

دراسة تحليلية للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة (دليل من الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية)

An analytical study of the Relationship between the Financial structure and the value of the company (Evidence from industrial companies listed on the Egyptian Stock Exchange)

طبيي حمزة¹، بخاوة محمد الأمين²

¹ جامعة الأغواط، مخبر دراسات التنمية الاقتصادية، الجزائر، h.taibi@lagh-univ.dz

² جامعة الأغواط، مخبر دراسات التنمية الاقتصادية، الجزائر ، m.bekhaoua@lagh-univ.dz

تاريخ النشر: 2023/03/15

تاريخ القبول: 2023/03/14

تاريخ الاستلام: 2022/04/15

ملخص:

هدفت الدراسة إلى إختبار وتحليل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وكذا قياس أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، تكونت عينة الدراسة من 11 شركة صناعية مدرجة بالبورصة المصرية، خلال الفترة من 2014-2019 بمجموع 66 مشاهدة، وقد توصلت الدراسة للنتائج التالية: وجود علاقة عكسية معنوية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وكذا وجود أثر معنوي سلبى للهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

كلمات مفتاحية: هيكل مالي، قيمة المؤسسة، نظريات السلوك التمويلي، بورصة مصرية.

تصنيفات JEL: G32، G10

Abstract:

The study aimed to test and analyze the relationship between the financial structure and the value of the company, as well as measuring the impact of the financial structure on the value of the company. The study sample consisted of 11 industrial companies listed on the Egyptian Stock Exchange, during the period from 2014-2019, with of 66 views. The study reached the following results: there is a reverse significant relationship between the financial structure and the value of the company, as well as a negative significant impact of the financial structure on the value of the company.

Keywords: value of company; financial structure; financial behavior theories; Egyptian Exchange.

Jel Classification Codes: G32, G10

1. مقدمة:

يعتبر قرار التمويل واختيار توليفة الهيكل المالي المناسبة من أكثر القرارات أهمية ضمن السياسة المالية للمؤسسة، أي مزيج التمويل الذي يعمل تدنية المخاطر وتخفيض التكلفة، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، وكما هو معروف تتكون لدى المؤسسة عدة موارد لتمويل هيكلها المالي، سواء كان تمويل خارجي أو داخلي، ديون أو حقوق الملكية. فمن الناحية النظرية برزت عدة مداخل ونظريات والتي حاولت تفسير سلوك الهيكل التمويلي من خلال التحقق من مدى إمكانية الوصول للهيكل المالي الأمثل ومنه استنتاج مدى تأثيره على قيمة المؤسسة، بداية من مودجيلياني وميلر، أما من الناحية العملية فهناك عدة عوامل تتحكم في ذلك نجد من بينها، طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة، ومعدل النمو، وحجم أصولها، وحتى تتمكن المؤسسة من الحصول على أموال لدعم مركزها المالي فيجب أن تتوفر فيها بعض المتطلبات والمتمثلة في محددات بناء الهيكل المالي (شلاش، البقوم، & العون، 2006)، والتي لا شك أنها تختلف من مؤسسة لأخرى، في المقابل هناك تحديات وصعوبات تواجه إدارة المؤسسة أثناء إختيارها لتوليفة مثلي هيكلها المالي، ونسبة كل عنصر فيه، مع ضرورة الأخذ بالحسبان للعائد والمخاطر الناجمين عن التوليفة المستهدفة، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مورد تمويلي منخفض من حيث التكلفة، وفي نفس الوقت يحقق عوائد متناسبة ومتوازنة، مما يترتب عنه زيادة الربحية، وبالتالي تعظيم قيمة المنشأة .

1.1. إشكالية الدراسة:

وبناء على ما تقدم يمكن صياغة الإشكالية في التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة الهيكل المالي في تعظيم قيمة المؤسسة ؟

ويتفرع عن هذا التساؤل التساؤلات الفرعية التالية:

1. ماهي أهم النظريات المفسرة لعلاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة؟

2. ماهي طبيعة واتجاه العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة؟

3. ما مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة؟

2.1. فرضيات الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار الفرضيات التالية، والتي قد تم صياغتها في ضوء التساؤلات المطروحة في إشكالية الدراسة، على النحو التالي:

1. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية ($\alpha = 0,05$).

2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية ($\alpha = 0,05$).

3.1 أهمية الدراسة

تتجلى أهمية الدراسة في محاولة تحليل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ضوء النظريات المفسرة للسلوك التمويلي، واستنتاج ذلك من خلال التطبيق على عينة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية بغية الحصول على دليل إضافي قد يساعد في توضيح وتفسير هذه الاشكالية، والتي هي محل جدل بين المنظرين.

4.1. أهداف الدراسة :

يمكن إبراز أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- التعرف على توجهات النظريات المفسرة لعلاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة؛

- التعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة ؛
- قياس تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة؛
- تقديم الاقتراحات اللازمة في ضوء النتائج المتوصل إليها.

5.1. منهجية الدراسة:

اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي وهذا استنادا لطبيعة إشكالية الدراسة وكذا فرضياتها وسعيا نحو تحقيق أهدافها، إضافة للجانب التطبيقي من خلال الاعتماد على أسلوب تحليل المحتوى لبيانات الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، بهدف تحليلها وتفسيرها للإجابة على تساؤلات الدراسة وقد تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي **SPSS** نسخة 26.

6.1. الدراسات السابقة:

- دراسة (المحادين, 2010) أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان 2004-2009 ، هدفت الدراسة إلى الكشف عن أثر المزيج التمويلي للشركات موضع الدراسة (شركات التأمين)، في سوق عمان الدولي في القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على بيانات منشورة لعينة من 25 شركة للفترة بين 2004-2009، وقد توصلت الدراسة لعدة نتائج أهمها: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمزيج التمويلي في القيمة السوقية في شركات التأمين الأردنية،

- دراسة (دلفوف & زغيب, 2012) أثر الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة : هدفت هذه الدراسة إلى بحث أثر الإقتراض على القيمة السوقية للشركة، تم تطبيق هذه الدراسة على مجمع صيدال في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2003-2007 ، وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة وأن العلاقة بين المتغيرين علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية، لكنها عكسية وهذا راجع للنسب العالية للإقتراض دون انعكاس مزاياها على الوفرة الضريبية مما يعني عدم الاستفادة من أثر الرفع المالي وكذا تأثير مخاطر الإفلاس.

