أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية
حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 (2016_2020)

The impact of financial structure on the market value of company
The case of the companies listed in the CAC 40 index (2016-2020)

عايدة ثوبي[1]، رجم نصيب[2]

[1] طالبة دكتوراه، مخبر المالية الدولية ودراسة الحوكمة والنهوض الاقتصادي جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر،
aida.toubi@univ-annaba.org

[2] أستاذ التعليم العالي، مخبر المالية الدولية ودراسة الحوكمة والنهوض الاقتصادي جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر،
r_necib@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 8.6.2022 تاريخ القبول: 9.7.2022 تاريخ النشر: 1.9.2022

ملخص:

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، حيث شملت 28 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر (*CAC 40*) خلال الفترة 2016_ 2020. وذلك من خلال بيانات زمنية مقطعية غير متوازنة بعدد مشاهدات كلية بلغت 138 مشاهدة.

حسب نتائج الدراسة فإن الرفع المالي والعائد على الأصول يؤثران عكسيا في السعر السوقي للسهم، في حين تم تسجيل علاقة طردية ودالة احصائيا بين معدل نمو المبيعات والسعر السوقي للسهم، بينما كان تأثير كل من حجم المؤسسة والسيولة غير دال إحصائيا.

كلمات مفتاحية: الهيكل المالي، الرفع المالي، القيمة السوقية للسهم.

تصنيف JEL : G32، D53.

Abstract

This study aims to investigate the impact of financial structure on the market value of companies. It samples 28 French companies listed in the (CAC 40) for the period 2016-2020, using a multiple linear regression approach on unbalanced cross-sectional time data totaling 138 observations.

Results indicate that the effect of financial leverage and return on assets on the market value was negative. and the rate of sales growth had a positive and statistically significant effect. While both the company's size and liquidity have no significant impact.

Keywords: financing structure, financial leverage ratio, the market price**.**
Jel Classification Codes: G32, D53

المؤلف المرسل: عايدة ثوبي، الإيميل: aida.toubi@univ-annaba.org

1. مقدمة

يعد تعظيم القيمة السوقية للأسهم أو ما يعبر عنه بتعظيم قيمة المؤسسة أو تعظيم ثروة الملاك الهدف الرئيسي للإدارة المالية الحديثة، حيث أنه كلما ارتفعت قيمة أسهم المؤسسة في السوق كلما كان ذلك دليلا على كفاءة الإدارة من وجهة نظر الملاك. في هذا السياق يواجه المسيرون العديد من القرارات المالية التي تؤثر على قيمة المؤسسة أبرزها قرار التمويل الذي يعتبر أحد المقومات الأساسية لبقاء المؤسسة ودافعا قويا لنموها واستمراريتها، حيث يعنى بتوفير الأموال اللازمة لمواجهة التزاماتها وتشغيل عملياتها واستثماراتها. زيادة على ذلك اتجهت النظرة الحديثة للوظيفة المالية إلى التركيز على تحديد أفضل مصدر للتمويل عن طريق المفاضلة بين المصادر المتاحة أمام المؤسسة والمتمثلة أساسا في التمويل الداخلي عن طريق حقوق الملكية أو التمويل الخارجي عن طريق الإقتراض، وذلك من خلال دراسة العائد والتكلفة المصحوبة بكل مصدر. وفي ظل توفر وتنوع المصادر التمويلية فإن الاشكالية التي تواجه المسيريين هي محاولة إيجاد التوليفة المثلى من بين هذه المصادر أو مايعرف بالهيكل المالي الأمثل الذي من شأنه أن يخفض تكلفة الأموال ويعظم من قيمة المؤسسة.

إن الإستعانة بالقروض في التمويل قد يترك آثارا إيجابية على ثروة الملاك وذلك نظرا لما يوفره هذا المصدر من وفر ضريبي، حيث أن تكلفة الفوائد الخاصة بالقروض تخصم من وعاء الأرباح الخاضع للضريبة وبذلك تنخفض التكلفة وهو ما يسمى بالرفع المالي، وهذا إذا ماكانت نسبة الديون المستخدمة غير مبالغ فيها، حيث أن الإعتماد المفرط على الأموال المقترضة قد ينعكس سلبا على قيمة المؤسسة وذلك بإرتفاع تكلفة الإقتراض ومنه إرتفاع المخاطر المالية.

1.1 إشكالية الدراسة

تعتبر النظريات الخاصة بدراسة الهيكل المالي أحد أكثر المواضيع التي تم البحث فيها ومناقشتها ضمن الدراسات الخاصة بتمويل المؤسسة والتي إنقسمت الى وجهتي نظر، الأولى خاصة بالعالمين مودلياني وميلر ومفادها أنه ليست هناك علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، والثانية ترى أن للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة من خلال الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. توالت بعدها الدراسات التطبيقية التي تباينت فيها آراء الباحثين فيما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل يساهم في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أم لا، وهذا مادفعنا إلى دراسة الموضوع على عينة من المؤسسات الفرنسية المدرجة في مؤشر **CAC 40** بإعتباره سوق مالي نشط وبيئة إقتصادية متطورة. بناءا على ما سبق تحاول الدراسة الإجابة على التساؤل التالي:

ما مدى تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 ؟

2.1 فرضيات الدراسة

للاجابة على التساؤل الرئيسي السابق يتم صياغة الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40.
- الفرضية الثانية: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحجم والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40.
- الفرضية الثالثة: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40.
- الفرضية الرابعة: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40.
- الفرضية الخامسة: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو المبيعات والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40.

3.1 أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 وذلك من خلال اختبار العلاقة بين الرفع المالي والسعر السوقي للسهم، بالاضافة إلى اختبار العلاقة الموجودة بين بعض الخصائص المالية للمؤسسات محل الدراسة والقيمة السوقية لأسهمها.

