاسبي الصافي المصحّح والمعاد تقييمه (ANCCR)

طبقا لهذا الأسلوب قيمة المؤسسة يتمّ تحديدها بالاعتماد على المعلومات الواردة في الميزانية المالية، فيتمثّل الأصل المحاسبي الصافي المصحّح والمعاد تقييمه في الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الخصوم بعد إجراء كافّة التعديلات والتصحيحات اللازمة، فضلا عن إضافة نتيجة إعادة التقييم (إما فائض قيمة أو ناقص قيمة). وبالتالي فهذه الطريقة تأخذ في الحسبان مجمل التغيّرات التي تطرأ على الأصول والخصوم ارتفاعا وانخفاضا وهو ما يلزم إجراء

[128] رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مرجع سابق، ص370.

[129] Alain Coulaud, **Diagnostic Financier et Evaluation Financière de L'entreprise**, Les Editions Démos, Paris, France, 2009, p197.

[130] Ibid,. p198.

عملية إعادة التقييم وكذلك التصحيح بما يحوّل قيمها المحاسبية (الدفتريّة) إلى قيم حقيقيّة. ومن أجل حساب الأصل المحاسبي الصافي المصحّح والمعاد تقييمه نتّبع الطريقتين التاليتين[131]:

$$ANCC=\sum AC - D \qquad (65-1)$$

$$ANCCR = ANCC \pm P/MV \qquad (66-1)$$

حيث أنّ:

ANCC : الأصل المحاسبي الصافي المصحّح

AC: الأصل المصحّح

D : الديون

ANCCR : الأصل المحاسبي الصافي المعاد تقييمه

P/MV : فائض أو ناقص القيمة (تعبّر عن نتيجة عملية إعادة التقييم)

ثالثا: القيمة الجوهريّة الإجمالية (VSB)

هي تلك القيمة التي تتعلّق بقيمة الاستمرارية والتي تقدّر بالقيمة الحالية لاستبدال أصول المؤسسة أي مجمل ممتلكاتها وحقوقها، والتي تشكّل الذمة المالية للمؤسسة[132]. تحسب القيمة الجوهريّة الإجمالية باستعمال الصيغة التالية[133]:

القيمة الجوهريّة الإجمالية= الأصول الإجمالية المصحّحة+ مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة+ الأملاك المستأجرة (بقيمتها الاستعمالية) – العناصر خارج الاستغلال (67-1)

كما قد حدّدت المدرسة الوطنية للخبراء المحاسبين ببلجيكا طريقتين مختلفتين لتحديد القيمة الجوهريّة وذلك كما يلي:

– القيمة الجوهريّة المخفّضة (VSR) = القيمة الجوهريّة الإجمالية – الديون بدون فوائد (68-1)

– القيمة الجوهريّة الصافية (VSN) = القيمة الجوهريّة الإجمالية – مجموع الديون (69-1)

[131] Georges legros, **L'évaluation des Entreprise**", Edition Dunod, Paris, France, 2011, p48.

[133] أشواق بن قدورة، **تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي**، دار الراية للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013، ص ص140-141.

رابعا: الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE)

تعتمد هذه الطريقة على الأموال الضرورية للاستغلال، أي تلك الموارد المالية التي يجب توفيرها لسدّ احتياجات دورة الاستثمار واحتياجات رأس المال العامل (دورة الاستغلال)، إذ تشمل الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال كافّة الأصول ذات العلاقة بالاستغلال، علاوة على بعض العناصر الواردة خارج الميزانية وأبرزها القرض الإيجاري[134].

وبغرض حساب الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال نتّبع الطريقة الآتية:

الأموال الضرورية للاستغلال = الأصول الثابتة الضرورية للاستغلال (مصحّحة)+ الاحتياج في رأس المال العامل (BFR) + خزينة الاستغلال+ القرض الإيجاري+ التصحيحات الكبرى (1-70)

الفرع الثاني: المقاربة المختلطة

تسمّى بالمقاربة المختلطة نظرا لكونها تجمع بين مقاربة الذمة المالية ومقاربة التدفّقات النقدية المتوقّعة.

أوّلا: فائض القيمة (Goodwill)

يتمثّل فائض القيمة أو ما يعرف كذلك بشهرة المحل أو فارق الاقتناء بتلك العناصر غير الملموسة والتي لا تقاس محاسبيا، إذ أنّ فائض القيمة يقوم على فكرة أنّ قيمة المؤسسة لا تتوقّف على وسائل إنتاجها فقط بل تعتمد على عناصر أخرى أيضا يمكنها أن تمنح قيمة مضافة للمؤسسة، وهي طريقة تتضمّن ما يسمى بالربح الاقتصادي أو الريع[135].

ويوجد بالأساس طريقتين لتحديد فائض القيمة نوضّحهما كما يلي:

1.الطريقة غير المباشرة: تسمّى أيضا بالطريقة الألمانية وطريقة الممارسين، وتعدّ بمثابة طريقة غير مباشرة ذلك لكون أنّ تحديد قيمة المؤسسة يكون بشكل غير مباشر، حيث يتمّ إجراء فرق بين القيمة الكلّية للمؤسسة وقيمة الذمّة المالية

[134] Patrice Vizzavona, **Pratique de Gestion : Evaluation des Entreprises**, Edition Berti, Tipaza, Algérie, Tome 03, 1990, p18.

[135] Dov Ogien, **Gestion Financière de L'entreprise**, Edition Dunod, Paris, France, 2008, p126.

الخاصة بها والتي يعبّر عنها إما بالأصل المحاسبي الصافي المصحّح أو بالقيمة الجوهريّة الإجمالية، وهو ما يجعلنا نميّز بين طريقتين؛ الأولى تتمثّل في الطريقة غير المباشرة الصافية وهي التي تحسب كما يلي[136]:

$$V = GW + ANCC \qquad (71-1)$$

مع العلم أنّ فائض القيمة Goodwill يحسب بالصيغة الآتية:

$$GW = \frac{1}{2i}(B - i * ANCC) \qquad (72-1)$$

وهو ما يجعل قيمة المؤسسة تصبح كما يلي عند تعويض المعادلة (1-72) في المعادلة (1-71):

$$V = ANCC + \frac{1}{2i}(B - i * ANCC) \qquad (73-1)$$

حيث أنّ:

i : معدل الفائدة.

B : الربح المتوقّع.

أما الطريقة الثانية فتتمثّل في الطريقة غير المباشرة الإجمالية والتي تأخذ بعين الاعتبار الفرق بين القيمة الكلّية للمؤسسة والقيمة الجوهريّة الإجمالية (VSB) كما تحلّ القدرة الربحية (CB) محلّ الربح المتوقّع (B) وذلك كما يلي :

$$V = \frac{1}{2}\left(VSB + \frac{CB}{i}\right) AHE - E \qquad (74-1)$$

حيث أنّ:

AHE : يتمثّل في العناصر خارج الاستغلال.

CB : يمثّل القدرة الربحية أو النتيجة العملياتية بعد الضرائب.

E : يمثّل الديون.

[136] Achouche. K, Labanji. A, **Que vaut votre entreprise ? Diagnostic et Evaluation de L'entreprise**, Edition SNC, Alger, Algérie, 1996, p121.

مع العلم أنّ فائض القيمة Goodwill يحسب في ظلّ هذه الطريقة كالآتي:

$$GW = \frac{1}{2i}(CB - i * VSB) \qquad (75-1)$$

2.الطرق المباشرة: توجد مجموعة من الطرق المباشرة التي نوضّح أبرزها كما يلي:

1.2الطريقة الأنجلو سكسونية: هي طريقة تقوم على تحديد الربح الإضافي ثمّ رسملته والذي يكون نتاج الفرق بين الربح المحقّق والعائد على استثمار الأموال الضرورية للمؤسسة في البورصة، وعليه فإنّ قيمة المؤسسة بالاعتماد على الطريقة الأنجلو سكسونية يمكن تحديدها كما يلي[137]:

$$V = ANCC + \frac{1}{t}(CB - i * ANCC) \qquad (76-1)$$

حيث أنّ:

t: يمثّل معامل الاستحداث بخطر والذي تضاف إليه علاوة خطر تتراوح نسبتها بين 25% و 50% وهو يكون دائما أكبر من معدل الفائدة i.

2.2طريقة Calba et Barnay : حسب الباحثان BARNAY André و CALBA Georges فإنّه يفضّل استخدام الأموال الضرورية للاستغلال في تحديد فائض القيمة ومن ثم تحديد قيمة المؤسسة ككلّ، ويأتي هذا بدلا من الاعتماد على الأصل المحاسبي الصافي المصحّح وكذلك القيمة الجوهريّة الإجمالية كما انتهجته الطرق التي سلف ذكرها. ومنه، فإنّ قيمة المؤسسة حسب طريقة Barnay و Calba تحدّد كالتالي[138]:

$$V = ANCC + an(CB * i - CPNE) \qquad (77-1)$$

مع العلم أنّ an هو القيمة الحالية لمبالغ مستقبليّة تكون متساوية.

3.2طريقة شراء النتائج السنوية: بعد أن كانت الطرق السابقة تقوم باستحداث الربح الإضافي من خلال معدل استحداث، جاءت هذه الطريقة لتستخدم أسلوبا مغايرا من خلال قيامها بضرب هذا الربح الإضافي في عدد محدّد

[137] Achouche. K, Labanji. A, Ibid., p136.

[138] Jakob Vièl, Bredt Otto, Maurice Renard, **L'évaluation des Entreprises et des Parts D'entreprise** : **Guide Pratique**, **avec Des Exemples Numérique**, Edition Dunod, Paris, France, 3éme édition Refondue, 1971, p123.

من السنوات غالبا ما يكون ما بين ثلاث وخمس سنوات وهو الذي يرمز له بـ (m)، حيث يحدّد فائض القيمة (GW)وكذلك قيمة المؤسسة من خلال المعادلتين على التوالي[139]:

$$GW = m\ (B - i * ANCC) \qquad (78-1)$$

$$V = ANCC + m\ (B - i * ANCC) \qquad (79-1)$$

الفرع الثالث: مقاربة التدفّقات

تعتمد هذه المقاربة على التدفّقات النقدية المستقبلية التي تكون محيّنة باستخدام معدّل استحداث، والتي تكون ناتجة (أي التدفّقات) عن قدرة المؤسسة على تحقيق النمو وكذلك تدفّقات الخزينة المتاحة إلى جانب تحقيق أرباح في المستقبل. ومن هذا المنطلق يتّضح أنّ هذه المقاربة يتفرّع عنها جملة من الطرق التي تسمح لنا بتحديد قيمة المؤسسة والتي نوضّحها كما يلي:

أوّلا: القدرة على التمويل الذاتي (CAF)

تستخدم القدرة على التمويل الذاتي كبديل لنسبة السعر إلى الربح، إذ تعدّ القدرة على التمويل الذاتي الأنسب للتعبير على القدرة الربحية للمؤسسة[140]، وحتى يتسنّى تحديد قيمة المؤسسة بالاعتماد على القدرة على التمويل الذاتي نطبّق الصيغة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{CAFt}{(1+i)} \qquad (80-1)$$

حيث أنّ CAF_t يشير إلى القدرة على التمويل الذاتي في الفترة الزمنية t، وهذه العلاقة هي توضيح لمجموع القدرة على التمويل الذاتي الذي تمّ استحداثه.

ثانيا: التدفّقات النقدية المخصومة (DCF)

[139] Gélinier Octave, Gaultier André, **L'Avenir des entreprises personnelles et familiales**, Editions Hommes et Techniques, Paris, France, 1974, p124.

[140] بكاري بلخير، **أهمية مقاربة التدفقات في تقييم المؤسسة: دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات**، مجلة الباحث، المجلد 10، العدد 10، 2012، ص240.

يتمّ الوصول إلى قيمة المؤسسة من خلال هذه الطريقة عبر حساب القيمة الحالية للتدفّقات النقدية باستخدام معدل خصم ملائم، ويعود ذلك لكون أنّ طرق التدفّقات النقدية تنظر للمؤسسة على أنّها مولّد للتدفّقات النقدية، إذ تحسب قيمة المؤسسة وفقا لطريقة التدفّقات النقدية المخصومة بالاعتماد على الصيغة الآتية[141]:

$$V= \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \cdots + \frac{CF_n+VR_n}{(1+k)^n} \qquad (81-1)$$

ومنه نستنتج أنّ:

$$V= \sum_{i=1}^{n} \frac{CF_i}{(1+k)^i} + \frac{VR}{(1+k)^n} \qquad (82-1)$$

حيث أنّ:

CF_i: التدفّق النقدي للفترة i.

VR :القيمة المتبقّية للمؤسسة.

K : معدل الخصم.

مع العلم أنّ كل من القيمة المتبقّية ومعدل الخصم يتمّ حسابهما باستخدام العلاقتين التاليتين:

1.القيمة المتبقّية:

$$VR= \frac{CF_n\,(1+g)}{(k-g)} \qquad (83-1)$$

مع العلم أنّ: g يشير لمعدل النمو لفترة غير محدّدة والذي يفترض أنّه ثابت.

2.معدل الخصم: يتمثّل معدل الخصم الذي يتمّ استخدامه في عملية تقييم المؤسسة غالبا في التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، حيث يجب تحديده بدقّة حتّى لا يكون هناك أي خطأ في التقييم، لأنّ هذا المعدل له انعكاس بشكل مباشر على نتيجة التقييم[142]. ومن أجل حساب هذا المعدّل نطبّق العلاقة الموالية[143]:

---

[141] Pablo Fernandez, **Company Valuation Methods : The Most Common Errors in Valuations**, Working Paper No 449, IESE Business School, University of Navarra, Spain, January 2004, p14.

[142] Christian Hoarau, **Analyse Financière et Evaluation des Entreprises et des Groupes**, Edition Vuibert, Paris, France, 2008, p325.

[143] Jean-étienne Palard, Franck Imbert, Op.Cit., p289

$$^{144}r_{CMPC} = K_{cp} + \left(\frac{V_{cp}}{V_{cp}+V_D}\right) + K_D\,(1-is)\left(\frac{V_D}{V_{cp}+V_D}\right) \qquad (84-1)$$

حيث أنّ:

r_{CMPC}: يشير إلى التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.

K_D : يشير إلى تكلفة الديون.

K_{CP}: يشير إلى تكلفة الأموال الخاصة.

V_{CP}: يشير إلى القيمة السوقية للأموال الخاصة.

V_D: يشير إلى القيمة السوقية للديون.

is: يشير إلى معدل الضرائب المطبّق على أرباح المؤسسات.

ثالثا: التقييم باستخدام توزيعات الأرباح المخصومة (DDM)

توجد مجموعة مختلفة من النماذج التي تسمح بالتقييم باستخدام توزيعات الأرباح المخصومة، والتي نوضّحها في النقاط الموالية:

1. النموذج العام: يفترض هذا النموذج أنّ قيمة السهم تكون متساوية مع القيم الحالية لكل من الأرباح المستقبلية المنتظرة وسعر التنازل خلال الفترة الزمنية التي يجرى فيها التوقّع[145]. وتكون قيمة السهم حسب النموذج العام وفقا ببعض الفرضيات التي نذكرها كما يلي[146]:

1.1بافتراض أنّ توزيعات الأرباح ثابتة طيلة الفترة: تكون قيمة السهم في ظلّ هذه الفرضية كما يلي:

$$P_0 = \frac{DPA_1}{r} \qquad (85-1)$$

حيث أنّ:

[144] ننوّه إلى أنّه قد تختلف رموز بعض العناصر على غرار معدّل الخصم في هذه الحالة من مرجع إلى آخر إلاّ أنّ المضمون يبقى هو نفسه.

[145] Aswath Damodaran, **Guide Pratique de la Finance D'entreprise**, Edition De Boeck Supérieur, Wallonie, Belgique, 2010, p566.

[146] Roland Gillet et al, **Finance**, Pearson Education, Paris, France, 2éme Edition, 2009, pp 108-109.

P_0 : يمثّل القيمة الحالية للسهم

DPA_1 : يمثّل توزيعات الأرباح الخاصة بالسهم

r : يمثّل معدل الخصم

2.1 بافتراض أنّ توزيعات الأرباح لها معدل نمو ثابت مع (g<r): تحسب قيمة السهم في ظلّ هذه الفرضية كما يلي:

$$P_0=\frac{DPA_1}{r-g} \qquad (86-1)$$

3.1 بافتراض أنّ توزيعات الأرباح تختلف من فترة لأخرى خلال الأفق الزمني T: تحدّد قيمة السهم في خضم هذه الفرضية وفقا للصيغة التالية :

$$P_0=\frac{DPA_1}{r}+\frac{DPA_2}{(1+r)^2}+\ \ldots+\frac{DPA_{T-1}}{(1+r)^{T-1}}+\frac{\frac{DPA_T}{r-g}}{(1+r)^{T-1}} \qquad (87-1)$$

2.نموذج Gordon Shapiro : يربط نموذج Gordon Shapiro قيمة السهم بكل من أرباحه المتوقّعة خلال الفترة المقبلة، تكلفة الأموال الخاصة ومعدل النمو المتوقّع لتوزيعات الأرباح، إذ تكون صيغته الرياضيّة كما يلي[147] :

$$P_0=\frac{Div_0*(1+g)}{k_e-g} \qquad (88-1)$$

حيث أنّ:

Div_0 : يمثّل توزيعات الأرباح المتوقّعة

g : يمثّل معدل النمو المتوقّع لتوزيعات الأرباح

K_e: يمثّل تكلفة الأموال الخاصة (حقوق الملكية)

[147] Pascal Quiry et al, **Corporate Finance**: **Theory and Practice**, John Wiley & Sons, New York, United States, 2005, p434.

3. نموذج Durand : وضع David Durand هو الآخر نموذجا لتقييم المؤسسة انطلاقا من تحديد قيمة أسهمها والذي نوّضحه كما يلي[148] :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPA_1}{(1+r)^t} \qquad (89-1)$$

4.نموذج Bates: تتمثّل العلاقة العامة لهذا النموذج في [149]:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{Div_1}{(1+K_{cp})^t} + \frac{P_n}{(1+K_{cp})^n} \qquad (90-1)$$

تتمثّل أبرز ميزة لهذا النموذج في كونه يبرز للمستثمر السعر الواجب شراء السهم به حتى يتسنّى له تحقيق المردودية التي يهدف لبلوغها والتي هي تكلفة الأموال الخاصة بالنسبة للمؤسسة (K_{cp})، وذلك بتوضيح المستويات المختلفة للمضاعف سواء في فترة التقييم أو في فترة إعادة البيع ويكون ذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$PER_n = PER_0 * A - \pi * B \qquad (91-1)$$

حيث يتمثّل PER_0 في مضاعف النتيجة الصافية أثناء عملية التقييم وπ يمثّل معدل توزيعات الأرباح، هذا وتشير كل من A وB إلى معلمتي هذا النموذج، إذ تستخرج قيمتهما من جدول Bates، هذا الأخير يتشكّل من أسطر تضمّ تكلفة الأموال الخاصة (المردودية المراد بلوغها من طرف المستثمرين)، وأعمدة تشمل كل من معدل النمو المتوقّع لتوزيعات الأرباح والمدّة (n) التي تتمثّل في المدّة التي يحتفظ فيها المستثمر بالسهم[150].

ما يمكن ملاحظته من خلال ما تمّ عرضه من الطرق والنماذج المختلفة الخاصة بتوزيعات الأرباح المخصومة أنّها تعتبر قيمة المؤسسة متوقّفة على قيمة أسهمها.

الفرع الرابع: مقاربة الربح والمضاعفات

تقسّم هذه المقاربة إلى قسمين ونبرز ذلك فيما يلي:

[148] Jean-Richard Sulzer, Sémiyou Adéléké, **Finance à Long Terme** : **Théories**, **Calculs et Exercices Corrigés**, Edition Economica, Paris, France, 3éme Edition, 2006, p315.

[149] Jean-étienne Palard, Franck Imbert, Op.Cit., pp265-266.

[150] Christian Hoarau, Op.Cit., p356.

أوّلا: مقاربة الربح: وهي تشمل طريقة قيمة المردودية التي نوجزها كالتالي:

1.قيمة المردودية: من أجل إيجاد قيمة المؤسسة بالاعتماد على هذه الطريقة يستوجب الأمر رسملة الربح المحقّق من طرف المؤسسة وذلك باستعمال معدل استحداث، حيث تعطى الصيغة العامة لهذه الطريقة كما يلي[151]:

$$V= \sum_{t=1}^{n} \frac{B}{(1+i)^t} \qquad (92-1)$$

إذ أنّ:

B : يمثّل المتوسّط الحسابي للربح

i : يمثّل معدل الاستحداث

مع العلم أنّ المتوسّط الحسابي للربح يحسب بالطريقة الموالية اعتماد على ما حقّقته المؤسسة من أرباح في مدّة ثلاث أو خمس سنوات سالفة[152]:

1.1المتوسّط الحسابي للربح لثلاث سنوات سابقة:

$$B= \frac{B_{(t-1)}+B_{(t-2)}+B_{(t-3)}}{3} \qquad (93-1)$$

2.1المتوسّط الحسابي للربح لخمس سنوات سابقة:

$$B= \frac{B_{(t-1)}+B_{(t-2)}+B_{(t-3)}+B_{(t-4)}+B_{(t-5)}}{5} \qquad (94-1)$$

ثانيا: مقاربة المضاعفات

إنّ الركيزة الأساسية لهذه المقاربة تتمثّل في المقارنة المرجعية، والتي تجرى بين المؤسسة موضع التقييم ومجموعة مختارة من المؤسسات التي تكون مشابهة لها من حيث بعض الخصائص أبرزها الحجم وطبيعة النشاط. حيث يشترط

[151] Patrice Vizzavona, **Etudes de Cas Corrigées de Gestion Financière et D'évaluation des Entreprises**, Edition Atol, Paris, France, Tome 03, 1990, p18.

[152] Olivier Tabatoni, Pierre-A Michel, **L'évaluation de L'entreprise**, Presses Universitaire de France, Paris, France, 1979, p13.

أن تكون هذه المؤسسات مدرجة في سوق الأوراق المالية، على أن يجرى التقييم وفقا لجملة من النسب التي تدعى المضاعفات[153].

1. مراحل التقييم بالاعتماد على طريقة المضاعفات: تمرّ عملية تقييم المؤسسة حسب طريقة المضاعفات بستّ مراحل نوجزها في النقاط الموالية[154]:

-المرحلة الأولى: اختيار طريقة المقارنة.

-المرحلة الثانية: اختيار مؤشرات القيمة المستخدمة.

-المرحلة الثالثة: تشكيل عيّنة من المؤسسات.

-المرحلة الرابعة: تعديل المضاعفات.

-المرحلة الخامسة: المقارنة وحساب المضاعفات.

-المرحلة السادسة: تحديد المضاعف المتوسّط وقيمة المؤسسة.

2. حساب المضاعفات وتحديد قيمة المؤسسة: يمكن التمييز بين نوعين من المضاعفات وذلك كالتالي:

1.2مضاعفات قيمة الأصل الاقتصادي: وهي المضاعفات التي تكون قبل المصاريف المالية[155] وتنقسم المضاعفات الخاصة بتحديد الأصل الاقتصادي إلى ما يلي :

1.1.2مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE)[156]: هو من بين المضاعفات التي تمكّن من إجراء المقارنات بين المؤسسات التي يكون بينها اختلاف كبير، فهو من ضمن المضاعفات التي تتّسم بانخفاض درجة

---

[153] Jouaber Snoussi Kaouther, Rigobert Marie-Josèphe, **TD Finance D'entreprise**, Edition Dunod, Paris, France, 2007, p201.

[154] رجم نصيب، لمياء عماني، سمية بن علي، **تقييم المؤسسات: دروس وتطبيقات محلولة**، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2018، ص ص 158-161.

[155] Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, Edition Dalloz, Paris, France, 14éme Edition, 2014, p705.

[156] يرمز له بـ EBITDA في القوائم المالية الأنجلو سكسونية.

الحساسية تجاه المعايير المحاسبية، ويتّضح ذلك من خلال أنّ إجمالي فائض الاستغلال يحسب قبل الاهتلاك، النتيجة المالية وقبل الضرائب[157]. ويحسب هذا المضاعف وفقا للصيغة الآتية[158]:

$$\text{مضاعف إجمالي فائض الاستغلال} = \frac{\text{الأصل الاقتصادي}}{\text{متوسّط إجمالي فائض الاستغلال للعيّنة}} \qquad (95-1)$$

2.1.2مضاعف نتيجة الاستغلال ($\mathbf{R}_{exp}$)[159]: يأخذ بعين الاعتبار هذا المضاعف ما يتولّد عن دورة الاستغلال من نتائج، كما أنّه يأخذ في الحسبان كل من سياسة الاهتلاك والسياسة الاستثمارية التي تنتهجها المؤسسة، ومنه فيحسب هذا المضاعف طبقا للصيغة الآتية[160] :

$$\text{مضاعف نتيجة الاستغلال} = \frac{\text{الأصل الاقتصادي}}{\text{متوسّط نتيجة الاستغلال للعيّنة}} \qquad (96-1)$$

وللإشارة فإنّه توجد مضاعفات أخرى مثل مضاعف رقم الأعمال وهو الآخر لا تختلف طريقة حسابه عن المضاعفات التي سبق ذكرها، يتغيّر محتوى المقام فقط حيث يتضمّن هذا الأخير رقم الأعمال الخاص بالعيّنة المختارة كما أنّ اختيار المضاعف الملائم يكون حسب الهدف من عملية التقييم.

3.1.2مضاعفات قيمة الأموال الخاصة: يمكن توضيح هذه المضاعفات مباشرة من خلال الجدول التالي[161] :

الجدول رقم 1-2: أهم مضاعفات قيمة الأموال الخاصة

المضاعف	طريقة الحساب
مضاعف الأموال الخاصة بالقيمة المحاسبية	الرسملة (CB) / الأموال الخاصة بالقيمة المحاسبية
مضاعف القدرة على التمويل الذاتي	الرسملة (CB) / القدرة على التمويل الذاتي
مضاعف السعر إلى الربح (PER)	الرسملة (CB) / النتيجة الصافية
مضاعف نمو الأرباح (PEG)	مضاعف السعر إلى الربح / معدّل النمو

[157] Thauvron Arnaud, **Evaluation D'entreprise**, Edition Economica, Paris, France, 4éme édition, 2013, pp 186-188.

[158] رجم نصيب لمياء، لمياء عماني، سمية بن علي، مرجع سابق، ص164.

[159] يرمز لها بـ EBIT في القوائم المالية الأنجلو سكسونية.

[160] Pierre Vernimmen, Op.cit., p752.

[161] تسمّى كذلك بمضاعفات النتيجة.

مضاعف ربحية السهم النسبي (PERR)	مضاعف السعر إلى الربح للمؤسسة / مضاعف السعر إلى الربح للسوق

Source : Jouaber Snoussi Kaouther, Rigobert Marie-Josèphe, "Evaluation D'entreprise", Edition Economica, Paris, France, 4éme édition, 2007, p202.

رغم أنّ المضاعفات المذكورة في الجدول رقم (2-1) أعلاه كلّ بأهميّته، إلا أنّه يبقى مضاعف السعر إلى الربح (PER) هو الأهمّ، ويقصد به عدد المرّات التي تمّت فيها تغطية القيمة السوقيّة للسهم بالاعتماد على الأرباح السنوية، وهو ما يعني المدّة الزمنية اللازمة ليسترجع المساهم القيمة السوقيّة التي دفعها لقاء الحصول على السهم موضع التقييم إذا تمكّنت المؤسسة من تحقيق ربحية خلال هذه الفترة تكون مشابهة للربحية الأخيرة التي وردت في القوائم المالية[162].

الفرع الخامس: تحديد قيمة المؤسسة من منظور الخيارات

ظهرت مجموعة من النماذج التي تحدّد على إثرها قيمة المؤسسة من منظور الخيارات، والتي نذكر الأهمّ منها كالتالي:

أوّلا: نموذج Black & Scholes (1972)

يعدّ هذا النموذج من بين أهمّ نماذج تقييم الخيارات والتي تكون صيغته الرياضيّة كما يلي[163]:

$$w = x.N(d1) - c.\ e^{-r.t^*}.\ N(d2) \qquad (97-1)$$

مع العلم أنّ:

$$d1 = \frac{\ln\left(\frac{x}{c}\right) + (r + 0.5\sigma^2)t*}{\sigma\sqrt{t*}} \qquad (98-1)$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{t*} \qquad (99-1)$$

حيث أنّ:

[162] طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005، ص253.

[163] Fischer Black, Myron Scholes, **The Valuation of Options Contracts and A Test of Market Efficiency**, The Journal of Finance, Vol 27, No 02, 1972, p401.

c: سعر تنفيذ الخيار.

x: السعر السوقي للسهم.

w : قيمة خيار الشراء.

r : معدل الفائدة قصير الأجل.

t^*: مدّة الخيار.

N(d) : قيمة دالة الكثافة الطبيعية التراكميّة (دالة كثافة التوزيع الطبيعي).

σ^2 : معدل تباين العائد على السهم.

نظرا لكون النموذج المذكور في العلاقة رقم (1-97) يأخذ بعين الاعتبار الخيارات الأوروبية فقط أي التي لا يمكن تنفيذها إلا بحلول تاريخ الاستحقاق، كان من الضروري تعديل هذا النموذج وجعله يتوافق مع بقيّة الأنواع من الخيارات ويسمح بتحديد قيمة المؤسسة، حيث أصبح نموذج Black & Scholes المعدّل يكتب بالصيغة الرياضيّة الموالية[164]:

$$V_{cp} = AE.\ N(d1) - D.\ e^{-r.T}.\ N(d2) \qquad (100-1)$$

مع العلم أنّ:

$$d1 = \frac{\ln\left(\frac{AE}{D}\right) + \left(r + 0.5\sigma^2\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \qquad (101-1)$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{T} \qquad (102-1)$$

حيث أنّ:

AE: يمثّل القيمة السوقية للأصل الاقتصادي.

D : يمثّل قيمة الديون عند حلول موعد الاستحقاق.

V_{cp}: يمثّل قيمة الأموال الخاصة (قيمة خيار الشراء).

[164] علي عبد القادر بن الضب، **مبادئ الهندسة المالية**، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى، 2020، ص 373.

T : يمثّل مدّة استحقاق الديون.

ثانيا: نموذج Galai & Masulis (1976)

كان هذا النموذج منطبقا على نموذج Black & Scholes مع إضفاء بعض التغييرات، حيث كانت الصيغة الرياضيّة له كما يلي[165] :

$$S= VN(d1) - Ce^{-rf.T}N(d2) \qquad (103-1)$$

مع العلم أنّ:

$$d1= \frac{\ln\left(\frac{V}{C}\right)+(rf+0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}} \qquad (104-1)$$

$$d2= d1 -\sigma\sqrt{T} \qquad (105-1)$$

وبافتراض أنّ قيمة المؤسسة محايدة عن هيكلها المالي تحسب ديون المؤسسة كما يلي:

$$D= V-S= VN(-d1) + Ce^{-rf.T}N(d2) \qquad (106-1)$$

ثالثا: نموذج Bellalah & Jacquillat (1995)

انطلق هذا النموذج من الأفكار التي قدّمت في كل من نموذج Black & Scholes ونموذج Merton، مضيفا عنصرا آخرا تمثّل في تكلفة المعلومات الخاصة بالأصل محل التعاقد أثناء عملية التقييم، إذ أنّ هذه الأخيرة منها ما يتعلّق بمعالجة المعلومات حول الأصل محل التعاقد ومنها ما يتعلّق بإنشاء المعلومة وإرسالها من قبل المؤسسة، وقد تمّ صياغة الشكل الرياضي لهذا النموذج كما يلي[166]:

$$C(S,T)= Se^{(-\lambda_c - \lambda_s)} N(d1)- Ee^{-(r+\lambda_c)T} N(d2) \qquad (107-1)$$

حيث أنّ:

[165] Dan Galai, Ronald W.Masulis, **The Option Pricing Model and Risk Factor of Stock**, Journal of Financial Economics, Vol 03, No 1-2, 1976, pp 56-57.

[166] Mondher Bellalah, Bertrand Jacquillat, **Option Valuation with Information Costs : Theory and Tests**, The Financial Review, Vol 30, No 03, 1995, pp 625-626.

λ_c : يمثّل تكاليف المعلومات المرتبطة بالأصل الاقتصادي.

λ_s : يمثّل تكاليف المعلومات المرتبطة بالأموال الخاصة.

