

## أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج Tobin's Q؛ دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت

### The Effect of Finance Cost on Company Value Measured By Tobin's Q, Case Study The Industrial companies Listed in Kuwait Stock Exchange

الطالب قدوح بدر الدين

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة برج بوعريريج - الجزائر  
 gueddoudj15@gmail.com,  
 د. مليكاوي مولود\*

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة برج بوعريريج - الجزائر  
 melikaouim@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2019/03/08 ؛ تاريخ القبول: 2019/05/08

**ملخص:** يهدف هذا البحث إلى اختبار مدى تأثير تكلفة التمويل على قيمة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت خلال الفترة 2012-2016 وذلك بإدراج مجموعة من المتغيرات المستقلة إلى جانب تكلفة التمويل كحجم التوزيعات والتدفقات النقدية الصافية وحجم الشركة وهيكل أصولها وملاءتها ومعدل العائد على حقوق الملكية ونسبة الرفع المالي، وذلك باستخدام الانحدار الخطي المتعدد. وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على قيمة الشركة، كما توصلت الدراسة أن أكثر العوامل تأثيراً على قيمة الشركة هو معدل العائد على حقوق الملكية وبدرجة أقل حجم التوزيعات وصافي التدفقات النقدية السنوية للشركة.

**الكلمات المفتاح:** تكلفة التمويل، قيمة الشركة، نموذج Tobin's Q، شركات صناعية، بورصة الكويت

**Abstract:** this research aims to test the impact of finance cost on value of industrial companies listed in (KSE) during the period 2012-2016 by incorporating a set of independent variables along with the finance cost such as dividend, net cash flow, size of company and its assets structure and its solvability, through using multiple linear regression. The study concluded that there is no statistically significant effect of finance cost on the value of company, but the most important factors affecting on value of company is return on equity and the dividend and net cash flow.

**Keywords:** finance cost, company value, Tubin's Q, industrial companies, Kuwait stock exchange

\*مرسل المقال د. مليكاوي مولود

**Résumé :** cette recherche vise a tester l'impact du cout de financement sur la valeur des entreprises industrielles cote a la bourse du kuwait pendant la periode 2012-2016, en incluant un eventail de variables independantes en plus du cout de financement comme la taille des dividendes, les flux de tresorerie nets, la taille de la societe, la structure de ses actifs et solvabilite, taux de rendement des capitaux propres et ratio de levier. l'etude a conclu qu'il n'y avait pas statistiquement significatif du cout du financement sur la valeur de l'entreprise.

**Mots-clés :** cout de financement, valeur de l'entreprise, model Tobin's Q, entreprises industriel, bourse du kuwait

### 1- تمهيد :

يعتبر تعظيم قيمة الشركة من أهم الأهداف الإستراتيجية التي تسعى إليها الشركات باختلاف طبيعتها ونشاطها، ويتحقق هذا الهدف بتظافر مجموعة من العوامل ذات الطبيعة المالية وغير المالية، وتعتبر القرارات المالية من أهم العوامل المؤثرة على قيمة الشركة وخاصة قرار التمويل والاستثمار وقرار توزيع الأرباح. وقد خاضت العديد من النظريات المالية التقليدية والحديثة في موضوع تأثير القرار التمويلي في قيمة الشركة، أو بتعبير آخر أثر تركيبة هيكل رأس المال وتكلفة التمويل على قيمة الشركة. وتعتبر نظرية Miller and Modigliani لسنة 1958 من أولى النظريات التي بحثت في العلاقة بين تركيبة هيكل رأس المال وتكلفة التمويل من جهة وقيمة الشركة من جهة ثانية، لتظهر موجة من النظريات التي سعت إلى تفسير قيمة الشركة من خلال هيكلها المالي ومن ثم تكلفة التمويل بالرغم من اختلاف النتائج التي توصلت إليها كل نظرية على حدة، فهناك فكر نظري يعتقد أن تركيبة هيكل رأس المال وتكلفة التمويل لا تؤثر على قيمة الشركة مثل مدخل صافي ربح العمليات ونظرية Miller and Modigliani لسنة 1958 ، وعلى النقيض من ذلك هناك فكر نظري يعتقد بتأثير تركيبة هيكل رأس المال وتكلفة التمويل على قيمة الشركة مثل المدخل التقليدي ومدخل صافي الربح ونظرية المبادلة ل Meyers سنة 1984 ونظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل.

إن تكلفة التمويل هي نتيجة استخدام الشركة لمختلف الموارد المالية سواء قصيرة أو طويلة الأجل لتمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي، وتسعى الإدارة المالية للشركة إلى جعل هذه التكلفة في أدنى قيمة لها من خلال اختيارها للمزيج التمويلي المناسب أو تكوين هيكل مالي أمثل والذي يجعل تكلفة التمويل في أدنى قيمة لها وقيمة الشركة في أعظم قيمة لها، ومن المسلم به لدى أغلب النظريات المالية أن تكلفة التمويل تؤثر بشكل عكسي على قيمة الشركة، فكلما انخفضت تكلفة التمويل ارتفعت قيمة الشركة، غير أن الواقع وما توصلت إليه بعض الدراسات على خلاف ذلك، لذلك ارتأينا إجراء اختبار تجريبي لقياس علاقة الارتباط بين تكلفة التمويل وقيمة الشركة بالتطبيق على مجموعة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت، وذلك من خلال طرح التساؤل التالي:

**كيف تؤثر تكلفة التمويل على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت؟**

فرضية البحث

$H_0$ : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت.

#### الدراسات السابقة

دراسة<sup>1</sup> Sutrisno (2016) بعنوان: Capital Structure Determinants and Their Impact on Firm Value: Evidence From Indonesia، وقد سعت الدراسة إلى تحقيق غرضين أساسيين، الغرض الأول هو اكتشاف وتحليل محددات هيكل رأس المال، والغرض الثاني هو اكتشاف وتحليل تأثير محددات هيكل رأس المال على قيمة الشركة أين يتم التعامل مع هيكل رأس المال كمتغير متداخل، ومن أهم العوامل التي تم اختبارها كمحددات لهيكل رأس المال كل من نمو الشركة، الربحية، بنية الأصول، الرافعة المالية وحجم الشركة، وقد تمثلت عينة الدراسة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة أندونيسيا والبالغ عددها 125 شركة خلال الفترة 2008-2011، وذلك باستخدام الانحدار المتعدد، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن العوامل المحددة لتركيب هيكل رأس المال هي هيكل الأصول الثابتة والرافعة المالية والربحية والحجم، في حين أن نمو الشركة لم يؤثر على تركيب هيكل رأس المال. وفي الوقت نفسه ومع اعتبار هيكل رأس المال كمتغير متداخل توصلت الدراسة إلى أن هيكل الأصول والرافعة والربحية لها تأثير معنوي كبير على قيمة الشركة، في حين أن نمو الشركة وحجم الشركة ليس لهما تأثير على قيمة الشركة.