- دراسة (سهيلية & بوكثير, 2017) عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري، هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أثر الهيكل المالي للمؤسسة على قيمتها السوقية (السعر السوقي للسهم)، ومن خلال هذه الدراسة قد تم التوصل إلى أن الهيكل المالي يمكن أن يدخل في تفسير التغيرات التي تطرأ على السعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال بنسبة 09,40%، كما تبين وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والسعر السوقي لسهم المجمع.

- دراسة (العمار & غيا, 2018) نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة - عرض وتحليل. هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على أهم نظريات هيكل التمويل عالميا انطلاقا من أقدمها وهي نظرية الربح الصافي وصولا إلى أحدثها وهي نظرية توقيت السوق وتحليل أهم الانتقادات الموجهة لها، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أبرزها أنه لا يمكن حتى الآن تعميم نظرية واحدة للهيكل التمويلي وصولا للهيكل التمويلي الأمثل وأن النتائج التي تترتب على تطبيقها تحكمها اعتبارات كثيرة ومحددات مختلفة، وقد أوصت الدراسة على تطبيق هذه النظريات في المؤسسات السورية سواء تنتمي للقطاع الخاص أو العام بهدف استفادة أصحاب القرار التمويلي من نتائجها.

- دراسة (عنقليس, 2018) دور المخاطر المنتظمة في العلاقة بين تركيبة الهيكل التمويلي وتعظيم قيمة الشركة- دراسة تحليلية هدفت الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين تركيبة الهيكل التمويلي وقيمة الشركة، واختبار دور المخاطر المنتظمة في العلاقة بين تركيبة الهيكل التمويلي وتعظيم قيمة الشركة، ولتحقيق أهداف البحث تمّ قياس الهيكل التمويلي بنسبة المديونية والمخاطر المنتظمة بمعامل (بيتا)، وقيمة الشركة بمعادلة توبينز كيو، تمّ تطبيق هذا البحث على عينة مكونة من 18 شركة مدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية عن الفترة الممتدة بين 2013-2015، واختبرت فرضيات البحث باستخدام أسلوب الارتباط البسيط و تحليل الإنحدار الهرمي وقد خلص البحث إلى نتائج التالية : وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين تركيبة الهيكل التمويلي وقيمة الشركة، لا يوجد دور للمخاطر المنتظمة كمتغير وسيط في العالقة بين تركيبة الهيكل التمويلي وتعظيم قيمة الشركة.

- دراسة (الخالدي & الجبوري, 2021) تبين قيمة الشركة في ظل العلاقة بين هيكل التمويل ربحية الأسهم: هدفت الدراسة إلى تحديد علاقة تأثير مكونات هيكل التمويل في قيمة أسهم الشركة والتعرف على قوة التأثير المشترك لنسبة التمويل عن طريق المديونية و ربحية السهم الواحد في تعظيم القيمة السوقية للشركة والقيمة الحقيقية، فضلا عن التباين بين هذه العلاقات، تكونت عينة الدراسة وفق عينة عمدية من 10 شركات مدرجة بسوق العراق للأوراق المالية للفترة الزمنية 2014-2018، وقد توصلت الدراسة للنتائج التالية: بعدم وجود تأثير لنسبة المديونية في القيمة السوقية والحقيقية للشركات، ووجود تأثير معنوي لنسبة المديونية و ربحية السهم في القيمة السوقية للشركات.

إن مايميز دراستنا عن الدراسات السابق ذكرها هو أن دراستنا تأخذ بعين الاعتبار البيانات المالية للشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية، وعددها 11 شركة للفترة الممتدة من 2014-2019، وهذا تبعا لخصوصيات قطاع الصناعة ومناخ الإستثمار في مصر، مقارنة ببورصة أبوظبي، بورصة عمان، وبورصة العراق ، وبورصة الجزائر في دراستين (دلفوف & زغيب, 2012; سهايلية & بوكثير, 2017) ، والتين كانتا دراسة تطبيقية على مجمع صيدال، إضافة إلى ضرورة إعتقادنا على متغيرات ضابطة (حجم المؤسسة و الرافعة المالية) بهدف التحكم في العلاقة بين المتغير المستقل (الهيكل المالي) والمتغير التابع (قيمة المؤسسة)، وتتشابه دراستنا مع دراسة(عنقليس, 2018) في ضرورة استبعاد قطاع البنوك على اعتبار أن استخدام معطياتها قد لايعكس الواقع، على غرار دراسة (المحادين, 2010) والتي كانت بالتطبيق على شركات التأمين المدرجة ببورصة عمان.

2. الإطار النظري للدراسة

1.2 الهيكل المالي، ماهيته ومحددات بناءه:

1.1.2 ماهية الهيكل المالي:

يترجم الهيكل المالي (أو البنية المالية) للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها (دادن & 2006, ص 107)، ويتكون من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية سواءا كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل، وسواءا كانت أموال دين (إقتراض) أو أموال خاصة (حركاتي, 2018, ص 54)، وهنا لا بد أن نشير إلى الفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي، والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية، ويستبعد جميع أنواع

الإيمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءاً من الهيكل المالي للمؤسسة (دعاس & فريد، 2020، ص 30).

ويعرف الهيكل المالي " بأنه يتعلق بكيفية تمويل إجمالي موجودات أو استثمارات المؤسسة ويتمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها المؤسسة، أي أن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وسواء كانت من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل " (بوربيعة، 2012، ص 3)، ويمكن تعريفه كذلك: "هو إجمالي مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات لتشكيل توليفة مثلى من الأموال الخاصة والقروض من أجل القيام بعملياتها الاستغلالية أو الاستثمارية، بما يمكنها من تعظيم العائد تحت شروط تدنية التكاليف" (بن زعيمة، حريري، & بن يحيى، 2021، ص 158)، من خلال هذا التعريف نقف عند نقطة مهمة ألا وهي التوليفة المثلى، والتي يقصد بها، الهيكل المالي الأمثل ويعني طريقة التمويل التي تجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن من جهة، وتعمل على تعظيم قيمة المؤسسة من جهة أخرى (دادن & 2006، ص 113).