مع العلم أنّ:

$$d1=[\ln(\frac{S}{E})+ (r+\frac{1}{2}\sigma^2+ \lambda_s)T] /\sigma\sqrt{T} \qquad (108-1)$$

$$d2= d1- \sigma\sqrt{T} \qquad (109-1)$$

الفرع السادس: طريقة نسبة Tobin's Q

هي تلك النسبة التي تقيس القيمة السوقيّة للمؤسسة بالنسبة إلى تكلفة استبدال أصولها، حيث تشير هذه النسبة عندما تتجاوز الواحد إلى ارتفاع القيمة السوقيّة للمؤسسة مقارنة بأصولها بالإضافة للأداء الجيّد للمؤسسة، أما إذا كانت النسبة أقل من الواحد فيعني ذلك أنّ القيمة السوقيّة للمؤسسة أقل من مجموع أصولها، وبغرض حساب هذه النسبة نتّبع إحدى الطرق الموالية[167] :

$$\text{نسبة Tobin's Q} = \frac{\text{القيمة السوقيّة للمؤسسة}}{\text{تكلفة استبدال الأصول}} \qquad (109-1)$$

$$\text{أو نسبة Tobin's Q}^{168} = \frac{\text{الديون+الأسهم الممتازة+القيمة السوقيّة للأموال الخاصة}}{\text{مجموع الأصول}} \qquad (110-1)$$

مع العلم أنّ:

القيمة السوقيّة للأموال الخاصة= سعر السهم * عدد الأسهم العادية المصدرة.

الأسهم الممتازة= قيمة التصفية الخاصة بالأسهم الممتازة.

الديون= (الخصوم الجارية[169] – الأصول المتداولة) + الديون طويلة الأجل.

---

[167] Moeen naseer butt et al, **Tobin's Q Approximation as A Metric of Firm Performance: An Empirical Evaluation**, Journal of Strategic Marketing, 2021, p03.

[168] إضافة للطرق الواردة أعلاه، توجد طريقة أخرى لحساب هذه النسبة وهي قسمة القيمة السوقية لأسهم المؤسسة على القيمة الدفترية لنفس الأسهم وهي تعرف كذلك بطريقة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وهي الطريقة الأكثر استخداما.

[169] الخصوم الجارية هي نفسها الديون قصيرة الأجل.

مجموع الأصول= القيمة الدفتريّة لأصول المؤسسة.

خلاصة:

ينطوي التمويل على توليفة متنوّعة من المصادر وخاصة من حيث المدّة والتكلفة، وهو الأمر الذي يجعل المؤسسة تختار أفضل مصدر حسب ما تراه مناسبا ومتوافقا مع احتياجاتها وأهدافها سواء المالية أو الاستراتيجية، هذه المصادر التمويلية منها ما هو مناسب حتى للمؤسسات المتوسّطة والصغيرة على غرار رأس المال المخاطر والتمويل التأجيري، خاصة وأنّ هذه الفئة من المؤسسات غالبا ما تواجه عراقيل تمويلية.

مراعاة المؤسسة لعنصر التكلفة يعدّ مهمّا جدّا عند انتقاء المصدر التمويلي وخاصة لما له من انعكاسات على بقيّة المتغيّرات الأخرى ذات الصلة بالمؤسسة وفي مقدّمتها قيمة المؤسسة، وهو ما حاولت النظريّات المالية دراسته بحيث كان الاختلاف حول طبيعة تأثير الهيكل المالي بصفة عامة وتكلفة التمويل باعتبارها محدّدا من محدّدات الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وكذلك حول حقيقة وجود هيكل مالي أمثل يمكن للمؤسسة أن تصل إليه، الاختلاف بين النظريّات كان منصبّا أيضا حول مفهوم القيمة، فكانت البداية بالفكر الاقتصادي والذي اختصّ في تفسير قيمة السلع دون قيمة المؤسسة، تلاه بعد ذلك الفكر المحاسبي الذي اكتفى بوضع طرق للقياس فقط، ثمّ بعد ذلك جاءت مرحلة الفكر المالي الذي أسّس قاعدة لتفسير قيمة المؤسسة انطلاقا من المزج بين الفكر الاقتصادي والفكر المحاسبي.

لقد كان لنشأة الفكر المالي أثرا ملموسا على ظهور النماذج والمقاربات التي تسمح بتحديد قيمة المؤسسة فظهرت المقاربات التي تعتمد على المعطيات المالية والمحاسبية فقط ممثّلة في مقاربة الذمة المالية. والمقاربات التي تعتمد على التدفقّات والمضاعفات باختلاف صيغها، ليأتي بعد ذلك الدور على نماذج الخيارات في تحديد القيمة وأبرزها نموذج Black-Scholes.

الفصل الثاني

الدراسات التجريبية السابقة

تمهيد:

تمخّض عن ظهور نظرية Modigliani وMiller العديد من الاتجاهات التي أبدت رأيها كل حسب الزاوية التي ينظر منها حول تأثير الهيكل المالي ومن ثمّ تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة وطبيعة هذا التأثير، وهو ما جعل الباحثين والأكاديميين يندفعون نحو تعميق البحث حول هذا الموضوع ومحاولة معالجته من عدّة جوانب مختلفة.

سعت العديد من الدراسات التي معظمها غلب عليه الطابع الكمّي إلى قياس واختبار أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة ونخصّ بالذكر تلك المدرجة في سوق الأوراق المالية، في حين اهتمّت دراسات أخرى باختبار وتحليل أثر بعض المتغيّرات ذات الصلة بتكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

إحاطة منا بمختلف الجوانب التي تخصّ تكلفة التمويل وقيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية وما يرتبط بها من متغيّرات مختلفة، ارتأينا من خلال هذا الفصل عرض مجموعة من الدراسات السابقة اختلفت من حيث الأزمنة بين فترات قصيرة وأخرى طويلة، قديمة وأخرى حديثة، ومن حيث العيّنات المختارة والتي كانت عبارة عن عيّنات متنوّعة من حيث الفلسفة الاقتصادية الخاصة بكل دولة التي تنشط فيها المؤسسات المعنيّة، النظام المالي السائد، نوع النظام الاقتصادي من حيث التمويل الأكثر اعتماد من طرف فئة العجز المالي (اقتصاد السوق واقتصاد الاستدانة) وكذلك من ناحية الأساليب الإحصائية والقياسية المستخدمة.

المبحث الأول: الدراسات التي توصّلت إلى وجود أثر إيجابي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة

فيما يلي مجموعة من الدراسات التي توصّلت إلى وجود أثر إيجابي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة:

1. **دراسة Chen Lin و Xu Lixin [170] (2010)** بعنوان: **« The Relationship Between Debt Financing and Market Value of Company: Empirical Study of Listed Real Estate Company of China »**، هدفت هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين التمويل عن طريق الاستدانة والقيمة السوقيّة للمؤسسة وذلك على عيّنة شملت 272 مؤسسة مدرجة في بورصتي شنغاي وشنزن بالصين خلال الفترة الزمنية الممتدّة بين 2002 و2007، بحيث تمّ الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدّد، وذلك من أجل بناء نموذجي الدراسة، تمثّل المتغيّر التابع في كلاهما في العائد على حقوق الملكية، أما المتغيّر المستقل؛ ففي النموذج الأوّل تمثّل في نسبة التمويل بالديون، أما في النموذج الثاني فقد تمثّل في القروض طويلة الأجل، القروض قصيرة الأجل والائتمان التجاري، بالإضافة إلى متغيّرات ضابطة شملت العائد على الأصول واللوغاريتم الطبيعي لحجم المؤسسة مقاسا بإجمالي الأصول. وقد توصّل الباحثان إلى أنّه يوجد أثر إيجابي معنوي لكل من القروض طويلة الأجل والائتمان التجاري على قيمة المؤسسات محل الدراسة، بينما كان للقروض القصيرة الأجل أثرا سلبيا معنويا على قيمة هذه المؤسسات، ما أكّد على أنّ لجوء المؤسسات لهذا النوع من القروض من أجل التمويل يجعل قيمتها تنخفض.

2. **دراسة Tsangyao Chang وFeng Li-lin [171] (2011)** بعنوان: **« Does Debt Affect Firm Value in Taiwan ? A Panel Threshold Regression Analysis »**، حيث هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى اختبار أثر الديون على قيمة المؤسسة، فقاما باختيار عيّنة مكوّنة من 196 مؤسسة مدرجة في بورصة تايوان خلال الفترة 1996-2005، وقد استخدما نموذج البانل ذو العتبة. وتمثّلت متغيّرات هذا النموذج في قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة Tobin's Q كمتغيّر تابع، ونسبة إجمالي الديون كمتغيّر للعتبة، بالإضافة إلى إدراج متغيّرات ضابطة تمثّلت في كل من: حجم المؤسسة، معدّل النمو، العمر والذي يشير إلى عدد السنوات منذ نشأة الشركات محل الدراسة، والخطر والذي تمّ اعتماده من أجل الأخذ بعين الاعتبار أي خطر محتمل في السوق المدرجة فيه أسهم المؤسسات محل الدراسة بالإضافة إلى الصناعة. وقد توصّل الباحثان إلى أنّه عندما تكون نسبة

---

[170] Xu Lixin, Chen Lin, **The Relationship Between Debt Financing and Market Value of Company**: **Empirical Study of Listed Real Estate Company of China**, Proceedings of The 7th International Conference on Innovation & Management, 2010, pp 2043-2047.

[171] Feng Li-lin, Tsangyao Chang, **Does Debt Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis**, Applied Economics, Vol 43, No 01, 2011, pp 117-128.

الديون أقل من 9.86% فإنّ قيمة المؤسسات محل الدراسة تزيد بنسبة 0.0546% عند زيادة الديون بمقدار 1%، أما في حالة كانت نسبة الديون تتراوح ما بين 9.86% و33.33% فإنّ قيمة هذه المؤسسات لا تزيد سوى بنسبة 0.0057% عند زيادة الديون بمقدار 1%، أما في حالة تجاوز الديون لنسبة 33.33% فلا توجد أي علاقة بين قيمة هذه المؤسسات موضع الدراسة والديون، وقد استخلص الباحثان أنّ نسبة الديون لا يجب أن تتجاوز عتبة 33.33% فعند هذه النقطة تتوقّف قيمة المؤسسة عن الزيادة، وأنّ نتائج هذه الدراسة تتوافق مع نظريّة التوازن التي تفترض أنّه يوجد مقدار ثابت من الديون الذي يدفع المسيّرين إلى إيجاد الهيكل المالي الأمثل الذي يجعل قيمة المؤسسة ترتفع إلى حدّها الأقصى عندما تتساوى مزايا الديون مع تكلفة هذه الأخيرة.

3. دراسة Nor Edi Azhar Binti Mohamed وNoriza Binti Moh Saad[172] (2012)

بعنوان: **«Cost of Capital –The Effect to Firm Value and Profitability Performance in Malaysia»**، حيث هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة وأداء الربحيّة، وذلك على عيّنة متكوّنة من 415 مؤسسة مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2005-2010، حيث استخدم الباحثان نموذج السلاسل الزمنية المقطعيّة بتقدير نموذجين اختلف فيهما المتغيّر التابع، فكان المتغيّر التابع في النموذج الأوّل هو قيمة المؤسسة والتي تمّ قياسها بنسبة Tobin's Q، أما في النموذج الثاني فكان العائد على الأصول، أما المتغيّرات المستقلّة فكانت نفسها في كلا النموذجين متمثّلة في: التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، مخاطر العسر، حجم المؤسسة إجمالي الديون والناتج المحلي الخام. وقد توصّل الباحثان إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لتكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة في كلا النموذجين المستخدمين.

4. دراسة .Meysam Kaviani et al[173] (2014) بعنوان: **« Explaining Analysis of The Relationship Between Capital Structure, Cost of Capital and Yield Base Value»**، حيث سعت هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين الهيكل المالي، وتكلفة رأس المال وكذا القيمة الأساسية للعائد، إذ شملت الدراسة عيّنة متكوّنة من 75 مؤسسة مدرجة في بورصة طهران بإيران خلال الفترة 2007-2011، حيث تمّ استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدّد، فتمّت صياغة خمس نماذج، الأوّل؛ كان فيه المتغيّر التابع هو

[172] Nor Edi Azhar Binti Mohamed, Noriza Binti Moh Saad, **Cost of Capital–The Effect to Firm Value and Profitability Performance in Malaysia**, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol 02, No 04, 2012, pp 54-63.

[173] Meysam Kaviani, Seyed Reza Seyednezhad Fahim, Maryam Batebi Mohammadali Kheyrkrar Keshavarz, **Explaining Analysis of The Relationship Between Capital Structure**, **Cost of Capital and Yield Base Value**, International SAMANM Journal of Finance and Accounting, Vol 02, No 01, 2014, pp 01-17.

تكلفة رأس المال مقاسة بالتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، والمتغيّر المستقل هو الرفع المالي، بالإضافة إلى متغيّر ضابط تمثّل في حجم المؤسسة مقاسا بالقيمة السوقيّة للأموال الخاصة بعد إدخال اللوغاريتم. أما بالنسبة للنموذج الثاني فالمتغيّر التابع فيه تمثّل في قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة مضاعف الربح إلى السعر، والمتغيّر المستقل هو الرفع المالي، بالإضافة إلى متغيّر ضابط تمثّل في حجم المؤسسة أيضا. والنموذج الثالث شمل قيمة المؤسسة مقاسة بالتدفّق النقدي الحر كمتغيّر تابع والرفع المالي أيضا كمتغيّر مستقل وحجم المؤسسة كمتغيّر ضابط. أما النموذج الرابع فتضمّن قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة مضاعف السعر إلى الربح كمتغيّر تابع وتكلفة رأس المال كمتغيّر مستقل، وحجم المؤسسة كمتغيّر ضابط، وهي نفس المتغيّرات في النموذج الخامس ماعدا قيمة المؤسسة التي تمثّل المتغيّر التابع تمّ قياسها بالاعتماد على التدفّق النقدي الحر. وقد توصّلت الدراسة إلى جملة من النتائج إلا أنّ أهمّها تمثّل في وجود أثر إيجابي لتكلفة رأس المال على قيمة المؤسسات محل الدراسة سواء عندما تمّ قياسها بمضاعف السعر إلى الربح أو بالتدفّق النقدي الحر ولكن هذا الأثر ليس معنويا.

5. دراسة **Muhammed Shadab Abdul Sattar** [174] **(2015)** بعنوان: **« Cost of Capital – The Effect to the Firm Value and Profitability : Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index »** . تمثّل الهدف من هذه الدراسة في اختبار أثر تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة وربحيّتها، فتمّ أخذ عيّنة من المؤسسات الناشطة في قطاع النسيج المدرجة في مؤشر KSE100 الخاص ببورصة كاراتشي بباكستان والتي بلغ عددها 04 مؤسسات وذلك خلال الفترة 2004-2013، بحيث تمّ صياغة نموذجين باستخدام الانحدار التجميعي الخاص بنماذج بيانات البانل والذي كان فيهما المتغيّر التابع هو قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة Tobin's Q في النموذج الأوّل، ومعدّل العائد على الأصول في النموذج الثاني، حيث خصّص هذا الأخير لدراسة أثر تكلفة رأس المال على ربحية المؤسسة، والنموذج الأوّل لدراسة أثر تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة، أما المتغيّرات المستقلّة فتمثّلت في التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، ونسبة إجمالي الديون، وحجم المؤسسة مقاسا بإجمالي الأصول والناتج المحلي الخام وذلك في كلا النموذجين. وقد توصّلت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أنّ لتكلفة رأس المال مقاسة بالتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على كل من قيمة المؤسسات محل الدراسة وربحيّتها.

[174] Muhammed Shadab Abdul Sattar, **Cost of Capital–The Effect to The Firm Value and Profitability**: **Empirical Evidences in Case of Personal Goods** (**Textile**) **Sector of KSE 100 Index**, Journal of Poverty, Investment and Development, Vol 17, 2015, pp 24-28.

6. دراسة **Priyankara P.M.C و Gunasekera U.L.T.P(2016)** [175] بعنوان: **« Cost of Capital and Total Debt Ratio Affecting to the Value of the Firm: Special Reference with Top Capitalization Companies in Sri Lanka»**، حيث سعى الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى اختبار أثر التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال ونسبة إجمالي الديون على قيمة المؤسسة، وذلك بالتطبيق على عيّنة متكوّنة من 20 مؤسسة مدرجة في بورصة كولومبو بسيرلنكا خلال الفترة 2009-2015، حيث استخدم الباحثان نموذج الانحدار الخطّي المتعدّد والتي كانت فيه قيمة المؤسسة متغيّرا تابعا مقاسا بنسبة Tobin's Q ، وكل من التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال ونسبة إجمالي الديون كمتغيّرات مفسّرة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي معنوي للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال على قيمة المؤسسات موضع الدراسة، بينما كان لنسبة إجمالي الديون أثرا سلبيا معنويا على قيمة هذه المؤسسات.

7. دراسة **Waheed Akhtar et al. (2016)** [176] بعنوان : **« Effects of Debt on Value of a Firm**

«حيث هدفت هذه الدراسة إلى إظهار تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة وذلك بأخذ عيّنة عشوائية مكوّنة من 100 شركة مدرجة في بورصة كراتشي الباكستانية، إذ تمّ اعتماد نموذج الانحدار الخطّي المتعدّد بجعل قيمة المؤسسة متغيّرا تابعا ممثّلا بمجموعة من النسب وهي: ربحية السهم، العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، واعتبار هيكل رأس المال كمتغيّر مستقل مقاسا بنسبة الرفع المالي، وذلك خلال الفترة 2012-2016. وقد توصلت الدراسة إلى أنّه يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للاستدانة على قيمة المؤسسات المستخدمة كعيّنة، بحيث أنّه كلّما قامت المؤسسة بالرفع المالي ساهم ذلك في التحسين من قيمتها مهما كانت تكلفة الاستدانة، كما أكّد الباحثين على أنّ استعمال فترة دراسة طويلة نوعا ما مع اختيار العيّنة بطريقة جيّدة قد يجعل النتائج تكون مغايرة لما توصّلوا إليه.

8. دراسة **Adesoji Adetunji et al. (2016)**[177] بعنوان: **« Financial Leverage and Firm's Value : A Study of Selected Firms in Nigeria »** ، حيث هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي على قيمة المؤسسات، وذلك بالتطبيق على عيّنة متكوّنة من 5 مؤسسات ناشطة في القطاع الصناعي والمدرجة في

[175] Priyankara P.M.C, Gunasekera U.L.T.P, **Cost of Capital and Total Debt Ratio Affecting to The Total Value of The Firm**: **Special Reference with Top Capitalization Companies**, 2nd International Conference for Accounting Researchers and Educators, 2016, p48.

[176] Waheed Akhtar, Fawad Ali Khan, Adnan Shahid, Jehangir Ahmad, **Effects of Debt on Value of Firm**, Journal of Accounting and Marketing, Vol 05, No 04 2016, pp 01-04.

[177] Adesoji Adetunji, Abayomi Aienyemi, Olalekan Rasheed, **Financial Leverage and Firm's Value**: **A Study of Selected Firms in Nigeria**, European Journal of Research and Reflection in Management Sciences, Vol 04, No 01, 2016, pp 14-32.

بورصة نيجيريا خلال الفترة 2007-2012. حيث تمّ استخدام نموذج الانحدار الخطّي البسيط، المتغيّر التابع فيه هو قيمة المؤسسة مقاسة بالقيمة السوقيّة لأسهم الشركات محل الدراسة، أما المتغيّر المستقل فيتمثّل في الرفع المالي مقاسا بنسبة الديون إلى الأموال الخاصة. وقد أظهرت نتائج الدراسة أنّ للرفع المالي أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسات موضع الدراسة إلا أنّه لا يجب على المؤسسات الإفراط في استخدام الرفع المالي حتى لا يعرّضها ذلك إلى خطر الإفلاس، وكذلك حتى لا ترتفع التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال التي تجعل قيمة المؤسسة تنخفض في الجهة المقابلة.

9. دراسة **Aykut Karakaya et al.**[178] (**2017**) بعنوان: **« Firm Value and External Financing Needs »**، تمثّل الهدف من هذه الدراسة في قياس أثر الحاجة إلى التمويل الخارجي على قيمة المؤسسة، فتمّ تشكيل عيّنة مكوّنة من 136 شركة مدرجة في مؤشر BIST 100 الخاص ببورصة إسطنبول بتركيا خلال الفترة 2008-2012، أين قام الباحثون باستخدام نموذجي البانل الساكن والديناميكي. فتمّت صياغة نموذج الدراسة الذي يضمّ قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة Tobin's Q كمتغيّر تابع وكل من الحاجة إلى التمويل الخارجي، نسبة الرفع المالي، حجم المؤسسة والربحية كمتغيّرات مستقلّة. وقد توصّل الباحثون من هذه الدراسة إلى أنّ المؤسسات محل الدراسة تفضّل الاقتراض قصير الأجل بدلا من الاقتراض طويل الأجل نظرا لغياب سوق فعّال لهذا الأخير، ونظرا لانخفاض تكلفة التمويل بالاقتراض قصير الأجل، وهو ما انعكس في النتائج، حيث كان لكل من الرفع المالي واحتياجات التمويل الخارجي أثرا إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسات المدروسة.

10. دراسة **Al-Najjar Basil** و**Al-Najjar Dana**[179] (**2017**) بعنوان : **« The Impact of External Financing on Firm Value and Coporate Governance Index: SME Evidence »**، حيث حاول الباحثان من خلال هذه الدارسة التطرّق إلى أثر احتياجات التمويل الخارجي على قيمة المؤسسة وآليات حوكمة الشركات المختلفة، وهذا بالتطبيق على عيّنة من المؤسسات المتوسّطة والصغيرة بلغ عددها 307 مؤسسة بالمملكة المتّحدة خلال الفترة 2000-2009 بعد أن تمّ تقدير المعادلات الهيكلية باستعمال ثلاث طرق مختلفة، قدّرت المعادلة الأولى بطريقة OLS والثانية بطريقة 2SLS، أما المعادلة الثالثة فقدّرت بطريقة 3SLS. هذه المعادلات مكّنت الباحثان من التوّصل إلى مجموعة من النتائج أهمّها:

---

[178] Aykut Karakaya, Ayten Turan Kurtaran, Ahmet Kurtaran, **Firm Value and External Financing Needs**", International Journal of Economics and Finance, Vol 09, No 06, 2017, pp 69-81.

[179] Al-Najjar Basil, Al-Najjar Dana, **The Impact of External Financing on Firm Value and Corporate Governance Index**: **SME Evidence**, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol 24, No 02, 2017, pp 01-30.

- وجد أثر إيجابي لاحتياجات التمويل الخارجي على قيمة المؤسسات موضع الدراسة.
- حجم تلك المؤسسات وربحيتها لهما ارتباط أيضا بالقيمة (أي قيمة المؤسسة).
- أنّ المؤسسات المتوسّطة والصغيرة التي لها نسب منخفضة من الديون تمتلك أفضل الهياكل من حوكمة الشركات.

11. دراسة **Anna Sumaryati**و**Nila Tristiarini**[180] **(2017)** بعنوان: **« The Influence of Cost of Equity on Financial Distress and Firm Value »**، حيث هدفت الباحثتان من خلال هذه الدراسة إلى اختبار أثر تكلفة التمويل بالأموال الخاصة (حقوق الملكية) على كل من العسر المالي وقيمة المؤسسة، حيث استقرّت الباحثتان على عيّنة مكوّنة من 144 مؤسسة مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2011-2015، فتمّ استخدام نمذجة المعادلات الهيكلية من أجل تحقيق هدف الدراسة من خلال استعمال قيمة المؤسسة كمتغيّر تابع مقاسة بنسبة Tobin's Q، أما المتغيّر المستقل فتمثّل في تكلفة التمويل بالأموال الخاصة مقاسة بنسبة الأرباح قبل الضرائب على إجمالي الأموال الخاصة، في حين تمّ اعتماد العسر المالي كمتغيّر وسيط. وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل بالأموال الخاصة على قيمة المؤسسات موضع الدراسة بالإضافة إلى عدم إمكانية الاعتماد على العسر المالي كمتغيّر وسيط.

12. دراسة **Auwalu Sani Ibrahim** و **Muazu Saidu Badara** [181] **(2018)** بعنوان : **« Moderating Effects of Cost of Capital on Equity Financing and Firm Value in Nigeria »** ، حيث هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى تحليل التأثير المعدّل لتكلفة رأس المال على التمويل بالأموال الخاصة وقيمة المؤسسة، إذ وقع اختيارهما على عيّنة متكوّنة من 12 مؤسسة ناشطة في قطاع السلع الصناعية المدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة 2000-2016، مستخدمين في ذلك نموذج الانحدار المتعدّد الهرمي من خلال بناء ثلاث نماذج كان في كلّ منها المتغيّر التابع هو قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة Tobins'Q، أما المتغيّرات المستقلّة ففي النماذج الثلاث تمثّلت في نسبة الأموال الخاصة مقاسة بالأموال الخاصة إلى مجموع الأصول، حجم المؤسسة والنمو، كما تمّ إضافة التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال كمتغيّر معدّل في النموذجين الثاني والثالث. أوضحت نتائج الدراسة ما يلي:

---

[180] Anna Sumaryati, Nila Tristiarini, **The Influence of Cost of Equity on Financial Distress and Firm Value**, Advances in Economics, Business and Management Research, Vol 46, 2017, pp 194-197.

[181] Auwalu Sani Ibrahim, Muazu Saidu Badara, **Moderating Effects of Cost of Capital on Equity Financing and Firm Value in Nigeria**, Academic Journal of Economic Studies, Vol 04, No 01, 2018, pp 164-167.

- أنّ للتمويل بالأموال الخاصة أثرا إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسات المدروسة.
- تعتبر التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال متغيّرا معدّلا جيّدا وتؤدي هي والتمويل باستخدام الأموال الخاصة إلى رفع قيمة هذه المؤسسات.

13. دراسة **Budi Sasongko (2019)** [182] بعنوان: **« The Effect of Debt Equity Ratio, Dividend Payout Ratio, and Profitability on the Firm Value »**، وقد تمثّل الهدف من هذه الدراسة في توضيح وتحليل أثر نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، ونسبة توزيع الأرباح، وكذا الربحية على قيمة المؤسسة، حيث تمّ ذلك على عيّنة متكوّنة من 15 شركة ناشطة في القطاع الصناعي ببورصة إندونيسيا خلال الفترة 2016-2018، وباستخدام نموذج الانحدار الخطّي المتعدّد، حيث تمّ قياس قيمة المؤسسة بنسبة Tobins'Q وهي المتغيّر التابع، أما المتغيّرات المستقلّة فضمّت؛ نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، نسبة توزيع الأرباح المقاسة بنسبة الربح الموزّع للسهم الواحد إلى ربح السهم الواحد، ومعدّل العائد على الأصول. تبيّن من خلال نتائج الدراسة أنّ كل المتغيّرات المستقلّة بما فيها نسبة الديون إلى الأموال الخاصة لها تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسات موضع الدراسة، إذ حسب الباحث على المؤسسات المعنيّة أن تستمر في استخدام الديون كمصدر تمويلي من أجل أن تزيد من قيمتها.

14. دراسة **Auwalu Sani Ibrahim** و**Isma'il Tijjani Idris** [183] **(2020)** بعنوان: **« Moderating Effects of Cost of Capital on Debt Financing and Firm Value in Nigeria »** بحثت هذه الدراسة في التأثير المعدّل لتكلفة رأس المال على التمويل بالديون وقيمة المؤسسة، اذ اتّخذت 12 شركة عاملة في قطاع السلع الصناعية المدرجة في بورصة نيجيريا كعيّنة للدراسة، وهذا خلال الفترة الممتدّة بين 2006 و2016 فاستعمل الباحثان نموذج الانحدار الهرمي المتعدّد من أجل بناء ثلاث نماذج لتحقيق هدف الدراسة كان المتغيّر التابع في كل النماذج هو قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة Tobin's Q، أما المتغيّرات المستقلّة في النموذج الأوّل فتمثّلت في اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول اللوغاريتم الطبيعي لحجم المؤسسة، واللوغاريتم الطبيعي للنمو، وفي النموذج الثاني تمّ إضافة اللوغاريتم الطبيعي للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، أما فيما يخصّ النموذج الثالث فتمّ إدراج التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال بدون لوغاريتم، متغيّر يتمثّل في

[182] Budi Sasongko, **The Effect of Debt Equity Ratio**, **Dividend Payout Ratio**, **and Profitability on The Firm Value**, The International Journal of Business Management and Technology, Vol 03, No 05, 2019, pp 104-109.

[183] Auwalu Sani Ibrahim, Isma'il Tijjani Idris, **Moderating Effects of Cost of Capital**, **on Debt Financing and Firm Value in Nigeria**, International Journal of Research and Scientific Innovation, Vol 07, No 06, 2020, pp 156-159.

ضرب التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال في اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الديون ومتغيّر آخر يتمثّل في ضرب التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال في اللوغاريتم الطبيعي لحجم المؤسسة. وتوصّلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود أثر إيجابي معنوي للتمويل بالديون على قيمة المؤسسات موضع الدراسة.
- تعدّ تكلفة رأس المال متغيّرا معدّلا جيّدا وأنّها برفقة التمويل بالديون يعتبران من بين الدوافع التي تؤدي لزيادة قيمة الشركات.

15. دراسة .Shamsuddeen Muhammed Ahmad et al[184] (2020) بعنوان: **« The Effect of Debt Financing on Firm Value : A Panel Data Approach »** ، حيث هدفت الدراسة إلى اختبار أثر التمويل بالديون على قيمة المؤسسة، إذ اختار الباحثين عيّنة مكوّنة من 30 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة 2008-2017، وقد تمّ استخدام نموذج التأثيرات العشوائية الخاص بنماذج البانل، إذ تكوّن هذا النموذج من قيمة المؤسسة كمتغيّر تابع مقاسة بنسبة قيمة الشركة أو ما يعرف بEnterprise Value[185] إلى الأرباح قبل الفوائد، والضرائب، والاهتلاك والإطفاء (EBITDA)، وكل من نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ونسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة كمتغيّرات مستقلّة، كما تضمّن النموذج متغيّرات ضابطة شملت حجم المؤسسة مقاسا بالقيمة الدفترية للمبيعات، وفرص نمو المؤسسة مقاسة بمعدّل نمو المبيعات، وحجم مجلس الإدارة مقاسا بإجمالي الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين العاملين في مجلس إدارة الشركة. وتوصّلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول أثرا إيجابيا غير معنوي على قيمة الشركات محل الدراسة.
- لكل من نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة أثرا إيجابيا معنويا على قيمة الشركات محل الدراسة.
- حسب الباحثين يجب الاستفادة من الديون كمصدر تمويلي من أجل تخفيض تكلفة الوكالة لحقوق الملكية (الأموال الخاصة) وتقليل مشكل عدم تماثل المعلومات من أجل جذب المستثمرين والرفع من قيمة المؤسسة.

---

[184] Shamsuddeen Muhammed Ahmad, Rosni Bakar, MD Aminul Islam, **The Effect of Debt Financing on Firm Value**: **A Panel Data Approach** Albukhary Social Business Journal, Vol 01, No 02, 2020, pp 33-45.

185 قيمة الشركة أو Enterprise Value هي أحد الطرق لتحديد قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة والتي تحسب كما يلي: قيمة المؤسسة= الرسملة السوقيّة+ مجموع الديون+ حصة الأقلية وخصوم أخرى+ الأسهم الممتازة – السيولة والاستثمارات قصيرة الأجل- الاستثمارات طويلة الأجل- تعديلات أخرى.

16. **دراسة بدر الدين قدوج ومولود مليكاوي [186](2021)** بعنوان: **" قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014-2018 "**، حيث هدفت الدراسة إلى محاولة قياس أثر تكلفة التمويل على القيمة السوقيّة للمنشأة، وذلك على عيّنة متكوّنة من 24 شركة مدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة 2014-2018، وقد تمّ استخدام نماذج بيانات البانل، ووقع الاختيار على نموذج التأثيرات الثابتة بعد إجراء الاختبارات اللازمة التي تسمح بالمفاضلة بين النماذج المختلفة لبيانات البانل، حيث تمّ قياس القيمة السوقيّة للمنشأة باستعمال مؤشر Tobin's Q وهي المتغيّر التابع، أما المتغيّرات المستقلّة فقد تمثّلت في كل من اللوغاريتم الطبيعي للأرباح الموزّعة، واللوغاريتم الطبيعي للتدفّقات النقدية والعائد على حقوق الملكية. وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على القيمة السوقيّة للمنشآت محل الدراسة.
- وجود أثر إيجابي أيضا ذو دلالة إحصائية لبقيّة المتغيّرات المستقلّة على القيمة السوقيّة لتلك المنشآت.