دراسة<sup>2</sup> كل من Aloys Ayako & Fidelis Wamalwa (2015) بعنوان: Determinants of Firm Value in Kenya: Case of Commercial Banks Listed at the Nairobi Securities Exchange، وقد هدفت الدراسة إلى تحليل محددات قيمة الشركة في البنوك التجارية المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وقد استند التحليل على بيانات panel خلال الفترة 2002-2012، وقد أظهرت نتائج تقدير الانحدار أن الآثار المشتركة للمحددات في إطار الدراسة منخفضة، أما على مستوى المحدد الفردي فقد كانت نتائج التقدير مختلطة حيث توصلت الدراسة أن كل من الأصول وهيكل رأس المال والتدفقات النقدية ونسبة التوزيع لم يكن لها تأثير على قيمة البنوك التجارية المدرجة في البورصة، في حين توصلت الدراسة أن رسملة السوق (market capitalization) لها آثار فردية ذات دلالة إحصائية على قيمة البنوك التجارية.

دراسة<sup>3</sup> Siti Ayu Lestari, Mursalim Armayah (2016) بعنوان: Profitability and Company Value: Empirical Study of Manufacture Companies in Indonesia Period 2009 – 2014. إن الهدف الأساسي من الدراسة هو وصف العلاقة بين الربحية

<sup>1</sup> Sutrisno, Capital Structure Determinants and Their Impact on Firm Value: Evidence From Indonesia, Economics World, July-Aug. 2016, Vol. 4, No. 4, pp 179-186

<sup>2</sup> Aloys Ayako & Fidelis Wamalwa, Determinants of Firm Value in Kenya: Case of Commercial Banks Listed at the Nairobi Securities Exchange, Applied Finance and Accounting Vol. 1, No. 2, August 2015, pp 129-142

<sup>3</sup> Siti Ayu Lestari, Mursalim Armayah, Profitability and Company Value: Empirical Study of Manufacture Companies in Indonesia Period 2009 – 2014, Information Management and Business Review, Vol. 8, No. 3, pp. 6-10, June 2016, pp 6-10

وقيمة الشركة وذلك بالتطبيق على 10 شركات خلال فترة 5 سنوات، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن تغير الربحية يفسر تغير قيمة الشركة، كما توصلت الدراسة أن العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية له تأثير إيجابي وكبير على قيمة الشركة، ولكن هامش الربح الصافي يؤثر سلبا وبشكل كبير على قيمة الشركة.

دراسة<sup>1</sup> Ali Jeeran Abed Ali (2014) بعنوان: The Effect of Stock Liquidity on Firm Value- Evidence from Iraq Stock Exchange، هدفت الدراسة إلى استكشاف تأثير سيولة الأسهم على قيمة الشركة على اعتبار أن السيولة تلعب دورا مهما في قيم الشركات المدرجة بالبورصة، وذلك من خلال استخدام بيانات عينة من 56 شركة مدرجة في بورصة العراق خلال الفترة 2008-2012، وأظهرت الدراسة أن الأسهم السائلة لها تأثير أفضل على قيمة الشركة، كما توصلت الدراسة أيضا أن الشركة عالية السيولة تميل إلى الحصول على المزيد من الأسهم في هيكل رأسمالها وزيادة الربحية التشغيلية في كشوفاتها.

دراسة<sup>2</sup> كل من Bernard S. Black & Hasung Jang & Woochan kim (2003) بعنوان: Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea، هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر حوكمة الشركات على قيمة الشركة وقد استندت على ست (06) مؤشرات للحوكمة وهي: حقوق المساهمين، مجلس الإدارة بشكل عام، المدراء الخارجيين، لجنة التدقيق والمدقق الداخلي، الإفصاح عن المستثمرين وتكافؤ الملكية، وذلك بالتطبيق على 526 شركة مدرجة في البورصة الكورية. وقد توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط إيجابي وقوي بين مؤشرات حوكمة الشركات وقيمة الشركة.

دراسة<sup>3</sup> Moeljadi (2014) بعنوان: Factors affecting firm value: theoretical study on public manufacturing firms in indonesia، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة النظرية بين كل من المسؤولية الاجتماعية، حوكمة الشركة، حجم الشركة وربحية الشركة من جهة وقيمة الشركة من جهة أخرى وذلك بالتطبيق على الشركات التحويلية المدرجة في بورصة أندونيسيا. وقد صنفت الدراسة المتغيرات إلى ثلاثة أصناف: متغيرات خارجية، متغيرات داخلية ومتغيرات متداخلة. تتمثل المتغيرات الخارجية في كل من المسؤولية الاجتماعية، حوكمة الشركة وحجم الشركة، وكان المتغير الداخلي هو قيمة الشركة، أما المتغير المتداخل هو ربحية الشركة. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن المتغيرات الخارجية متمثلة في المسؤولية الاجتماعية وحوكمة الشركة وحجم الشركة لها تأثير إيجابي على المتغير الداخلي المتمثل في قيمة الشركة وكذا المتغير المتداخل المتمثل في الربحية، كما توصلت الدراسة أيضا إلى تأثير إيجابي للمتغير المتداخل المتمثل في ربحية الشركة على متغير قيمة الشركة.