و ينبغي على المؤسسة التخطيط السليم لبناء الهيكل المالي الملائم والأمثل، و الذي يعمل على تعظيم قيمتها ويراعي مصالح الملاك وبقية الأطراف ذات العلاقة بها، وتتمثل أهم السمات المميزة لهذا الهيكل المالي المثالي فيما يلي (سهايلية & بوكثير، 2017، ص 244):

1. الربحية والمرونة: يجب أن يعمل الهيكل المالي على تحقيق أقصى العوائد وتلبية احتياجات المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، مع قابليته لتعديل المصادر التمويلية المكونة له؛
2. القدرة على الوفاء بالديون: فالمؤسسة ملزمة بالحفاظ على قدرتها للوفاء بالتزاماتها وتجنب الملاك مخاطر مالية إضافية؛
3. الرقابة: وتتم من خلال تقليل المخاطر لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

2.1.2. محددات بناء الهيكل المالي:

يعد قرار اختيار الهيكل المالي المثالي، أي التشكيلة المثالية ما بين الأموال المملوكة والمقترضة، والذي يعظم قيمة المؤسسة، من أصعب وأكثر القرارات المالية تعقيداً بالنسبة للمدير المالي، الأمر الذي جعل موضوع اختيار الهيكل المالي والعوامل المؤثرة في اختياره (محددات الهيكل المالي) من أكثر المواضيع التي حظيت باهتمام الكثير من الباحثين والمنظرين (نورالدين & السريتي، 2015، ص 187)، ونقصد بمحددات الهيكل المالي مجموع العوامل التي يتعين على المدير المالي للشركة أخذها بعين الاعتبار عند البحث واختيار مصادر التمويل المعتمدة لتمويل أنشطة المؤسسة، وهي عوامل تختلف من مؤسسة لأخرى وتخضع لإختبارات متعددة يمكن أن نوردتها في ما يلي (بن زعيمة وآخرون، 2021، ص 158)

1. حجم المؤسسة: يؤثر حجم المؤسسة بشكل كبير على تركيبة الهيكل المالي، بحيث أن المؤسسات ذات الحجم الصغير تعتمد على المصادر الداخلية في تمويلها بينما المؤسسات ذات الحجم الكبير فتعتمد على الإستدانة (بكارى & ضيف، 2017، ص 593)، أو زيادة عدد الشركاء، وهي بهذا يمكن أن تتحصل على القروض بسهولة وبتكلفة منخفضة، حيث أنها لاتصدر أسهمها إلا في حالات نادرة وعند الضرورة، بينما المؤسسات الصغيرة تعتمد على الأرباح المحتجزة و إصدار الاسهم (بن زعيمة وآخرون، 2021، ص 158).
2. هيكل الأصول: إن هيكل أصول المؤسسة أي طبيعة موجوداتها يؤثر بأشكال مختلفة على قرار إختيار المؤسسة لمصادر تمويلها فقد كشفت نتائج بعض الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض، فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض (بكارى & ضيف، 2017، ص 594)

3. معدل النمو: إن المؤسسة الفردية والتي تعتمد على أموال الملكية في تمويل استثماراتها، عادة ما تلجأ إلى الاقتراض لتمويل استثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفتها، وإن الجمع بين أموال الملكية والاقتراض من شأنه أن يرفع من تكلفة الوكالة، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمؤسسات التي تتسم بالنمو، نظرا لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات، ولما كانت تكلفة الوكالة تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية (شلاش, علي, & سالم, 2006, ص 63).

4. عمر المؤسسة: يقاس عمر المؤسسة بعدد سنوات التي مضت منذ تأسيسها ومباشرة أعمالها، ويعتبر هذا المؤشر مقياسا أساسيا لسمعة الشركة وشهرتها وقدرتها على الاستمرار في النشاط الاقتصادي، فكلما عمرت الشركة أكثر زادت قدرتها في الحصول على القروض الخارجية (حركاتي, 2018, ص 221).

5. الربحية: المؤسسات التي تحقق مستويات أرباح مرتفعة جدا، لا تحتاج اللجوء إلى التمويل عن طريق الاقتراض في هذه المرحلة، إذ تتمكنها أرباحها المرتفعة من أن تخلق مصادر ذاتية للتمويل ممثلة في تدعيم أرصدة أرباحها المحتجزة وتستخدمها في تمويل أنشطتها المتنامية (مونة & نجمي, 2021, ص 26).

6. الوفرة الضريبية: من بين أهم المزايا التي تتمتع بها القروض كمصدر تمويلي للمؤسسة، أن فوائدها تعتبر من بين التكاليف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة على الأرباح، وهذا من شأنه أن يولد وفرة ضريبية تترك آثارا إيجابية على النتيجة الصافية للمؤسسة، تشير تنبؤات نماذج الوفر الضريبي إلى أنه عندما تخضع أرباح المؤسسة للضريبة على الدخل فإن زيادة نسبة القروض بالهيكل التمويلي سوف تؤدي إلى انخفاض الضرائب المستحقة (إنخفاض العبء الضريبي)، وبالتالي إلى إرتفاع التدفقات النقدية بعد الضريبة ومن ثم زيادة قيمة المؤسسة، ومنه يتوقع اعتماد المؤسسة ذات معدلات ضريبية مرتفعة على مزيد من الديون (حركاتي, 2018, ص 220).