17. **دراسة .Rindi Hariyanur et al[187](2022)** بعنوان: **« The Effect of Investment and Financing Decision, Dividend Policy and Cost of Capital on Indonesian Firm Value »**، بحثت هذه الدراسة في أثر كل من قرار الاستثمار، قرار التمويل، وكذا سياسة توزيع الأرباح وتكلفة رأس المال على قيمة المؤسسات الإندونيسية، إذ وقع الاختيار على المؤسسات الناشطة في قطاعي صناعة السلع الاستهلاكية والسلع الزراعية المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2011-2020 وباستخدام نموذج الانحدار الخطّي المتعدّد، حيث تمثّل قيمة المؤسسة المتغيّر التابع مقاسة بنسبة Tobin's Q، وكل من قرار التمويل مقاسا بنسبة الديون إلى الأموال الخاصة، وقرار الاستثمار مقاسا بنسبة نمو الأصول إلى إجمالي الأصول، وسياسة توزيع الأرباح مقاسة بنسبة الربح الموزّع للسهم الواحد إلى ربح السهم الواحد، وتكلفة رأس المال معبّرا عنها بالتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال المتغيّرات المستقلّة في هذا النموذج. خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لتكلفة رأس المال على قيمة الشركات المدروسة بينما كان لسياسة توزيع الأرباح أثرا سلبيا ذو دلالة إحصائية على قيمة هذه الشركات.

---

[186] بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي، قياس **أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقيّة للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014-2018**، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، 2021، ص ص 177-185.

[187] Rindi Hariyanur, Ratna Septiyanti, Agus Zahron Idris, **The Effect of Investment and Financing Decision**, **Dividend Policy and Cost of Capital on Indonesian Firm Value**, Asian Journal of Economics and Business Management, Vol 01, No 02, 2022, pp 73-81.

- كان لقرار الاستثمار أثرا سلبيا غير معنوي على قيمة الشركات المعنيّة ونفس الشيء بالنسبة لقرار التمويل الذي كان أثره إيجابيا ولكن غير معنوي.

18. دراسة **Augustina Kurniasih et al.**[188] (**2022**) بعنوان: **« Cost of Capital and Firm Value : Evidence From Indonesia »**، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تقدير وتحليل مكوّنات تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة، تمّ ذلك من خلال أخذ عيّنة متكوّنة من جميع المؤسسات الناشطة في مجال صناعة الورق وعجينه المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2013-2020 باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة الخاص بنماذج البانل، حيث تمّ بناء ثلاث نماذج كانت فيها قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة Tobin's Q هي المتغيّر التابع، أما بالنسبة للمتغيّرات المستقلّة ففي النموذج الأوّل تمثّلت في تكلفة التمويل بالأموال الخاصة، وتكلفة التمويل بالديون، وكذا تكلفة التمويل الإجمالية وحجم المؤسسة، أما في النموذج الثاني أضيف الهيكل المالي مقاسا بنسبة الديون إلى الأموال الخاصة كمتغيّر معدّل، وفي النموذج الثالث أضيف متغيّر معدّل آخر تمثّل في الهيكل المالي مضروبا في تكلفة التمويل الإجمالية. خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج كان أبرزها ما يلي:

- كان لتكلفة الديون أثرا سلبيا غير معنوي على قيمة المؤسسات المدروسة.
- كان لتكلفة التمويل بالأموال الخاصة أثرا سلبيا أيضا على قيمة المؤسسات المدروسة ولكن ذو دلالة إحصائية.
- في حين كان لتكلفة التمويل الإجمالية أثرا إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسات محل الدراسة وبعد إدراج الهيكل المالي كمتغيّر معدّل أصبح لتكلفة التمويل بالديون أثرا سلبيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسات محل الدراسة بينما بقي تأثير المتغيّرات الأخرى هو نفسه.
- كما قد أشار الباحثين إلى أنّ الهيكل المالي يصلح إلى أن يكون متغيّرا معدّلا له دور في رفع قيمة المؤسسة.

[188] Augustina Kurniasih, Muhamad Rustam, Heliantono, Endri Endri, **Cost of Capital and Firm Value**: **Evidence from Indonesia**, Investment Management and Financial Innovations, Vol 19, No 04, 2022, pp 14-22.

المبحث الثاني: الدراسات التي توصّلت إلى وجود أثر سلبي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة

تتمثّل الدراسات الموالية في تلك التي توصّلت إلى وجود أثر سلبي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة:

1. **دراسة مليكة زغيب وسفيان دلفوف [189](2012)** بعنوان:" **تأثير الاقتراض على القيمة السوقيّة للمنشأة: دراسة حالة مجمّع صيدال"**، حيث سعى الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى إبراز مدى تأثير الاقتراض على القيمة السوقيّة للمنشأة، وكذلك توضيح النظريّات المفسّرة للهيكل المالي التي تتوافق مع مجمّع صيدال المدرج في بورصة الجزائر الذي تمّ أخذه كعيّنة للدراسة وهذا خلال فترة زمنية امتدت ما بين سنتي 1999 و 2008 مستعملان في ذلك نموذج الانحدار الخطّي البسيط حيث تمثّل متغيّره التابع في القيمة السوقيّة للمجمّع، ومتغيّره المستقل هو نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة. وبعد أن تمّ تقدير قيمة المجمّع بثلاث طرق مختلفة وهي: الأصل المحاسبي الصافي، والتقدير على أساس التدفّقات النقدية، والتقدير على أساس القيمة الجوهرية الإجمالية، زيادة على تحديد تكلفة الأموال الخاصة وكذلك تكلفة الاقتراض، وأخيرا التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال. أسفر تقدير النموذج على وجود أثر سلبي للاقتراض على القيمة السوقيّة للمجمّع والذي يعتبر ذو دلالة إحصائية، وقد أرجع الباحثان هذا الأثر السلبي إلى عدم استفادة المجمّع من مزايا هذا الارتفاع والتي تتمثّل بصفة أساسية في الوفورات الضريبية نظرا للنسب العالية للاقتراض.

2. **دراسة Imad Zeyad Ramadan [190](2015)** بعنوان: **« Leverage and The Jordanian Firms' Value : Empirical Evidence »**، حيث هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على قيمة عيّنة من المؤسسات الأردنية، وقد اختار عيّنة من جميع المؤسسات المدرجة في بورصة عمّان بالأردن ماعدا تلك الناشطة في القطاع المالي وقطاع الخدمات وذلك خلال الفترة 2000-2013، فقام باستخدام نموذج الانحدار التجميعي الخاص بنماذج البانل، إذ شكّل نموذجين في كلاهما كانت قيمة المؤسسة هي المتغيّر التابع، حيث قام بقياسها باستعمال معدّل العائد على الأصول، بينما المتغيّر المستقل فقد ضمّ الرفع المالي مقاسا بالديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال في النموذج الأوّل وإجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال في النموذج الثاني، في حين أضاف الباحث في كلا النموذجين متغيّرات ضابطة شملت نمو المبيعات، حجم المؤسسة وهيكل الأصول. وقد توصّل الباحث من خلال دراسته هذه إلى أنّه للرفع المالي أثرا سلبيا معنويا على قيمة

---

[189] مليكة زغيب، سفيان دلفوف، **تأثير الاقتراض على القيمة السوقيّة للمنشأة: دراسة حالة مجمّع صيدال**، أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 06، العدد 12، 2012، ص ص 294-317.

[190] Imad Zeyad Ramadan, **Leverage and The Jordanian Firms' Value**: **Empirical Evidence**, International Journal of Economics and Finance, Vol 07, No 04, 2015, pp 75-81.

المؤسسات الأردنية المختارة كعيّنة للدراسة، كما أضاف الباحث إلى أنّ هذه النتائج تتوافق مع نظريّة Modigliani وMiller لسنة 1963 التي أشارت إلى أنّ تكلفة الأموال الخاصة ترتفع عند اعتماد المؤسسة على الديون وهو ما قد يدعم التأثير السلبي للرفع المالي على قيمة المؤسسة.

3. **دراسة محمد زرقون وآخرون [191](2018)** بعنوان: **"أثر الاستدانة على القيمة السوقيّة للأسهم دراسة حالة سوق باريس للفترة 2011–2014"**، وقد حاول الباحثون من خلال هذه الدراسة توضيح أثر الاستدانة على القيمة السوقيّة للأسهم، و قد أنجزت الدراسة على عيّنة مكوّنة من 31 شركة مدرجة في مؤشر CAC40 وذلك خلال فترة زمنية امتدت ما بين سنتي 2011 و2014 ، وقد تمّ هذا باستعمال نماذج الانحدار غير الخطّي البسيط. متغيرّات الدراسة كانت على النحو التالي:

المتغيّر التابع وهو القيمة السوقيّة للأسهم وذلك في النماذج الثلاث المشكّلة؛

المتغيّر المستقل في النموذج الأول تمثّل في إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة؛

المتغيّر المستقل في النموذج الثاني تمثّل في الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة؛

المتغيّر المستقل في النموذج الثالث تمثّل في الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة.

حسبت هذه المتغيّرات نسبة للأموال الخاصة وأخذ متوسّط النسب حتى يتمّ توحيد المعطيات.

وقد توصّلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للقيمة السوقيّة للأسهم على نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، وهو ما يعني أنّ لجوء المؤسسة للديون يجعل أرباح المؤسسة تنخفض، وبالتالي عدم القدرة على تغطية تكلفة الدين وهو ما يجعل قيمة المؤسسة تنخفض، كما قد يرجع هذا إلى عدم قدرة المؤسسة على السداد وهو ما يعني وجود مخاطر مالية والتي بدوره تؤدي لانخفاض قيمة المؤسسة؛
- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للقيمة السوقيّة للأسهم على نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، وهو ما قد يرجع إلى ما تستهلكه هذه الديون من سيولة ناتجة عن الدفعات وعلى مدى فترات طويلة الأمر الذي يجعل قيمة المؤسسة تنخفض.

[191] محمد زرقون، نفيسة حجاج، صليحة غربي، **أثر الاستدانة على القيمة السوقيّة للأسهم: دراسة حالة سوق باريس للفترة 2011–2014**، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 02، العدد 04، 2018، ص ص 146-165.

4. دراسة Azhar Uddin و James L.Slaydon[192] (2018) بعنوان : **« The Relationship Between Firm Value and Long-Term Debt Examining Large S&P 100 Companies »**، وقد هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الديون طويلة الأجل على القيمة السوقيّة للمؤسسة، حيث أجريت على عيّنة مكونة من 97 مؤسسة مدرجة في مؤشر S&P 100 خلال الفترة 2006-2014 وباستخدام الانحدار الخطّي المتعدّد، حيث تمثّل المتغيّر التابع في القيمة السوقيّة للمؤسسة مقاسة بضرب سعر السهم في عدد الأسهم القائمة مضافا إليها إجمالي المطلوبات، أما المتغيّرات المستقلّة فتمثّلت في كل من الديون طويلة الأجل وإجمالي الأصول، حيث تمّ تقدير النموذج بعد أن أدخل اللوغاريتم الطبيعي على كافّة المتغيّرات. وقد خلصت هذه الدراسة إلى أنّ للديون طويلة الأجل أثرا سلبيا دون دلالة إحصائية على القيمة السوقيّة للمؤسسات محل الدراسة.

5. دراسة قدوج بدر الدين و مليكاوي مولود [193](2019) بعنوان: **"أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج Tobin's Q: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت"** .تمثّل الغرض من هذه الدراسة في اختبار إلى أي مدى يمكن أن تؤثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج Tobin's Q، حيث أجريت هذه الدراسة على عيّنة تتكوّن من 30 شركة صناعية مدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة 2012-2016 وهذا من أصل 175 شركة صناعية التي تشكّل مجتمع الدراسة. اعتمد الباحثان على نموذج الانحدار الخطّي المتعدّد الذي تمثّل قيمة المؤسسة فيه المتغيّر التابع، وكل من اللوغاريتم الطبيعي لتكلفة رأس المال، اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأرباح الموزّعة والمدفوعة، اللوغاريتم الطبيعي لصافي التدفّقات النقدية، والعائد على حقوق الملكية المتغيّرات المستقلّة. وقد توصّلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود أثر سلبي لتكلفة التمويل على قيمة الشركات محل الدراسة ولكن هذا الأثر غير معنوي؛
- عدم وجود أي أثر لكل من الرفع المالي، حجم الشركة، الملاءة وهيكل الأصول على قيمة الشركات محل الدراسة؛
- وجود أثر لكل من العائد على حقوق الملكية، والتدفّقات النقدية الصافية والتوزيعات السنوية على قيمة الشركات محل الدراسة، لكن العائد على حقوق الملكية هو من يعتبر الأكثر تأثيرا مقارنة بالمتغيّرين الآخرين.

---

[192] Azhar Uddin, James L. Slaydon, **The Relationship Between Firm Value and Long-Term Debt Examining Large S&P100 Companies**, Journal of Finance and Accountancy, Vol 24, 2018, pp 01-07.

[193] بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي، **أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج Tobin's Q : دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 10، العدد 01، 2019، ص ص 100-116.

6. دراسة Chaleeda et al.[194](2019) بعنوان: « The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia »، حيث هدف الباحثين من خلال هذه الدراسة إلى اختبار أثر القرارات التمويلية على قيمة المؤسسة، إذ تمّ اختيار عيّنة متكوّنة من 256 مؤسسة مدرجة في بورصة ماليزيا من غير تلك المدرجة في القطاع المالي وقطاع الخدمات خلال الفترة 2000-2015، حيث قام الباحثون باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية الخاص بنماذج البيانات الطولية (البانل) والذي كان فيه المتغيّر التابع هو قيمة المؤسسة التي تمّ قياسها بنسبة Tobin's Q ، والمتغيّرات المستقلّة هي: نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، واستحقاق الديون الذي تمّ قياسه باستخدام نسبة القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون، علاوة على إدراج بعض المتغيّرات الضابطة تمثّلت في: الخطر، العمر ، ملموسية الأصول والسيولة. وتوصّل الباحثين من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود أثر سلبي غير معنوي لإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على قيمة المؤسسات محل الدراسة، وهو ما يثبت حسبهم أنّه رغم استفادة المؤسسات من مزايا الديون إلا أنّها لا يجب أن تهمل تكاليف الديون والتي تنشأ عن الزيادة في احتمال الإفلاس.
- قيمة المؤسسات موضع الدراسة لا تتأثّر بطول مدة استحقاق الديون.

7. دراسة Auwalu Sani Ibrahim et al.[195] (2020) بعنوان: « Equity Financing and Firm Value in Nigeria »، حيث هدفت هذه الدراسة إلى التحقّق من مدى تأثير التمويل عن طريق الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة، بحيث تضمّنت عيّنة الدراسة 12 مؤسسة صناعية مدرجة ببورصة نيجيريا خلال فترة زمنية امتدّت بين 2006 و2016، إذ استخدم الباحثون في هذا الصدد نموذج التأثيرات الثابتة الخاص بنماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وتمثّلت متغيّرات هذا النموذج في قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة Tobin's Q كمتغيّر تابع، والتمويل باستخدام الأموال الخاصة، حجم المؤسسة والنمو كمتغيّرات تابعة. وقد توصّلت هذه الدراسة إلى

[194] Chaleeda, MD Aminul Islam, Tunku Salha Tunku Ahmad, Anas Najeeb Mosa Ghazalat, **The Effect of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia**, International Journal of Economics and Finance, Vol 11, No 03, 2019, pp 127-135.

[195] Auwalu Sani Ibrahim, Hadiza Sabo, Sunusi Kabiru, Sharafuddeen Ibrahim Abubakar, **Equity Financing and Firm Value in Nigeria**, International Journal of Research and Innovation in Social Science, Vol 04, No 07, 2020, pp 267-269.

أنّه كلّما زاد الاعتماد على الأموال الخاصة كلّما انخفضت قيمة هذه المؤسسات أي وجود تأثير سلبي للتمويل باستخدام الأموال الخاصة على قيمة المؤسسات محل الدراسة والذي كان ذو دلالة إحصائية.

8. دراسة Nemiraja Jadiyappa et al.[196] (2020) بعنوان: **« Does Debt Diversification Impact Firm Value ? Evidence From India »**. يتمثّل الهدف من هذه الدراسة في اختبار ما إذا كان لتنويع الديون أثرا على قيمة المؤسسة، وقد تمّ ذلك باختيار عيّنة مكوّنة من 306 شركة مدرجة في بورصة بومباي بالهند خلال الفترة 2001-2016، إذ استخدم الباحثين نموذج التأثيرات الثابتة الخاص بنماذج البانل الذي تضمّن قيمة المؤسسة كمتغيّر تابع مقاسة بنسبة Tobin's Q والديون مقاسة بعدد مصادر الديون المستخدمة من طرف المؤسسات المدروسة والتي شملت عدّة مصادر أبرزها الديون الممنوحة من البنوك، الديون الممنوحة من المؤسسات غير المالية والقرض الإيجاري كمتغيّر مستقل، كما اعتمد الباحثون على بعض المتغيّرات الضابطة والتي تمثّلت بالأساس في حجم المؤسسة مقاسة بحجم المبيعات بعد إدخال اللوغاريتم الطبيعي، النمو مقاسا بمعدل النمو السنوي لإجمالي الأصول، الأرباح الموزّعة مقاسة بنسبة الأرباح المدفوعة إلى إجمالي الأصول، نسبة البحث والتطوير مقاسة بنسبة مصاريف البحث والتطوير إلى إجمالي الأصول، والقيمة المبطئة للرفع المالي في السوق مقاسة بنسبة القيمة الدفتريّة لديون المؤسسة في السنة السابقة إلى مجموع القيمة السوقيّة لأسهم المؤسسة والقيمة الدفتريّة لديونها. وقد أظهرت نتائج الدراسة أنّه يوجد أثر سلبي غير معنوي لتنويع الديون على قيمة الشركات محل الدراسة إذ أنّ تنويع الديون يخفّض من قيمة هذه الشركات، ويرجع سبب ذلك وفقا للباحثين إلى الرقابة الأقل كفاءة من طرف الدائنين، كما أنّ هذا التنويع في الديون لا يقلّل من القيود المالية التي من المحتمل أن تواجهها هذه الشركات.

9. دراسة Deuis Kartinah et al.[197] (2021) بعنوان **« Analyze Return on Equity and Weighted Average Cost of Capital Linkages to Firm Value »**. وقد هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر العائد على حقوق الملكية والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال على قيمة المؤسسة والتي شملت عيّنة

[196] Nemiraja Jadiyappa, L. Emily Hickman, Pavana Jyothi, Narender Vunyale, Bhanu Sireesha **Does Debt Diversification Impact Firm Value? Evidence from India**, International Review of Economics and Finance, Vol 67, 2020, pp 362-377.

[197] Deuis Kartinah, Dicky Jhoansyah, Faizal Mulia Z, **Analyze Return on Equity and Weighted Average Cost of Capital Linkages to Firm Value**, Jurnal Manajemen dan Bisnis, Vol 05, No 01, 2021, pp 01-06.

من المؤسسات الناشطة في قطاع الملابس والنسيج المدرجة في بورصة إندونيسيا وذلك خلال فترة امتدّت بين 2013 و2018، حيث استعمل الباحثون نموذج الانحدار الخطّي المتعدّد متغيّره التابع هو قيمة المؤسسة مقاسة بالقيمة الدفتريّة، أما متغيّريه المستقلّين فهما العائد على حقوق الملكية والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال. وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية بحيث أنّ ارتفاع العائد على حقوق الملكية والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال يجعل قيمة المؤسسة تنخفض.

10. دراسة Imran Ali Khan et al.[198](2022) بعنوان: **« How Cost Of Capital Moderates When Firms Use Equity Financing to Increase Firm Value : Empirical Evidence From Pakistan »** ، حيث هدف الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى اختبار كيف يمكن أن تتراجع تكلفة رأس المال عندما تستخدم المؤسسات التمويل بالأموال الخاصة من أجل رفع قيمتها، حيث تمثّلت عيّنة الدراسة في 22 شركة ناشطة في قطاع النسيج المدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة 2015-2020 باستخدام نماذج البانل، إذ تمّ تشكيل 04 نماذج كان في كل منها المتغيّر التابع هو قيمة المؤسسة مقاسة بنسبة Tobin's Q، بينما المتغيّرات المستقلّة تمثّلت في حجم المؤسسة مقاسة بالقيمة السوقيّة للأموال الخاصة أو ما يعرف أيضا بالرسملة السوقيّة، معدّل نمو المؤسسة والعائد على حقوق الملكية، كما تمّت إضافة التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال للتعبير عن تكلفة رأس المال في النماذج الأخرى (ماعدا النموذج الأول) كمتغيّر معدّل. وقد توصّل الباحثون إلى أنّ لتكلفة رأس المال أثرا سلبيا غير معنوي على قيمة المؤسسات المدروسة، بحيث عندما يتمّ الاعتماد على الأموال الخاصة كمصدر تمويلي من أجل رفع قيمة المؤسسة يحدث العكس أي تنخفض هذه الأخيرة بسبب العلاقة العكسية بينها وبين تكلفة رأس المال. كما أنّه وحسب الباحثين فإنّ المؤسسات في باكستان تعتمد بالدرجة الأولى على الاقتراض من البنوك كمصدر تمويلي أكثر من الاعتماد على الأموال الخاصة.

11. دراسة وردة قريني وسعيدة بورديمة (2022)[199] بعنوان:**" أثر تكلفة التمويل في القيمة السوقيّة لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2012-2019 »**، حيث تمحور هدف هذه الدراسة حول اختبار أثر تكلفة التمويل على القيمة السوقيّة لعيّنة مشكّلة من11 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة

---

[198] Imran Ali Khan, Adnan Ahmad, Nishad Hussain, Muhammad Ilyas, Amna Niaz, **How Cost of Capital Moderates when Firms Use Equity Financing to Increase Firm Value**: **Empirical Evidence from Pakistan**, Webology, Vol 19, No 01, 2022, pp 8534-8548.

[199] وردة قريني، سعيدة بورديمة، **أثر تكلفة التمويل في القيمة السوقيّة لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2012-2019: دراسة قياسية باستخدام نماذج Panel Data**، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 06، العدد 01، 2022، ص ص 64-81.

الزمنية الممتدّة بين سنة 2012 وسنة 2019، إذ استخدمت الباحثتان نموذج التأثيرات العشوائية الخاص بنماذج البانل، فتمّ تشكيل نموذج يضمّ قيمة المؤسسة معبّرا عنها بالسعر السوقي للسهم في نهاية السنة مضروبا في عدد الأسهم كمتغيّر تابع وكل من التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، نسبة الهيكل المالي ونسبة المديونية، هيكل الأصول، ونصيب السهم الواحد من الأرباح الموزّعة كمتغيّرات مستقلّة. وقد توصّلت الباحثتان من خلال دراستهما هذه إلى مجموعة من النتائج نوجز أبرزها في النقاط الموالية:

- لتكلفة التمويل أثر سلبيا معنويا على القيمة السوقيّة للمؤسسات محل الدراسة؛
- للهيكل المالي أثر سلبيا معنويا على القيمة السوقيّة للمؤسسات محل الدراسة؛
- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من نصيب السهم من الأرباح الموزّعة ونسبة المديونية على قيمة المؤسسات موضع الدراسة؛
- عدم وجود أي أثر لهيكل الأصول على قيمة المؤسسات محل الدراسة.

12. دراسة وردة قريني وسعيدة بورديمة (2022) [200] بعنوان:« **أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة: دراسة قياسية للمؤسسات المسعّرة في بورصة عمان للأوراق المالية** »، حيث حاولت الباحثتان من خلال هذه الدراسة اختبار أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة في ظل فرص النمو المختلفة أين تمّ اتخاذ عيّنة إجمالية متشكّلة من 40 مؤسسة مدرجة في بورصة عمّان بالأردن خلال سنة 2019 وقد قامت الباحثتان بتقسيم هذه العيّنة إلى عيّنتين فرعيّتين: 20 مؤسسة مرتفعة النمو و20 مؤسسة منخفضة النمو، حيث استخدمت الباحثتان نموذجين للانحدار الخطّي المتعدّد من أجل تحقيق هدف الدراسة، وذلك بصياغة نموذج خاص بالمؤسسات مرتفعة النمو وآخرا خاصا بالمؤسسات منخفضة النمو، إذ تمثّلت متغيّرات هذين النموذجين في قيمة المؤسسة كمتغيّر تابع مقاسة بنسبة Tobin's Q، والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال للتعبير عن تكلفة التمويل، نسبة الديون، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية وهيكل الأصول كمتغيّرات مفسّرة. وقد خلصت الدراسة إلى أنّ لتكلفة التمويل أثرا سلبيا معنويا على قيمة المؤسسات محل الدراسة، سواء التي لها فرص نمو مرتفعة أو المؤسسات منخفضة النمو، حيث كانت تكلفة التمويل مرتفعة في المؤسسات التي لديها فرص نمو منخفضة، في حين كانت التكلفة منخفضة في المؤسسات التي لديها فرص

[200] وردة قريني، سعيدة بورديمة، **تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة: دراسة قياسية للمؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية**، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 05، العدد 02، 2022، ص ص 1017-1036.

نمو مرتفعة وهو ما انعكس على قيمة هذه المؤسسات إذ كانت مرتفعة بالنسبة للمؤسسات التي لديها فرص نمو مرتفعة والعكس بالنسبة للمؤسسات منخفضة النمو.

المبحث الثالث: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

بعد أن تمّت الإشارة إلى مختلف الدراسات السابقة، وما قامت باستخدامه من أدوات وأساليب، والتي حاولت تحديد أثر تكلفة التمويل وما يتعلّق بها من متغيّرات أساسية على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية. سنحاول من خلال هذا المبحث التطرّق إلى أهم نقاط الاختلاف والاتفاق التي تجمع دراستنا مع هذه الدراسات، ولكن قبل ذلك نعرض هذه الدراسات بشكل مختصر من خلال الجدول التالي:

المطلب الأول: ملخص الدراسات التجريبية السابقة

يمكن تلخيص الدراسات التجريبية السابقة التي وردت في المبحثين الأوّل والثاني من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 2-1: ملخص الدراسات التجريبية السابقة

النموذج القياسي المستخدم	الدراسة وبلد العيّنة	المتغيّرات المستعملة	النتائج المتحصّل عليها
نماذج **Panel**	Feng Li-lin و Tsangyao Chang (2011) تايوان	قيمة المؤسسة، إجمالي الديون	عندما تكون نسبة الديون أقل من 9.86% فإنّ قيمة المؤسسات تزيد بنسبة 0.0546% عند زيادة الديون بمقدار 1% ، أما في حالة كانت نسبة الديون تتراوح ما بين 9.86% و33.33% فإنّ قيمة المؤسسات لا تزيد سوى بنسبة 0.0057% عند زيادة الديون بمقدار 1% ، أما في حالة تجاوز الديون لنسبة 33.33% فلا توجد أي علاقة بين قيمة هذه المؤسسات موضع الدراسة والديون.
	Nor Edi Azhar Binti	قيمة المؤسسة، التكلفة	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا

	Mohamed و Noriza Binti Moh Saad (2012) ماليزيا	المتوسّطة المرجّحة لرأس المال	إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسة.
	Muhammed Shadab Abdul Sattar (2015) باكستان	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسة.
	Imad Zeyad Ramadan (2015) الأردن	قيمة المؤسسة، الرفع المالي.	للرفع المالي أثرا سلبيا على قيمة المؤسسة.
	Aykut Karakaya et al. (2017) تركيا	الحاجة إلى التمويل الخارجي نسبة الرفع المالي، حجم المؤسسة والربحية.	لكل من الرفع المالي واحتياجات التمويل الخارجي أثرا إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسة.
	Subha Ranjan Dutta et al. (2018) الهند	قيمة المؤسسة، نسبة الديون إلى الأموال الخاصة.	أثر سلبي للرفع المالي على قيمة المؤسسة بسبب ارتفاع تكلفة التمويل.
	Chaleeda et al. (2019) ماليزيا	قيمة المؤسسة، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى حقوق الملكية واستحقاق الديون.	لمختلف نسب الديون أثرا سلبيا غير معنوي على قيمة المؤسسة.
	Auwalu Sani Ibrahim et al. (2020) نيجيريا	قيمة المؤسسة، التمويل عن طريق الأموال الخاصة، حجم المؤسسة، النمو.	للتمويل باستخدام الأموال الخاصة أثرا سلبيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة.
	Shamsuddeen	نسبة الديون قصيرة الأجل	للديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول أثرا

	Muhammed Ahmad et al. (2020) نيجيريا	إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ونسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة.	إيجابيا غير معنوي على قيمة الشركات محل الدراسة، وأنّ لكل من الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة أثرا إيجابيا معنويا على قيمة الشركات محل الدراسة.
	Nemiraja Jadiyappa et al. (2020) الهند	قيمة المؤسسة، الديون الممنوحة من البنوك، الديون الممنوحة من المؤسسات غير المالية والقرض الإيجاري.	للديون أثرا سلبيا غير معنوي على قيمة المؤسسة.
	بدر الدين قدوج ومولود مليكاوي (2021) الكويت	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسة.
	Imran Ali Khan et al. (2022) باكستان	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا سلبيا غير معنوي على قيمة المؤسسة.
	Augustina Kurniasih et al. (2022) إندونيسيا	قيمة المؤسسة، تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، الأموال الخاصة إلى الديون.	لتكلفة الديون أثرا سلبيا غير معنوي على قيمة المؤسسة. لتكلفة الأموال الخاصة أثرا سلبيا معنويا على قيمة المؤسسة. للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسة.
	وردة قريني وسعيدة بورديمة (2022) الأردن	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا سلبيا معنويا على قيمة المؤسسة.
نماذج الانحدار	Chen Lin و Xu Lixin	قيمة المؤسسة، الديون طويلة	يوجد أثر إيجابي معنوي لكل من القروض

نماذج الانحدار	(2010) الصين	الأجل، الديون قصيرة الأجل، الائتمان التجاري.	طويلة الأجل والائتمان التجاري على قيمة المؤسسات محل الدراسة بينما كان للقروض قصيرة الأجل أثرا سلبيا معنويا على قيمة هذه المؤسسات.
	مليكة زغيب وسفيان دلفوف (2012) الجزائر	قيمة المؤسسة، الرفع المالي.	للرفع المالي أثرا سلبيا ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقيّة لمجمّع صيدال.
	Meysam Kaviani et al. (2014) إيران	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا إيجابيا غير معنوي على قيمة المؤسسة.
	Adesoji Adetunji et al. (2016) نيجيريا	قيمة المؤسسة، الرفع المالي.	للرفع المالي أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة.
	Waheed Akhtar et al. (2016) باكستان	قيمة المؤسسة، الرفع المالي.	للرفع المالي أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة.
	Priyankara P.M.C و Gunasekera U.L.T.P (2016) سيرلنكا	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة.
	محمد زرقون وآخرون (2018) فرنسا	القيمة السوقيّة للأسهم إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، إجمالي الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة إجمالي الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة.	لإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة أثر سلبيا معنويا على القيمة السوقيّة للأسهم. لإجمالي الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة أثرا سلبيا معنويا على القيمة السوقيّة للأسهم. عدم وجود أثر لإجمالي الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقيّة

			للأسهم.
	Auwalu Sani Ibrahim و Muazu Saidu Badara (2018) نيجيريا	قيمة المؤسسة، الأموال الخاصة إلى إجمالي الأصول التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة.
	Azhar Uddin و James L.Slaydon (2018) الولايات المتّحدة الأمريكية	قيمة المؤسسة، الديون طويلة الأجل وحجم المؤسسة.	للديون طويلة الأجل أثرا سلبيا غير معنوي على قيمة المؤسسة.
	Budi Sasongko (2019) إندونيسيا	قيمة المؤسسة، الديون إلى الأموال الخاصة.	للديون إلى الأموال الخاصة (الرفع المالي) أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة.
	بدر الدين قدوج ومولود مليكاوي (2019) الكويت	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا سلبيا غير معنوي على قيمة المؤسسة.
	Auwalu Sani Ibrahim و Isma'il Tijjani Idris 2020 نيجيريا	قيمة المؤسسة، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، اللوغاريتم الطبيعي لحجم المؤسسة اللوغاريتم الطبيعي اللوغاريتم الطبيعي للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، متغيّر يتمثّل في ضرب التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال في اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي	وجود أثر إيجابي معنوي للتمويل بالديون على قيمة المؤسسات موضع الدراسة وأنّ تكلفة رأس المال تعدّ بمثابة متغيّرا معدّلا جيّدا وأنّها برفقة التمويل بالديون يعتبران من بين الدوافع التي تؤدي لزيادة قيمة الشركات.