<sup>1</sup> Ali Jeeran Abed Ali, The Effect of Stock Liquidity on Firm Value - Evidence from Iraqi Stock Exchange – elmothana review, Iraq, vol 4, n9, 2014, pp 304-322

<sup>2</sup> BERNARD S. BLACK, HASUNG JANG, WOCHAN KIM, Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea, February 2003, pp 1-60

<sup>3</sup> Moeljadi, FACTORS AFFECTING FIRM VALUE: THEORETICAL STUDY ON PUBLIC MANUFACTURING FIRMS IN INDONESIA, South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law, Vol. 5, Issue 2 (Dec.), 2014, pp 6-15

دراسة<sup>1</sup> jin qian palmierie (2012) بعنوان: does hedging increase firm value? empirical research in oil and gaz industry، هدفت الدراسة إلى اختبار مدى مساهمة التحوط في زيادة قيمة الشركة، وقد تم إجراء البحث التجريبي على عينة من صناعات النفط والغاز في أمريكا الشمالية على نطاق زمني يمتد من 2000-2011. وقد أظهرت نتائج الدراسة بعد تحليل الانحدار أنه لا يوجد دليل يؤكد أن التحوط يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة في صناعة النفط والغاز.

دراسة<sup>2</sup> كل من Rajni Kant Rajhans & Kawalpreet Kaur (2013) بعنوان: financial determinants of firms value : evidence from indian firms، هدفت هذه الدراسة إلى إبراز محددات خلق قيمة الشركة وتم الاعتماد على عينة تتكون من 16 شركة موزعة على أربعة قطاعات مدرجة في بورصة بومباي خلال الفترة 2002-2011، و تم الاعتماد على مجموعة من العوامل كمتغيرات مالية يمكن أن تؤثر على قيمة الشركة منها المبيعات الصافية، الربح، الأصول الثابتة، نسبة التوزيعات والهيكل المالي. وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة أساسية جاءت متوافقة مع اقتراح Modigliani and Miller وهي أن تركيبة رأس المال لا تؤثر على قيمة الشركة، لكن في الوقت نفسه تشير نتائج البحث أن المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال (wacc) لها تأثير كبير على قيمة الشركة بالإضافة إلى متغيرات الأصول الثابتة وصافي المبيعات والأرباح.

دراسة<sup>3</sup> كل من Muhammad Tamrin, H. Rahman Mus, Sudirman Aryati (2017) بعنوان: Effect of profitability and dividend policy on corporate governance and firm value: Evidence from the Indonesian manufacturing Sectors، هدفت الدراسة إلى تحليل تأثير الربحية وهيكل حوكمة الشركات على سياسة التوزيع وقيمة الشركة، وقد شمل مجتمع الدراسة الشركات الصناعية في بورصة أندونيسيا بما يعادل 146 شركة، أما عينة الدراسة فقدرت ب 58 شركة وذلك خلال الفترة 2013-2015. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الربحية لها تأثير سلبي معنوي على سياسة التوزيع، كما أن الربحية لها تأثير سلبي معنوي على قيمة الشركة، أما هيكل حوكمة الشركات فله تأثير إيجابي كبير على سياسة التوزيع وكذلك هيكل حوكمة الشركات له تأثير إيجابي معنوي على قيمة الشركة، كما توصلت الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي غير معنوي على قيمة الشركة.

<sup>1</sup> Juin qian palmieri, does hedging increase firm value? Empirical research in oil and gaz industry, master in finance, tulburg university, 2012, pp 1-35

<sup>2</sup> RAJNI KANT RAJHANS, KAWALPREET KAUR, FINANCIAL DETERMINANTS OF FIRM'S VALUE EVIDENCE FROM INDIAN FIRMS, International Journal of Business Economics & Management Research, india, Vol.3 (5), MAY (2013), pp 69-76

<sup>3</sup> Muhammad Tamrin et al, Effect of profitability and dividend policy on corporate governance and firm value: Evidence from the Indonesian manufacturing Sectors , Journal of Business and Management, Volume 19, Issue 10. Ver. VIII. (October. 2017), PP 66-74

دراسة<sup>1</sup> كل من Andy Setiabudi, Dian Agustia (2012) بعنوان: Fundamental Factor of Firm due to the Firm Value، الهدف من هذه الدراسة هو فحص العوامل التي تؤثر على قيمة الشركة والتي تتوسطها رافعة الشركة كمتغير متداخل، كما تفحص هذه الدراسة تأثير رافعة الشركة على قيمة الشركة وكذا العوامل الأخرى التي تؤثر على قيمة الشركة من خلال رافعة الشركة، وقد تم اختبار عينة من 44 شركة تستجيب لمعايير الدراسة خلال الفترة 2005-2009. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن كل من الربحية وحجم الشركة والأصول الملموسة ومعدل التضخم لها تأثير إيجابي على رافعة الشركة، أما المتغيرات الأخرى باستثناء نمو الناتج المحلي الخام فقد كان لها تأثير سلبي على رافعة الشركة. كما أظهرت النتائج أن هناك تأثير إيجابي على قيمة الشركة لمتغيرات الربحية، الأصول الملموسة، نمو الناتج المحلي الخام، في حين هناك تأثير سلبي على قيمة الشركة لمتغيرات معدل التضخم والرافعة.

دراسة<sup>2</sup> Al-Najjar Basil and Al-Najjar Dana (2016) بعنوان: the impact of external financing on firm value and a corporate governance index : SME evidence، بحثت هذه الدراسة في تأثير احتياجات التمويل الخارجي على كل من قيمة الشركة وآليات حوكمة الشركات من خلال التطبيق على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المملكة المتحدة خلال الفترة 2000-2009، وهذه العينة تكتسي أهمية كبيرة بالنظر إلى الموارد المالية الخارجية المحدودة التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين احتياجات التمويل الخارجي وقيمة الشركة، بالإضافة إلى ذلك توصلت الدراسة إلى أن الحجم والربحية يرتبطان ارتباطاً إيجابياً بقيمة الشركة في العينة محل الدراسة، وفيما يتعلق بمؤشر حوكمة الشركات كشفت الدراسة أن نسبة كبيرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك التي لديها مستويات ديون منخفضة تتمتع بمياكل أفضل لحوكمة الشركات.