2.2 قيمة المؤسسة، ماهيتها ومقاييس تقديرها:

1.2.2 ماهية قيمة المؤسسة

يرتكز الفكر المالي الحديث على نظرية قيمة المؤسسة، حيث يشير إلى أن هدف المؤسسة المعاصر هو تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها أو لجميع الأطراف ذات المصلحة بها، وبالتالي أصبح استمرار المؤسسة في نشاطها مرهونا بقدرتها على تحقيق الثروة التي تقاس بمدى خلق القيمة (حركاتي, 2018, ص 104). وتطور هذا المفهوم مع ظهور النظرية المالية وتحديد دراسات مودجيلياني وميللر سنة 1958، حيث ربط الفكر المالي مفهوم القيمة بالمؤسسة، من خلال محاولته التطرق إلى القيمة المتعلقة بالشركة، وبذلك تتمثل قيمة المؤسسة بالمبلغ العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن هذا المبلغ يلقي القبول العام من جميع الأطراف المعنية في كل مرحلة يتم قياسها، الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد وإمكانات المؤسسة في نشاطها الأساسي (عنفليص, 2018, ص 39)، ويمكن تعريفها: بأنها القيمة التي تعكس الوضع المالي والإقتصادي للمؤسسة وتحدد مركزها التنافسي في سوق الأوراق المالي (السماني, 2015, ص 46)، وتعرف كذلك بأنها: "مقدار الثروة، وتشير إلى ماتدره وحدات الأعمال للملاك وحملة الاسهم، لأن الهدف الأساسي لإدارة الشركات هو تعظيم ثروة المساهمين وهي تعظيم القيمة السوقية للأسهم" (عنفليص, 2018, ص 39).

2.2.2 مقاييس تقدير قيمة المؤسسة:

قدمت الأدبيات مجموعة من متعددة من الأساليب المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة وذلك من خلال قائمة المركز المالي اعتماداً على قيمة الأصول أو نسبة القيمة السوقية للأصول إلى قيمتها الدفترية، كما يتم تقدير قيمتها من خلال قائمة الدخل بالاعتماد على المبيعات أو الأرباح، وغيرها من المؤشرات مثل ربحية السهم، ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى ربحية السهم، القيمة الدفترية للسهم معبراً عنها بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المتداولة، والقيمة السوقية للسهم معبراً عنها بسعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية، فالقيمة السوقية من أفضل المقاييس لتقدير قيمة المؤسسة حيث تعكس الثمن الذي يدفعه المستثمر كقيمة لأصول المؤسسة معبراً عنها بسعر إقفال السهم في نهاية السنة المالية مضروباً في عدد الأسهم المتداولة، كما استخدمت العديد من الدراسات نموذج (Tobin's Q) الذي يعبر عن قيمة المؤسسة من خلال تكلفة الاستبدال المطلوبة للحصول على نفس أصول المؤسسة (عطية & 2020, ص32)، بمعنى تمثل نسبة المقارنة بين القيمة السوقية للأصول على القيمة الإستبدالية لها، ويعتبر نموذج (Tobin's Q) من أكثر النماذج قبولاً لسهولة حسابه وتفسيره (عنفلبيص, 2018, ص43).

3.2 تحليل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ضوء نظريات الهيكل المالي:

لقد أخذت دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حيزاً مهماً لدى المفكرين والمنظرين بغية تفسير وتحليل السلوك التمويلي للمؤسسة من جهة، و حسم الجدل حول تحقق ومدى إمكانية الوصول للهيكل المالي الأمثل وبالتالي إستنتاج مدى تأثيره على قيمة المؤسسة، حيث لوحظ عنها وجود إختلافات نجم عنها عدة افتراضات ومداخل. يمكن تصنيفها إلى مجموعتين رئيسيتين وهي كالتالي:

1.3.2 النظريات المفسرة للعلاقة في ظل افتراض الأسواق الكاملة:

في ظل الأسواق الكاملة ظهرت أربعة مداخل أساسية درست العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وهي (حركاتي, 2018, ص81):

- مدخل صافي الربح؛
- مدخل صافي ربح العمليات؛
- المدخل التقليدي؛
- المدخل الإقتصادي لمودجلياني وميللر.

1. مدخل صافي الربح : يرى أصحاب هذه النظرية أنه بإمكان الشركة أن تزيد قيمتها السوقية من خلال زيادة الإعتقاد على الإقتراض كمصدر للتمويل، وفقاً لرأيهم تسعى الشركة لزيادة نسبة التمويل عن طريق المصدر الأقل تكلفة، وبما أن هناك تفاوت بين تكلفة مختلف مصادر التمويل، بالتالي كلما زادت نسبة الإعتقاد على الإقتراض ستخفض تكلفة الأموال (ملكية واقترض)، لأن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة حقوق الملكية وذلك بسبب المخاطر التي يتعرض لها الدائنون أقل من المخاطر التي يتعرض لها الملاك، وبالتالي فإن زيادة نسبة الإقتراض ستخفض التكلفة الكلية للأموال وهذا سيعظم من قيمة الشركة (عنفلبيص, 2018, ص46).

2. مدخل صافي ربح العمليات: يهدف أصحاب هذا المدخل إلى إظهار أنه لا أثر للرفع المالي على معدل تكلفة القروض، بينما يرتفع معدل تكلفة الأموال الخاصة كلما زادت نسبة القروض في الهيكل المالي، وذلك لأن حملة الأسهم سيكونون حذرين من المخاطر المالية، وبالتالي فإن أثر زيادة القروض المنخفضة التكلفة على معدل التكلفة الكلية سيلغيه أثر ارتفاع معدل تكلفة الأموال الخاصة، مما يعني ثبات معدل التكلفة الكلية مهما زادت القروض، ومنه وفقاً لهذا المدخل فالهيكل المالي لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، ومن ثم فإن فكرة الهيكل المالي المثالي غير مقبولة (زغيب, 2009, ص155).

3. المدخل التقليدي: يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والإستنتاجية، بالإضافة إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد وجهة نظر وسيطة بين نظرية صافي الربح ونظرية صافي ربح العمليات، ووفقا لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الإقتراض (بوربيعة، 2012، ص 61)، ويؤيد هذا المدخل وجود هيكل تمويلي أمثل، حيث يفترض أن هناك نسبة إقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد، وبالتالي تصل قيمة المنشأة إلى أقصاها طبقا لهذا المدخل، فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عندما تكون تكلفة الأموال أقل ما يمكن أي عندما تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن (خيري & بلعجوز، 2017، ص 255).