		الديون ومتغيّر آخر يتمثّل في ضرب التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال في اللوغاريتم الطبيعي لحجم المؤسسة.	
	Deuis Kartinah et al. (2021) إندونيسيا	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا سلبيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة
	وردة قريني وسعيدة بورديمة (2022) الأردن	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا سلبيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة
	Rindi Hariyanur et al. (2022) إندونيسيا	قيمة المؤسسة، التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال.	للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسة.
المعادلات الهيكلية	Basil Al-najjar و Dana Al-najjar (2017) المملكة المتّحدة	قيمة المؤسسة، إجمالي الديون.	للديون أثرا إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسة.
	Anna Sumaryati و Nila Tristiarini (2017) إندونيسيا	قيمة المؤسسة، تكلفة التمويل بالأموال الخاصة، الأرباح قبل الضرائب والفوائد إلى إجمالي الأموال الخاصة، العسر المالي	وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل بالأموال الخاصة على قيمة المؤسسة.

المصدر: من إعداد الطالب إعتمادا على الدراسة السابقة الواردة في المبحثين الأوّل والثاني.

مما سبق؛ اعتمدت أغلب الدراسات على نسبة Tobin's q كمقياس لقيمة المؤسسة ما عدا بعض الدراسات والتي نذكر منها:

- دراسة وردة قريني وسعيدة بوردمة (2022) الموسومة بـ: "أثر تكلفة التمويل في القيمة السوقية لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2012-2019" التي اعتمدت على الرسملة السوقيّة، ودراسة Deuis Kartinah et al. (2021) التي اعتمدت على نسبة السعر إلى القيمة الدفتريّة.
- دراسة محمد زرقون وآخرون (2018) والتي اعتمدت على القيمة السوقيّة للأسهم.
- دراسة Waheed Akhtar et al. (2016) التي اعتمدت على كل من العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم العادي.
- دراسة Xu Lixinو Chen Lin (2010) التي اعتمدت على العائد على حقوق الملكية.
- دراسة James L. Shaydonو Azhar Uddin (2018) التي اعتمدت على سعر السهم مضروبا في عدد الأسهم القائمة مضافا إليها إجمالي المطلوبات.
- دراسة Imad Zeyad Ramadan (2015) التي اعتمدت على العائد على الأصول.
- دراسة Meysam Kaviani et al. (2014) التي اعتمدت على التدفّق النقدي الحر ومضاعف السعر إلى الربح.
- ودراسة Shamsuddeen Muhammed Ahmad et al. (2020) التي اعتمدت على ما يعرف بقيمة الشركة Enterprise Value.

كما أجمعت الدراسات أيضا على استخدام المنهج الكمّي لتحقيق الهدف المنشود الذي هو الآخر كان مشتركا بين الدراسات، إلا أنّ هذا الإجماع كان حول المنهج ككلّ وليس حول النماذج القياسية المستخدمة بالضبط التي هي الأخرى كانت محل اختلاف بين الدراسات، فاتّجهت أغلب الدراسات السابقة نحو استخدام نماذج الانحدار ونماذج السلاسل الزمنية المقطعيّة، بينما استقرّت دراستين على الاعتماد على المعادلات الهيكلية وهي دراسة Basil al-najjarو(2017) Dana al-najjar ودراسة (2017) Anna Sumaryati و Nila Tristiarini، هذا علاوة على التباين الملاحظ في النتائج التي توصّلت إليها كل الدراسات والتي عرفت اتّجاهين أوّلهما توصّل إلى وجود أثر إيجابي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة، وثانيهما وجد بأنّ لتكلفة التمويل أثرا سلبيا على قيمة المؤسسة، إذ كان هذا الأثر معنويا في بعض الدراسات وغير معنوي في دراسات أخرى، بالإضافة إلى إجماع بعض الدراسات على استخدام نفس المتغيّرات والنموذج وهو ما جعل النتائج تكون متماثلة بينها.

ما تمّ ملاحظته أيضا من خلال عرض الدراسات السابقة أنّه توجد دراسات نذكر منها: دراسة Waheed Imad Zeyad ودراسة Chen Lin (2010) وXu Lixin ودراسة Akhtar et ak. (2016)، Ramadan(2015) اعتمدت على نسب تعبّر في الأصل عن ربحية المؤسسة وليس عن قيمتها.

المطلب الثاني: نقاط الاتفاق بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

يمكن إجمال مختلف النقاط المشتركة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة فيما يلي:

- تتّفق هذه الدراسة مع دراسة وردة قريني وسعيدة بوردمة (2022) الموسومة بأثر تكلفة التمويل في القيمة السوقية لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2012- 2019 في الاعتماد على الرسملة السوقيّة؛
- تتّفق هذه الدراسة مع دراسة Augustina Kurniasih et al. (2022) التي استخدمت التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون، أي دراسة كل تكلفة على حدة ثم دراسة تكلفة التمويل الإجمالية على قيمة المؤسسة، فأغلب الدراسات ارتكزت على التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال فقط بغرض قياس تكلفة التمويل؛
- تتوافق هذه الدراسة مع أغلب الدراسات من حيث الإطار الزمني الذي لا يعتبر طويلا جدا خاصة من الناحية القياسية؛
- تتّفق هذه الدراسة مع الدراسات السابقة حول الاعتماد على المنهج الكمّي لبلوغ الهدف الرئيسي للدراسة.

المطلب الثالث: نقاط الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

كما اختلفت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في جملة من النقاط والتي يمكن أن نوجزها كما يلي:

- بناء نموذج قياسي يدرس أثر تكلفة التمويل معبّرا عنها بكل من تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال على قيمة المؤسسة مقاسة بالرسملة السوقيّة، فالملاحظ هو التعبير على قيمة المؤسسة من خلال الرسملة السوقيّة على عكس ما قامت به الدراسات السابقة التي اقتصر أغلبها على نسبة Tobin's Q ، وكذلك قياس تكلفة التمويل بطرق متنوّعة أيضا، يتيح لنا ذلك التعرّف على أثر تكلفة التمويل الكلّية على قيمة المؤسسة، وأيضا التعرّف على أثر كل تكلفة على حدة؛

- اقتصرت الدراسات السابقة على اختيار عيّنة من المؤسسات المنتمية إلى قطاع واحد فقط، فلاحظنا من خلال عرض هذه الدراسات أنّ أغلبها انحصر في المؤسسات الناشطة في القطاع الصناعي ماعدا دراسة Xu Lixinو Chen Lin (2010) التي قام فيها الباحثان باختيار عيّنة من المؤسسات الناشطة في القطاع العقاري وكذلك دراسة .Chaleeda et al (2019) التي لم تعتمد على قطاع واحد فقط إلا أنّها أقصت قطاع الخدمات، إذ نحاول من خلال هذه الدراسة تكوين عيّنة شاملة لعدّة قطاعات ماعدا تلك المنتمية للقطاع المالي على غرار البنوك والتأمينات وشركات التمويل المتخصّص (شركات التمويل التأجيري على سبيل المثال لا الحصر) وغيرها من المؤسسات المالية.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تمّت الإشارة إلى أهم الدراسات السابقة التي تناولت نفس الموضوع المعالج في هذه الدراسة، فمنها من ارتبطت ارتباطا مباشرا بهذه الأخيرة، ومنها من عالجت متغيّرات متعلّقة بها على غرار التمويل بالديون والتمويل باستخدام الأموال الخاصة. إذ تمّ رصد تباين واضح في النتائج المتوصّل إليها والذي يرجع سببه لعدّة اعتبارات سبق ذكرها.

رغم هذا الاختلاف في النتائج المتحصّل عليها إلا أنّ هذه الدراسات أجمعت على الهدف التي تسعى إليه والتي تشاركها فيه حتى هذه الدراسة.

وعليه، فإنّنا من خلال هذا الفصل كانت لنا نظرة حول هذه الدراسات والتي تمّ تقسيمها على أساس النتائج التي تمّ التوصّل إليها، والتي تمثّلت بالأساس في دراسات توصّلت إلى وجود أثر إيجابي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة، ودراسات توصّلت إلى وجود أثر سلبي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة. تبع هذا التقسيم مبحثا تضمّن قراءة لهذه الدراسات مستخلصين بذلك أهم النقاط التي تجمع تلك الدراسات بهذه الدراسة وكذلك أبرز الفوارق التي تتميّز بها هذه الدراسة عنها والتي مكّنتنا من تحديد الفجوة البحثية التي انطلقت منها هذه الدراسة.

الفصل الثالث

دراسة قياسية لأثر تكلفة التمويل على قيمة عيّنة من المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2015–2022

تمهيد:

يعتبر موضوع تكلفة التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة من بين المواضيع الأساسية في مجال مالية المؤسسة حيث اختلفت النتائج التي تمّ التوصّل إليها من طرف الباحثين في هذا الإطار، إذ تمخّض عن هذا الاختلاف اتجاهين رئيسيين: اتّجاه توصّل إلى وجود أثر إيجابي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة، واتجاه توصّل لوجود أثر سلبي لتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة، وهذا الاختلاف راجع إلى عدّة عوامل نذكر منها: اختلاف الأطر المكانية والزمانية للدراسات، المتغيّرات المختارة، إضافة إلى الأساليب والطرق الإحصائية والقياسية المستخدمة في قياس أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة.

وعليه؛ سنقوم في هذه الدراسة بإجراء قياس لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية من خلال الاستعانة بنماذج البانل الساكن، حيث تمّ تحديد فترة ما بين سنة 2015 وسنة 2022 كإطار زمني للدراسة، بينما وقع الاختيار على عيّنة من المؤسسات الناشطة في قطاعات مختلفة والمدرجة في بورصة ماليزيا لتمثّل الإطار المكاني للدراسة، وذلك باستخدام كل من: تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال من أجل التعبير عن تكلفة التمويل، حيث تعتبر هذه المتغيّرات على أنّها متغيّرات مستقلّة أما المتغيّر التابع فيتمثّل في قيمة المؤسسة والتي تمّ التعبير عنها من خلال الرسملة السوقيّة، وكذلك مضاعف السعر إلى الربح، علاوة على استخدام بعض المتغيّرات الضابطة.

من أجل تحقيق الغرض الأساسي من هذا الفصل، تمّ تقسيم هذا الأخير إلى ثلاث مباحث وذلك كما يلي:

- المبحث الأوّل: مدخل إلى نماذج بيانات البانل (Panel Data).
- المبحث الثاني: الإطار المنهجي للدراسة القياسية.
- المبحث الثالث: تقدير النماذج القياسية وتحليل ومناقشة النتائج.

المبحث الأوّل: مدخل إلى نماذج بيانات البانل (Panel Data)

أخذت نماذج بيانات البانل أو البيانات الطوليّة أو كما تسمّى أيضا ببيانات السلاسل الزمنية المقطعيّة (Panel data/ Longitudinal data) أهمية بالغة في دراسة العلاقات بين مختلف المتغيّرات الاقتصادية، وكذلك الظواهر الاقتصادية باختلاف أنواعها وأشكالها، خاصة وأنّ النماذج التقليدية كالانحدار الخطّي البسيط والانحدار الخطّي المتعدّد قد تؤدي بنا إلى الوصول إلى نتائج قد تكون مضلّلة وليست ذات جودة سواء من الناحية الإحصائية أو الاقتصادية، وهذا بسبب ما تتّسم به من بعض المشاكل القياسية والإحصائية كمشكلة الانحدار الزائف (Spurious Regression).

المطلب الأوّل: ماهية نماذج بيانات البانل

توجد مجموعة من المفاهيم التي يمكن تقديمها حول بيانات البانل إلا أنّها متماثلة فيما بينها، هذا فضلا عن وجود جملة من الأنواع والأشكال التي ينطوي عليها هذا النوع من البيانات.

الفرع الأوّل: مفهوم نماذج بيانات البانل

تتمثّل نماذج بيانات البانل في تلك النماذج التي تختصّ بدراسة مجموعة من الكيانات أو الأفراد خلال فترة زمنيّة معيّنة، إذ قد تكون هذه الكيانات عبارة عن مجموعة من المؤسسات أو الدول أو غيرها[201].

كما نقصد بها مجموعة المشاهدات المتكرّرة من الكيانات أو الأفراد عبر فترات من الزمن، فهي تجمع بين البيانات المقطعيّة وبيانات السلاسل الزمنية في آن واحد[202].

كما تعرّف حسب Cheng Hsiao على أنّها "مجموعة من البيانات التي تتّبع عيّنة محدّدة من الأفراد عبر الزمن، وهو ما يعني توفّر عدد كبير من المشاهدات لكل مفردة في العيّنة، إذ أنّ هذا النوع من البيانات يساهم في زيادة عدد درجات الحرية والتقليل من مشكلة التداخل الخطّي بين المتغيّرات المفسّرة (المستقلّة)". كما أنّ بيانات

[201] Damodar N. Gujarati, **Econometrics by Examples**, Edition Palgrave Macmilan, London, United Kingdom, 2011, p279.

[202] Cheng Hsiao, **Analysis of Panel Data**, Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, 2nd Edition, 2003, p01.

البانل تمكّن الباحث من تحليل العديد من الأسئلة الاقتصادية ذات الأهمية، والتي لا يمكن الإجابة عليها وتحليلها باستخدام البيانات المقطعيّة لوحدها أو بيانات السلاسل الزمنية لوحدها[203].

الفرع الثاني: أشكال نماذج بيانات البانل

تتّخذ نماذج بيانات البانل أشكالا مختلفة نذكرها كما يلي[204]:

- **بيانات البانل المتوازنة (Balanced Panel data)**: وهي تعني أنّ لكل المقاطع نفس عدد المشاهدات من الزمن أي $T=N$.
- **بيانات البانل غير المتوازنة (Unbalanced Panel data)** : وهي عكس البانل المتوازنة، حيث لا يوجد لكل المقاطع نفس عدد المشاهدات أي $T\neq N$.
- **بيانات البانل الطويلة (Long Panel data)**: وهي التي تكون فيها السلسلة الزمنية أكبر من المقاطع العرضيّة أي $T>N$.
- **بيانات البانل القصيرة (Short Panel data)**: هي البيانات التي تكون فيها السلسلة الزمنية أصغر من المقاطع العرضيّة أي $T<N$.

الفرع الثالث: أنواع نماذج بيانات البانل

إلى جانب الأشكال التي سلف ذكرها فإنّ نماذج بيانات البانل تنطوي على ثلاثة أنواع رئيسية والتي نوجزها كما يلي[205]:

أوّلا: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled OLS Model)

هو النموذج الذي يتمّ فيه تجميع مختلف البيانات المتعلّقة بالمتغيّرات، أي أنّه يجمع السلسلة الزمنية مع المقاطع العرضيّة لتقدّر معادلة واحدة فقط، وهو ما يعني ثبات معلمات النموذج الذي بدوره يعني إهمال عنصر الزمن

---

[203] Cheng Hsiao, Idem., p02.

[204] Aljundali Abdulkader, Tatahi Motasam, **Economic and Financial Modelling with Eviews: A Guide for Students and Professionals** (**Statistics and Econometrics for Finance**), Springer, Cham, Switzerland, 1st Edition, 2018, pp 237-238.

[205] Chris brooks, **Introductory Econometrics for Finance**, Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, 2nd Edition, 2008, pp487-488.

وعدم أخذه بعين الاعتبار في هذا النموذج، على أن يتمّ تقدير هذا النموذج بطريقة المربّعات الصغرى العادية (OLS) ويصاغ رياضيا هذا النموذج كالآتي:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{i,t} + U_{i,t} \qquad (1-3)$$

حيث يمثّل y_{it} المتغيّر التابع، و α الحدّ الثابت (القاطع)، β يشير إلى $k \times 1$ متّجه المعلمات المراد تقديرها للمتغيّرات المفسّرة، x_{it} هي $1 \times k$ متّجه المشاهدات للمتغيّرات المفسّرة، U_{it} يشير إلى حدّ الخطأ (البواقي).

ثانيا: نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)

ينطلق نموذج التأثيرات الثابتة من فرضيّة تطابق العلاقات بين المتغيّر التابع والمتغيّرات المفسّرة لدى جميع المقاطع العرضية، فباعتبار N المقاطع العرضيّة المشاهدة في T_i من الفترات الزمنية و k من المتغيّرات المفسّرة يكون النموذج وفقا للصيغة الرياضية التالية[206]:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad i=1,\dots N \quad t=1,\dots T \qquad (2-3)$$

مع: $E(\varepsilon_{i,t}) = 0$ و $Var(\varepsilon_{i,t}) = \sigma^2_{\varepsilon}$

في ظلّ نموذج التأثيرات الثابتة تكون المعلمة α_i ثابتة لدى جميع المقاطع العرضية ويكون التغيّر في مجاميعها وليس في الزمن، حيث نقوم باستخدام ما يعرف بالمتغيّرات الوهميّة وذلك في حدود $N-1$، وهو الأمر الذي يسمح لنا بتفادي مشكل التعدّد الخطّي التام، ليتمّ استخدام طريقة المربّعات الصغرى (OLS)بعد ذلك. كما تجدر الإشارة إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة يطلق عليه مسمّى آخر وهو المربّعات الصغرى للمتغيّرات الوهميّة الذي يرمز لها اختصارا بـ(LSDV).

بعد أن يتمّ تقدير المعادلة رقم (2-3) تتمّ كتابتها بالقيم المقدّرة على النحو التالي:

$$\hat{\alpha}_i = \bar{y}_i + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{k,i} \qquad (3-3)$$

[206] Goaied Mohamed, Sassi Seifallah, **L'économétrie des Données de Panel sous Stata**, Université de Carthage, Carthage, Tunisie, 1ér Edition, 2012, p18.

حيث تشير المعادلة رقم (3-3) إلى أنّ التأثيرات الفردية المتعلّقة بـ α_i هي ما تبقّى من المتغيّر التابع الذي لا يمكن تفسيره عن طريق المتغيّرات المستقلّة. وما يعاب على هذا النموذج هو فقدان درجات الحرية خاصة في حالة كان عدد N أي الوحدات العرضيّة كبيرا[207].

ثالثا: نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model)

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية كل من الآثار الزمنية والمقطعيّة على أنّها معالم عشوائية، فهو يفترض أنّ العيّنة المدروسة تكون مسحوبة بصفة عشوائية والاختلاف بين المقاطع العرضيّة يكون في الحدّ العشوائي على أن تكون الصيغة الرياضيّة لهذا النموذج كالتالي[208]:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta x_{i,t} + u_{i,t} \quad , \qquad i=1,\dots N \quad t=1,\dots T \qquad (4-3)$$

مع العلم أنّ: $u_{i,t} = \alpha_i + \varepsilon_t + \varepsilon_{i,t}$ (5-3)

من خلال العلاقة رقم (4-3) أعلاه، يتّضح أنّ حدّ الخطأ $u_{i,t}$ يشمل كل من α_i و ε_t اللذان يمثّلان الفرديّة والزمنيّة على التوالي، أمّا $\varepsilon_{i,t}$ فهو يشير إلى المتغيّرات المتبقّية التي تمّ إهمالها والتي تتغيّر عبر الزمن ومن كل وحدة إلى أخرى علاوة على أنّ كل هذه الأخطاء العشوائية تعدّ غير مرتبطة أي مستقلّة.

كما تجدر الإشارة إلى أنّ هذا النوع من النماذج يتمّ تقديره باستخدام طريقة المربّعات الصغرى المعمّمة (GLS) وذلك تفاديا للمشاكل القياسية المحتمل حدوثها في حالة استخدام طريقة المربّعات الصغرى العادية (OLS)[209].

المطلب الثاني: اختبارات المفاضلة بين نماذج البانل

بعد أن يتمّ تقدير نماذج البانل الثلاث سالفة الذكر، يتمّ اللجوء إلى انتقاء الأفضل بينها وذلك بالاعتماد على مجموعة من الاختبارات والتي سنوضّحها كالتالي:

---

[207] Goaied Mohamed, Sassi Seifallah, Ibid., p19.

[208] Chris brooks, Op.Cit., pp488-489.

[209] Erik Biorn, **Econometrics of Panel Data**: **Methods and Applications**, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom, 2017, p67.

أوّلا: اختبار فيشر(Fisher Test)

يستخدم هذا الاختبار للفصل في الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، حيث أنّ هذا الأخير يأخذ في الحسبان تأثير عدم التجانس بينما يتمّ تجاهلها في نموذج الانحدار التجميعي والذي يجعله يسمّى بالنموذج المقيّد في حين يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة النموذج غير المقيّد، إذ تكون فرضيتي هذا الاختبار كما يلي[210] :

$$\begin{cases} H_0: \text{نموذج الانحدار التجميعي ملائم} \\ H_1: \text{نموذج التأثيرات الثابتة ملائم} \end{cases}$$

وعليه؛ إذا كانت القيمة المحسوبة لفيشر (F-Statistics) أكبر من القيمة الجدولية أو مساوية لها نرفض الفرضية الصفريّة(H_0) وبالتالي نقبل الفرضية البديلة (H_1) وهو ما يعني أنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب، كما يمكن المقارنة مباشرة بين قيمة الاحتمالية (P-Value) ودرجة المعنوية (α)، حيث إذا كانت قيمة الاحتمالية أقل أو مساوية لدرجة المعنوية نرفض الفرضية الصفريّة (H_0) وبالتالي نقبل الفرضية البديلة (H_1) والعكس صحيح.

مع العلم أنّ القيمة المحسوبة لفيشر يمكن تحديدها انطلاقا من الصيغة الموالية[211]:

$$F_{stat}=\frac{R^2_{LSDV}-R^2_{Pooled})/(N-1)}{(1-R^2_{LSDV})/(NT-N-k)} \qquad (6-3)$$

حيث تشير R^2_{LSDV} إلى معامل التحديد بعد تقدير نموذج التأثيرات الثابتة، R^2_{Pooled} إلى معامل التحديد بعد تقدير نموذج الانحدار التجميعي، وتمثّل k عدد المعلمات التي تمّ تقديرها.

[210] Aljundali Abdulkader, Tatahi Motasam, Op.Cit., pp253-254.

[211] William H. Greene, **Econometric Analysis**, Pearson Education, United Kingdom, 5th Edition, 2002, p289.

ثانيا: اختبار مضاعف لاغرانج (Lagrange Multiplier Test)

وضع هذا الاختبار من طرف Breusch و Pagan سنة 1980، وذلك بغية استخدامه في المقارنة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث يكون تحديد القيمة المحسوبة الخاصة بهذا الاختبار طبقا للعلاقة التالية[212] :

$$LM=\sqrt{\frac{NT}{2(T-1)}}\left[\frac{\sum_{i=1}^{n}(\sum_{t=1}^{T}\hat{\varepsilon}_{i,t})^2}{\sum_{i=1}^{N}(\sum_{t=1}^{T}\hat{\varepsilon}^2{}_{i,t})}-1\right]^2 \sim X^{2\,(1)} \qquad (7-3)$$

يتّضح من خلال العلاقة رقم (7-3) أنّ هذا الاختبار يخضع لتوزيع كاي تربيع (Khi-deux)، وحتى يتمّ اتّخاذ قرار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية بالاستناد إلى هذا الاختبار يتمّ مقارنة قيمة الاحتمالية (P-Value) ودرجة المعنوية (α)، فإذا كانت قيمة الاحتمالية أكبر من درجة المعنوية فإنّنا نرفض الفرضية الصفريّة (H_0) ونقبل الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي النموذج الأنسب هو نموذج التأثيرات العشوائية والعكس صحيح. وفيما يلي فرضيتيّ الاختبار:

$$\begin{cases} H_0: \text{نموذج الانحدار التجميعي ملائم} \\ H_1: \text{نموذج التأثيرات العشوائية ملائم} \end{cases}$$

ثالثا: اختبار هوسمان (Hausman Test)

وضع هذا الاختبار من قبل Hausman سنة 1978، حيث يقوم على الاختلاف القائم بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، إذ يطبّق هذا الاختبار على المشاكل المصاحبة لاختبار الفرضيات التي تتكوّن من مقدّرين، أحدهما ذو كفاءة ومتسّق في ظلّ الفرضية العدميّة بينما العكس في ظلّ الفرضية البديلة، وعلى نقيض من ذلك يعدّ المقدّر الثاني متّسقا في كلتا الفرضيتين ولا يكون ذو كفاءة بالضرورة، وهو ما يعني أنّ هذا الاختبار مبني على أساس الفرق القائم بين المقدّرين. وكما سبق الذكر فإنّ الاختلاف بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية جعله الاختبار الأنسب لانتقاء الأفضل بينهما وذلك على أساس الفرضيّتين المواليتين:

[212] T.S Breusch, A.R Pagan, **The Lagrange Multiplier Test and Its Application to Model Specification in Econometrics**, The Review of Economic Studies, Vol 47, No 01, Econometrics Issue, 1980, p246.

$\begin{cases} H_0: \text{نموذج التأثيرات العشوائية ملائم} \\ H_1: \text{نموذج التأثيرات الثابتة ملائم} \end{cases}$

مع العلم أنّ نموذج التأثيرات العشوائية يتمّ تقديره وفقا لطريقة المربّعات الصغرى المعمّمة(GLS) ونموذج التأثيرات الثابتة يتمّ تقديره بالاعتماد على طريقة المربّعات الصغرى العادية (OLS)، على أن تحدّد القيمة المحسوبة لهذا الاختبار وفقا للعلاقة التالية:

$$H= (\hat{\beta}_{OLS}- \hat{\beta}_{GLS})' [Var (\hat{\beta}_{OLS}- \hat{\beta}_{GLS})]^{-1}(\hat{\beta}_{OLS}- \hat{\beta}_{GLS}) \qquad (8-3)$$

حيث يمثّل $(\hat{\beta}_{OLS}- \hat{\beta}_{GLS})$ الفرق بين مقدرّات كل من نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، أما $Var (\hat{\beta}_{OLS})$و $Var (\hat{\beta}_{GLS})$ فهو يشير إلى الفرق بين مصفوفة التباين المشترك الخاصة بمقدرّات كل من نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية[213].

المطلب الثالث: اختبار التجانس

يتمثّل الهدف من إجراء اختبار التجانس في تحديد ما إذا كانت معلمات النموذج الذي تمّ تقديره متجانسة، حيث يشمل هذا النموذج عيّنة من N مقطع عرضي وT فترة زمنية، وبافتراض y_{it} معرّف وفقا للعلاقة الخطّية الموالية:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (9-3)$$

يمكن للنموذج رقم (3-9) أن يتّخذ عدّة أشكال أخرى منها:

- تجانس الثوابت α_i وتطابق شعاع المعلماتβ_i ، إذ: $\forall i \in [1,N], \beta_i= \beta, \alpha_i= \alpha$، وهو ما يعني نموذج بانل متجانس؛
- اختلاف كل من الثوابت وشعاع المعلمات حسب الأفراد وبالتالي وجود عدد N نموذج مختلف؛
- الثوابت متطابقة وشعاع المعلمات مختلف بين المفردات، إذ: $\forall i \in [1,N], \alpha_i= \alpha$، وهو ما يعني أنّ كل معلمات النموذج مختلفة حسب الأفراد ماعدا الثوابت وبالتالي وجود عدد N نموذج مختلف؛

[213]J.A Hausman, **Specification Tests in Econometrics**, Econometrica, Vol 46, No 06, 1978, p1253.

- شعاع المعلمات متطابق بينما تختلف الثوابت وفقا للأفراد، إذ: $\forall i \in [1,N],\ \beta_i = \beta$ ، وهو ما يعني تحصّلنا على نموذج التأثيرات الفردية[214].

ومن أجل المفاضلة بين هذه الحالات وحتى يتسنّى لنا انتقاء أفضل نموذج نقوم بتطبيق الاختبار الذي وضعه Cheng Hsiao سنة 1986 والذي يمرّ بمجموعة من الخطوات التي نوجزها كما يلي:

- **الخطوة الأولى: اختبار التجانس الكلّي**

حيث يتمّ اختبار بنية التجانس العام (أي تطابق الثوابت α_i والمعاملات β_i)

$$H_0^1: \alpha_i = \alpha\ \beta_i = \beta\ \forall i \in [1,N]$$

وهو ما يعني استخدام إحصائية Fisher التي يرمز لها بـ F_1 والتي تحسب وفقا للصيغة الآتية:

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_1)/[(N-1)(K+1)]}{SCR_1/[NT-N(K+1)]} \qquad (10\text{–}3)$$

مع العلم أنّ:

SCR هو مجموع مربّعات بواقي النموذج رقم (3–9) و $SCR_{1,c}$ هو مجموع مربّعات النموذج المقيّد :

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta' x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (11\text{–}3)$$

وعليه في حالة قبول الفرضية العدمية (H_0) نحصل على نموذج بانل متجانس بشكل كلّي كما يلي:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta' x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (12\text{–}3)$$

أما في حالة العكس أي عند رفض الفرضية العدميّة (H_0)، ننتقل نحو الخطوة الثانية التي من خلالها يمكن تحديد مصدر عدم التجانس إن كان هو المعاملات[215].

- **الخطوة الثانية: اختبار تجانس المعلمات β_i**

إجراء اختبار المساواة الخاص بكل المفردات K مركّبة للأشعّة β_i، على أن تكون الفرضيّة العدمية كما يلي:

---

[214] بدراوي شهيناز، **تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية: دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعيّنة من 18 دولة نامية (1980–2012)**، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015، ص205.

[215] Régis Bourbonnais, **Econométrie**, Edition Dunod, Paris, France, 7éme Edition, 2009, p332.

$H_0^2 : \beta_i = \beta$ ..... $\forall i \in [1,N]$

وهو ما يعني اتّباع إحصائية فيشر F_2 لتجانس المعاملات توزيع فيشر والتي تحسب طبقا للصيغة الآتية:

$$F_2=\frac{(SCR_{1,c'}-SCR_1)/[(N-1)K]}{SCR_1/[NT-N(K+1)]} \qquad (13-3)$$

مع العلم أنّ:

SCR هو مجموع مربّعات بواقي النموذج رقم (3-9) و $SCR_{1,c'}$ هو مجموع مربّعات النموذج المقيّد :

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i' x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (14-3)$$

عند رفض الفرضيّة العدمية (H_0)، ترفض بنية نموذج البانل نظرا لتماثل الثوابت α_i بين المفردات فقط لتكون كما يلي:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta_i' x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (15-3)$$

وعلى نقيض من ذلك في حالة قبول الفرضيّة العدمية (H_0)، نحتفظ بالنموذج ونتّجه نحو الخطوة الثالثة والأخيرة.

- **الخطوة الثالثة: اختبار تجانس الثوابت α_i**

وهي المرحلة التي يتمّ فيها الاعتماد على تحديد اختبار المساواة بالنسبة للثوابت الفردية في خضم فرضيّة المعاملات β_i المشتركة فيما يخصّ كل المفردات، إذ تكون الفرضيّة العدمية (H_0) كما يلي[216]:

$H_0^3 : \alpha_i = \alpha$ ..... $\forall i \in [1,N]$

وبالتالي إحصائية فيشر F_3 الخاصة باختبار تجانس الثوابت تتّبع توزيع فيشر وتعطى بالعلاقة الموالية:

$$F_3=\frac{(SCR_{1,c}-SCR_{1,c'})/(N-1)}{SCR_{1,c'}/[N[(T-1)-K]} \qquad (16-3)$$

[216] Alain Pirotte, **Econométrie des Données de Panel** : **Théorie et Application**, Edition Economica, Paris, France, 2011, p73.