دراسة<sup>3</sup> كل من Ahmad Mohammad Obeid Gharaibeh and Abdul Aziz Abdulla Abdul Qader (2017) بعنوان: Factors Influencing Firm Value as Measured by the Tobin's Q: Empirical Evidence from the Saudi Stock Exchange، الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو إجراء دراسة تجريبية عن المحددات الداخلية (الخاصة بكل شركة) لقيمة الشركة باستخدام نموذج Tobin Q، وتمثلت عينة الدراسة في 40 شركة من القطاعات الست الرئيسية والمدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2005-2014. وقد أظهرت النتائج أن رسملة السوق وفرص النمو والربحية والملاءة المالية لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع قيمة الشركة، من جهة أخرى تم التوصل إلى

<sup>1</sup> Andy Setiabudi, Dian Agustia, Fundamental Factor of Firm due to the Firm Value, Journal of Basic and Applied Scientific Research, vol 2, n 12, 2012, pp12651-12659

<sup>2</sup> Al-Najjar, Basil and Al-Najjar Dana, THE IMPACT OF EXTERNAL FINANCING ON FIRM VALUE AND A CORPORATE GOVERNANCE INDEX: SME EVIDENCE, pp1-30

<sup>3</sup> Ahmad Mohammad Obeid Gharaibeh and Abdul Aziz Abdulla Abdul Qader, Factors Influencing Firm Value as Measured by the Tobin's Q: Empirical Evidence from the SSE, International Journal of Applied Business and Economic Research, vol15, n 6 · January 2017, pp 333-358

أن حجم الشركة والكفاءة والأصول الملموسة لها علاقة إيجابية مع قيمة الشركة لكنها ليست ذات دلالة إحصائية، وعلى النقيض من ذلك أظهرت النتائج أن كل من الرفع وسياسة التوزيع لهما تأثير سلبي على قيمة الشركة ولكنه ليس ذات دلالة إحصائية. وعليه فإن الحجم والكفاءة والملموسة والرافعة وسياسة التوزيع لا تعتبر محددات القيمة للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية.

دراسة<sup>1</sup> Sorin Gabriel anton (2016) بعنوان: the impact of dividend policy on firm value : a panel data analysis of romanian listed firms، الهدف من هذه الدراسة هو التحقق من تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة، تتكون العينة من 63 شركة غير مالية مدرجة في بورصة بوخارست خلال الفترة 2001-2011، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن نسبة توزيع الأرباح تؤثر إيجاباً على قيمة الشركة، وعلاوة على ذلك تم التوصل أن الرافعة وحجم الشركة تؤثر إيجاباً على قيمة الشركة.

دراسة<sup>2</sup> Setiadharna S and Machali M (2017) بعنوان: The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable، الغرض من هذه الدراسة تحليل التأثير المباشر وغير المباشر لهيكل الأصول وحجم الشركة على قيمة الشركة، وقد شملت عينة الدراسة 34 شركة عقارية مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2010-2014، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثير مباشر لهيكل الأصول على قيمة الشركة وليس هناك أي تأثير غير مباشر لهيكل الأصول على قيمة الشركة مع اعتبار هيكل رأس المال كمتغير متداخل، كما أظهرت النتائج أنه لا يوجد تأثير مباشر لحجم الشركة على قيمة الشركة.

إن ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة هو أن الدراسات السابقة بحثت في العوامل المؤثرة في قيمة الشركة سواء عوامل داخلية أو خارجية أو محددات مالية أو غير مالية، إلا أنها لم تعالج أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة باعتبار أن تكلفة التمويل تعتبر من أهم محددات قيمة الشركة حسب النظرية المالية، ومن جهة أخرى فإن دراستنا ستعالج العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة الشركة وهو الأمر الذي لم تتطرق إليه الدراسات السابقة.

### 1.1- مفهوم تكلفة التمويل وأهميتها

تعرف تكلفة التمويل بأحد تعاريف سولومون لها (1963) إذ يعرفها على أنها أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار، كما أنها معيار للأداء المالي، أي هي مقياس حسن استخدام الأموال، وكذلك تمثل معدل خصم

<sup>1</sup> Sorin Gabriel anton the impact of dividend policy on firm value.a panel data analysis of romanian listed firms, Journal of Public Administration, Issue 10/2016 , pp107-112

<sup>2</sup> Setiadharna S and Machali M, The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable, Journal of Business & Financial Affairs, vol 6, N 4, 2017, pp1-5

للمشروعات الاستثمارية<sup>1</sup>. تعرف تكلفة التمويل عن طريق نسبة العائد الذي يجب على الشركة أن تحققه كي تحافظ على سعر أسهمها في السوق. كما تعرف أيضا على أنها نسبة العائد الذي يطلبه مانحو رأس المال<sup>2</sup>. إن تكلفة التمويل كثيرا ما تستعمل كمعيار لرفض أو قبول المشاريع الجديدة، وعند استخدام طريقة صافي القيمة الحالية سنجد أن الشركة تقبل المشروع إذا كان صافي القيمة الحالية له موجبا، حيث نقوم بخصم التدفقات النقدية باستعمال معدل العائد المطلوب، وغالبا ما يكون معدل العائد المطلوب هو ذاته تكلفة التمويل. وعلاوة على أهمية استخدام تكلفة التمويل في مجال الاستثمارات الرأسمالية، إلا أنها تستخدم أيضا لأغراض أخرى فمثلا تعتبر تكلفة التمويل عاملا رئيسيا في قرارات الاستحجار والشراء، والقرارات الخاصة باسترداد السندات وتلك المرتبطة بنسب مساهمة الديون في تكوين رأس المال<sup>3</sup>. كما أن تكلفة التمويل ترشد الإدارة المالية للشركة إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل وتعظيم العائد، وذلك بقبول تلك المشروعات التي تكون عوائدها أكبر من تكلفة تمويلها. لقد أكد (Solomon) على الدور الذي يمكن أن تؤديه تكلفة التمويل في تقييم الاستثمار في الموجودات التشغيلية في الشركات العامة في الدول ذات الاقتصاد المخطط، إذ أنها تمثل تكلفة الفرصة البديلة للأموال المستثمرة في الموجودات التشغيلية في تلك الشركات. ومن الضروري كذلك أن يقوم المدير المالي بدراسة تكلفة كل شكل من أشكال التمويل بغية الوصول إلى القرار المالي المناسب بخصوص استخدام شكل تمويلي دون آخر، إذ أن معرفة تكلفة التمويل تعد عنصرا مهما وأساسيا في عملية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالحصول على الأموال<sup>4</sup>.