4. المدخل الإقتصادي لمودجلياني وميلر (في حالة غياب الضرائب): قدم مودجلياني وميلر نظريتهما حول الهيكل المالي وقيمة المؤسسة عام 1958 والتي نصت على عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وتكلفة تمويله، وبالتالي على قيمة المؤسسة، (خيري & بلعجوز، 2017، ص 257)، حيث أن هذه القيمة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها سواء تم تمويلها بالديون أو بالأموال الخاصة، وهذا يشير إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة تمثل انعكاس لقرارات الاستثمار وتعلق بفعالية هذه القرارات من حيث التوزيع بين استثمارات ثابتة واستثمارات متداولة ولا تتعلق بكيفية تمويل الاستثمارات أي ليس لها علاقة بقرارات التمويل. فهو يقوم على فكرة جوهرية أساسها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها وهذا ما يفسر عدم تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على قيمتها (سهايلية & بوكثير، 2017، ص ص 249-247).

إن تحليل علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة في ظل افتراضات السوق الكاملة لم يصل إلى إجابة نهائية تنهي الجدل حول وجود علاقة من عدمها، بل كان هناك تباين في وجهات النظر، فالتقليديون يرون وجود هيكل مالي أمثل وبوجود نقطة معينة تنخفض عندها تكلفة الأموال، وتبلغ القيمة السوقية للمؤسسة أقصاه، أما مودجلياني وميلر يستبعدون وجهة النظر هذه، ويرون أن قرارات التمويل لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة (دلفوف & زغيب، 2012، ص 298).

2.3.2 النظريات المفسرة للعلاقة في ظل إفتراض الأسواق غير الكاملة:

إن إفتراض أسواق المال غير كاملة يجعل تحليل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة يقترب من الواقع، إذ يقتضي ذلك الإعتراف بوجود الضرائب، وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، كما أن التأكد التام بشأن التفضيلات وتوقعات المستثمرين في السوق يصبح أمرا غير مقبول، وهو ماسوف يؤثر على العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، بالتالي نجم عنها ظهور أربعة مداخل أساسية درست العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وهي (حركاتي، 2018، ص 91):

- مدخل الوفر الضريبي؛
- مدخل نظرية التوازن؛
- مدخل توقيت السوق.

1. مدخل الوفر الضريبي: في عام 1962، قدم مودجلياني وميلر نموذج جديد والذي يأخذ بعين الإعتبار عامل الضرائب (حططاش، 2008، ص 77). فقد أثبتنا أنه في حالة خضوع مؤسسة للضريبة، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد كليا في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الإقتراض. وعليه فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة إقتراض ممكنة (دلفوف & زغيب، 2012، ص 298). وبذلك يصبح

الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة التي تعتمد بشكل مطلق على الديون لكونه يخفض تكلفة رأس المال إلى أدنى حد، ويعظم من قيمة المؤسسة بشكل كبير (عنفلبيص، 2018، ص51).

2. مدخل نظرية التوازن : نظرية التوازن من أعمال (Myers 1984) وقد عرفت مرحلتين، حيث أنه في المرحلة الأولى تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج مودجيلياني وميلر وخلصت إلى تحديد معدل استئدانة أمثل، وفي المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا حيث تم الأخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة (سهاييلية & بوكثير، 2017، ص250)، وتعتمد هذه النظرية على فكرة التوازن ما بين منافع الإقتراض وتكاليفه، أي التوازن بين التأثير الإيجابي الذي تحدثه الوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، فزيادة نسبة الإقتراض في الهيكل التمويلي يترتب عليها انخفاض في متوسط تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية، نظرا لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفورات الضريبية، غير أن زيادة نسبة الأموال المقترضة عن حد معين يترتب عليه ارتفاع مخاطر إفلاس المؤسسة وتكاليف الوكالة بسبب الخوف من إخفاقها في الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه المقرضين وهو ما سينجم عنه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في اسهم وسندات المؤسسة الأمر الذي يؤدي إلى إرتفاع تكلفة الأموال وانخفاض قيمة المؤسسة (حركاتي، 2018، ص218).

3. نظرية توقيت السوق: تعتمد هذه النظرية على دراسة (Baker&Wurgler) التي أشارت إلى أنه يمكن تحديد هيكل التمويل الأمثل وتعظيم ثروة المساهمين من خلال اختيار مصدر التمويل المناسب الذي يتفق مع توقيت الحاجة إلى التمويل (سمير محمد المتولي، 2021، ص876)، وذلك من خلال تعديل نسب الرفع المالي المستهدفة كالاعتماد على التمويل الداخلي أو الاعتماد على التمويل بالدين من خلال المفاضلة بين المميزات والتكاليف، وبالتالي فهي تقترح بأن الهيكل المالي يتأثر بالقيمة السوقية التاريخية وهو ناتج أو تابع عن محاولات توقيت السوق (الريعي & العطوي، 2017، ص88).