عند رفض الفرضيّة العدمية (H_0)، نتحصّل على نموذج البيانات الطولية (البانل) مع التأثيرات الفردية والذي تكون صيغته الرياضية كما يلي:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (17-3)$$

المطلب الرابع: اختبارات الاستقراريّة (اختبارات جذر الوحدة)

يعدّ اختبار الاستقراريّة أو اختبار جذر الوحدة من الأمور المهمّة في الدراسات القياسية، حيث تعتبر من المراحل الأساسية لبناء نموذج قياسي مناسب، وقد مرّت هذه الاختبارات بجيلين رئيسيين: أوّلهما تقوم فكرته على افتراض الاستقلالية بين المقاطع العرضيّة، بينما الثاني يدحض فكرة الاستقلالية ويعتبر الارتباطات بين المقاطع العرضيّة على أنّها معلمات.

وتعرف اختبارات الاستقراريّة الخاصة بالسلاسل الزمنية المقطعيّة (بيانات البانل) على أنّها تتضمّن نتائج أكثر دقّة مقارنة باختبارات استقراريّة السلاسل الزمنية، ويعود ذلك لما تحمله الأولى من معلومات ذات الجانبين الفردي والزمني معا.

وسنقوم في النقاط الموالية بعرض أهمّ الاختبارات والتي تعتبر الأكثر شيوعا واستخداما وهي من ضمن اختبارات الجيل الأوّل التي تمّ تطويرها:

أولا: اختبار Levin & Lin & Chu (2002)

تعدّ اختبارات Andrew Levin و Chien-Fu Lin من أوّل وأبرز الاختبارات التي تمّ وضعها من أجل اختبار جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية المقطعيّة من خلال سلسلة من الأعمال، حيث استمدّا اختباراتهما من اختبار Dickey-Fuller الموسّع (ADF Test) حيث تمّ وضع النماذج الآتية:

النموذج الأوّل $$\Delta y_{i,t} = \delta\, y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \qquad (18-3)$$

النموذج الثاني $$\Delta y_{i,t} = \alpha_{0i} + \delta\, y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \qquad (19-3)$$

النموذج الثالث $$\Delta y_{i,t} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i,t} + \delta\, y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \qquad (20-3)$$

مع : $i=1,2\ldots N$ $t=1,2\ldots T$ و $-2<\delta \leq 0$

وعلى إثر هذه النماذج اقترح Levin و Lin و Chu اختبارات الفرضيات الموالية:

النموذج الأوّل: $H_0 : \delta=0 \quad H_1 : \delta<0$

النموذج الثاني:

$$H_0 : \delta=0 \ , \ \alpha_{0i}=0, \ \forall_i= 1,2\dots N$$

$$H_1: \delta <0 \ , \ \alpha_{0i} \in R, \ \forall_i= 1,2\dots N$$

النموذج الثالث:

$$H_0 : \delta=0 \ , \ \alpha_{1i}=0, \ \forall_i= 1,2\dots N$$

$$H_1: \delta <0 \ , \ \alpha_{1i} \in R, \ \forall_i= 1,2\dots N$$

مع العلم أنّه في حالة وجود ارتباط ذاتي بين البواقي فإنّ هذا الاختبار انطلق من فكرة اختبار Decky-Fuller الموسّع وهو ما يعني وضع البواقي في توزيعات معروفة من أجل الإحصائية t[217]، وعليه تصبح النماذج الثلاث وفقا للصيغ الموالية :

النموذج الأوّل: $$\Delta y_{i,t}=\delta\ y_{i,t-1} +\sum_{s=1}^{\delta t} y_{i,s}\ \delta\ y_{i,t} - s+\varepsilon_{i,t} \qquad (21-3)$$

النموذج الثاني: $$\Delta y_{i,t}=\alpha_{0i} + \Delta y_{i,t}+\delta\ y_{i,t-1} +\sum_{s=1}^{\delta t} y_{i,s}\ \delta\ y_{i,t} - s+\varepsilon_{i,t} \qquad (22-3)$$

النموذج الثالث: $$\Delta y_{i,t}=\alpha_{0i}+\alpha_{1i}+\Delta y_{i,t}+\delta\ y_{i,t-1} +\sum_{s=1}^{\delta t} y_{i,s}\ \delta\ y_{i,t} - s+\varepsilon_{i,t} \qquad (23-3)$$

ثانيا: اختبار (2003) Im & Pesaran & Shin

يعرف اختصارا هذا الاختبار بـ IPS، من خلال مجموعة من الأعمال البحثية قدّم IPS هذا الاختبار الذي أبقى على جذر الوحدة في الفرضيّة العدمية (H_0) بينما توجد حالتين في الفرضيّة البديلة (H_1) كما يلي[218] :

$$H_1\begin{cases}\rho_i < 0 \\ \rho_i = 0\end{cases} \qquad i= N1+1, \ N1+2,\dots N \text{ من أجل}$$

[217] Andrew Levin et al, **Unit Root Tests in Panel Data**: **Asymptotic and Finite-Sample Properties**, Journal of Econometrics, No 108, 2002, p04.

[218] Kyung So Im et al, **Testing for Unit Roots test in Heterogeneous Panels**, Journal of Econometrics, No 115, 2003, p55.

مع: $0<N_1<N$ وتحقيق النسبة $\frac{N1}{N}$ للعلاقة الموالية :

$$\lim_{N\to\infty}\left(\frac{N1}{N}\right)=\emptyset \quad , \quad 0<\emptyset<1$$

وبغرض إجراء هذا الاختبار تمّ اقتراح استعمال متوسّط الإحصائيات الفردية لـDecky-fuller الموسّع التي تحسب كما يلي:

$$t_{barNT}=\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} t_{p_{i,t}} \qquad (24-3)$$

حيث تشير $t_{p,i,t}$ إلى الإحصائية الفردية المتعلّقة بما يعرف بإحصائية Student (T-Student) التي تتعلّق بالفرضيّة العدمية (H_0) على أن تخضع للتوزيع الطبيعي في حالة $T.N\to\infty$ ، وعلى إثر ذلك تمّ بناء إحصائية معياريّة تتقارب نحو التوزيع الطبيعي كما يلي[219]:

$$Z_{tbar}=\frac{\sqrt{N}(t_{barNT}-\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}E[t_{p_{i,t}}]}{\sqrt{\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}Var[t_{p_{i,t}}]}} \qquad (25-3)$$

على أن تحسب قيمتي E وVar من خلال الاعتماد على محاكاة العديد من قيم البعد الزمني ودرجة الانحدار.

ثالثا: اختبار Maddala & Wu (1999)

يرتكز مبدأ هذا الاختبار على تركيبة من مستويات الاحتمالية أي (P-Value) لـN اختبار فردي مستقل لجذر الوحدة، حيث تحسب إحصائية هذا الاختبار طبقا للصيغة التالية:

$$P_{MW}=-2\sum_{i=0}^{n} ln_{p_i} \qquad (26-3)$$

تتّبع الإحصائية الواردة في العلاقة رقم (26-3) توزيع (Khi-deux) بدرجة حرية 2N عندما تكون N محدّدة وعندما $T\to\infty$ ، وبالتالي في حالة كانت هذه الإحصائية أكبر من قيمة (Khi-deux) عند مستوى معنوية محدّد (1% ، 5% أو 10%) ترفض الفرضيّة العدمية لجذر الوحدة لمجموع الوحدات العرضيّة.

[219] Kyung So Im et al, Ibid., p59

كما تجدر الإشارة إلى أنّ اختبار Maddala & Wu يتّفق مع اختبار IPS في فكرة عدم إهمال الفرضيّة البديلة لجذر الوحدة واعتبار جذر الانحدار الذاتي غير متجانس بين المفردات[220].

المطلب الخامس: البانل الديناميكي (Dynamic Panel data)

تتيح نماذج البانل الديناميكي إمكانية تقدير التأثيرات على المدى الطويل والقصير في آن واحد، إذ تقتضي هذه النماذج إلزامية الأخذ بالحسبان كل من أهمية وقوّة عدم التجانس الفردي غير الملاحظ، يتمّ اللجوء إلى هذه النماذج من أجل تفادي مشكل تميّز المقدّرات بالتحيّز وعدم التقارب، حيث تستند هذه النماذج إلى طرق تقدير مغايرة تسمح بالحصول على مقدّرات تكون متقاربة مع المعلمات، وأهم طريقة تستخدم في هذا الصدد هي طريقة العزوم المعمّمة (GMM).

الفرع الأوّل: أنواع نماذج البانل الديناميكي

تنطوي نماذج البانل الديناميكي على نوعين رئيسيين نوضّحهما كالتالي:

أوّلا: نماذج الانحدار الذاتي ذات مركّبات الخطأ

يتّسم هذا النوع من النماذج باحتوائه على المتغيّر الداخلي المبطّئ ضمن المتغيّرات المفسّرة على أن يأخذ النموذج الذي يتضمّن متغيّرا داخليّا بتأخير واحد الصيغة الموالية:

$$y_{it}=\emptyset y_{i,t-1}+\sum_{j=1}^{k} b_j x_{j,i,t}+ \varepsilon_{i,t} \qquad (27-3)$$

مع: $i=1,2,\dots N$ و $t=1,2,\dots T$ و $\varepsilon_{i,t}=\alpha_{i,t}+u_{i,t}$

تشير العلاقة رقم (3-27) إلى أنّ المتغيّر الداخلي المبطّئ يكون مرتبطا بحدّ الخطأ، ففي حالة كتابته خلال الفترة t-1 نحصل على المتغيّر الداخلي المبطّئ الذي يعتمد على الأثر الخاص الفردي وفقا لخصائص الأبعاد الزمنية والفردية والذي يجعل من طرق التقدير الاعتيادية مثل OLS غير فعّالة وعليه يتمّ اللجوء لطرق أخرى أبرزها طريقة العزوم المعمّمة (GMM)[221].

---

[220] G.S Maddala, Shaowen Wu, **A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A New Simple Test**, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Special Issue, 1999, p636.

[221] موسو صراح، **تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500**، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2022، ص223.

ثانيا: نماذج الانحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة

يكون الشكل الرياضي لهذه النماذج كما يلي:

$$y_{i,t}=\emptyset y_{i,t-1}+\sum_{j=1}^{k} b_j x_{j,i,t}+ \varepsilon_{i,t} \qquad (28-3)$$

مع: $i=1,2,\dots N$ و $t=1,2,\dots T$ و $\varepsilon_{i,t} \approx IID(0, \sigma^2_{\varepsilon})$

يقدّر النموذج رقم (3-28) باستعمال المقدّر Within ما يجعله مكافئا للمربّعات الصغرى العادية، وهو ما أشارت إليه نظريّة Frisch-Waugh-Lovell حيث تصبح صيغته كما يلي:

$$y_{i,t}-y_i= \lambda(y_{i,t-1}- y_{i,t-2})+ \sum_{j=1}^{k} b_j x_{j,i,t}-X_{j,i}+(\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_i) \qquad (29-3)$$

يشير النموذج في المعادلة رقم (3-29) إلى وجود جملة من العلاقات ذات الطبيعة الارتباطية بين المتغيّر الداخلي المبطّئ ومتوسّطه الفردي وحدّ الخطأ، بعبارة أخرى المقدّر Within عندما يكون متقاربا في حالة N و $T\rightarrow \infty$ فهذا يعني أنّه سيكون متحيّزا وغير متقارب في حالة ما إذا كان T محدّد و $N\rightarrow \infty$، وهو ما يستدعي اللجوء إلى طريقة العزوم المعمّمة (GMM) من أجل التقدير[222].

الفرع الثاني: طرق تقدير نماذج البانل الديناميكي

كما سبق الذكر؛ فإنّ عدم قدرة إعطاء الطرق الاعتيادية للتقدير على غرار طريقة المربّعات الصغرى (OLS) نتائج دقيقة، بالإضافة لكون هذه الأخيرة تعطي مقدّرات غير متّسقة وتتّسم بالتحيّز، يكون من الأفضل عدم استخدامها واللجوء إلى طرق أخرى تتوافق والبعد الديناميكي لنماذج البانل، حيث عبر مقدّرات المتغيّرات المساعدة باستعمال طريقة العزوم المعمّمة (GMM) تمّ اقتراح جملة من الطرق من طرف باحثين لحساب هذه المقدّرات.

أوّلا: طريقة Balestra & Nerlove (1966)

تمّ اقتراح هذه الطريقة لحساب المقدّر من طرف الباحثين Pietro Balestra و Marc Nerlove سنة 1966، والتي تفترض الحصول على مقدّرات متقاربة لمعلمات البانل الديناميكي ذو مركبّات الخطأ، ويكون ذلك من خلال استخدام المتغيّرات المساعدة على النموذج وفقا للشكل التالي:

[222] موسو صراح، نفس المرجع، ص224.

$$y_{i,t}= \lambda y_{i,t-1} + \beta X_{i,t}+\mu_{i,t} \qquad (30-3)$$

$$i=1,2,\dots N \ , \ t=1,2,\dots T$$

حيث وفقا لهذه الطريقة يقوم نموذج مركبّات الخطأ على افتراض مفاده أنّ الأثر الخاص يكون عشوائيا أي:

$$\mu_{i,t} = \mu_i+ v_{i,t} \qquad (31-3)$$

إلا أنّ هذا المقدّر يكون غير صالح في حالة النموذج الديناميكي ذو مركبّات الخطأ وذلك بالنظر إلى كونه يتجاهل الصيغة المركّبة للخطأ، وهو ما يعني إمكانية استخدامه مع نماذج البانل الديناميكي ذات التأثيرات الثابتة من خلال التقدير باستخدام المتغيّرات المساعدة كما يلي[223] :

$$y_{i,t}= \lambda y_{i,t-1} + \beta X_{i,t}+\mu_{i,t} \qquad (32-3)$$

ثانيا: Hsiao & Anderson (1981)

وضع هذه الطريقة كل من Anderson و Cheng Hsiao سنة 1981 من منطلق أنّه عندما تكون التأثيرات الثابتة للنموذج يحوّل النموذج الموالي:

$$y_{i,t}= \lambda y_{i,t-1} + \beta X_{i,t}+\mu_i+v_{i,t} \qquad (33-3)$$

وعندما يتمّ أخذ الفروق من الدرجة الأولى للمتغيّرات يسمح ذلك بالتخلّص من الأثر الفردي الخاص(μ_i) حيث يصبح النموذج كما يلي:

$$dy_{i,t}= \lambda dy_{i,t-1} + \beta dx_{i,t}+dv_{i,t} \qquad (34-3)$$

وبعد هذا التحويل يتمّ التخلّص من مصدر التحيّز إلا أنّ الارتباط يبقى بين $dy_{i,t-1}$ و $dv_{i,t}$، وعليه اقترح Anderson و Cheng Hsiao استعمال مقدّر المتغيّرات المساعدة من خلال معادلة الفروق الأولى، ما يجعل المتغيّرات $dy_{i,t-2}$ و $y_{i,t-2}$ عبارة عن مقدّرات صحيحة نظرا لارتباطها مع $dy_{i,t-1}$[224].

---

[223] Patrick Sevestre, Alain Trogon, **The Econometrics of Panel Data**: **Handbook of Theory and Applications**, Springer, Heidelberg, Netherlands, 1992, p95.

[224] جبوري محمد، **تأثير أنظمة سعر الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات البانل**، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص312.

ثالثا: Arellano & Bond (1991)

اقترح كل من Manuel Arellano و Stephen Bond سنة 1991 طريقة تعطي مقدّرا أكثر فعالية يرتكز على ما يعرف بالأدوات الإضافية التي تقتضي توفّر مجموعة من الشروط على العزوم وهي ما يعرف بطريقة العزوم المعمّمة، إذ تؤخذ بعين الاعتبار الصيغة الخاصة لكل من مصفوفة التباينات والتباينات المشتركة لأخطاء النموذج التي تمّ أخذها بالفروق الأولى، حيث من أجل تحديد مصدر الأدوات الإضافيّة يكتب النموذج وفقا للصيغة الموالية [225]:

$$dy_{i,t}= \lambda dy_{i,t-1}+\sum_{j=1}^{k} b_j dx_{j,i,t}+d\mu_{i,t} \qquad (35-3)$$

حيث يكون هذا النموذج عند الفترة t=3 كما يلي:

$$y_{i,3}-y_{i,2}=\lambda(y_{i,2}-y_{i,1})+ \sum_{j=1}^{k} b_j(x_{j,i,3}-x_{j,i,2})+(\mu_{i,3}-\mu_{i,2}) \qquad (36-3)$$

وتكون مصفوفة الأدوات Z_i من الشكل التالي:

$$Z_i=\begin{pmatrix} y_{i,1} & 0 & 0 & \cdots & 0 & \cdots & 0 & \Delta x_{i,3} \\ 0 & y_{i,1} & y_{i,2} & \cdots & 0 & \vdots & \vdots & 0 \\ \vdots & 0 & 0 & \vdots & \cdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \cdots & \cdots & y_{i,1} & y_{i,t-2} & \Delta x_{i,t} \end{pmatrix}$$

رابعا: طريقة Arellano & Bover (1995)

اقترح Manuel Arellano و Olympia Bover سنة 1995 أن يتمّ استعمال الأدوات عند المستوى والأدوات الأخرى حتى تكون جميع المتغيّرات الخارجية عبارة عن أدوات صحيحة، وذلك على عكس ما جاء به كل من Arellano و Bond سنة 1991 و Anderson و Hsiao سنة 1981 الذين ارتكزوا على فرضيات معيّنة تعتبر المتغيّرات المفسّرة على أنّها خارجية[226].

[225] Norman V. Loayza, **A Test of International Convergence Hypothesis Using Panel Data**, ¨Policy Research Working Paper, N°1333, The World Bank, 1994, p11.

[226] Alain Pirotte, Op.Cit., p122.

خامسا: طريقة Bond & Blundell (1998)

اقترح كلّ من Stephen Bond و Richard Blundell سنة 1998 أن يتمّ الجمع بين الطريقة المقدّمة من طرف Arellano & Bond (1991) والطريقة المقدّمة من طرف Arellano & Bover (1995)، أي تضاف الشروط الخاصة بالمتغيّرات المساعدة بالفروق إلى شروط التعامد وهو ما يعني أنّ هذه الأخيرة تعتبر حالة خاصة بالمتغيّرات المفسّرة التي ينتج عنها مسارا عشوائيا[227]. معلمات النموذج في هذه الحالة يتمّ تقديرها باستخدام طريقة العزوم المعمّمة وتكون مصفوفة المتغيّرات المساعدة كما يلي:

$$Z=\begin{pmatrix} Z^{\nabla} \\ Z^{+} \end{pmatrix}$$

حيث تشير Z^{∇} إلى مصفوفة المتغيّرات المساعدة التي اقترحها Arellano & Bond (1991)، أما Z^{+} فهي تشير إلى مصفوفة المتغيّرات المساعدة بالفروق الأولى مع المركّبات. ويسمّى المقدّر في هذه الحالة بـ "GMM-System".

الفرع الثالث: الاختبارات الإحصائية المرتبطة بالبانل الديناميكي

حتى يتسنّى لنا التعرّف على مدى صلاحية نموذج البانل الديناميكي والمتغيّرات المساعدة التي تمّ استخدامها نلجأ إلى إجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية التي نوجزها كما يلي:

- **اختبار Sargan**: يستخدم هذا الاختبار للكشف عن ملاءمة المتغيّرات المستخدمة وصلاحية شروط العزوم التي تمّ استعمالها في التقدير، حيث تشير فرضيّته العدمية (H_0) إلى عدم ارتباط المتغيّرات المساعدة مع الحدّ العشوائي، حيث نرفض هذه الفرضيّة عندما تكون القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية مع العلم أنّ إحصائية هذا الاختبار تخضع لتوزيع (Khi-deux).
- **اختبار Arellano & Bond**: يستخدم هذا الاختبار للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجتين الأولى والثانية، حيث تتّبع إحصائية الاختبار توزيع (Khi-deux) وقبول الفرضيّة الصفرية

[227] جبوري محمد، المرجع السابق، ص315.

(H_0) في هذا الاختبار يعني أنّ كل من المتغيّرات المساعدة وشروط العزوم التي تمّ استعمالها تعتبر صالحة مع العلم أنّ الفرضيّة الصفرية (H_0) تشير إلى أنّه لا يوجد ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية ما بين الأخطاء [228].

المبحث الثاني: الإطار المنهجي للدراسة القياسية

يتطلّب قياس وتحديد أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية تشكيل نموذج قياسي يسمح بذلك، إذ وقع الاختيار على عيّنة من المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا من أجل قياس أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة. حيث تنشط هذه المؤسسات في قطاعات مختلفة، وقد تمّ بناء نموذج الدراسة بالاعتماد على جملة من المتغيّرات، إذ سنقوم باستخدام نموذج السلاسل الزمنية المقطعيّة بالنظر لتوافقه مع طبيعة البيانات المستعملة والتي تجمع بين خصائص السلاسل الزمنية والمقاطع العرضيّة التي هي عبارة عن مؤسسات في هذه الدراسة.

المطلب الأوّل: مجتمع وعيّنة الدراسة

يشتمل مجتمع الدراسة على كافّة المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسي (Main Market) لبورصة ماليزيا وذلك لأنّ كل من (ACE Market) و (LEAP Market) مخصّصان للمؤسسات المتوسّطة والصغيرة والمؤسسات الناشئة على التوالي. ويبلغ عدد المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسي 791 مؤسسة. بينما شملت عيّنة الدراسة 150 مؤسسة مدرجة في هذا السوق تنشط في قطاعات مختلفة وذلك خلال فترة زمنية حدّدت ما بين 2015و2022، ويعود اختيار هذه الفترة لكون أنّ هذه الأخيرة حديثة وتتوّفر فيها البيانات حول متغيّرات الدراسة، ويوضّح الجدول الموالي توزيع المؤسسات التي تمثّل عيّنة الدراسة وفقا لقطاع النشاط الذي تعمل فيه.

[228] بهياني رضا، بختي فريد، **الحرية الاقتصادية والنمو الاقتصادي في الدول العربية: دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل الديناميكي خلال الفترة 2006–2017**، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 01 مكرر (الجزء الثاني)، 2020، ص ص205–206.

الجدول رقم 3–1: توزيع المؤسسات محل الدراسة حسب قطاع النشاط

قطاع النشاط	عدد المؤسسات
السلع الاستهلاكية والخدمات	48
السلع الصناعية والخدمات	42
البناء	01
الاتصالات	05
القطاع العقاري	21
التكنولوجيا	14
الزراعة	09
الطاقة	10
المجموع	**150**

المصدر: من إعداد الطالب.

المطلب الثاني: مصادر جمع البيانات وطرق تبويبها

يتطلّب إجراء الدراسات القياسية كخطوة أولى جمع البيانات وتبويبها بالصيغة التي تسهّل هذه المأمورية وتجعلها أكثر بساطة للمرور إلى باقي الخطوات وإنجازها بطريقة منظّمة وسلسة.

الفرع الأوّل: مصادر جمع البيانات

من أجل جمع البيانات المستخدمة في الدراسة تمّ بالاستعانة بمصدرين أساسيين تمثلاّ في موقعPro Investing وكذلك قاعدة البيانات Thomsonreuters Refinitiv Datastream، حيث يضمّ هذين المصدرين العديد من البيانات والمؤشّرات المالية، فسمح لنا ذلك بالحصول على البيانات اللازمة حول متغيّرات الدراسة خلال الفترة الزمنية التي تمّ الإشارة إليها مسبّقا، وقد تضمّنت العديد من المؤسسات قبل أن يتمّ تصنيفها وتبويبها بشكل يسهّل من عملية إجراء الجانب التطبيقي عليها.

الفرع الثاني: طرق تبويب البيانات

حتى تسهل عملية تقدير مختلف النماذج القياسية المعتمدة في الدراسة، استوجب ذلك تصنيف وتبويب البيانات التي تمّ الحصول عليها بالحرص على استيفاء المؤسسات المختارة كعيّنة للدراسة لمجموعة من الشروط والتي نوجزها في النقاط التالية:

- ألا تكون المؤسسات محل الدراسة قد تعرّضت لعملية اندماج أو استحواذ طيلة فترة الدراسة؛
- ألا تكون المؤسسات المدروسة منتمية للقطاع المالي كالبنوك، التأمينات وغيرها من المؤسسات المالية ويعود سبب ذلك لكون أنّ هذه المؤسسات لها أهداف مالية مختلفة عن الأهداف المالية للمؤسسات الاقتصادية هذا من جهة، ومن جهة أخرى؛ فإنّ هذه المؤسسات تختلف عن المؤسسات الاقتصادية من حيث بنود قوائمها المالية ونموذجها العام ومن حيث طبيعة هيكلها التمويلي؛
- أن تتوفّر كافّة البيانات حول هذه المؤسسات خلال فترة الدراسة.

وبناء على ما سبق وقع الاختيار على عيّنة من 150 مؤسسة والتي استوفت كافّة هذه الشروط.

المطلب الثالث: المتغيّرات المعتمدة والنموذج المستخدم

الفرع الأوّل: المتغيّرات المعتمدة

من أجل تحقيق الهدف الرئيسي للدراسة استوجب الأمر إعداد دراسة قياسية من خلال بناء نموذجين بالاستناد إلى جملة من المتغيّرات والتي نوضّحها كما يلي:

أوّلا: المتغيّر التابع

يتمثّل في قيمة المؤسسة؛ حيث سيتمّ قياس هذا المتغيّر بواسطة الرسملة السوقيّة بعد أن تمّ إدخال اللوغاريتم الطبيعي عليه، ورمزنا له بـFV . وقد تمّ اختيار هذا المقياس باعتبار أنّه أكثر ملاءمة مع المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وأكثر دقّة في تحديد قيمة هذه المؤسسات مقارنة بنسبة Tobin's Q التي اعتمدتها أغلب الدراسات السابقة والتي نذكر منها: دراسة Nor Edi Azhar Binti Mohamed و Noriza Binti Moh Saad (2012)، ودراسة Muhammed Shadab Abdul Sattar (2015)، ودراسة Priyankara P.M.Cو Gunasekera U.L.T.P (2016) ودراسة Anna Sumaryatiو Nila Tristiarini(2017) ودراسة Augustina Kurniasih et al. (2022).

ثانيا: المتغيّرات المستقلّة

تتمثّل المتغيّرات المستقلّة التي تمّ اعتمادها والتي سبق وأن تمّ توضيح طريقة حسابها في الإطار النظري للدراسة فيما يلي:

1. تكلفة الأموال الخاصة (CE) وهي التي تمّ قياسها عن طريق ما يعرف بنموذج تسعير الأصول الرأسماليّة المعروف اختصارا باللغة الإنجليزية تحت مسمّى (CAPM).

2.تكلفة الديون (CD): تمّ قياس هذا المتغيّر بالاعتماد على العلاقة الرياضيّة لتكلفة الديون بعد الضرائب وذلك لكون أنّ للوفورات الضريبية تأثير على تكلفة التمويل بالديون وفقا لما أشارت إليه بعض نظريّات الهيكل المالي التي يتمثّل أهمّها في نظريّة التوازن.

بالنسبة لهذين المتغيّرين فقد تمّ استخدامهما كما سبق وأن ذكرنا في دراسة Augustina Kurniasih et al. (2022)، بينما استخدمت دراسة Anna Sumaryatiو Nila Tristiarini (2017) تكلفة الأموال الخاصة فقط.

3.التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال (WACC): يشكّل هذا المتغيّر التكلفة الإجمالية للتمويل، تمّ الاعتماد عليه لغرض المقارنة بين التكلفة الكلّية للتمويل وكل تكلفة من تكاليف التمويل على حدة في تأثيرها على قيمة المؤسسة، مع العلم أنّ هذا المتغيّر يعتبر من المحدّدات الأساسية لتحديد قيمة المؤسسة في بعض الطرق التي سلف ذكرها، وهو متغيّر استخدمته أغلب الدراسات السابقة والتي نجد منها: دراسة Auwalu Sani Ibrahim وMuazu Saidu Badara (2018)، ودراسة Meysam Kaviani et al. (2014)، ودراسة Imran Ali Khan et al. (2022) ودراسة Augustina Kurniasih et al. (2022).

ثالثا: المتغيّرات الضابطة

علاوة على المتغيّرات المستقلّة التي تمّ ذكرها، فإنّه قد تمّ إدراج متغيّرين ضابطين يتوقّع أن يكون لهما تأثير على قيمة المؤسسة رفقة تكلفة التمويل، وقد تمثّل هذين المتغيّرين الضابطين في كل من:

1.حجم المؤسسة (SIZE): يعدّ حجم المؤسسة من أهم محدّدات الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية، إذ كلما كبر حجم المؤسسة سهّل ذلك من حصولها على التمويل وبتكاليف قد تكون منخفضة نظرا لما تتّسم به من قدرة على التسديد في مواعيد الاستحقاق، وأيضا السمعة في السوق وما إلى غير ذلك من خصائص، وكلما تقلّص حجم

المؤسسة قد يحدث العكس وهو ما يمكنه المساهمة في التأثير في الأخير على قيمة المؤسسة. وقياس هذا المتغيّر تمّ بواسطة إجمالي الأصول بعد إدخال اللوغاريتم الطبيعي عليه، وقد استقرّت جلّ الدراسات السابقة على اعتماد هذا المتغيّر كمتغيّر ضابط والتي من ضمنها نذكر: دراسة Chen Lin و Xu Lixin (2010)، ودراسة Tsangyao Changو Feng Li-lin (2011)، ودراسة Al-Najjar Basil و Al-Najjar Dana(2017) ودراسة Shamsuddeen Muhammed Ahmad et al. (2020).

2.ربحية المؤسسة (PFT): إلى جانب أهمية حجم المؤسسة كمحدّد للهيكل المالي فإنّ الربحية هي الأخرى لها نفس الأهمية في تحديد الهيكل المالي ومن ثمّ تكلفة التمويل، فعندما تكون الربحية جيّدة من المرجّح أن يساهم ذلك في التأثير على قيمة المؤسسة بشكل إيجابي خاصة. وقد تمّ قياس هذا المتغيّر بواسطة ربحية السهم العادي الذي يعرف اختصارا باللغة الإنجليزية بـ (EPS)، حيث استخدمت بعض الدراسات السابقة هذا المتغيّر ولكن تمّ التعبير عنه بنسب أخرى تسمح بقياس الربحية، وكذلك استخدمته كمتغيّر مستقل وليس كمتغيّر ضابط ما عدا دراسة Chen Lin و Xu Lixin (2010).

كما يمكننا تلخيص هذه المتغيّرات وطرق قياسها في الجدول التالي:

الجدول رقم 3–2: متغيّرات الدراسة وطرق قياسها

نوع المتغيّر	المتغيّر	رمز المتغيّر	طريقة قياس المتغيّر
المتغيّر التابع	**قيمة المؤسسة**	FV	الرسملة السوقيّة= (عدد الأسهم القائمة * السعر السوقي للسهم)
المتغيّرات المستقلّة	**تكلفة الأموال الخاصة**	CE	نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة (CAPM)
	تكلفة الديون	CD	تكلفة الديون = تكلفة الديون قبل الضريبة (1–معدل الضريبة)
	التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال	WACC	$WACC= (W_e * r_e) + (W_p * r_p) + (w_d * r_d (1-T))$
المتغيّرات الضابطة	**ربحية المؤسسة**	PFT	ربحية السهم العادي (EPS)
	حجم المؤسسة	SIZE	إجمالي الأصول

المصدر: من إعداد الطالب.

الفرع الثاني: النموذج المستخدم

حتى يمكن التعرّف على طبيعة تأثير تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية قمنا بصياغة المتغيّرات الواردة في الجدول رقم (3-2) على شكل نموذج قياسي، وذلك بغية جعلها قابلة للقياس والتقدير ومن ثمّة التوصّل إلى نتائج معيّنة وتحليلها. وعليه كان النموذج الذي تمّ بناؤه كما يلي:

$$FV= \beta_0+ \beta_1 CE+ \beta_2 CD+ \beta_3 WACC+ \beta_4 PFT+ \beta_5 SIZE+ \varepsilon_{it}$$

المبحث الثالث: تقدير النماذج القياسية وتحليل ومناقشة النتائج

بعد أن تمّ توضيح متغيّرات الدراسة ونظرا لطبيعة البيانات المستخدمة والتي تجمع بين خصائص كل من السلاسل الزمنية والمقاطع العرضيّة التي هي عبارة عن مؤسسات في هذه الدراسة، تبيّن أنّه سنقوم باستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعيّة وذلك من أجل التقدير، حيث يبنى ذلك على مجموعة من الخطوات التي تشمل إجراء اختبارات إحصائية مختلفة بغرض الوصول في الأخير إلى نتائج معيّنة. وقد سبق وأن أشرنا إلى أنّه توجد دراسات سابقة اعتمدت على هذه النماذج والتي نذكر من بينها: دراسة Tsangyao Changو Feng Li-lin (2011)، Nemiraja Jadiyappa et al. (2020)، دراسة وردة قريني وسعيدة بورديمة (2022) الموسومة بـ"أثر تكلفة التمويل في القيمة السوقية لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2012-2019".