## 2.1- مفهوم قيمة الشركة والعوامل المؤثرة فيها

تمثل قيمة الشركة في قيمة الأرباح النقدية المتوقعة الحصول عليها من قبل حملة الأسهم وهي تمثل السعر السوقي للسهم مضروبا في عدد الأسهم، و هو ما يجعل هذه القيمة تتأثر بالعناصر التالية<sup>5</sup>:

- العائد المتوقع عن السهم، حيث يؤدي ارتفاع العائد إلى زيادة تلقائية في قيمته السوقية وقيمة الشركة؛
- الأرباح الموزعة على المساهمين؛ حيث سوف تؤدي زيادة نسبة التوزيع إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم وبالتالي زيادة القيمة السوقية في البورصة والعكس صحيح؛
- التوقيت الذي يحصل فيه المستثمرون على العائد، حيث سيؤدي قرب موعد الحصول عليه إلى زيادة في قيمة السهم وبالتالي زيادة قيمة الشركة والعكس صحيح؛
- سعر الخصم في السوق؛ إذ سيؤدي انخفاضه إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم وقيمة الشركة؛
- توقعات المستثمرين، حيث سيؤدي ارتفاعها إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم وقيمة الشركة؛

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص279

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد الميحي، الإدارة المالية المقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص367

<sup>3</sup> علي عباس، الإدارة المالية، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص163

<sup>4</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص280

<sup>5</sup> فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية: التمويل، الاستثمار، التخطيط، دار المسيرة للنشر، ط1، عمان، 2013، ص57.



ومن أجل تعظيم قيمة الشركة، هناك خمسة عوامل رئيسية ينبغي تسييرها بكفاءة وفعالية، وهي<sup>1</sup>: تعظيم المردودية، تحقيق الأمثلية في هيكل الخصوم، تحقيق الأمثلية في هيكل الأصول، مراقبة الشراكة، مراقبة رأس المال.

### 3.1- العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة الشركة وفق النظرية المالية

لقد تطرقت النظرية المالية التقليدية والحديثة للعلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة الشركة وذلك من خلال مختلف الاجتهادات التي قام بها مفكري النظرية المالية أمثال Miller and Modigliani و Meyers .

#### مدخل صافي الربح

حسب نظرية صافي الربح فإن تكلفة الديون (cd) وتكلفة الأموال الخاصة (ce) لا تتغير بتغير نسبة الاستدانة (D/S) مع فرضية أن تكلفة الاستدانة أقل من تكلفة الأموال الخاصة، وهذا يعني أن المؤسسة تعتمد في هيكلها المالي على مصدر تمويلي رخيص، وهو ما يؤدي إلى تخفيض التكلفة الكلية للأموال لدى المؤسسة (k)، وهذه الأخيرة تمثل دالة متناقصة لحجم الاستدانة<sup>2</sup>. والجدير بالملاحظة في هذا المدخل أن تكلفة رأس المال المرجحة بالأوزان (Wacc) سوف تصل إلى أدنى حد لها عندما تتعادل مع تكلفة الاقتراض، وعند هذا الحد سوف تصل قيمة الشركة إلى أقصى قيمة لها، ولن يتحقق ذلك إلا عندما تعتمد الشركة في تمويلها على أموال الاقتراض فقط<sup>3</sup>.

#### مدخل صافي ربح العمليات

يفترض مدخل صافي ربح العمليات أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض. كما يفترض هذا المدخل أيضا أن زيادة تكلفة رأس المال بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية التي تنجم عن زيادة نسبة الاقتراض، سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض، أي نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبيا، لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض<sup>4</sup>، فسواء اقتضت الشركة أم لم تقتض فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه ثبات قيمة الشركة.

#### المدخل التقليدي

إن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة التمويل تنخفض مع زيادة حجم الأموال المقترضة وترتفع معها قيمة الشركة إلى أن تصل إلى حد معين بعده تأخذ هذه التكلفة في الارتفاع وتأخذ قيمة الشركة في الانخفاض، وعند هذا الحجم من الاقتراض والذي يتحول عنده اتجاه تكلفة التمويل نحو الارتفاع تتحدد نسبة الاقتراض المثالية، وعند هذه النقطة تصبح تكلفة التمويل في أدنى قيمة لها وقيمة الشركة في أعظم قيمة لها.

### نظرية Miller and Modigliani لسنتي (1958، 1963)

<sup>1</sup> Jack Forget, Strategie Financiere, Ellipses edition Marketing, paris, 2007, p.39.

<sup>2</sup> Elie Cohen, Gestion Financière DE L'Entreprise ET Développement Financier, EDICEF, Economica, France,1991.p236

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، ابراهيم جلال العبد، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص324

<sup>4</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص181

بافتراض عدم وجود ضرائب أثبت Miller and Modigliani أن قيمة الشركة ثابتة ولا تتأثر بتركيب رأس المال ولا توجد نسب مثالية للدين وتركيب رأس المال ليس لها أهمية على ثروة المساهمين (سعر السهم) وأن المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال (wacc) تبقى هي الأخرى ثابتة ولا تتغير بتغير تركيب رأس المال، كما يؤكد Miller and Modigliani أن قيمة الشركة المستدينة ( $V_L$ ) هي نفسها قيمة شركة غير مستدينة ( $V_U$ )، لذلك اقترح Miller and Modigliani أن المدراء لا ينبغي أن يهتموا بهيكل رأس المال ويمكنهم اختيار تركيب الدين إلى حقوق الملكية بحرية<sup>1</sup>. لقد أدخل Miller and Modigliani سنة 1963 الضريبة على دخل الشركة للنظرية وتوصل إلى أن<sup>2</sup> قيمة الشركة المستدينة تساوي قيمة شركة غير مستدينة مضافا إليها قيمة الوفرة الضريبية المتحققة نتيجة خصم أعباء الديون من الدخل قبل حساب الضريبة حيث أن:

$$V_U = FCF_U / Wacc = EBIT(1-t) / wacc$$

أما قيمة الشركة المستدينة فتعطي بالصيغة التالية:

$$V_L = V_U + TD$$

### نظرية المبادلة

افترض Miller and Modigliani سنة 1958 في نظريتهما أن القيمة السوقية للشركات لا تعتمد على هيكل رأسمالها بافتراض غياب الضرائب، وفي النظرية المصححة سنة 1963 وبعد إدخال الضرائب توصلوا إلى أن استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس المال من شأنه أن يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة، وأنه بزيادة استخدام الرافعة المالية تزداد قيمة الشركة بشكل مستمر، إذ تتأثر قيمة الشركة بشكل مباشر بقيمة الوفرة الضريبية الناتجة عن طرح الفائدة من الوعاء الضريبي لدخل الشركة متجاهلين الأنواع الأخرى لتكاليف التمويل المقترض والتي تؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة والمتمثلة بتكلفة العسر المالي والوكالة والإفلاس<sup>3</sup>. وبهذا فإن أهم ما يميز نظرية التبادل هو إدخال بعض التعديلات على النظرية المصححة ل Miller and Modigliani باحتساب تكلفة التمويل المقترض وموازنتها مع القيمة الحالية للوفرات الضريبية، إذ تفترض هذه النظرية أنه يمكن إعادة النظر بنسب الديون المثلى من خلال التبادل بين تكاليف ومنافع التمويل المقترض وأثر ذلك في الخطط الاستثمارية للشركة. وهكذا وبخلاف نظرية Miller and Modigliani التي تنص على أنه بإمكان الشركة الاقتراض قدر الإمكان على اعتبار أن الاقتراض يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة، فإن نظرية التبادل تبرر الاعتدال في استخدام التمويل المقترض بالتركيز على الوفرة الضريبية والتكاليف الإضافية للتمويل المقترض<sup>4</sup>.

### نظرية الالتقاط التدريجي

<sup>1</sup> D.K.Y Abeywardhana, Capital Structure Theory: An Overview, Accounting and Finance Research, Vol. 6, No. 1; 2017, p134

<sup>2</sup> Tesi di Laurea, Evaluating theories of capital structure in different financial systems: an empirical analysis, venezia, 2012, pp12-13

<sup>3</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 213

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص 214

تدور نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل على مبدأ تفضيل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة، وهذا يعني أنها تمنح الأفضلية للتمويل الداخلي على التمويل الخارجي، وتفضل الديون على السندات القابلة للتحويل وتفضل الأوراق المالية المهجنة مقارنة بالأسهم العادية<sup>1</sup>. وبالعودة للنظرية المصححة ل Miller and Modigliani (1963) فإنه تم حساب قيمة الشركة بإطار نظرية الإلتقاط والمحسوبة بقسمة الأرباح قبل الفوائد والضرائب على معدل الخصم مطروحا منه معدل النمو والمتمثل بمعدل النمو الداخلي عندما تستخدم الشركة الأموال الداخلية باحتجاز الأرباح ومعدل النمو المستمر عندما تحتاج الشركة للأموال الخارجية<sup>2</sup>.

$$V_p = EBIT(1-T)/(K-g)$$

$V_p$ : قيمة الشركة /  $EBIT$ : الأرباح قبل الفوائد والضرائب /  $K$ : تكلفة التمويل /  $g$ : معدل النمو

## 2 - الطريقة والأدوات :

### نموذج ومتغيرات الدراسة

النموذج أدناه يوضح متغيرات الدراسة والمتمثلة في قيمة الشركة (Firm value) كمتغير تابع وكل من تكلفة التمويل ( $CF$ ) وسياسة التوزيع ( $DIV$ ) وصافي التدفقات النقدية ( $NCF$ ) وحجم المؤسسة ( $SIZE$ ) وهيكل الأصول ( $STRA$ ) ومعدل العائد على حقوق الملكية ( $ROE$ ) ودرجة الملاءة ( $SOLV$ ) والرفع المالي ( $LF$ ) كمتغيرات مستقلة.

$$Firm Value = B_0 + B_1 \log(CF) + B_2 \log(DIV) + B_3 \log(NCF) + B_4 \log(size) + B_5 (STRA) + B_6 (ROE) + B_7 (SOLV) + B_8 (LF) + U_i$$

Firm value: تعبر عن قيمة الشركة<sup>3</sup> مقاسة بنموذج Tobin's Q (القيمة السوقية للأسهم على القيمة الدفترية للأسهم)

$CF$ : تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لتكلفة التمويل

$DIV$ : تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأرباح الموزعة والمدفوعة

$NCF$ : تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لصافي التدفقات النقدية السنوية

$SIZE$ : تعتبر عن حجم الشركة والمعبر عنها باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الموجودات

$STRA$ : تعبر عن هيكل الأصول وتم قياسها بقسمة الأصول الثابتة على إجمالي الأصول

$ROE$ : تعبر عن العائد على حقوق الملكية وتم قياسها بقسمة صافي الدخل على حقوق الملكية

$SOLV$ : تعبر عن درجة الملاءة المالية للشركات وتم قياسها بقسمة إجمالي الموجودات على إجمالي المطلوبات

<sup>1</sup> Seadin Xhaferi, Besa Xhaferi, alternative theories of capital structure, European Scientific Journal March 2015 edition vol.11, No.7, p332

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 252

<sup>3</sup> Setiadharna S and Machali M, op.cit, p03

LF: وتعبّر عن الرفع المالي للشركات وتم قياسها بقسمة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات  
 $U_i$ : الأخطاء العشوائية

### مجتمع وعينة وفترة الدراسة

يتضمن مجتمع الدراسة كل الشركات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية باختلاف الأنشطة (صناعية، تجارية، بنوك، تأمين، نقل، عقار...) والبالغ عددها 175 شركة، أما عينة الدراسة فشملت الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت والبالغ عددها 30 شركة، وتم استبعاد 5 شركات لعدم توفرها على البيانات المطلوبة، وقد تم إجراء مسح على القطاع الصناعي وبناء النموذج اعتماداً على البيانات المتوفرة. وقد شملت الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى غاية سنة 2016 أي لفترة 5 سنوات متتالية تم من خلالها جمع مختلف البيانات المتعلقة بمتغيرات وعينة الدراسة بالاستعانة بموقع بورصة الكويت وموقع الشركات محل الدراسة على الإنترنت.