3. الدراسة الميدانية:

1.3 مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية لقطاع الصناعة والبالغ عددها 36 شركة، وتتكون عينة الدراسة من 11 شركة مدرجة بالبورصة المصرية، خلال الفترة من 2014-2019، مع استبعاد بعض الشركات نظرا لعدم توافر البيانات كاملة، وبالتالي تتكون العينة من 66 مشاهدة، مع استبعاد القطاع المالي (البنوك وشركات التأمين)، ويوضح الجدول رقم 1 أسماء الشركات المكونة لعينة الدراسة:

الجدول 1: أسماء شركات عينة الدراسة

| الرقم | إسم الشركة |
|-------|--|
| 01 | Universal Co for Packaging Materials and Paper SAE (UNIP.CA) |
| 02 | Suez Cement Company SAE (SUCE.CA) |
| 03 | Rubex for Plastic Manufacturing Co SAE (RUBX.CA) |
| 04 | MisrBeniSuef Cement Co SAE (MBSC.CA) |
| 05 | Egyptian Tourah Portland Cement Co SAE (TORA.CA) |
| 06 | Delta Co for Printing and Packaging SAE (DTPP.CA) |
| 07 | Raya Holding for Financial Investment SAE (RAYA.CA) |

| | |
|--|----|
| LecicoEgypt SAE (LCSW.CA) | 08 |
| El Sewedy Electric Co SAE (SWDY.CA) | 09 |
| Development and Engineering Consultants Co SAE (DAPH.CA) | 10 |
| Juhayna Food Industries SAE (JUFO.CA) | 11 |

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على بيانات عينة الدراسة

2.3 وصف وقياس متغيرات الدراسة:

اعتمدت الدراسة في شقها التطبيقي على متغيرين، متغير مستقل والمتمثل في الهيكل المالي، والمتغير التابع والمتمثل في قيمة المؤسسة، وقد تم استنباط طريقة قياس هذه المتغيرات استنادا إلى الدراسات السابقة ذات العلاقة، تم تلخيص وصف متغيرات الدراسة في الجدول رقم 2 كالتالي:

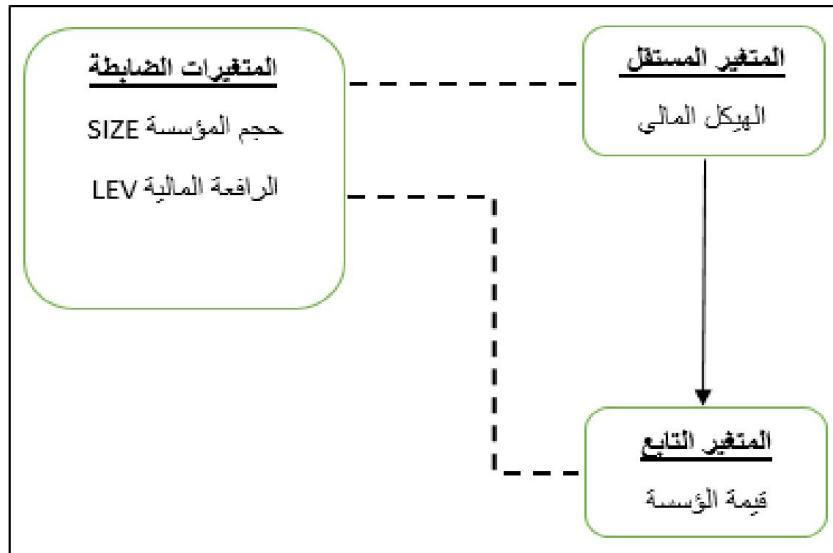
الجدول 2: وصف وقياس متغيرات الدراسة

| نوع المتغير | إسم المتغير | طريقة القياس | المصدر |
|-------------------|---------------------|--|--|
| المتغير المستقل | الهيكل المالي | باستخدام نسبة مجموع الديون إلى حقوق الملكية TD / E | (دلفوف & زغيب، 2012) (سهابلية & بوكثير، 2017) (الخالدي & الجبوري، 2021) |
| المتغير التابع | قيمة المؤسسة | باستخدام القيمة السوقية للشركات المدرجة (سعر السهم عند الإغلاق في نهاية السنة المالية) | (دلفوف & زغيب، 2012) (سهابلية & بوكثير، 2017) (الخالدي & الجبوري، 2021) (المحادين، 2010) |
| المتغيرات الضابطة | حجم المؤسسة SIZE | باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول | (نصير، 2021) (مسراتي، 2021) |
| | الرافعة المالية LEV | باستخدام نسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول | |

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على بيانات عينة الدراسة

3.3 نموذج الدراسة:

يمكن عرض نموذج الدراسة من خلال ماتم عرضه في بيان وصف وقياس متغيرات الدراسة في الشكل رقم 1 الآتي:
الشكل 1: نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثين في إطار تقييم ونقد الدراسات السابقة

4.3 الأساليب والبرامج الإحصائية المستخدمة:

تم استخدام برنامج (SPSS نسخة 26) بالإضافة إلى برنامج Excel في تحليل البيانات، وتماشيا مع أهداف الدراسة، فقد تم استخدام أدوات إحصائية نذكر منها: مقاييس الإحصاء الوصفي، معامل الارتباط لبيرسون لقياس العلاقة ونوعها بين المتغير المستقل والمتغير التابع والمتغيرات الضابطة، وتحليل الانحدار المتعدد.

5.3 تحليل النتائج:

1.5.3 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم 3 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة وهي كالتالي:

الجدول 3: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

| نوع المتغير | العدد | المتوسط الحسابي | الانحراف المعياري | الحد الأعلى | الحد الأدنى |
|---------------------|-------|-----------------|-------------------|-------------|-------------|
| المتغير المستقل | 66 | 0,56 | 0,57 | 1,85 | -0,01 |
| المتغير التابع | 66 | 10,60 | 6,92 | 24,24 | 1,80 |
| حجم المؤسسة size | 66 | 14,25 | 1,78 | 17,27 | 11,72 |
| الرافعة المالية LEV | 66 | 0,25 | 0,16 | 0,44 | 0,01 |

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات SPSS

من خلال الجدول رقم (03) تشير الإحصاءات الوصفية إلي أن المتوسط الحسابي للمتغير المستقل (الهيكال المالي) بلغ 0.56 مع وجود فرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة، وبالتالي بلغ الانحراف المعياري 0.57، وبالنسبة للمتغير التابع (قيمة المؤسسة وتمثل سعر السهم عند الإغلاق) فقد بلغ المتوسط الحسابي 10,60، مع وجود فرق كبير بين أعلى قيمة وأدنى قيمة، وبالتالي بلغ الانحراف المعياري 6.92، في حين بلغ المتوسط الحسابي حجم المؤسسة 14,25، مع وجود عدم وجود فرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة، وبالتالي بلغ

الانحراف المعياري 1,78، أما بالنسبة لمتغير الرافعة المالية فقد بلغ المتوسط الحسابي 0,25، مع عدم وجود فرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة، ولذلك بلغ الانحراف المعياري 0,16.