المطلب الأوّل: الإحصاء الوصفي لمتغيّرات الدراسة ومصفوفة الارتباط بينها

كمرحلة تمهيدية لإجراء الدراسة القياسية سنقف على أهم الخصائص الإحصائية لمتغيّرات الدراسة إلى جانب عرض مصفوفة الارتباط بين هذه الأخيرة وذلك كما يلي:

الفرع الأوّل: الإحصاء الوصفي لمتغيّرات الدراسة

يشير الجدول الموالي إلى أبرز الخصائص الإحصائية لمتغيّرات الدراسة:

الجدول رقم 3-3: الخصائص الإحصائية لمتغيّرات الدراسة

	FV	CE	CD	WACC	PFT	SIZE
عدد المشاهدات	1200	1200	1200	1200	1200	1200
الوسط الحسابي	12.90035	8.095897	3.921693	6.655630	4.257547	13.53141
الوسيط	12.62284	7.700000	3.700000	6.100000	0.110000	13.35427
الانحراف المعياري	1.783805	4.502127	2.317092	3.450313	23.00432	1.583951
أقصى قيمة	17.98322	43.00000	37.20000	22.40000	318.7000	18.44547
أدنى قيمة	9.203215	-6.82000	-0.60000	-6.80000	-194.470	0.965991

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12 الواردة في الملحق رقم 02، ص 183.

من خلال الجدول الوارد أعلاه، يلاحظ ما يلي:

- عند قياس قيمة المؤسسة بالرسملة السوقيّة (FV) فإنّها تبلغ في المتوسّط 400452.33 رينجيت ماليزي بعد رفع اللوغاريتم الطبيعي عليها وهي قيمة لا بأس بها، هذه السلسلة تنصّفها وسيط قدره 303409.91 رينجيت ماليزي، وقد بلغت أقصى قيمة للرسملة السوقيّة 64567387.3 رينجيت ماليزي، بينما بلغت أدنى قيمة 9929 رينجيت ماليزي وهذا بعد رفع اللوغاريتم الطبيعي على هذه القيم. على العموم تعدّ الرسملة السوقيّة لهذه المؤسسات مرتفعة توحي بوجود رؤوس أموال كبيرة مستثمرة فيها، كما تشير إلى ارتفاع الأرباح في هذه المؤسسات فضلا عن وجود نوع من الاستقرار وكذلك فرصا للنمو.
- بالنسبة لتكلفة الأموال الخاصة (CE) فقد بلغ وسطها الحسابي 8.09%، بينما تنصّف السلسلة وسيط قدره 7.7%، في حين قد بلغت أقصى قيمة ما نسبته 43% والتي هي إشارة إلى أنّه على المؤسسات المعنية تحقيق عائد للمساهمين يفوق هذه التكلفة وذلك تعويضا لمخاطر استثمارهم في أسهم هذه المؤسسات، إذ تجدر الإشارة إلى أنّ ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بهذا القدر قد يعود إلى عدّة عوامل نذكر منها: ارتفاع درجة المخاطر بسبب تزايد الاعتماد على الديون، وانعدام إمكانية النمو أو الأداء المالي السيء، وارتفاع قيمة مقياس بيتا الذي هو من أبرز العناصر المستخدمة في تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي بدوره يستعمل في تحديد تكلفة الأموال الخاصة، بالإضافة إلى عوامل أخرى قد تكون متعلّقة مباشرة بالمؤسسة مثل المركز التنافسي أو بالسوق ككلّ. كما قد بلغت أدنى قيمة6.82%- وهي قيمة سالبة تشير إلى أنّ المستثمرين لديهم رغبة في قبول الخسارة إلا أنّ ذلك يتعارض تماما مع مبادئ الاستثمار.
- كما نلاحظ أنّ تكلفة الديون (CD) قد بلغ وسطها الحسابي 3.92% بقيمة قصوى بلغت 37.2% التي قد تعود إلى مجموعة من الأسباب نذكر منها ارتفاع معدّل الفائدة على الديون سواء كانت عبارة عن قروض أو سندات، وارتفاع مخاطر القرض التي تتجسّد بنسبة كبيرة في التصنيف الائتماني المتدنّي للمؤسسات المقترضة، فضلا عن الوضعية المالية السيّئة للمؤسسات المقترضة وخاصة فيما يتعلّق بنسب السيولة، كما قد تساهم مدّة الدين في رفع تكلفة الديون خاصة الديون طويلة الأجل التي قد تضطرّ بالجهة المقدّمة للتمويل إلى المطالبة بتكلفة مرتفعة، أي معدّل فائدة أعلى بغية تعويض المخاطر المحتمل وقوعها والتي تعدّ مصاحبة للأفق الزمني للاستثمار المتمثّل في المستقبل الذي أهم ما يميّزه هو عدم اليقين (عدم التأكّد)، هذا وقد بلغت القيمة الدنيا لتكلفة الديون ما نسبته 0.6%- وهو أمر نادر الحدوث على أرض الواقع بالرغم من اتّباع بعض البنوك المركزية لسياسات معيّنة تجعل سعر الفائدة السائد سالبا وذلك في ظل ظروف اقتصادية محدّدة،

ولو أنّ هذه السياسات غالبا ما تمسّ السندات الحكومية قصيرة الأجل، أي تلك المتداولة في السوق النقدي وليس الاستدانة بالنسبة للمؤسسات. كما تجدر الإشارة إلى أنّه سواء بالنسبة لتكلفة الديون أو تكلفة الأموال الخاصة فإنّه في الواقع العملي نادرا جدا ما تكون سالبة، إلا في حالة عندما يقرّر البنك المركزي وضع سياسة تقتضي أن يكون معدّل الفائدة سالبا في حالات الركود الاقتصادي مثلا، أو في بعض الحالات الشاذّة التي قد تمرّ بها الأسواق المالية، كما قد يرجّح سبب ذلك إلى وجود أخطاء في تطبيق النماذج الرياضية التي تسمح بتحديد هذه التكاليف، كما قد بلغ مستوى تشتّت القيم عن متوسّطها بـ2.31% كما يظهره الانحراف المعياري.

- أما فيما يخصّ التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال (WACC) فقد بلغ وسطها الحسابي ما نسبته 6.65% بقيمة قصوى بلغت 22.4% والتي ترجع إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة لدى تقريبا كافّة المؤسسات مقارنة بتكلفة الديون، كما قد ترتفع التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال في بعض الأحيان لأسباب أخرى كأن تكون تكلفة الديون هي الأكبر مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة، ارتفاع معدّلات الضريبة باعتبار أنّ معدّل الضريبة هو من بين المتغيّرات المستخدمة في حساب التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال فضلا عن مشاعر المستثمرين في الأسواق المالية التي من المحتمل أن تؤثّر على تكلفة الأموال الخاصة التي بدورها تؤثّر على التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال ككلّ، علاوة على أنّ ارتفاع معدّل التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال يساهم في التأثير على القرارات الاستثمارية وتقييم الاستثمارات لدى المؤسسات لأنّ هذا المعدّل يعتبر في أغلب الحالات كمعدّل للخصم، إذ عند اتخاذ قرار المفاضلة بين الاستثمارات المختلفة يتمّ اختيار تلك التي تفوق عوائدها هذا المعدّل، أما بالنسبة للقيمة الدنيا فقد بلغت نسبة 6.80%- وذلك راجع للعوامل التي سبق ذكرها.
- فيما يخصّ الربحية (PFT) فقد تمّ قياسها بنسبة ربحية السهم العادي أو ما يعرف بنسبة (EPS)، نلاحظ أنّ وسطها الحسابي قد بلغ 4.25 رينجيت ماليزي للسهم الواحد، بقيمة قصوى بلغت 318.7 رينجيت ماليزي للسهم الواحد وهو رقم جيّد فهو يعني أنّ كل سهم متداول يحقّق 318.7 رينجيت ماليزي، في حين بلغت القيمة الدنيا 194.470-رينجيت ماليزي للسهم الواحد. بصفة عامة يمكن القول أنّ هذه المؤسسات تحقّق ربحية بالرغم من أنّ هذه الربحية منخفضة وهو ما قد أظهره الوسط الحسابي، إذ مجموعة من الظروف التي تجعل المؤسسات غير قادرة على تحقيق الربحية تماما أو تحقّق ربحية ولكن بنسبة طفيفة والتي من

ضمنها: ارتفاع تكاليف التشغيل، ارتفاع الضرائب والرسوم، وبعض التحديّات الاقتصادية التي قد تواجه المؤسسات كالانكماش الاقتصادي الذي غالبا ما يؤثّر على إيرادات المؤسسات ومن ثمّ على ربحيّتها.

- بالنسبة لحجم المؤسسة (SIZE) والذي تمّ قياسه باستخدام إجمالي الأصول، نلاحظ أنّ وسطه الحسابي قد بلغ ما قيمته 752690.952 رينجيت ماليزي بعد رفع اللوغاريتم الطبيعي، وذلك بقيمة قصوى بلغت 102509906 رينجيت ماليزي وقيمة دنيا بلغت 26273901 بعد رفع اللوغاريتم الطبيعي عليها. ملخّص هذه الأرقام مفاده أنّ هذه المؤسسات لها إجمالي أصول جيّد نوعا ما، فهذا الأخير يمكن اتّخاذه كمقياس أوّلي لقدرة المؤسسة على سداد ديونها، بالإضافة إلى اعتبارها نوعا من الضمانات المقدّمة من أجل الحصول على التمويل خاصة الديون. وقد يكون إجمالي الأصول في حالة كان كبيرا بمثابة مؤشر على نمو أصول المؤسسة الحالية، الدخول في عملية استحواذ ناجحة، أداء مالي جيّد أو ارتفاع مستوى الإنتاج إذا كانت المؤسسة تمارس نشاطا إنتاجيا

الفرع الثاني: مصفوفة الارتباط بين متغيّرات الدراسة

تعدّ مصفوفة الارتباط من أهم الأدوات المساعدة في الكشف عن إمكانية وجود مشكل الارتباط الخطّي المتعدّد (Multicollinearity) وهو ما سنحاول إبرازه من خلال الجدول الموالي بين هذه المتغيّرات.

الجدول رقم 3-4: مصفوفة الارتباط بين متغيّرات الدراسة

	FV	CD	CE	WACC	PFT	SIZE
FV	1.000000	-0.039345	-0.079169	-0.006965	0.024864	0.372507
CD	-0.039345	1.000000	0.005996	0.102212	-0.069453	-0.010500
CE	-0.079169	0.005996	1.000000	0.805841	-0.041575	-0.013552
WACC	-0.006965	0.102212	0.805841	1.000000	-0.053308	-0.022459
PFT	0.024864	-0.069453	-0.041575	-0.053308	1.000000	0.026533
SIZE	0.372507	-0.010500	-0.013552	-0.022459	0.026533	1.000000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12 الواردة في الملحق 03، ص184.

من خلال الجدول رقم (3-4) يلاحظ أنّ متغيّرات الدراسة لا تعاني من مشكل الارتباط الخطّي المتعدّد، حيث أنّ قيمها لم تتجاوز 0.9، ونلاحظ أيضا أنّه لا توجد علاقة ما بين قيمة المؤسسة وكل من تكلفة الأموال الخاصة، وتكلفة الديون والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال وذلك كون قيمها تقترب من الصفر، كما توضّح ذلك مصفوفة الارتباط، ونفس الشيء ينطبق على العلاقة ما بين قيمة المؤسسة وحجم المؤسسة، أما فيما يخص العلاقة بين قيمة المؤسسة والربحية توجد علاقة طردية ولكن ضعيفة، كما نلاحظ عدم وجود علاقة ما بين تكلفة الديون وكل من تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال، كما لا توجد بينها وبين كل من حجم وربحية المؤسسة علاقة هي الأخرى. هذا وتوجد علاقة طردية قويّة ما بين تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال بحوالي 0.8 وهو ما يؤكّد نتائج الإحصاء الوصفي التي أشارت إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة مقارنة بتكلفة الديون، في حين لا توجد علاقة ما بين التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال وكل من حجم وربحية المؤسسة. أما فيما يتعلّق بحجم المؤسسة وربحيّتها فلا توجد علاقة بينهما كذلك.

المطلب الثاني: اختبار الاستقرارية

من بين الخطوات المهمّة في إعداد الدراسات القياسية هي إجراء اختبار استقرارية السلسلة الزمنية. ويوجد العديد من الاختبارات التي تستخدم في اختبار الاستقرارية أو ما يعرف بالكشف عن وجود جذر الوحدة، إلا أنّه سيتم الاعتماد على ثلاثة اختبارات رئيسية في هذا الصدد، والتي تعتبر من بين الاختبارات المتناسبة مع بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وهي اختبار Levin & Lin &Chu اختبار I'm& Pesaran &Shin واختبار Augmented Dickey-Fuller، حيث نوجز نتائج هذه الاختبارات في الجدول الآتي:

الجدول رقم 3-5: نتائج اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغيّرات الدراسة

المتغيّرات	الاختبار المستخدم	القيمة المحسوبة عند المستوى I(0)	قيمة الاحتمالية عند المستوى	القيمة المحسوبة عند الفرق الأوّل I(1)	قيمة الاحتمالية عند الفرق الأوّل
FV	LLC	-8.38413	0.0000		
	IPS	0.61162	0.7296	-1.05634	0.0156
	ADF	314.864	0.2665	377.351	0.0031
CE	LLC	-16.0092	0.0000		
	IPS	-1.29460	0.0977	-7.48626	0.0000
	ADF	331.075	0.1049	501.939	0.0000

		0.0000	-22.5475	LLC	**CD**
		0.0000	-5.92696	IPS	
		0.0000	491.139	ADF	
		0.0000	-13.0626	LLC	**WACC**
0.0000	-8.31469	0.1376	-1.09128	IPS	
0.0000	499.074	0.1495	325.464	ADF	
		0.0000	-9.29730	LLC	**PFT**
0.0000	-4.25763	0.5503	0.12649	IPS	
		0.0328	346.676	ADF	
		0.0000	-65.0930	LLC	**SIZE**
		0.0069	-2.46161	IPS	
		0.0408	343.987	ADF	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12.

تبعا للنتائج الواردة في الجدول أعلاه، يلاحظ أنّه يوجد توافق من حيث النتائج المتحصّل عليها فيما يخصّ اختبار Levin & Lin & Chu ، حيث كانت السلاسل الزمنية مستقرّة عند المستوى بالنسبة لكافّة المتغيّرات، أما فيما يخصّ اختباري IPS و ADF فقد كان هناك تباين من حيث النتائج التي تمّ التوصّل إليها، إذ يلاحظ أنّ قيمة المؤسسة عندما تمّ قياسها باستخدام الرسملة السوقيّة (FV) لم تكن مستقرّة عند المستوى وذلك بالنسبة للاختبارين حيث كانت قيمة الاحتمالية (p_value) أكبر من مستوى المعنوية0.05 ، ولكن سرعان ما أصبحت مستقرّة بعد إجراء الفرق الأوّل، حيث أصبحت قيمة الاحتمالية تساوي 0.0156 أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 بالنسبة لاختبار IPS و 0.0031 بالنسبة لاختبار ADF، وهو نفس ما انطبق على تكلفة الأموال الخاصة(CE) التي هي الأخرى قيمتها الاحتمالية كانت أكبر من مستوى المعنوية بالنسبة للاختبارين أي عدم الاستقرار عند المستوى وهو ما يعني اللجوء إلى الفرق الأوّل، فأصبحت قيمتها الاحتمالية مساوية لـ0.0000 فيما يخصّ كلا الاختبارين أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 وذلك بعدما كانت قيمتها الاحتمالية بالنسبة لاختباري IPS و ADF مساوية لـ 0.0977 و 0.1049 على التوالي. أما فيما يتعلّق بالتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال(WACC) هي كذلك أصبحت مستقرّة بعد إجراء الفرق الأوّل فيما يخصّ كلا الاختبارين إذ أصبحت قيمتها الاحتمالية 0.0000 في كلا الاختبارين بعدما كانت مساوية لـ 0.1376 و0.1495 فيما يتعلّق باختباري IPS و ADF على الترتيب. وفيما يخصّ متغيّر الربحية (PFT) فإنّه كان مستقرّا عند المستوى طبقا لاختبار

LLC وكذلك اختبار ADF، أما حسب اختبار IPS فإنّ السلسلة الزمنية لهذا المتغيّر لم تكن مستقرّة عند المستوى، حيث بلغت قيمتها الاحتمالية 0.5503 أي تفوق مستوى المعنوية 0.05، وعليه تمّ اللجوء إلى الفرق الأوّل لتستقرّ بعد ذلك السلسلة فأصبحت قيمتها الاحتمالية مساوية لـ0.0000، كما يلاحظ أنّ السلاسل الزمنية لكل من متغيّرات تكلفة الديون(CD) وحجم المؤسسة (SIZE) كانت مستقرّة عند المستوى طبقا لكافّة الاختبارات بما فيها اختبار LLC كما سبق توضيح ذلك في البداية، وهو ما تبرزه القيم الاحتمالية التي كانت أقل من مستوى المعنوية البالغ 0.05.

المطلب الثالث: تقدير النماذج وتحليل ومناقشة النتائج

بعد أن تمّ عرض الخصائص الإحصائية أو ما يعرف بالإحصاء الوصفي لمتغيّرات الدراسة ومصفوفة الارتباط بين هذه الأخيرة، وكذلك اختبار استقرارية السلسلة الزمنية، سنقوم بتقدير النماذج باستخدام ما يعرف بالبانل الساكن (Static Panel)، إذ سيتمّ تقدير كل من نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ثم تتمّ المفاضلة بينها من خلال الاختبارات التي سلف ذكرها بطريقة مفصّلة بغية الخروج بأفضل نموذج للدراسة.

الفرع الأوّل: تقدير النماذج وتحليل ومناقشة نتائجها

فيما يلي سيتم عرض النتائج التي تمّ التوصّل إليها بعد تقدير النماذج التي سبق توضيح صيغها الرياضية: إذ تمّ ذلك من خلال مجموعة من الجداول والتي تبيّن نتائج التقدير لكل من نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية على التوالي:

الجدول رقم 3–6: نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة

المتغيّر التابع : قيمة المؤسسة	T=8	N=150	عدد المشاهدات= 1200
المتغيّرات	Prob		Coef
CE	0.0000		-0.089611
CD	0.0514		-0.040528
WACC	0.0000		0.098079
PFT	0.6520		0.000933
SIZE	0.0000		0.419922
C	0.0000		7.444697

Fisher	0.000000	44.75432
$\mathbf{R^2}$	0.157833	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12 الواردة في الملحق 04، ص185.

تبعا للنتائج الواردة في الجدول رقم (3–6) يلاحظ ما يلي:

- وجود أثر سلبي معنوي **لتكلفة الأموال الخاصة(CE)** على قيمة المؤسسات محل الدراسة، إذ أنّ الزيادة بوحدة واحدة في تكلفة الأموال الخاصة يساهم في انخفاض قيمة هذه المؤسسات بـ 0.089611-، حيث كانت القيمة الاحتمالية أقل من مستوى المعنوية 0.05. ونفس الشيء بالنسبة **لتكلفة الديون(CD)** التي هي الأخرى كان لها أثرا سلبيا معنويا، حيث أنّ الزيادة بوحدة واحدة في تكلفة الديون يساهم في انخفاض قيمة هذه المؤسسات بـ 0.040528-، إذ كانت القيمة الاحتمالية مساوية لدرجة المعنوية 0.05، وعليه تتعارض هذه النتائج مع النظريّات التقليدية على غرار نظريّة صافي الربح ونظريّة Modigliani و Miller لسنة 1958 اللذان افترضا أنّه لا يوجد أثر لتكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون على قيمة المؤسسة، بينما يشير الأثر السلبي لتكلفة الأموال الخاصة إلى إمكانية ارتفاع معامل بيتا والذي هو إشارة على ارتفاع المخاطر، فارتفاع المخاطر يعني ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة، وهو ما جعلها تؤثّر بشكل سلبي على قيمة هذه المؤسسات. أما فيما يخصّ **تكلفة الديون** فأثرها السلبي يعني زيادة الالتزامات على هذه المؤسسات. وتتوافق هذه النتائج مع نظريّة Modigliani وMiller لسنة 1963 فكما قد أشارا الباحثان إلى أنّ استخدام الديون يعني الاستفادة من الوفورات الضريبية ولكن استخدام هذا المصدر التمويلي بإفراط يجعل تكلفة الديون ترتفع وقيمة المؤسسة تنخفض في الجهة المقابلة، أما من جانب نظرية الإشارة فإنّ الأثر السلبي للتكلفتين وخاصة تكلفة الديون يعني عدم قدرة المؤسسات على التحكّم في ديونها أي أنّها غير قادرة على الالتزام بالتسديد في المواعيد المحدّدة وهو ما يرسل إشارة سلبية للسوق على أداء هذه المؤسسات. كما يلاحظ أنّ أثر تكلفة الديون هو أصغر بقليل من أثر تكلفة الأموال الخاصة وهو ما يتوافق مع نظريّة الالتقاط التدريجي التي تضع الديون كأولويّة تمويلية قبل الأموال الخاصة إذا ما قرّرت المؤسسة اللجوء إلى التمويل الخارجي فهي تفترض أنّ المؤسسات تعطي دائما الأولويّة للمصدر التمويلي الأقل تكلفة. كما أنّ الأثر الإيجابي المعنوي توافق مع ما توصّلت إليه دراسة Augustina Kurniasih et al. (2022).
- في المقابل يلاحظ وجود أثر إيجابي **للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال (WACC)** على قيمة المؤسسات موضع الدراسة، إذ يترتّب على الزيادة بوحدة واحدة في التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال

ارتفاعا في قيمة هذه المؤسسات بـ 0.098079، وهذا الأثر كان معنويا وهو ما تؤكّده قيمة الاحتمالية التي بلغت 0.0000 أي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وهو ما يشير إلى أنّ استخدام المؤسسات لهيكل مالي يضمّ كل من الأموال الخاصة والديون يجعل قيمتها ترتفع. إذ تتوافق هذه النتائج مع نظريّة التوازن إذا ما تمّ افتراض استفادة هذه المؤسسات من الوفورات الضريبية وإحداث توازن بينها وبين تكاليف الإفلاس والوكالة، بينما لا تتوافق مع النظريّات التقليدية التي تفترض عدم وجود علاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة نذكر من ضمنها نظريّة صافي ربح العمليات فهي تفترض أنّ التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال ثابتة مهما يكن مستوى الديون وأنّ قيمة المؤسسة هي الأخرى ثابتة ولا تتأثّر بقرارات التمويل. وهو نفس ما توصّلت إليه كل من دراسة Augustina Kurniasih et al. (2022) ، ودراسة بدر الدين قدوج ومولود مليكاوي (2021)، ودراسة Muhammed Shadab Abdul Sattar (2015)، ودراسة Nor Edi Azhar Binti Mohamed وNoriza Binti Moh Saad (2012)، ودراسة Rindi Hariyanur et al (2022)، ودراسة Auwalu Sani Ibrahim و Muazu Saidu Badara (2018) ودراسة Priyankara P.M.C و Gunasekera U.L.T.P (2016)

- بالنسبة **للربحية** (**PFT**) فقد كان لها أثرا إيجابيا ضعيفا وغير معنوي، فالزيادة بوحدة واحدة في الربحية تساهم في ارتفاع قيمة المؤسسات محل الدراسة بـ 0.000933 بحيث كانت قيمة الاحتمالية 0.6520 وهي أكبر من درجة المعنوية 0.05 ، وهذا يعني أنّ اكتساب هذه المؤسسات القدرة على الربح لا يؤثّر على قيمتها وهو ما يتنافى مع نظريّة الإشارة التي تفترض أنّ الأثر الإيجابي للربحية على قيمة المؤسسة هو عبارة عن معلومة إلى السوق تفيد بالأداء المالي الجيّد ولكن عندما يكون هذا الأثر معنويا، وقد توافقت هذه النتائج مع ما خلصت إليه دراسة Chen Lin(2010) وXu Lixin ولو أنّه تمّ قياسها (أي الربحية) في هذه الدراسة باستخدام العائد على الأصول.
- فيما يخصّ **حجم المؤسسة** (**SIZE**) فقد كان له أثرا إيجابيا معنويا على قيمة هذه المؤسسات، فالزيادة بوحدة واحدة في حجم هذه المؤسسات يساهم في ارتفاع قيمتها بـ 0.419922 وما يشير إلى معنوية هذا الأثر هو قيمة الاحتمالية التي كانت مساوية لـ 0.0000 أي أصغر من مستوى المعنوية 0.05، يعني ذلك أنّه لهذه المؤسسات إمكانية الحصول على التمويل الخارجي فهذه الأصول تشكّل ضمانات بالنسبة لها تقدّمها للجهة المموّلة لقاء الحصول على التمويل اللازم، وهو ما يعتبر توافقا غير مباشر مع نظريّة الالتقاط التدريجي (نظريّة التمويل السلّمي)، فالمؤسسات ذات الحجم الكبير تكون لها موارد داخلية كبيرة وبالتالي إمكانية التمويل

الذاتي واردة كما نصّت عليه هذه النظريّة وفي نفس الوقت كما سبق وأن ذكرنا أنّ هذا يعني منح المؤسسات المعنيّة ضمانات تقدّمها للحصول على التمويل الخارجي خاصة الديون والتي تأتي كأولويّة ثانية بعد التمويل الذاتي بالنسبة لهذه النظريّة. علاوة على ذلك فقد توافقت هذه النتائج مع نتائج دراسة Basil Al-Najjar وDana Al-Najjar (2017).

الجدول رقم 3-7: نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة

المتغيّر التابع : قيمة المؤسسة T=8 N=150 عدد المشاهدات= 1200		
المتغيّرات	**Prob**	**Coef**
CE	0.2122	-0.016381
CD	0.3365	-0.014557
WACC	0.0339	0.036634
PFT	0.8277	-0.000327
SIZE	0.0000	0.172583
C	0.0000	10.51101
Fisher	0.000000	26.17941
R^2	0.794155	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12 الواردة في الملحق 05، ص186.

يلاحظ من خلال الجدول السابق ما يلي:

- عدم وجود أثر **لتكلفة الأموال الخاصة(CE)** على قيمة المؤسسات محل الدراسة عندما يتمّ قياسها بالرسملة السوقيّة فقيمتها الاحتمالية قد بلغت 0.2122 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، نفس الشيء بالنسبة **لتكلفة الديون (CD)** التي هي الأخرى ليس لها أثر على قيمة هذه المؤسسات، حيث بلغت قيمتها الاحتمالية 0.3365 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، ويعني ذلك أنّ هاتين التكلفتين قد لا تعتبران من المتغيّرات التي تفسّر فعلا قيمة المؤسسة أي ليس من بين تلك العوامل التي تؤثّر عليها ولكن يبقى عدم التأثير هذا قائما من الناحية الإحصائية، فقد يوجد في الواقع العملي تأثيرا لكلا التكلفتين أو لإحداهما على الأقل على قيمة المؤسسة. وتعتبر هذه النتائج متوافقة مع نظريّة Modigliani و Miller لسنة 1958 ونظريّة صافي ربح العمليات واللتين تعتبر فكرتهما الأساسية هي حيادية تكلفة التمويل وقرارات التمويل بصفة عامة عن قيمة المؤسسة.

- بالنسبة **للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال(WACC)** فيلاحظ أنّ لها أثرا إيجابيا معنويا طفيفا على قيمة المؤسسات محل الدراسة وذلك ما تؤكّده قيمة الاحتمالية التي هي أقل من مستوى المعنوية 0.05 حيث بلغت 0.0339، إذ أن الزيادة بوحدة واحدة في التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال يساهم في ارتفاع قيمة هذه المؤسسات، وهو ما لا يتوافق مع النظريّات التقليدية والتي من أهمّها نظريّة Modigliani وMiller لسنة 1958 والتي أشارت إلى حياديّة تكلفة التمويل عن قيمة المؤسسة. كما أنّه وبالرغم من عدم وجود متغيّرات خاصة بتكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة لكن هذا الأثر الإيجابي للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال على قيمة المؤسسات محل الدراسة قد يتوافق إلى حدّ ما مع نظريّة التوازن إذا تمّ افتراض استفادة هذه المؤسسات من الوفورات الضريبية وتوازنها مع تلك التكاليف، أما فيما يتعلّق ببقيّة النظريّات فالأمر يتطلّب إدراج متغيّرات أخرى في النموذج خاصة تلك المتعلّقة بقرارات التمويل حتى يمكّننا ذلك من الحكم على توافق النتائج من عدمه مع هذه النظريّات. هذا بالإضافة إلى كون أنّ هذه النتائج توافقت مع نتائج كل من دراسة Augustina Kurniasih et al. (2022)، ودراسة بدر الدين قدوج ومولود مليكاوي (2021)، ودراسة Muhammed Shadab Abdul Sattar (2015)، ودراسة Nor Edi Azhar Binti Mohamed وNoriza Binti Moh Saad (2012)، ودراسة Rindi Hariyanur et al (2022)، ودراسة Auwalu Sani Ibrahim و Muazu Saidu Badara (2018) ودراسة Priyankara P.M.C و (Gunasekera U.L.T.P 2016).
- فيما يخصّ **الربحية (PFT)** يلاحظ أنّه ليس لها أثر على قيمة المؤسسات موضع الدراسة، إذ بلغت القيمة الاحتمالية 0.8277 التي هي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي لا تتوافق هذه النتائج مع نظريّة الإشارة وكذلك نظريّة الالتقاط التدريجي، وقد يكون ذلك إشارة إلى أنّ الأداء المالي لهذه المؤسسات غير جيّد.
- أما فيما يتعلّق **بحجم المؤسسة (SIZE)** فقد كان له أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسات موضع الدراسة وهو ما تشير إليه قيمة الاحتمالية التي كانت أصغر من مستوى المعنوية 0.05، فكل زيادة بوحدة واحدة في حجم المؤسسة والتي تمّ التعبير عنها بإجمالي الأصول يؤدي إلى ارتفاع قيمة هذه المؤسسات بـ 0.172583، حيث يعني ذلك أنّ لهذه المؤسسات فرصة من أجل الحصول على التمويل من جهات خارجية، فهذه الأصول هي عبارة عن ضمانات بالنسبة لهذه المؤسسات تقدّمها للجهة المموّلة

مقابل الحصول على التمويل اللازم، وهو ما يعدّ توافقا غير مباشر مع نظريّة الالتقاط التدريجي (نظريّة التمويل السلّمي)، فالمؤسسات ذات الحجم الكبير تكون لها موارد داخلية كبيرة، وبالتالي إمكانية التمويل الذاتي واردة كما نصّت عليه هذه النظريّة، وفي نفس السياق يدلّ الأثر الإيجابي للأصول على قيمة المؤسسة على احتجاز هذه المؤسسات للأرباح بدلا من توزيعها خاصة وأنّ هذه الأصول تحتاج إلى تمويل. وقد توافقت هذه النتائج مع ما توصّلت إليه دراسة Basil Al-Najjar وDana Al-Najjar (2017).

وعلى العموم، ما يمكن استخلاصه من النتائج الواردة أعلاه أنّ التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال (WACC) وحجم المؤسسة (SIZE)كان لهما أثرا إيجابيا معنويا على قيمة المؤسسات موضع الدراسة، بعبارة أخرى المؤسسات كبيرة الحجم يكون لها تأثير على قيمتها وهو نفس الشيء الذي ينطبق على التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال التي هي الأخرى تساهم في رفع قيمة هذه المؤسسات، في حين أنّ تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون كل على حدة لا يكون لها أدنى أثر على قيمة هذه المؤسسات.

الجدول رقم 3–8: نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة

المتغيّر التابع : قيمة المؤسسة T=8 N=150 عدد المشاهدات= 1200		
المتغيّرات	**Prob**	**Coef**
CE	0.0771	-0.022731
CD	0.2346	-0.017624
WACC	0.0140	0.041557
PFT	0.9882	-2.77E-05
SIZE	0.0000	0.211869
C	0.0000	10.00883
Fisher	0.000000	11.85567
R^2	0.047299	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12 الواردة في الملحق 06، ص 187.