### 3 - النتائج ومناقشتها :

#### الإنحدار الخطي المتعدد لنموذج الدراسة

نلاحظ من خلال الجدول رقم(01) الذي يوضح الانحدار الخطي المتعدد لنموذج الدراسة أن معامل تضخم التباين (VIF) لكل المتغيرات المستقلة أقل من 5، مما يعني عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة وهو ما يظهر من خلال مصفوفة الارتباط في الجدول رقم(02) حيث أن معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة منخفضة لا تتجاوز 70%، مما يعني صلاحية النموذج المقدر.

#### اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي

تم الاستعانة باختبار (test Kolmogorov-Smirnov) للتأكد من مدى اعتدالية التوزيع الطبيعي للبواقي في نموذج الدراسة، حيث نلاحظ من خلال الجدول رقم(03) أن قيمة الاحتمال تساوي (sig=0,24) وهي أكبر من مستوى المعنوية (sig=0,000)، وبالتالي فالبواقي تتبع التوزيع الطبيعي، مما يعني توفر شرط اعتدالية التوزيع الطبيعي .

#### اختبار الاستقلال الذاتي للبواقي

يتم الحكم على مدى وجود استقلال ذاتي بين البواقي باستخدام اختبار (Durbin- Watson test)، حيث أنه إذا كانت قيمة (DW) أكبر من القيمة العظمى (du) ففي هذه الحالة لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي، أما إذا كانت قيمة (DW) أقل من القيمة الدنيا (dl) فهذا يعني وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، وفي حالة ما إذا كانت قيمة (DW) محصورة بين القيمة الدنيا والقيمة العظمى فلا يمكن اتخاذ قرار بشأن الارتباط الذاتي بين البواقي، ومن خلال الجدول رقم(01) نلاحظ أن قيمة (DW=1.530) وهي قيمة محصورة بين القيمة الدنيا (dl=1.506) والقيمة العظمى (du=1.850)، وبالتالي لا يمكن اتخاذ قرار بشأن الارتباط الذاتي.

#### دراسة الارتباط والقدرة التفسيرية لنموذج الدراسة

من خلال الجدول رقم (01) نلاحظ أن معامل الارتباط بين المتغير التابع المتمثل في قيمة الشركة (VAL) والمتغيرات المستقلة مجتمعة (FC DIV NCF SIZE STRA ROE SOLV LF) يقدر ب:  $(R^2=63,1\%)$  ويقدر معامل التحديد ( $\text{Adjusted } R^2=35,4\%$ ) وهذا يعني أن 35,4% من التغيرات الحاصلة في قيمة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المستقلة للنموذج. أما التغيرات الأخرى في قيمة الشركات المدرجة ببورصة الكويت ترجع لعوامل أخرى. وبالنظر للجدول رقم (01) نجد أن قيمة F المحسوبة تقدر ب: 9,089 وهي أكبر من القيمة الجدولية، كما أن احتمالية F أقل من مستوى المعنوية 5% حيث تقدر ب ( $\text{sig}=0,000$ )، وعليه فهناك معنوية كلية للنموذج أي أن المتغيرات المستقلة تؤثر بشكل معنوي على المتغير التابع للنموذج المتمثل في قيمة الشركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية. بالنظر للجدول رقم (02) الذي يوضح مصفوفة الارتباط نجد أن هناك ارتباط كبير بين متغير العائد على حقوق الملكية (ROE) والمتغير التابع المتمثل في قيمة الشركة حيث بلغ الارتباط بين المتغيرين 58,2% كما أن هذا الارتباط معنوي ( $\text{sig}=0,000$ )، كذلك هناك ارتباط ضعيف بين التوزيعات (DIV) والمتغير التابع المتمثل في قيمة الشركة والمقدر ب 21% وهو ارتباط معنوي ( $\text{sig}=0,011$ )، بالإضافة لذلك هناك ارتباط ضعيف بين صافي التدفقات النقدية (NCF) والمتغير التابع المتمثل في قيمة الشركة والمقدر ب 14,7% كما أنه ارتباط معنوي ( $\text{sig}=0,05$ ). أما باقي المتغيرات المستقلة فليس لها ارتباط معنوي مع المتغير التابع المتمثل في قيمة الشركة بما في ذلك تكلفة التمويل حيث أن مستوى المعنوية يفوق 5%.

واعتمادا على النتائج السابقة يمكن القول أن الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت تعتمد بشكل كبير على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) لتحسين قيمتها وتعتمد بشكل ضعيف على صافي التدفقات النقدية السنوية (NCF) والتوزيعات السنوية (DIV) لتحسين قيمتها. وانطلاقا مما سبق يمكن صياغة النموذج كما يلي:

$$\text{Value firm} = 3,222 - 0,040(\text{FC}) + 0,006(\text{DIV}) + 0,246(\text{NCF}) - 0,363(\text{SIZE}) - 0,011(\text{STRA}) + 0,080(\text{ROE}) - 0,052(\text{SOLV}) - 0,128(\text{LF})$$

$R^2=0,631$      $\text{Adjusted } R^2=35,4\%$      $F=9,089$      $\text{Sig}=0,000$      $DW=1,530$

**5- اختبار فرضية البحث:** تقدر قيمة احتمالية (t) المحسوبة لتكلفة التمويل (FC) ب (0,726) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، مما يعني قبول الفرضية العدمية ( $H_0$ ) التي تنص على أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على قيمة الشركات المدرجة ببورصة الكويت.

**4- الخلاصة:** تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تعظيم قيمتها في السوق المالي كهدف استراتيجي، غير أن هذا الهدف يتأثر بمجموعة من العوامل والمتغيرات المالية وغير المالية، ومن أهم المتغيرات المالية التي تؤثر في قيمة الشركة والتي أثارت جدلا واسعا بين مفكري النظرية المالية التقليدية والحديثة كل من تكلفة التمويل وتركيب الهيكلة المالي وسياسة التوزيعات المعتمدة، وبغرض اختبار هذه العلاقة الجدلية قمنا بإجراء دراسة على الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت وتم التوصل للنتائج التالية:

- هناك تأثير عكسي لتكلفة التمويل على قيمة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت وهو ما يتوافق مع النظرية المالية إلا أن هذا التأثير غير معنوي؛
- يعتبر معدل العائد على حقوق الملكية من أهم العوامل المستقلة والمدرجة في النموذج تأثيراً على قيمة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت؛
- تعتبر سياسة التوزيع وحجم التدفقات النقدية الصافية من العوامل المؤثرة على قيمة الشركات المدرجة ببورصة الكويت ولكن هذا التأثير يبقى محدوداً؛
- ليس هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغيرات الحجم والملاءة والرفع المالي وهيكل الأصول على قيمة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت.