2.5.3 اختبار فرضيات الدراسة:

1. الفرضية الأولى :

H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية ($\alpha=0,05$) .

لاختبار هذه الفرضية قمنا بإجراء تحليل الارتباط ، وكانت النتائج كالتالي:

الجدول 4: معاملات الارتباط لسبيرمان

| الرافعة المالية | حجم | قيمة المؤسسة | الهيكل المالي | البيان | المتغيرات |
|-----------------|-------|--------------|---------------|-----------------|-----------------|
| | | | 1,000 | Corrélation | الهيكل المالي |
| | | | . | Sig. (2-tailed) | |
| | | 1,000 | -,764** | Corrélation | قيمة المؤسسة |
| | | . | 0,006 | Sig. (2-tailed) | |
| | 1,000 | ,209 | ,364 | Corrélation | حجم المؤسسة |
| | . | ,537 | ,272 | Sig. (2-tailed) | |
| 1,000 | ,200 | -,564 | ,564 | Corrélation | الرافعة المالية |
| . | ,555 | ,071 | ,071 | Sig. (2-tailed) | |

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات SPSS

من خلال الجدول رقم 4 بلغت قيمة معامل الارتباط (-0,764)، وهي قيمة سالبة تشير إلى علاقة عكسية، بينما قيمة sig (0,006) مما يؤكد معنوية العلاقة عند مستوى 0,05، ومنه نرفض الفرضية الصفرية (H0) والتي تنص بأنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية ($\alpha=0,05$)، ونقبل الفرضية البديلة. بينما تبين النتائج كذلك وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة وكل من الهيكل المالي وقيمة المؤسسة لكنها غير معنوية، ووجود علاقة طردية غير معنوية بين الرافعة المالية الهيكل المالي (0,564)، في المقابل توجد علاقة عكسية غير معنوية بين الرافعة المالية وقيمة المؤسسة بقيمة (-0,564).

2. الفرضية الثانية:

H0: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية ($\alpha=0,05$).

تم إجراء تحليل الانحدار وجاءت النتائج وفق الآتي:

الجدول 5: نتائج تحليل الانحدار

| مستوى المعنوية | قيمة t | معامل الانحدار β | |
|----------------|--------|------------------------|---|
| 0,002 | -4,341 | -0,840 | الهيكل المالي |
| 0,030 | 2,626 | 0,508 | حجم المؤسسة SIZE |
| 0,314 | -1,085 | -0,264 | الرافعة المالية LEV |
| | | 10,496 | قيمة F |
| | | 0,655 | قيمة معامل التحديد المصححة R ² |

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات SPSS

يتبين من الجدول رقم 5 لنموذج الانحدار والمقدر من خلال قيمة F (10,496)، وقيمة (sig= 0,002) وبالتالي هو بمثابة دلالة معنوية للنموذج، كما تبين كذلك معنوية معاملات نموذج الانحدار ومعنوية الحد الثابت من خلال قيم t وقيم (sig.)، عند مستوى معنوية ($\alpha= 0,05$)، وبلغت قيمة معامل الانحدار β (-0,840) لمتغير الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وأن التأثير هنا معنوي حيث بلغت قيمتها (0,002) عند مستوى معنوية ($\alpha= 0,05$)، بينما يوجد كذلك تأثير إيجابي بين متغير حجم المؤسسة وقيمة المؤسسة، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (0,508)، وهي معنوية بقيمة (0,030) عند مستوى معنوية ($\alpha= 0,05$)، في حين يوجد تأثير سلبي بين متغير الرافعة المالية وقيمة المؤسسة، حيث بلغ قيمة معامل الانحدار (-0,264)، لكن العلاقة ليست معنوية حيث بلغت (0,314) عند مستوى معنوية ($\alpha= 0,05$)، ومنه نرفض الفرضية الصفرية (H_0) والتي تنص بأنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية ($\alpha= 0,05$)، ونقبل الفرضية البديلة.

4. خاتمة:

لقد حظيت دراسة علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة باهتمام منقطع النظير، سواء على مستوى التنظير أو على المستوى التطبيقي، فإلى مستوى التنظير وبغية الكشف عن السلوك التمويلي والذي يمكن من تحقيق أهداف المؤسسة، ومنه الوصول للهيكل التمويلي الأمثل، بمعنى المزيج التمويلي الذي يسمح بالتوفيق بين تحقيق التكلفة في مستوى أدبي، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة كنتيجة. ومن خلال ما تم عرضه من نتائج إختبار فرضيات الدراسة والتي توصلنا خلالها للنتائج التالية:

- أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وهو ما يفسر طبيعة واتجاه العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة فالشركات الصناعية الممثلة لعينة الدراسة تنخفض قيمتها السوقية نتيجة اعتماد هيكلها المالي على التمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، وذلك واضح من خلال نسب الديون إلى حقوق الملكية المرتفعة، مما يوحي بتأثير حجم الديون على قيمة المؤسسة، في حين عدم تأثر العلاقة بحجم المؤسسة المقاس باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصولها المعتمد على التمويل بالدين بالرغم من وجود علاقة طردية غير معنوية، كذلك بالنسبة للرافعة المالية وجدنا علاقة عكسية وغير معنوية مع قيمة المؤسسة، وبالتالي تتفق نتائج دراستنا مع نتائج دراسة كل من (دلفوف & زغيب, 2012؛ سهاييلية

& بوكثير, 2017)، أما نظريا فتتفق دراستنا مع نظرية التوازن لمايرز، مع تعارض كلي مع نظرية الوفر الضريبي لمودجيلياني وميلر.

- وقد أظهرت نتائج الدراسة كذلك وجود أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية ($\alpha=0,05$)، وهو ما يفسر كذلك مدى تأثير توليفة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وبالتالي يتضح وجود أثر سلبي بين الهيكل المالي (معبرا عنه بنسبة مجموع الديون إلى حقوق الملكية) على قيمة المؤسسة، أي أنه عندما يرتفع الميزج التمويلي للهيكل المالي اعتمادا بالتمويل بالديون بوحدة واحدة فإن قيمة المؤسسة تنخفض بمقدار 69,7%، وبالتالي تتفق دراستنا مع دراسة (الخالدي & الجبوري, 2021).