وفقا للنتائج الواردة في الجدول رقم (3–8) يلاحظ أنّه لا يوجد **لتكلفة الأموال الخاصة (CE)** أثرا على قيمة المؤسسات محل الدراسة، وهو نفس ما ينطبق على **تكلفة الديون (CD)** بحيث نلاحظ أنّه لم يكن لها أثرا على قيمة هذه المؤسسات، فكل من قيمة الاحتمالية لتكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون كانتا أكبر من مستوى

المعنوية 0.05 حيث كانتا مساويتان لـ 0.0771 و0.2346 على التوالي ، وهو ما يعني توافق هذه النتائج مع نظريّة Modigliani و Miller لسنة 1958 ونظريّة صافي ربح العمليات. كما تتطابق نتائج تكلفة الديون مع دراسة Augustina Kurniasih et al.(2022) فكلاهما توصّل إلى عدم وجود أثر لتكلفة الديون على قيمة المؤسسة.

على نقيض من ذلك كان **للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال (WACC)** أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسات التي تمثّل عيّنة الدراسة، بحيث الزيادة بوحدة واحدة في التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال تؤدي إلى ارتفاع قيمة هذه المؤسسات بـ 0.041557، إذ يعتبر هذا الأثر معنويا طبقا لقيمة الاحتمالية التي تساوي 0.0140 أي أقل من درجة المعنوية 0.05. وما هذه النتائج إلى تأكيد على أنّ تشكيل المؤسسات لهيكل مالي يجمع بين الأموال الخاصة والديون يجعل تكلفة التمويل الإجمالية تؤثّر بشكل إيجابي على قيمتها، إذ تتوافق هذه النتائج مع كل من نظريّة التوزان بافتراض الاستفادة من الوفورات الضريبية ونفس الشيء بالنسبة لنظريّة Modigliani وMiller لسنة 1963.

بالنسبة **للربحية (PFT)** فلم يكن لها أثر على قيمة المؤسسات موضع الدراسة وهو ما تؤكّده قيمة الاحتمالية بحيث كانت مساوية لـ 0.9882 وهي أكبر من درجة المعنوية 0.05.

فيما يخصّ **حجم المؤسسة (SIZE)**؛ فقد كان له أثرا إيجابيا معنويا على قيمة هذه المؤسسات، فالزيادة بوحدة واحدة في حجم هذه المؤسسات يساهم في ارتفاع قيمتها بـ 0.211869 وما يشير إلى معنوية هذا الأثر هو قيمة الاحتمالية التي كانت مساوية لـ 0.0000 أي أصغر من مستوى المعنوية 0.05. وهذا النتائج هي نفس ما توصّلت إليه دراسة Basil Al-Najjar وDana Al-Najjar (2017).

الفرع الثاني: المفاضلة بين النماذج

بغرض انتقاء النموذج المناسب للدراسة من بين النماذج التي تمّ تقديرها، نلجأ إلى إجراء جملة من الاختبارات والتي تسمح لنا بالمفاضلة واختيار النموذج الأنسب وذلك كما يلي:

أوّلا: المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

في هذا الصدد يوجد اختبارين يمكن استخدامهما وهما اختبار Fisher واختبارChow، إلا أنّنا سنكتفي بإجراء اختبار Chow فقط، وذلك بالنسبة للنموذجين الذين سبق تقديرهما.

الجدول رقم 3–9: نتائج اختبار Chow

القيمة المحسوبة	الاحتمالية
1690.623746	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12 الواردة في الملحق 07، ص188.

وفقا للنتائج الواردة أعلاه، يلاحظ أنّ قيمة الاحتمالية أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي ترفض الفرضية العدميّة (H_0) وتقبل الفرضية البديلة (H_1) وهو ما يؤدي إلى اختيار نموذج التأثيرات الثابتة.

ثانيا: المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

بعد أن تمّ إجراء المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، تمّ اختيار نموذج التأثيرات الثابتة وذلك بالنسبة للنموذجين الذين تمّ تقديرهما، وعليه يتم المرور إلى المرحلة الموالية والتي على إثرها ستتمّ المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

بغية الاختيار والمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية نجري اختبار Hausman والذي توّضح نتائجه في الجدولين المواليين بالنسبة لكلا للنموذجين:

الجدول رقم 3–10: نتائج اختبار Hausman بالنسبة للنموذج الأوّل

القيمة المحسوبة	الاحتمالية
20.010620	0.0012

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12 الواردة في الملحق 08، ص189.

تشير نتائج اختبار Hausman الواردة في الجدول رقم (3–10) إلى أنّ قيمة الاحتمالية أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي ترفض الفرضية العدميّة (H_0) وتقبل الفرضية البديلة (H_1)، وهو ما يعني أنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تمّت دراسة أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث كانت البداية بعرض بعض الأدبيات النظريّة حول نماذج بيانات البانل وما يتعلّق بها من اختبارات إحصائية تبع ذلك تطبيق هذه النماذج ونخصّ بالذكر نماذج البانل الساكن على عيّنة شملت 150 مؤسسة مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2015-2022، حيث تمّ تشكيل نموذج يضم قيمة المؤسسة كمتغيّر تابع مقاسة بالرسملة السوقيّة، وكل من تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون والتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال كمتغيّرات مستقلة، كما تمّ إدراج بعض المتغيّرات الضابطة متمثلّة في حجم وربحية المؤسسة.

بعد إجراء الاختبارات ذات الصلة تبيّن أنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب للدراسة، إذ ومن خلال النتائج التي بيّنها هذا النموذج اتّضح أنّه لا يوجد أثر لكل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون على قيمة المؤسسات محل الدراسة. أما التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال فكان لها أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة هذه المؤسسات موضع الدراسة ولو بنسبة طفيفة.

الخاتمة العامة

تعدّ تكلفة التمويل أحد أهم محدّدات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية والتي على إثرها تتّخذ قرارات التمويل وأيضا قرارات الاستثمار وخاصة التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال التي غالبا ما يتمّ الاعتماد عليها كمعدّل للخصم ومن ثمّ كمعيار للمقارنة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والتمويلية المتاحة أمام المؤسسة.

بفعل التطورّات التي أصبح يشهدها المجال الاقتصادي والمجال المالي تتعدّد المصادر التمويلية أمام المؤسسات الاقتصادية، فلم يعد الاقتصار فقط على الأسهم والديون وغيرها من الأدوات التمويلية التقليدية، بل أصبحت هناك مصادر أخرى نذكر من بينها التمويل الإسلامي الذي أضحى يتوافق مع رغبات المؤسسات التي تريد الحصول على تمويل في إطار أحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك ما نجم عن ظهور التكنولوجيا المالية التي هي الأخرى وفّرت مصدرا تمويليا جديدا ألا وهو التمويل الجماعي الذي يتمّ مباشرة عبر منصّات رقمية دون الحاجة إلى وسيط مالي، كما ظهرت مصادر تمويلية أخرى تتماشى وأهداف الدول التي بدأت تسعى نحو تبنّي ما يعرف بالاقتصاد الأخضر والحفاظ على البيئة تحت طائلة التمويل الأخضر الذي وفّر أدوات تمويلية جديدة من ضمنها السندات الخضراء.

تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تعظيم قيمتها بعد أن كانت تصبّ اهتماماتها حول تعظيم الربح وهذا الهدف لا يتحقّق إلا بالتحكّم الجيّد في تكلفة التمويل وهو ما ذكرته بعض النظريّات التي تفترض وجود هيكل مالي أمثل يعظّم قيمة المؤسسة ويجعلها في أقصى مستوى ويقوم بتدنية تكلفة التمويل، حيث كان الاختلاف بين هذه النظريّات في هذه النقطة أين رفضت بعض النظريّات وجود هيكل مالي أمثل على شاكلة نظريّة Modigliani و Miller لسنة 1958 ونظريّة صافي ربح العمليات، بينما عارضت ذلك نظريّات أخرى من ضمنها المدخل التقليدي وكذلك نظريّة الالتقاط التدريجي. فهذه القيمة التي تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى رفعها وتعظيمها يعتبر تحديدها بدقّة من الأمور المهمّة لدى المسيّرين الماليين وكذلك الملاّك وأصحاب المصلحة بصفة عامة فحدّدت الدراسات مجموعة من المقاربات التي تسمح بقياسها كل وفق مجموعة من المبادئ التي وجب أخذها بعين الاعتبار نذكر من ضمنها مقاربة الذمة المالية ومقاربة المضاعفات.

بالرغم من كل الاختلافات التي حدثت حول كيفية تحديد قيمة المؤسسة وحول طبيعة الأثر الذي تحدثه تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة يبقى هدف الحصول على التمويل بأقل تكلفة تسمح برفع قيمة المؤسسة وتعظيمها أحد الأولويات التي يجب على الإدارة المالية مراعاتها عند انتقاء المصدر التمويلي.

حاولنا من خلال هذه الدراسة في شقّها التطبيقي بناء نموذج قياسي للكشف عن طبيعة أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسات وبصفة أكثر وضوحا قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية وذلك على عيّنة شملت 150 مؤسسة مدرجة في بورصة ماليزيا ناشطة في قطاعات مختلفة خلال الفترة 2015-2022، فقد انطلق هذا

الشقّ التطبيقي من خلال عرض أبرز الخصائص الإحصائية لمتغيّرات الدراسة، ثمّ مصفوفة الارتباط بين هذه الأخيرة ليتبع ذلك إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيّرات الدراسة، ثمّ جاءت مرحلة تقدير النماذج والتي تمّ فيها استخدام نموذج البانل الساكن (Static Panel) ونظرا لكون أنّه يتمّ تقدير ثلاث نماذج في هذا الإطار متمثّلة في نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، فكان لابدّ من إجراء اختبارات المفاضلة التي تتيح إمكانية اختيار النموذج المناسب للدراسة وهي المرحلة الأخيرة التي تمّ إنجازها والتي أظهرت أنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب للدراسة.

خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج وذلك على إثر اختيار نموذج التأثيرات الثابتة، بحيث يمكننا تلخيص أهم تلك النتائج في النقاط التالية:

- عدم وجود أثر لتكلفة الأموال الخاصة (CE) على قيمة المؤسسات محل الدراسة، فقيمتها الاحتمالية قد بلغت 0.2122 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، حيث أنّ الزيادة بوحدة واحدة في تكلفة الأموال الخاصة تؤدي إلى انخفاض قيمة هذه المؤسسات بـ 0.016381- وحدة.
- عدم وجود أثر لتكلفة الديون (CD)على قيمة هذه المؤسسات حيث بلغت قيمتها الاحتمالية 0.3365 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، فكل زيادة بوحدة واحدة في هذه التكلفة ينبثق عنها انخفاض في قيمة هذه المؤسسات بـ 0.014557-.

تشير هاتين النتيجتين إلى أنّ هاتين التكلفتين قد لا تعتبران من المتغيّرات التي بالفعل تفسّر قيمة المؤسسة ولكن يبقى عدم التأثير هذا قائما من الناحية الإحصائية، فقد يوجد في الواقع العملي تأثيرا لكلا التكلفتين أو لإحداهما على الأقل على قيمة المؤسسة كما سلف الذكر. وقد توافقت هذه النتائج مع نظريّة Modigliani وMiller لسنة 1958 ونظريّة صافي ربح العمليات واللتان تعتبر فكرتهما الرئيسية هي حيادية تكلفة التمويل وقرارات التمويل بصفة عامة عن قيمة المؤسسة.

- للتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال (WACC) أثرا إيجابيا معنويا طفيفا على قيمة المؤسسات محل الدراسة، وذلك ما تؤكّده قيمة الاحتمالية التي هي أقل من مستوى المعنوية 0.05 حيث بلغت 0.0339، إذ الزيادة بوحدة واحدة في التكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال ينجم عنها ارتفاع قيمة هذه المؤسسات، وهو ما لا يتوافق مع النظريّات التقليدية والتي من أهمّها نظريّة Modigliani وMiller لسنة 1958 ، كما أنّ هذه النتائج توافقت مع مجموعة من الدراسات السابقة متمثّلة في: دراسة Augustina Kurniasih et al. (2022)، ودراسة بدر الدين قدوج ومولود مليكاوي

(2021)، ودراسة Muhammed Shadab Abdul Sattar (2015)، ودراسة Nor Edi Azhar Binti Mohamed وNoriza Binti Moh Saad (2012)، ودراسة Rindi Hariyanur et al (2022)، ودراسة Auwalu Sani Ibrahim و Muazu Saidu Badara (2018) ودراسة Priyankara P.M.C و (Gunasekera U.L.T.P 2016).

- عدم وجود أثر للربحية (PFT) على قيمة المؤسسات محل الدراسة، إذ بلغت القيمة الاحتمالية 8277.0 التي هي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، فالزيادة في الربحية بوحدة واحدة يجعل قيمة المؤسسات موضع الدراسة تنخفض بـ 0.000327- وبالتالي لا تتوافق هذه النتائج مع نظريّة الإشارة وكذلك نظريّة الالتقاط التدريجي.
- لحجم المؤسسة (SIZE) أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على قيمة المؤسسات موضع الدراسة، وهو ما تشير إليه قيمة الاحتمالية التي كانت أصغر من مستوى المعنوية 0.05، فكل زيادة بوحدة واحدة في حجم المؤسسة والتي تمّ التعبير عنها بإجمالي الأصول يؤدي إلى ارتفاع قيمة هذه المؤسسات بـ 0.172583، حيث يشير ذلك إلى أنّ لهذه المؤسسات فرصة من أجل الحصول على التمويل من مصادر خارجية، فهذه الأصول هي عبارة عن ضمانات بالنسبة لهذه المؤسسات تقدّمها للجهة التي تمنحها التمويل، وهو ما يعدّ توافقا غير مباشر مع نظريّة الالتقاط التدريجي، علاوة على أنّ المؤسسات ذات الحجم الكبير تكون لها موارد داخلية كبيرة، وبالتالي الحصول على التمويل الذاتي وهو نصّت عليه هذه النظريّة وفي نفس الوقت أنّ هذا يعني منح المؤسسات المعنيّة ضمانات تقدّمها للحصول على التمويل من مصادر خارجية خاصة الديون والتي تأتي كأولويّة ثانية بعد التمويل الداخلي طبقا للهرم التمويلي الذي وضعته هذه النظريّة، هذا زيادة على كون أنّ هذه النتائج هي نفس ما توصّلت إليه دراسة Basil Al-Najjar وDana Al-Najjar (2017).
- بلغت القوة التفسيرية للمتغيّرات المستقلّة حوالي 79.41%.
- تعدّ الرسملة السوقيّة لهذه المؤسسات مرتفعة تشير إلى وجود رؤوس أموال كبيرة مستثمرة فيها، فضلا عن وجود نوع من الاستقرار وكذلك فرصا للنمو.

- بلغ الوسط الحسابي لتكلفة الأموال الخاصة في للمؤسسات محل الدراسة 8.09% بينما الوسط الحسابي لتكلفة الديون بلغ 3.92%، فالملاحظ أنّ تكلفة الديون هي منخفضة بالنسبة لهذه المؤسسات وهو قد يجعلها المصدر التمويلي المفضّل لديها.

على ضوء ما سبق من نتائج؛ فإنّنا ننفي **الفرضيّة الأولى** للدراسة التي تشير إلى أنّ التكلفة الكلّية للتمويل تؤثر بشكل سلبي على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية، فالنتائج أشارت إلى وجود أثر إيجابي لهذه التكلفة على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية بالرغم من أنّ هذا الأثر كان معنويا في النموذج الأوّل فقط. كما أنّنا ننفي **الفرضيّتين الثانية والثالثة** والتي مفادهما أنّ لتكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة أثرا سلبيا على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية، وهذا بسبب أنّ النتائج أشارت إلى أنّه لا يوجد أثر لكل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون على قيمة المؤسسات محل الدراسة. يمكن استنتاج أنّ تكلفة التمويل إذا ما تمّ قياسها بالتكلفة المتوسّطة المرجّحة لرأس المال أي عندما يكون هناك هيكل مالي يحتوي على الأموال الخاصة والديون كما هو عليه الحال بالنسبة للمؤسسات الماليزية التي تمّ اختيارها كعيّنة لهذه الدراسة فسيكون لذلك أثرا إيجابيا على قيمتها، بينما عند قياس تكلفة كل مصدر تمويلي من هذين المصدرين (الأموال الخاصة والديون) على حدة فلا يكون لهما أي تأثير على قيمتها.

آفاق الدراسة:

بعد المسار الذي تمّ اتّباعه في هذه الدراسة فإنّه يمكن التمهيد لإنجاز دراسات أخرى في المستقبل والتي يمكن أن نوجزها في النقاط الموالية:

- أثر تكلفة التمويل الإسلامي على قيمة المؤسسة؛
- أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة باستخدام مقاييس أخرى للقيمة؛
- دور الأداء المالي في تخفيض تكلفة التمويل.

قائمة المراجع والمصادر

I. قائمة المراجع باللغة العربيّة:

1-1 الكتب

1. أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي، "مدخل في التمويل والاستثمار"، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، العراق، الطبعة الأولى، 2014.
2. أسماء كسري، "المعلومات المحاسبية وقيمة المؤسسة"، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016.
3. إسماعيل إبراهيم عبد الباقي، "إدارة البنوك التجارية"، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016.
4. أشواق بن قدورة، "تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي"، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013.
5. الشبيري فارس ناصيف، غسان سالم الطالب، "مبادئ الإدارة المالية" دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.
6. الطاهر لطرش،" تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2010.
7. النص الكامل للمعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة في المؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2018.
8. بوراس أحمد، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
9. بومزايد إبراهيم، "المحاسبة المالية"، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2018.
10. جابر عبد العزيز، "بورصة الأوراق المالية: الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية"، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
11. حكيم فلوح محمد الساعدي، ثورة صادق حمادي المفرجي، محمد حسن عبد الكريم الحلي، "المصارف الإسلامية: مفاهيم أساسية وحالات تطبيقية"، بغدادي للكتب وللطباعة والنشر والتوزيع، بغداد، العراق، الطبعة الثانية، 2019، ص ص193-195.
12. خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، "مدخل إلى الأسوق المالية"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
13. دريد كامل آل شبيب، "إدارة مالية الشركات المتقدّمة" دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

14. دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
15. دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.
16. دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
17. رجم نصيب، لمياء عماني، سمية بن علي، "تقييم المؤسسات: دروس وتطبيقات محلولة"، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2018.
18. رضوان حلوة حنان، "بدائل القياس المحاسبي المعاصر"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003.
19. رفيق يونس المصري، "المذاهب الاقتصادية والاقتصاد الإسلامي"، دار القلم للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2013
20. رفيق يونس المصري، التمويل الإسلامي، دار القلم، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2012.
21. زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، "التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2010.
22. سالم صلال راهي الحسناوي، "الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية"، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2017.
23. سالم صلال راهي الحسناوي، "التأجير التمويلي وتطبيقات مختارة"، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015.
24. سعود جايد مشكور العامري، عبد الستار مصطفى الصياح، سعد مجيد الجنابي، "أساسيات الإدارة المالية الحديثة"، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى، 2021.
25. سلطان مونية،"السندات والأسهم والأوراق المالية"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2018.
26. سليمان ناصر، "التقنيات البنكية وعمليات الائتمان"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2012.
27. شريط صلاح الدين، "مبادئ الأسواق المالية"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.

28. طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.

29. طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005.

30. عبد القادر بحيح، "الشامل لتقنيات أعمال البنوك"، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2013.

31. عبد الله سالم، "الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة"، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، مصر، 1996.

32. عبد علي كاظم المعموري، "تاريخ الأفكار الاقتصادية"، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.

33. علي عبد القادر بن الضب، "مبادئ الهندسة المالية"، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى، 2020.

34. علي محمد أحمد أبو العز، "الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي"، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، سوريا، 2016.

35. فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، "مبادئ الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.

36. مبارك بن سليمان آل فواز، " الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، جامعة الملك بن عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2010.

37. مبارك لسلوس، "التسيير المالي: تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، الجزائر، الطبعة الثانية، 2004.

38. محمد أشرف دوابه، "الأسواق المالية الإسلامية"، دار المدرس، إسطنبول، تركيا، 2021.

39. محمد أشرف دوابه، "دراسات في الاقتصاد الإسلامي"، دار السلام للنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2010.

40. محمد حسين الوادي، حسين محمد سمحان، "المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 2012.

41. محمد دويدار، "مبادئ الاقتصاد السياسي: الأساسيات"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، الجزء الاوّل، 2003.

42. معراج هواري، حاج سعيد عمر،" التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس"، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2013.
43. مليكاوي مولود، "استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية"، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019.
44. منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر "، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة السادسة، 2007.
45. منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، "التحليل المالي: مدخل لصناعة القرارات"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2005.
46. ناجي جمّال، "مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2012.
47. نايف بن نهار، "مقدّمة في الصيرفة الإسلامية"، مؤسسة وعي للدراسات والأبحاث، قطر، الطبعة الأولى، 2020.
48. هشام كامل قشوط، "مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي: دراسة منهجية في الأسس النظرية والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2018.

1-2 الأطروحات:

1. بدراوي شهيناز، "تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية: دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعيّنة من 18 دولة نامية (2012-1980)"، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015.
2. جبوري محمد، "تأثير أنظمة سعر الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات البانل"، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.
3. موسو صراح، "تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر"S&P500 ، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2022.

1-3 المقالات:

1. إبراهيم الكراسنة، "البنوك الإسلامية: الإطار المفاهيمي والتحدّيات" معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2013، ص ص 01-40.

2. أحمد جاسم حميد، أشرف هاشم فارس، حسين غانم سعيد، "تحديد أثر الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد 34، 2016، ص ص 308-334.
3. أسماء بللعما، "التمويل الجماعي آلية مبتكرة لزيادة فرص تمويل المؤسسات الناشئة إشارة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 05، العدد 02، 2020، ص ص 01-20.
4. الطيب داودي، "نظريّة القيمة عند ابن خلدون"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 01، العدد 01، 2001، ص ص 25-39.
5. بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي، "أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج Tobin's Q : دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 10، العدد 01، 2019، ص ص 100-116.
6. بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي، "قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014-2018"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، 2021، ص ص 177-185.
7. بكاري بلخير، "أهمية مقاربة التدفقات في تقييم المؤسسة: دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات"، مجلة الباحث، المجلد 10، العدد 10، 2012، ص ص 239-247.
8. بهياني رضا، بختي فريد، "الحرية الاقتصادية والنمو الاقتصادي في الدول العربية: دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل الديناميكي خلال الفترة 2006-2017، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 01 مكرر (الجزء الثاني)، 2020، ص ص 192-211.
9. تامين عبد الكريم، حريد رامي، "أثر جائحة فيروس كورونا على رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية"، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 05، العدد 01، 2022، ص ص 92-114.
10. تقرارت يزيد، عمامرة ياسمينة، "تقييم صيغ التمويل الحديثة في المؤسسة الاقتصادية- المعالجة المحاسبية للتمويل التأجيري: نموذجا للمؤسسة الوطنية لمناجم الفوسفات Somiphos بولاية تبسة"، حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 34، العدد 02، 2020، ص ص 423-447.
11. ثامر علي النويران، "إدارة مخاطر الائتمان في القطاع المصرفي السعودي: دراسة مقارنة بين الإسلامية والتقليدية"، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2021، ص ص 104-126.

12. حجاب عيسى، عيشاوي وهيبة، "دور المستثمرين الملائكة في تمويل المشاريع المقاولاتية: دراسة حالة أوروبا خلال الفترة 2013-2016»، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدّمة، المجلد 04، العدد 01، 2019، ص ص 23-35

13. خالفي وهيبة، "مقارنة بين التمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية-دراسات اقتصادية-، المجلد 22، العدد 01، 2009، ص ص 185-197.

14. رابحي رانية كوثر، "تطور نظريّة القيمة في الفكر الاقتصادي والمالي"، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، المجلد 02، العدد 01، 2021، ص ص 153-172.

15. رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، "مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 06، العدد 10، 2018، ص ص 367-395.

16. رضوان العمار، دانيا إبراهيم غايا، "نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة: عرض وتحليل"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 06، 2018، ص ص 63-78.

17. سعيد بعزيز، طارق مخلوفي، تمويل المشاريع المصغرة بصيغة القرض الحسن في الجزائر، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 03، العدد 05، 2018، ص ص 98-119.

18. سعيداني سميرة، "التمويل الإسلامي الأصغر كمدخل لدعم التنمية المحلية"، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 04، العدد 01، 2017، ص ص 95-109.

19. سليم موساوي، "أثر التمويل عن طريق الائتمان المصرفي على الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة 1990-2013"، مجلة معارف، المجلد 10، العدد 19، 2015، ص ص 304-320.

20. سماح طلحي، عبد القادر عوادي، نسرين عوام، "دور عقد تحويل الفاتورة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 04، العدد 02، 2021، ص ص 381-394.

21. صالح صالحي، "الكفاءة التمويلية لصيغ الاستثمار وأساليب التمويل الإسلامية: مدخل مقارن مع آليات التمويل التقليدي"، مجلة المالية الإسلامية وتحدّيات التنمية، المجلد 02، العدد 01، 2013، ص ص 19-52.

22. صلاح الدين شريط، سفيان بلهادي، "الصيغة الرياضية لتكلفة التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 13، العدد 26، 2018، ص ص 01-14.

23. غربي حمزة، بدروني عيسى، "العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة"، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، 2019، ص ص 146-163.
24. فصيل شياد، "التمويل الجماعي الإسلامي فرص بديلة للتمويل العربي"، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 08، العدد 01، 2019، ص ص 236-259.
25. محمد بوجلال، شوقي بورقبة، "تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية: دراسة مقارنة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 23، العدد 02، 2010، ص ص 53-82.
26. محمد زرقون، نفيسة حجاج، صليحة غربي، "أثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم: دراسة حالة سوق باريس للفترة 2011-2014"، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 02، العدد 04، 2018، ص ص 146-165.
27. مديحة بخوش، "تطوّر مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي: من الحضارة اليونانية إلى اقتصاد المعرفة"، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 10، العدد 02، 2018، ص ص 193-204.
28. ملاك سلوى، بوخاري لحلو، "منصات التمويل الجماعي الإسلامي بين النظرية والتطبيق مع الإشارة إلى بعض النماذج الناجحة في الدول العربية"، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 10، العدد 01، 2020، ص ص 252-267.
29. مليكة زغيب، سفيان دلفوف، "تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمّع صيدال"، أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 06، العدد 12، 2012، ص ص 294-317.
30. نعيمة العربي، فوزية قديد،" الصكوك كتقنية حديثة وناجعة لجلب الأموال وأقل مخاطرة من السندات"، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 04، العدد 01، 2021، ص ص 389-404.
31. هبة عبد المنعم، رامي يوسف عبيد، "منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2020، ص ص 07-57.
32. هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى حسن، "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن): دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، 2010، ص ص 52-67.
33. وردة قريني، سعيدة بورديمة، " تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة: دراسة قياسية للمؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 05، العدد 02، 2022، ص ص 1017-1036.

34. وردة قريني، سعيدة بورديمة، "أثر تكلفة التمويل في القيمة السوقية لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2012-2019: دراسة قياسية باستخدام نماذج Panel Data"، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 06، العدد 01، 2022، ص ص 81-84.

35. يسرى مهدي حسن، زهرة خضير عباس، "السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية"، مجلة دراسات دولية، العدد 67، 2016، ص ص 23-69.

4-1 المداخلات :

1. بريكة السعيد، مسعي سمير، "تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافةEVA ، الملتقى الدولي الأول حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة المسيلة، 14-15 أبريل 2009، الجزائر.

II. قائمة المراجع الأجنبية:

2-1 Les Ouvrages

1. Achouche. K, Labanji. A, "Que vaut votre entreprise ? Diagnostic et Evaluation de L'entreprise", Edition SNC, Alger, Algérie, 1996.
2. Alain Coulaud," Diagnostic Financier et Evaluation Financière de L'entreprise ", Les Editions Démos, Paris, France, 2009.
3. Alain Pirotte, "Econométrie des Données de Panel : Théorie et Application", Edition Economica, Paris, France, 2011.
4. Alexander Haislip, "Essentials of Venture Capital", John Wiley & Sons, New York, United States, 2010.
5. Aljundali Abdulkader, Tatahi Motasam, "Economic and Financial Modelling with Eviews: A Guide for Students and Professionals (Statistics and Econometrics for Finance)", Springer, Cham, Switzerland, 1st Edition, 2018.
6. Aswath Damodaran, "Guide Pratique de la Finance D'entreprise", Edition De Boeck Supérieur, Wallonie, Belgique, 2010.
7. Benkrimi Karim, " Crédit Bancaire et Economie Financière ", El Dar El Othlania Edition et Distribution, Alger, Algérie, 2010.
8. Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon, "Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques", Editions Dunod, Paris, France, 6éme Edition, 2014.
9. Cheng Hsiao, "Analysis of Panel Data ", Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, 2nd Edition, 2003.
10. Chris brooks, "Introductory Econometrics for Finance", Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, 2nd Edition, 2008.

11. Christian Hoarau, "Analyse Financière et Evaluation des Entreprises et des Groupes,"Edition Vuibert, Paris, France, 2008.
12. Damodar N. Gujarati, "Econometrics by Examples", Edition Palgrave Macmilan, London, United Kingdom, 2011.
13. Dov Ogien, "Gestion Financière de L'entreprise", Edition Dunod, Paris, France, 2008.
14. Erik Biorn, "Econometrics of Panel Data: Methods and Applications", Oxford University Press, Oxford, United Kingdom, 2017.
15. François-Régis Mahieu, "William Petty 1623-1687 : Fondateur de L'économie Politique", Edition Economica, Paris, France, 1997.
16. Gélinier Octave, Gaultier André, "L'Avenir des entreprises personnelles et familiales", Editions Hommes et Techniques, Paris, France, 1974.
17. Georges legros, "L'évaluation des Entreprises", Edition Dunod, Paris, France, 2011.
18. Goaied Mohamed, Sassi Seifallah, "L'économétrie des Données de Panel sous Stata", Université de Carthage, Carthage, Tunisie, 1^{ér} Edition, 2012.
19. HIRIGOYEN Gérard, CABY Jérôme, "La Création de La Valeur de L'entreprise ", Edition Economica, Paris, France, 2^{éme} édition, 2001.
20. Jakob Vièl, Bredt Otto, Maurice Renard, "L'évaluation des Entreprises et des Parts D'entreprise : Guide Pratique, avec Des Exemples Numérique ", Edition Dunod, Paris, France, 3^{éme} édition Refondue, 1971.
21. Jean-Mark Béguin, Arnaud Bernard, "L'essentiel des Techniques Bancaires ", Edition Eyrolles, Paris, France, 2008.
22. Jean-Richard Sulzer, Sémiyou Adéléké, "Finance à Long Terme : Théories, Calculs et Exercices Corrigés", Edition Economica, Paris, France, 3^{éme} Edition, 2006.
23. Jonathan Berk, Peter DeMarzo, Gunther Capelle-Blancard, Nicolas Couderc, "Finance D'entreprise", Pearson Education, France, 2008.
24. Jouaber Snoussi Kaouther, Rigobert Marie-Josèphe, "TD Finance D'entreprise", Edition Dunod, Paris, France, 2007.
25. Lawrence j. Gitman, Chad j. Zutter, "Principles of Managerial Finance", Pearson Education, London, United Kingdom, 13rd Edition, 2010.
26. Maher Kooli, Fodil Adjaoud, Imed Chkir, Narjess Boubakri, "Finance D'entreprise : Evaluation et Gestion", Chenelière Education, Québec, Canada, 2013.