**5- ملاحق :**

الجدول رقم(01): تحليل الانحدار المتعدد لتأثير المتغيرات المستقلة على قيمة الشركة

المتغير	قيمة المعامل	T.Test	sig	VIF
FC	-0,040	-0, 352	0,726	1,586
DIV	0,006	0,087	0,931	1,618
NCF	0,246	1,292	0,199	1,549
SIZE	-0, 363	-1,751	0,083	1,680
STRA	-0,011	-1,694	0,093	1,165
ROE	0,080	6,524	0,000	1,377
SOLV	-0,052	-1,151	0,252	1,301
LF	-0,128	-0,535	0,594	1,697
R <sup>2</sup>		0,631		
Adjusted R <sup>2</sup>		0,354		
F		9,089		
Sig F		0,000		
DW		1,530		

**Constant=3,222**

الجدول رقم(02): مصفوفة الارتباط لنموذج الدراسة

C	VAL	FC	DIV	NCF	SIZE	STRA	ROE	SOLV	LF
O	VAL	1.000							
R	FC	0.079	1.000						
R	DIV	0.210	0.111	1.000					
E	NCF	0.147	0.292	0.322	1.000				
L	SIZE	-0.129	0.331	0.322	0.507	1.000			
A	STRA	-0.130	0.135	0.281	0.020	0.229	1.000		

T I O N	ROE	0.582	-0.021	0.474	0.211	0.022	0.079	1.000		
	SOLV	-0.028	-0.330	0.044	-0.103	-0.235	-0.095	-0.008	1.000	
	LF	-0.089	0.552	0.102	0.127	0.332	0.198	0.009	-0.438	1.00
sig	VAL									
	FC	0.196								
	DIV	0.011	0.114							
	NCF	0.050	0.001	0.000						
	SIZE	0.081	0.000	0.000	0.000					
	STRA	0.080	0.072	0.001	0.415	0.006				
	ROE	0.000	0.411	0.000	0.010	0.408	0.196			
	SOLV	0.381	0.000	0.316	0.133	0.005	0.153	0.464		
LF	0.169	0.000	0.135	0.084	0.000	0.015	0.461	0.000		

جدول رقم (03): اختبار اعتدالية التوزيع الطبيعي للبواقي

	Kolmogorov-smirnov		
	statistic	df	sig
Standardized residual	,123	119	0,24

**6- قائمة المراجع :****المراجع باللغة العربية**

1. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي(2009)، الإدارة المالية المقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.
2. علي عباس(2008)، الإدارة المالية، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان.
3. فيصل محمود الشواورة(2013)، مبادئ الإدارة المالية: التمويل، الاستثمار، التخطيط، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، عمان.
4. محمد صالح الحناوي، ابراهيم جلال العبد(2002)، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
5. محمد علي ابراهيم العامري(2010)، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان.
6. منير ابراهيم هندي(1998)، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية.

**المراجع باللغة الانجليزية**

1. Ahmad Mohammad Obeid Gharaibeh and Abdul Aziz Abdulla Abdul Qader(2017), Factors Influencing Firm Value as Measured by the Tobin's Q: Empirical Evidence from the Saudi Stock Exchange, International Journal of Applied Business and Economic Research, vol15, n 6 .
2. Ali Jeeran Abed Ali(2014), The Effect of Stock Liquidity on Firm Value- Evidence from Iraqi Stock Exchange – elmothana review, Iraq, vol 4, n9.
3. Al-Najjar, Basil and Al-Najjar Dana, the impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence.

4. Aloys Ayako & Fidelis Wamalwa(2015), Determinants of Firm Value in Kenya: Case of Commercial Banks Listed at the Nairobi Securities Exchange, Applied Finance and Accounting Vol. 1, No. 2.
5. Andy Setiabudi, Dian Agustia(2012), Fundamental Factor of Firm due to the Firm Value, Journal of Basic and Applied Scientific Research, vol 2, n 12.
6. BERNARD S et al(2003), Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea.
7. D.K.Y Abeywardhana(2017), Capital Structure Theory: An Overview, Accounting and Finance Research, Vol. 6, No. 1.
8. Elie Cohen(1991), Gestion Financière DE L'Entreprise ET Développement Financier, EDICEF, Economica, France.
9. Jack Forget(2007), Strategie Financiere, Ellipses edition Marketing, paris.
10. Juin qian palmieri(2012), does hedging increase firm value? Empirical research in oil and gaz industry, master in finance, tulburg university.
11. Moeljadi(2014), factors affecting firm value: theoretical study on Public manufacturing firms in indonesia, South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law, Vol. 5, Issue 2.
12. Muhammad Tamrin et al(2017), Effect of profitability and dividend policy on corporate governance and firm value: Evidence from the Indonesian manufacturing Sectors , Journal of Business and Management, Volume 19, Issue 10.
13. Rajni kant rajhants, Kawalpreet keur(2013), financial determinants of firms value evidence from indian firms, International Journal of Business Economics & Management Research, india, Vol.3 (5).
14. Seadin Xhaferi, Besa Xhaferi(2015), alternative theories of capital structure, European Scientific Journal , edition vol.11, No.7.
15. Setiadharna S and Machali M(2017), The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable, Journal of Business & Financial Affairs, vol 6, N 4.
16. Siti Ayu Lestari, Mursalim Armayah(2016), Profitability and Company Value: Empirical Study of Manufacture Companies in Indonesia Period 2009 – 2014, Information Management and Business Review, Vol. 8, No. 3.
17. Sorin Gabriel anton(2016), the impact of dividend policy on firm value. a panel data analysis of romania listed firms, Journal of Public Administration, Issue 10.



18. Sutrisno(2016), Capital Structure Determinants and Their Impact on Firm Value: Evidence From Indonesia, Economics World, Vol. 4, No. 4.