بناء على النتائج المتوصل إليها يمكن عرض مجموعة من التوصيات وفق الآتي:

- ضرورة قيام المؤسسات بدراسة وتحليل قرارات تكوين الميزج التمويلي (التوليفة المثلى) بصورة عقلانية وبطريقة تسمح بتعظيم قيمة المؤسسة، فارتفاع نسبة الاموال المقترضة عن حد معين يترتب عليه إرتفاع مخاطر الافلاس وتكاليف الوكالة، في ظل العلاقة العكسية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

- ضرورة التركيز على المفاضلة عند تحديد الهيكل التمويلي الأمثل من خلال اختيار مصدر تمويل مناسب يتفق مع توقيت الحاجة للتمويل، وفق المصدر الأقل تكلفة والذي يجمع بين توليفة من أموال الملاك أو التوجه نحو الاقتراض، أي ضمان الجمع ما بين منافع الاقتراض وتكاليفه، والوفاء باحتياجات الملاك، وبالتالي الوصول للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه الوفرات الضريبية والأثر السلبي لتكاليف الافلاس والوكالة، مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة لفائدة ملاكها أو لجميع الاطراف أصحاب المصلحة.

- ضرورة إعطاء قرارات التمويل الأهمية البالغة عند تكوين مصادر تمويل للوصول للميزج التمويلي الأمثل، مما يسمح بتعظيم ثروة الملاك، ومنه تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي ضمان استمرارها.

5. قائمة المراجع:

الأطروحات:

1. المحادين, ح. (2010). أثر الميزج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان 2004-2009. (رسالة ماجستير). كلية إدارة الأعمال. جامعة الشرق الأوسط. الأردن.
2. بوربيعة, غ. (2012). محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي. (رسالة ماجستير). كلية الاقتصاد. جامعة الجزائر 3. الجزائر.
3. حططاش, ع. (2008). دراسة تشخيصية للهيكل المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية. (رسالة ماجستير). كلية الاقتصاد. جامعة فرحات عباس. الجزائر.
4. عنفليس. (2018). دور المخاطر المنتظمة في العلاقة بين تركيبة الهيكل التمويلي وتعظيم قيمة الشركة- دراسة تحليلية (رسالة ماجستير). كلية الاقتصاد. جامعة حلب. سوريا.

5. الخالدي, ف., & الجبوري, أ. (2021). تباين قيمة الشركة في ظل العلاقة بين هيكل التمويل ربحية الأسهم. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية 27(125), 212-232.
6. الربيعي, ح. م., & العطوي, م. ح. (2017). نظرية توقيت السوق وتأثيرها في القرار الاستثماري. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية, 14(4).
7. السماني, م. (2015). تكلفة التمويل وأثرها في الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة دراسة حالة الشركة السودانية للاتصالات. (رسالة ماجستير). جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا,
8. العمار, ر., & غيا, د. (2018). نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة (عرض وتحليل). Tishreen (University Journal-Economic and Legal Sciences Series, 40(6).
9. بكاري, ب., & ضيف, أ. (2017). محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة تطبيقية لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة للفترة 2011-2014. مجلة الواحات للبحوث والدراسات 10(1), 590-614.
10. بن زعيمة, ف., حريري, ع., & بن يحيى, ع. (2021). أهمية تحليل الهيكل المالي في تقييم الأداء المالي المؤسسة باتيميتال بولاية عين الدفلى للفترة 2015-2019. الريادة لاقتصاديات الأعمال, 7(3), 153-172.
11. حركاتي, ن. (2018). محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير 18(1), 215-234.
12. خيري, ع., & بلعجوز, ح. (2017). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة دراسة حالة "مؤسسة مطاحن الجلفة". مجلة دراسات اقتصادية 3(3), 245-261.
13. دادن, ع., & (2006). تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي. مجلة الباحث, 4(4), 107-114.
14. دعاس, م., & فريد, أ. (2020). الخيارات الاستراتيجية وأثرها على الهيكل المالي - دراسة حالة مؤسسة نفضال. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة 5(1), 23-40.
15. دلفوف, س., & زغيب, م. (2012). تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال. مجلة البحوث الاقتصادية 12(2), 293-314.
16. زغيب, م. (2009). علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية-دراسة نظرية تحليلية مجلة البحوث والدراسات الإنسانية 4(1), 181-199.
17. سمير محمد المتولي, م. (2021). تأثير الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية للمنشأة "دراسة تطبيقية". المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية, 12(4), 868-920. doi:10.21608/jces.2021.218368
18. سهايلية, ن., & بوكثير, ج. (2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري مجلة ميلاف للبحوث والدراسات 3(1), 241-267.
19. شلاش, س., علي, ا., & سالم, ا. (2006). العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001).

20. عطية, م. ا. م., & ع. (2020). أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, 4(3), 1-71. doi:10.21608/aljalexu.2020.124023
21. مسراتي, ي. (2021). أثر محددات الهيكل التمويلي على الاداء المالي المعبر عنه بالعائد على الاصول (roa) للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية (2013-2017) مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات 10(02), 361-378.
22. مونة, ي., & نجموي, ن. (2021). أهمية كفاءة المؤسسة الاقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع انتاج الاغذية في السعودية. مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال 5(2), 20-44.
23. نورالدين, ع. ا., & السريتي, ح. ع. (2015). محددات اختيار الهيكل المالي للشركات دراسة تطبيقية مقارنة بين الدول المتقدمة و النامية. مجلة جامعة سبها 14(2), 186-210.
24. نصير, ع. ا. ع. ا. (2021). أثر التحول الرقمي على عدم تماثل المعلومات: دليل من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, 5(2), 438-494. doi:10.21608/aljalexu.2021.18653