27. Moorad Choudhry, Didier Joannas, Gino Landuyt, Richard Pereira, Rod Pienaar, "Capital Market Instruments: Analysis and Valuation", Palgrave Macmilan, Basingstoke United Kingdom 3rd Edition, 2010.
28. Olivier Tabatoni, Pierre-A Michel, "L'évaluation de L'entreprise", Presses Universitaire de France, Paris, France, 1979.
29. Pascal Quiry, Maurizio Dallocchio, Yann Le Fur, Antonio Salvi "Corporate Finance: Theory and Practice", John Wiley & Sons, New York, United States, 2005.
30. Patrice Vizzavona, "Etudes de Cas Corrigées de Gestion Financière et D'évaluation des Entreprises", Edition Atol, Paris, France, Tome 03, 1990.
31. Patrice Vizzavona, "Pratique de Gestion : Evaluation des Entreprises", Edition Berti, Tipaza, Algérie, Tome 03, 1990.
32. Patrick Sevestre, Alain Trogon, "The Econometrics of Panel Data: Handbook of Theory and Applications", Springer, Heidelberg, Netherlands, 1992.
33. Peyrard Josette,"La Bourse", Vuibert Entreprise, Paris, France, 9éme Edition, 2000.
34. Pierre Vernimmen, "Finance D'entreprise", Edition Dalloz, Paris, France, 14éme Edition, 2014.
35. Régis Bourbonnais, "Econométrie", Edition Dunod, Paris, France, 7éme Edition, 2009.
36. Robert Brien, Jean Senécal, Marc Sakaitis, Pierre Veillette, "Analyse Financière et Gestion Budgétaire", Chenelière Education, Québec, Canada, 2017.
37. Roland Gillet, André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlink, Hugues Pirotte, "Finance", Pearson Education, Paris, France, 2éme Edition, 2009.
38. Thauvron Arnaud, "Evaluation D'entreprise", Edition Economica, Paris, France, 4éme édition, 2013.
39. Thauvron Arnaud, Annaïck Guyvarc'h, "DSCG2 Finance : Manuel", Editions Foucher, Paris, France, 2008.
40. William H. Greene, "Econometric Analysis", Pearson Education, United Kingdom, 5th Edition, 2002.

2–2 Les Articles

1. Adesoji Adetunji, Abayomi Aienyemi, Olalekan Rasheed,"Financial Leverage and Firm's Value: A Study of Selected Firms in Nigeria ", European Journal of Research and Reflection in Management Sciences, Vol 04, No 01, 2016, pp14-32.

2. Ait Sahed Imene, Ait Mohammed Mourad, "L'effet de L'endettement sur La Rentabilité de L'entreprise", Revue D'études Economiques et Financières, Vol 11, No 01, 2018, pp292-302.
3. Alan Kraus, Robert H. Litzenberg, "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage", The Journal of Finance, Vol 28, No 04, 1973, pp911-922.
4. Alayermi Sunday, Oyeleye O.A, Adeoye E.T, "Factoring as Financing Alternative: Reasons for Non Patronage in Nigeria", American Journal of Economics, Finance and Management, Vol 01, N05, 2015, pp 503-509.
5. Alina Dibrova, "Business Angel Investments: Risks and Opportunities ", Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol 207, Special Issue, 2015, pp280-289.
6. Al-Najjar Basil, Al-Najjar Dana, "The Impact of External Financing on Firm Value and Corporate Governance Index: SME Evidence", Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol 24, No 02, 2017, pp01-30.
7. Andrew Levin, Chien-Fu Lin, Chia-Shang James Chu, "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties", Journal of Econometrics, No 108, 2002, pp 01-24.
8. Anna Sumaryati, Nila Tristiarini, "The Influence of Cost of Equity on Financial Distress and Firm Value", Advances in Economics, Business and Management Research, Vol 46, 2017, pp194-197.
9. Anneleen Michiels, Jelle Schepers, Pieter Vandekerkhof, Alessandro Cirillo, "Leasing as an Alternative Form of Financing within Family Businesses: The Important Advisory Role of the Accountant", Sustainability, Vol 13, Issue 12, 2021, pp 01-17.
10. Augustina Kurniasih, Muhamad Rustam, Heliantono, Endri Endri "Cost of Capital and Firm Value: Evidence from Indonesia", Investment Management and Financial Innovations, Vol 19, No 04, 2022, pp14-22.
11. Auwalu Sani Ibrahim, Hadiza Sabo, Sunusi Kabiru, Sharafuddeen Ibrahim Abubakar, "Equity Financing and Firm Value in Nigeria", International Journal of Research and Innovation in Social Science, Vol 04, No 07, 2020, pp267-269.
12. Auwalu Sani Ibrahim, Isma'il Tijjani Idris, "Moderating Effects of Cost of Capital, on Debt Financing and Firm Value in Nigeria", International Journal of Research and Scientific Innovation, Vol 07, No 06, 2020, pp156-159.

13. Auwalu Sani Ibrahim, Muazu Saidu Badara, "Moderating Effects of Cost of Capital on Equity Financing and Firm Value in Nigeria", Academic Journal of Economic Studies, Vol 04, No 01, 2018, pp164-167.
14. Aykut Karakaya, Ayten Turan Kurtaran, Ahmet Kurtaran, "Firm Value and External Financing Needs" , International Journal of Economics and Finance, Vol 09, No 06, 2017, pp69-81.
15. Azhar Uddin, James L. Slaydon, "The Relationship Between Firm Value and Long-Term Debt Examining Large S&P100 Companies", Journal of Finance and Accountancy, Vol 24, 2018, pp01-07.
16. Budi Sasongko, "The Effect of Debt Equity Ratio, Dividend Payout Ratio, and Profitability on The Firm Value ", The International Journal of Business Management and Technology, Vol 03, No 05, 2019, pp104-109.
17. Chabane Asaad, "Analyse sur le factoring en Algérie : Quel Impact sur Le Financement des PME ?", le Cercle d'Action et de Réflexion autour de l'Entreprise – CARE –, Algérie, 2021, pp01-68.
18. Chaleeda, MD Aminul Islam, Tunku Salha Tunku Ahmad, Anas Najeeb Mosa Ghazalat,"The Effect of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia", International Journal of Economics and Finance, Vol 11, No 03, 2019, pp127-135.
19. Dagobert Ngongang, Annette Motsoguem, "Analyse du Recours au Capital-Risque par les PME Camerounaises ", Journal of Academic Finance, Vol 08, N 01, 2017, pp01-23.
20. Dan Galai, Ronald W. Masulis, "The Option Pricing Model and Risk Factor of Stock", Journal of Financial Economics, Vol 03, No 1-2, 1976, pp53-81.
21. Deuis Kartinah, Dicky Jhoansyah, Faizal Mulia Z, "Analyze Return on Equity and Weighted Average Cost of Capital Linkages to Firm Value", Jurnal Manajemen dan Bisnis, Vol 05, No 01, 2021, pp01-06.
22. El Kihal Amal, Hattab Samia, "Le Financement par Capital Risque au Maroc", Revue Internationale des Sciences de Gestion, Vol 02, N 04, 2019, pp291-305.
23. Ezzat Molouk Kenawy, Mohamed Fathy Abd-el Ghany, "The Economic Importance of Venture Capital as New Funding Alternative with Reference to The Egyptian Experience ", Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol 02, Issue 04, 2012, pp3598-3606.

24. Feng Li-lin, Tsangyao Chang, "Does Debt Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis", Applied Economics, Vol 43, No 01, 2011, pp117-128.
25. Fischer Black, Myron Scholes, "The Valuation of Options Contracts and A Test of Market Efficiency", The Journal of Finance, Vol 27, No 02, 1972, pp399-417.
26. Franco Modigliani, Merton Miller, "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction", The American Economic Review, Vol 53, No 03, 1963, pp433-443.
27. Franco Modigliani, Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", The American Economic Review, Vol 48, No 03, 1958, pp261-297.
28. G.S Maddala, Shaowen Wu, "A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A New Simple Test" , Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Special Issue, 1999, pp631-652.
29. Gérard Charreaux, "Théorie Financière et Stratégie Financière", Revue Francaise de Gestion, Vol 32, No 160, 2006, pp109-137.
30. Halil D. Kaya, "Cost of Capital and Its Components: An Application", International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol 06, No 05, 2016, pp246-257.
31. Hirigoyen Gérard, CABY Jérôme, "Histoire de La Valeur en Finance D'entreprise", Cahiers de Recherches de CREF, Université de Bordeaux 4, France, 1998, pp01-51.
32. Imad Zeyad Ramadan, "Leverage and The Jordanian Firms' Value: Empirical Evidence", International Journal of Economics and Finance, Vol 07, No 04, 2015, pp75-81.
33. Imran Ali Khan, Adnan Ahmad, Nishad Hussain, Muhammad Ilyas, Amna Niaz,"How Cost of Capital Moderates when Firms Use Equity Financing to Increase Firm Value: Empirical Evidence from Pakistan", Webology, Vol 19, No 01, 2022, pp8534-8548.
34. J.A Hausman, "Specification Tests in Econometrics", Econometrica, Vol 46, No 06, 1978, pp1251-1271.
35. Jagtap Manisha Vikas, "Analysis of Capital Mix & Cost of Capital with Reference to Cooperatives: A Case Study", Tactful Management Research Journal, Vol 01, No 10, 2013, pp01-08.

36. Javad Afrasiabishani, Hamed Ahmadinia, Elham Hesami, " A Comprehensive Review on Capital Structure Theories ", School of Doctoral Studies European Union Journal, No 04, 2012, pp03-26.
37. Kyung So Im, M. Hashem Pesaran, Yongcheol Shin, "Testing for Unit Roots test in Heterogeneous Panels", Journal of Econometrics, No 115, 2003, pp 53-74.
38. Małgorzata Wilczyńska, "Factoring as a Source of External Financing of Enterprises in Poland", Perspectives Journal on Economic issues, N02, 2015, pp18-35.
39. Merton H. Miller, "Debt and Taxes", The Journal of Finance, Vol 32, No 02, 1977, pp261-275.
40. Meysam Kaviani, Seyed Reza Seyednezhad Fahim, Maryam Batebi Mohammadali Kheyrkrar Keshavarz, "Explaining Analysis of The Relationship Between Capital Structure, Cost of Capital and Yield Base Value", International SAMANM Journal of Finance and Accounting, Vol 02, No 01, 2014, pp01-17.
41. Michael C. Jensen, William H. Meckling, " Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ", Journal of Financial Economics, Vol 03, 1976, pp305-360.
42. Moeen Naseer Butt, Ahmed S. Baig, Fazal Jawad Seyyed, "Tobin's Q Approximation as A Metric of Firm Performance: An Empirical Evaluation", Journal of Strategic Marketing, 2021, pp532-548.
43. Mondher Bellalah, Bertrand Jacquillat, "Option Valuation with Information Costs: Theory and Tests", The Financial Review, Vol 30, No 03, 1995, pp617-635.
44. Muhammad Huzaifah Kamaruddin, Muhammad Shahrul Ifwat Ishak, " Islamic Crowdfunding Platform as An Alternative Book Fundrasing Malaysia ", International of Islamic Economics and Finance Research, Vol03, N02, 2020, pp11-25.
45. Muhammed Asghar Khan, Raja Rehan, Imran Umer Chhapra, Abdul Basit Sohail, "Capital Structure Theories: A Comprehensive Review", Innovation, Technology and Management Journal, Vol 11, No 03, 2021, pp1562-1574.
46. Muhammed Shadab Abdul Sattar, "Cost of Capital-The Effect to The Firm Value and Profitability: Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index", Journal of Poverty, Investment and Development, Vol 17, 2015, pp24-28.

47. N. Subramani, K. Uma, L. Leo Franklin, "Cost of Internal and External Equity with Special Reference to Ramco Cements, Alathiyar, Ariyalur, Tamil Nadu", International Journal of Multidisciplinary Research, Vol 02, No 04, 2012, pp163-169.
48. Nemiraja Jadiyappa, L. Emily Hickman, Pavana Jyothi, Narender Vunyale, Bhanu Sireesha, "Does Debt Diversification Impact Firm Value? Evidence From India", International Review of Economics and Finance, Vol 67, 2020, pp362-377.
49. Nor Edi Azhar Binti Mohamed, Noriza Binti Moh Saad, "Cost of Capital-The Effect to Firm Value and Profitability Performance in Malaysia ", International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol 02, No 04, 2012, pp54-63.
50. Rindi Hariyanur, Ratna Septiyanti, Agus Zahron Idris,"The Effect of Investment and Financing Decision, Dividend Policy and Cost of Capital on Indonesian Firm Value ", Asian Journal of Economics and Business Management, Vol 01, No 02, 2022, pp73-81.
51. Shamsuddeen Muhammed Ahmad, Rosni Bakar, MD Aminul Islam "The Effect of Debt Financing on Firm Value: A Panel Data Approach", Albukhary Social Business Journal, Vol 01, No 02, 2020, pp35-44.
52. Stephen A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach" , The Bell Journal of Economics, Vol 08, No 01, 1977.
53. Stewart C. Myers,"The Capital Structure Puzzle", Vol 39, No 03, 1984, pp575-592.
54. T.S Breusch, A.R Pagan, "The Lagrange Multiplier Test and Its Application to Model Specification in Econometrics ", The Review of Economic Studies, Vol 47, No 01, Econometrics Issue, 1980, pp239-253.
55. Waheed Akhtar, Fawad Ali Khan, Adnan Shahid, Jehangir Ahmad, "Effects of Debt on Value of Firm", Journal of Accounting and Marketing, Vol 05, No 04, 2016, pp 01-04.

2–3 Les Communications

1. Anna Motylska-Kuzma, « The Cost of Crowdfunding Capital », 3rd International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts, Albena, Bulgaria, 24-30 August 2016.

2. Priyankara P.M.C, Gunasekera U.L.T.P, "Cost of Capital and Total Debt Ratio Affecting to The Total Value of The Firm: Special Reference with Top Capitalization Companies ", 2nd International Conference for Accounting Researchers and Educators, 2016, p48.
3. Xu Lixin, Chen Lin, "The Relationship Between Debt Financing and Market Value of Company: Empirical Study of Listed Real Estate Company of China" , Proceedings of The 7th International Conference on Innovation & Management, 2010, pp 2043-2047.

2-4 Working Papers

1. Asian Development Bank Institute, "Green Bonds for Financing Renewable Energy and Energy Efficiency in Southeast Asia: A Review of Policies", Working Paper Series, No 1073, January 2020.
2. Norman V. Loayza, "A Test of International Convergence Hypothesis Using Panel Data", ¨Policy Research Working Paper, N°1333, The World Bank, 1994.
3. Pablo Fernandez, "Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuations", Working Paper No 449, IESE Business School, University of Navarra, Spain, January 2004.

2-5 Les Sites Web

1. https://kfknowledgebank.kaplan.co.uk/acca/chapter-16-capital-structure
2. https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/reverse-factoring
3. https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement.html/content/dam/ifrs/publications/html-standards/english/2022/issued/ifrs13/#about
4. https://www.taxmann.com/post/blog/financial-management-financial-capital-structure

الملاحق

الملحق رقم 01: قائمة المؤسسات محل الدراسة وقطاعات نشاطها

N°	Company	Number	Symbol	Sector
1	Boustead Holdings Berhad	2771	BSTEAD	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
2	Hil Industries Berhad	8443	HIL	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
3	Industronics Berhad	9393	ITRONIC	TECHNOLOGY
4	Ivory Properties Group Berhad	5175	IVORY	PROPERTY
5	Kamdar Group (M) Bhd	8672	KAMDAR	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
6	Keck Seng (Malaysia) Berhad	3476	KSENG	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
7	Landmarks Berhad	1643	LANDMRK	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
8	Luster Industries Bhd	5086	LUSTER	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
9	Magna Prima Berhad	7617	MAGNA	PROPERTY
10	Majuperak Holdings Berhad	8141	MJPERAK	PROPERTY
11	Malayan Flour Mills Berhad	3662	MFLOUR	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
12	Muda Holdings Berhad	3883	MUDA	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
13	Oceancash Pacific Berhad	49	OCNCASH	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
14	OCK Group Berhad	172	OCK	TELECOMMUNICATIONS & MEDIA
15	Oriental Holdings Berhad	4006	ORIENT	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
16	OSK Holdings Berhad	5053	OSK	PROPERTY
17	Perdana Petroleum Berhad	7108	PERDANA	ENERGY
18	Petron Malaysia Refining & Marketing Bhd	3042	PETRONM	ENERGY
19	Rapid Synergy Berhad	7765	RAPID	PROPERTY
20	Tan Chong Motor Holdings Berhad	4405	TCHONG	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
21	Teo Seng Capital Berhad	7252	TEOSENG	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
22	Texchem Resources Bhd	8702	TEXCHEM	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
23	Tomei Consolidated Berhad	7230	TOMEI	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
24	Tomypak Holdings Berhad	7285	TOMYPAK	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
25	TPC Plus Berhad	7176	TPC	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
26	Tropicana Corporation Berhad	5401	TROP	PROPERTY
27	Uoa Real Estate Investment	5110	UOAREIT	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
28	Wang-Zheng Berhad	7203	WANGZNG	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
29	YNH Property Bhd	3158	YNHPROP	PROPERTY
30	7-Eleven Malaysia Holdings Berhad	5250	SEM	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
31	AbleGroup Berhad	7086	ABLEGRP	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
32	Advance Synergy Berhad	1481	ASB	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
33	Axiata Group Berhad	6888	AXIATA	TELECOMMUNICATIONS & MEDIA
34	Bertam Alliance Berhad	9814	BERTAM	PROPERTY
35	Box-Pak (Malaysia) Bhd.	6297	BOXPAK	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
36	BTM Resources Berhad	7188	BTM	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
37	Bumi Armada Berhad	5210	ARMADA	ENERGY
38	Can-One Bhd	5105	CANONE	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
39	CARLSBERG Brewery	2836	CARLSBG	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES

	Malaysia Berhad			
40	D&O Green Technologie Berhad	7204	D&O	TECHNOLOGY
41	Deleum Berhad	5132	DELEUM	ENERGY
42	FARLIM GROUP (MALAYSIA) BHD	6041	FARLIM	PROPERTY
43	FOCUS LUMBER BERHAD	5197	FLBHD	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
44	GENTING BERHAD	3182	GENTING	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
45	GENTING MALAYSIA BERHAD	4715	GENM	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
46	GOPENG BERHAD	2135	GOPENG	PLANTATION
47	GRAND CENTRAL ENTERPRISES BHD	5592	GCE	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
48	GUAN CHONG BERHAD	5102	GCB	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
49	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	3034	HAPSENG	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
50	HEITECH PADU BERHAD	5028	HTPADU	TECHNOLOGY
51	FORMOSA PROSONIC INDUSTRIES	9172	FPI	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
52	GE-SHEN CORPORATION BERHAD	7197	GESHEN	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
53	KNM GROUP BHD	7164	KNM	ENERGY
54	LYSAGHT GALVANIZED STEEL BERHA	9199	LYSAGHT	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
55	ANN JOO RESOURCES BERHAD	6556	ANNJOO	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
56	MALAYSIA SMELTING CORPORATION BERHAD	5916	MSC	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
57	LBI CAPITAL BERHAD	8494	LBICAP	PROPERTY
58	Heveaboard BERHAD	5095	HEVEA	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
59	HO HUP CONSTRUCTION COMPANY BERHAD	5169	HOHUP	CONSTRUCTION
60	TEK SENG HOLDINGS BERHAD	7200	TEKSENG	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
61	HWA TAI INDUSTRIES BHD	8478	HWATAI	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
62	INNOPRISE PLANTATIONS BERHAD	6262	INNO	PLANTATION
63	AEON CO. (M) BHD	6599	AEON	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
64	Jadi Imaging Holdings Berhad	7223	JADI	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
65	JHM Consolidation Berhad	127	JHM	TECHNOLOGY
66	Karyon Industries Berhad	54	KARYON	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
67	Khind Holdings Berhad	7062	KHIND	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
68	QUALITY CONCRETE HOLDINGS BHD	7544	QUALITY	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
69	MIECO CHIPBOARD BHD	5001	MIECO	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
70	OCB BHD	5533	OCB	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
71	PNE PCB Berhad	6637	PNEPCB	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
72	KUB MALAYSIA BHD	6874	KUB	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
73	ENRA GROUP BHD	8613	ENRA	PROPERTY

74	MASTER PACK GROUP BERHAD	7029	MASTER	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
75	EKSONS CORPORATION BHD	9016	EKSONS	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
76	BATU KAWAN BHD	1899	BKAWAN	PLANTATION
77	MARCO HOLDINGS BERHAD	3514	MARCO	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
78	SUNSURIA BERHAD	3743	SUNSURIA	PROPERTY
79	BRITISH AMERICAN TOBACCO (M)	4162	BAT	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
80	PAN MALAYSIA CORPORATION BHD	4081	PMCORP	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
81	PAN MALAYSIA HOLDINGS BHD	1287	PMHLDG	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
82	TURIYA BHD	4359	TURIYA	TECHNOLOGY
83	MESB BEHRAD	7243	MESB	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
84	PROLEXUS BERHAD	8966	PRLEXUS	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
85	PENSONIC HOLDINGS BHD	9997	PENSONI	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
86	FAR EAST HOLDINGS BHD	5029	FAREAST	PLANTATION
87	YINSON HOLDINGS BHD	7293	YINSON	ENERGY
88	NYLEX (M) BHD	4944	NYLEX	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
89	VERSATILE CREATIVE BHD	4995	VERSATL	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
90	DIALOG GROUP BHD	7277	DIALOG	ENERGY
91	REX INDUSTRY BHD	9946	REX	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
92	UPA CORPORATION BHD	7757	UPA	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
93	BERMAZ AUTO BERHAD	5248	BAUTO	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
94	SMIS CORPORATION BHD	7132	SMISCOR	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
95	SKP RESOURCES BHD	7155	SKPRES	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
96	ORNAPAPER BHD	5065	ORNA	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
97	OPENSYS (M) BHD	40	OPENSYS	TECHNOLOGY
98	POH KONG HOLDINGS BHD	5080	POHKONG	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
99	SYSTECH BHD	50	SYSTECH	TECHNOLOGY
100	A-RANK BERHAD	7214	ARANK	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
101	GREEN PACKET BHD	82	GPACKET	TELECOMMUNICATIONS & MEDIA
102	NOTION VTEC BHD	83	NOTION	TECHNOLOGY
103	IQ GROUP HOLDINGS BHD	5107	IQGROUP	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
104	BSL CORPORATION BERHAD	7221	BSLCORP	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
105	TOWER REITS	5111	TWRREIT	PROPERTY
106	TH PLANTATIONS BHD	5112	THPLANT	PLANTATION
107	AMFIRST REITS	5120	AMFIRST	PROPERTY
108	RIMBUNAN SAWIT BHD	5113	RSAWIT	PLANTATION
109	MICROLINK SOLUTIONS BHD	126	MICROLN	TECHNOLOGY
110	WELLCALL HOLDINGS BHD	7231	WELLCAL	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES

111	AL-AQAR HEALTHCARE REIT	5116	ALAQAR	PROPERTY
112	GREENYIELD BHD	136	GREENYB	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
113	HEKTAR REITS	5121	HEKTAR	PROPERTY
114	MY E.G. SERVICES BHD	138	MYEG	TECHNOLOGY
115	RESINTECH BHD	7232	RESINTC	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
116	FIAMMA HOLDINGS BHD	6939	FIAMMA	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
117	LAY HONG BHD	9385	LAYHONG	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
118	OMESTI BHD	9008	OMESTI	TECHNOLOGY
119	MILUX CORPORATION BHD	7935	MILUX	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
120	JERASIA CAPITAL BHD	8931	JERASIA	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
121	FITTERS DIVERSIFIED BHD	9318	FITTERS	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
122	MULPHA INTERNATIONAL BHD	3905	MULPHA	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
123	EUPE CORPORATION BHD	6815	EUPE	PROPERTY
124	POH HUAT RESOURCES HOLDINGS	7088	POHUAT	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
125	MHC PLANTATIONS BHD	5026	MHC	PLANTATION
126	LII HEN INDUSTRIES BHD	7089	LIIHEN	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
127	WHITE HORSE BHD	5009	WTHORSE	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
128	OKA CORPORATION BHD	7140	OKA	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
129	AE MULTI HOLDINGS BHD	7146	AEM	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
130	DIGISTAR CORPORATION BHD	29	DIGISTA	TECHNOLOGY
131	SCGM BHD	7247	SCGM	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
132	UZMA BHD	7250	UZMA	ENERGY
133	SAMCHEM HOLDINGS BERHAD	5147	SAMCHEM	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
134	HOMERITZ CORPORATION BERHAD	5160	HOMERIZ	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
135	TAMBUN INDAH LAND BERHAD	5191	TAMBUN	PROPERTY
136	CENSOF HOLDINGS BERHAD	5195	CENSOF	TECHNOLOGY
137	UOA DEVELOPMENT BERHAD	5200	UOADEV	PROPERTY
138	DATASONIC GROUP BERHAD	5216	DSONIC	TECHNOLOGY
139	MATRIX CONCEPTS HOLDINGS BHD	5236	MATRIX	PROPERTY
140	REACH ENERGY BHD	5256	REACH	ENERGY
141	MALAYSIA MARINE and HEAVY ENGINEERING HOLDINGS BERHAD	5186	MHB	ENERGY
142	MAXIS Berhad	6012	MAXIS	TELECOMMUNICATIONS & MEDIA
143	MSM Malaysia Holdings Berhad	5202	MSM	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
144	Naim Holdings Berhad	5073	NAIM	PROPERTY

145	New Hoong Fatt Holdings Berhad	7060	NHFATT	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
146	NPC Resources Berhad	5047	NPC	PLANTATION
147	SUNWAY BERHAD	5211	SUNWAY	INDUSTRIAL PRODUCTS & SERVICES
148	TAFI INDUSTRIES BHD	7211	TAFI	CONSUMER PRODUCTS & SERVICES
149	TELEKOM MALAYSIA BHD	4863	TM	TELECOMMUNICATIONS & MEDIA
150	TSH RESOURCES BHD	9059	TSH	PLANTATION

الملحق رقم 02: الخصائص الإحصائية لمتغيّرات الدراسة

Date: 02/11/24 Time: 13:35
Sample: 2015 2022

	SIZE	CE	CD	FV	PFT	WACC
Mean	13.53024	8.092775	3.920842	12.89881	4.254055	6.653833
Median	13.35421	7.700000	3.700000	12.62198	0.110000	6.100000
Maximum	18.44547	43.00000	37.20000	17.98322	318.7000	22.40000
Minimum	0.965991	-6.820000	-0.600000	9.203215	-194.4700	-6.800000
Std. Dev.	1.583810	4.501548	2.316313	1.783858	22.99504	3.449435
Skewness	-0.253627	0.719849	4.655451	0.624212	6.806150	0.650521
Kurtosis	8.889544	6.612797	53.45580	3.084920	84.11641	5.039250
Jarque-Bera	1747.202	756.2517	131624.0	78.28869	338258.4	292.5625
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	16236.29	9711.330	4705.010	15478.58	5104.866	7984.600
Sum Sq. Dev.	3007.636	24296.46	6433.003	3815.399	633997.5	14266.42
Observations	1200	1200	1200	1200	1200	1200

الملحق رقم 03: مصفوفة الارتباط بين متغيّرات الدراسة

	FV	CD	CE	WACC	PFT	SIZE
FV	1.000000	-0.039345	-0.079169	-0.006965	0.024864	0.372507
CD	-0.039345	1.000000	0.005996	0.102212	-0.069453	-0.010500
CE	-0.079169	0.005996	1.000000	0.805841	-0.041575	-0.013552
WACC	-0.006965	0.102212	0.805841	1.000000	-0.053308	-0.022459
PFT	0.024864	-0.069453	-0.041575	-0.053308	1.000000	0.026533
SIZE	0.372507	-0.010500	-0.013552	-0.022459	0.026533	1.000000

الملحق رقم 04: نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: FV
Method: Panel Least Squares
Date: 09/13/23 Time: 10:56
Sample: 2015 2022
Periods included: 8
Cross-sections included: 150
Total panel (balanced) observations: 1200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.444697	0.427160	17.42838	0.0000
CE	-0.089611	0.017926	-4.999022	0.0000
CD	-0.040528	0.020780	-1.950348	0.0514
WACC	0.098079	0.023525	4.169233	0.0000
PFT	0.000933	0.002068	0.451073	0.6520
SIZE	0.419922	0.029931	14.02961	0.0000

Root MSE	1.636358	R-squared	0.157833
Mean dependent var	12.89881	Adjusted R-squared	0.154307
S.D. dependent var	1.783858	S.E. of regression	1.640465
Akaike info criterion	3.832823	Sum squared resid	3213.202
Schwarz criterion	3.858274	Log likelihood	-2293.694
Hannan-Quinn criter.	3.842410	F-statistic	44.75432
Durbin-Watson stat	0.470956	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم 05: نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: FV
Method: Panel Least Squares
Date: 09/13/23 Time: 10:57
Sample: 2015 2022
Periods included: 8
Cross-sections included: 150
Total panel (balanced) observations: 1200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.51101	0.425565	24.69894	0.0000
CE	-0.016381	0.013123	-1.248245	0.2122
CD	-0.014557	0.015139	-0.961606	0.3365
WACC	0.036634	0.017251	2.123613	0.0339
PFT	-0.000327	0.001965	-0.166523	0.8678
SIZE	0.172583	0.030889	5.587200	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.809002	R-squared	0.794155
Mean dependent var	12.89881	Adjusted R-squared	0.763820
S.D. dependent var	1.783858	S.E. of regression	0.866927
Akaike info criterion	2.672304	Sum squared resid	785.3819
Schwarz criterion	3.329772	Log likelihood	-1448.382
Hannan-Quinn criter.	2.919967	F-statistic	26.17941
Durbin-Watson stat	1.628297	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم 06: نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: FV
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 09/13/23 Time: 10:58
Sample: 2015 2022
Periods included: 8
Cross-sections included: 150
Total panel (balanced) observations: 1200
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.00883	0.416725	24.01783	0.0000
CE	-0.022731	0.012847	-1.769324	0.0771
CD	-0.017624	0.014822	-1.189092	0.2346
WACC	0.041557	0.016888	2.460755	0.0140
PFT	-2.77E-05	0.001868	-0.014810	0.9882
SIZE	0.211869	0.029030	7.298353	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	1.382380	0.7177
Idiosyncratic random	0.866927	0.2823

Weighted Statistics

Root MSE	0.870175	R-squared	0.047299
Mean dependent var	2.792148	Adjusted R-squared	0.043309
S.D. dependent var	0.891886	S.E. of regression	0.872359
Sum squared resid	908.6460	F-statistic	11.85567
Durbin-Watson stat	1.426435	Prob(F-statistic)	0.000000

Unweighted Statistics

R-squared	0.112322	Mean dependent var	12.89881
Sum squared resid	3386.846	Durbin-Watson stat	0.382694

الملحق رقم 07: نتائج اختبار Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	21.680317	(149,1045)	0.0000
Cross-section Chi-square	1690.623746	149	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: FV
Method: Panel Least Squares
Date: 09/13/23 Time: 17:36
Sample: 2015 2022
Periods included: 8
Cross-sections included: 150
Total panel (balanced) observations: 1200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.444697	0.427160	17.42838	0.0000
CE	-0.089611	0.017926	-4.999022	0.0000
CD	-0.040528	0.020780	-1.950348	0.0514
WACC	0.098079	0.023525	4.169233	0.0000
PFT	0.000933	0.002068	0.451073	0.6520
SIZE	0.419922	0.029931	14.02961	0.0000

Root MSE	1.636358	R-squared	0.157833
Mean dependent var	12.89881	Adjusted R-squared	0.154307
S.D. dependent var	1.783858	S.E. of regression	1.640465
Akaike info criterion	3.832823	Sum squared resid	3213.202
Schwarz criterion	3.858274	Log likelihood	-2293.694
Hannan-Quinn criter.	3.842410	F-statistic	44.75432
Durbin-Watson stat	0.470956	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم 08: نتائج اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	20.010620	6	0.0012

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
CE	-0.016381	-0.022731	0.000007	0.0178
CD	-0.014557	-0.017624	0.000009	0.3195
WACC	0.036634	0.041557	0.000012	0.1619
PFT	-0.000327	-0.000028	0.000000	0.6232
SIZE	0.172583	0.211869	0.000111	0.0002

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: FV
Method: Panel Least Squares
Date: 09/13/23 Time: 18:03
Sample: 2015 2022
Periods included: 8
Cross-sections included: 150
Total panel (balanced) observations: 1200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.51101	0.425565	24.69894	0.0000
CE	-0.016381	0.013123	-1.248245	0.2122
CD	-0.014557	0.015139	-0.961606	0.3365
WACC	0.036634	0.017251	2.123613	0.0339
PFT	-0.000327	0.001965	-0.166523	0.8678
SIZE	0.172583	0.030889	5.587200	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.809002	R-squared	0.794155
Mean dependent var	12.89881	Adjusted R-squared	0.763820
S.D. dependent var	1.783858	S.E. of regression	0.866927
Akaike info criterion	2.672304	Sum squared resid	785.3819
Schwarz criterion	3.329772	Log likelihood	-1448.382
Hannan-Quinn criter.	2.919967	F-statistic	26.17941
Durbin-Watson stat	1.628297	Prob(F-statistic)	0.000000