4.1 منهج الدراسة

لتحقيق هدف الدراسة واختبار مدى صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في تقديم المفاهيم النظرية حول متغيرات الدراسة وفي تحليل نتائج الدراسة القياسية، ليتم بعدها الاستناد إلى المنهج الإحصائي لاختبار العلاقة بين المتغيرين.

5.1 الأدوات المستخدمة في الدراسة

لاختبار العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للسهم تم الاعتماد على نماذج البانل من خلال نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، كما تم استخدام الإرتباط وتقدير النموذج وبعض الاختبارات الإحصائية التي تسمح بفحص فرضيات الدراسة، وهذا باستخدام برنامج **Eviews 10**.

6.1 تقسيمات الدراسة

من أجل الإحاطة بموضوع الدراسة تم تقسيمها إلى ثلاث محاور:

- المحور الأول: الإطار النظري للدراسة.
- المحور الثاني: منهجية الدراسة.
- المحور الثالث: نتائج الدراسة.

2. الإطار النظري للدراسة

لقد لاقى موضوع الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة اهتماما واسعا من قبل الباحثين، حيث تشكلت نظريات وآراء متعددة حوله. في هذا المحور سيتم تناول مفهوم هيكل التمويل والقيمة السوقية للأسهم ومراجعة أدبيات الدراسة.

1.2 مفاهيم حول الهيكل المالي وقيمة المؤسسة

يعد الهيكل المالي من أهم القرارات الاستراتيجية في المؤسسة وذلك لارتباطه بالهدف الأساسي لوجودها وهو تعظيم قيمتها لضمان بقائها واستمراريتها.

1.1.2. الهيكل المالي

من الناحية النظرية ، يجب على المؤسسة السعي للحصول على هيكل مالي أمثل وتمويل مشاريع الإستثمار المستقبلية بنسب تتفق مع هذا الهيكل (Van Horne, 1974, p. 140) ، يعرف الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل إستثماراتها وبذلك فهو يتضمن كافة عناصر جانب الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل (هندي، 2007، صفحة 527)، ويعرف أيضا بأنه جميع أشكال وأنواع التمويل سواء مملوك أو مقترض، وسواء قصير أو طويل الأجل (حنفي و قرياقس، 2002، صفحة 128)، أي يعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمنشأة المفاضلة بينها لتحقيق مزايا متعددة أي توزيع قيمتها بين الأموال الخاصة والديون لتتمكن من تحقيق المزايا التي يوفرها كل مصدر من مصادر التمويل، على أساس أن لكل مصدر تكلفة مختلفة عن المصدر الآخر فان قرارات الاستثمار المستقبلية وقيمتها ستتأثر تبعا لدرجة مستوى تفضيلاتها بين مختلف التوليفات المتاحة من الهيكل التمويلي (عسيري، 2020، الصفحات 61-62).وفي تعريف آخر الهيكل المالي عبارة عن نسبة خليط التمويل المرغوب والمكون من الديون وحقوق الملكية (النعيمي، الساقي، سلام، و شقيري، 2017، صفحة 437).

ويختلف الهيكل المالي عن هيكل رأس المال، هذا الأخير الذي يعرف بأنه نسبة كل من الدين وحقوق الملكية إلى اجمالي رأس مال المؤسسة (Ha & Le, 2017, p. 24) أي أنه يعبر عن المزيج من مصادر الأموال طويلة الأجل، بينما يعبر الهيكل المالي عن جميع أنواع مصادر التمويل المستخدمة طويلة كانت أو قصيرة، وبالتالي فان هيكل رأس المال يعد جزءا من هيكل التمويل.

يعرف الهيكل المالي الأمثل بأنه ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي يخفض تكلفة الأموال ويعظم في نفس الوقت قيمة المؤسسة مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين (بوشوشة، 2016، صفحة 157)، ولتحقيق هذا المزيج المرغوب يجب على المؤسسة مراعاة العناصر التالية: (Priya, Balasundaram, & Pratheepan, 2015, p. 49)

- **الربحية:** يجب أن يحقق الهيكل المالي أقصى ربحية وذلك بتخفيض التكلفة الاجمالية لعناصر التمويل وتقديم أعلى ربح لكل سهم؛
- **الملاءة:** إن الإستخدام المفرط للديون يهدد ملاءة وسيولة المؤسسة، لذا يجب على المدير المالي أثناء تصميم هيكل التمويل محاولة الحد من المخاطر المالية إلى المستوى المقبول والحفاظ على قدرة الوفاء بإلتزاماتها؛
- **المرونة:** يجب أن يتميز الهيكل المالي بالمرونة بحيث يمكن تعديل العناصر المكونة له بسهولة لتلبية الظروف المتغيرة؛
- **التحكم:** وذلك بتقليل مخاطر فقدان السيطرة على المؤسسة إلى حدها الادنى.

2.1.2 القيمة السوقية للمؤسسة

توفر قيمة المؤسسة تقييما لكيفية رؤية المستثمرين لأداء المؤسسة، ومن المتوقع أن تكسب هذه الأخيرة عوائد عالية نسبيا على المخاطر التي تتلقاها، أي أن قيمة المؤسسة هي القيمة العادلة التي تصف تقييم نجاح المؤسسات الذي يرتبط دائما بأسعار الأسهم (Markonah, Salim, & Franciska, 2020, p. 85). وبما أن مفهوم القيمة بصفة عامة والقيمة السوقية بصفة خاصة مفهوم شاسع وغير محدد، ويتم دراسته حسب كل تخصص فسيتم في هذه الدراسة اعتماد القيمة السوقية للأسهم للتعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة.

تعرف القيمة السوقية بأنها سعر السهم خلال التداول في الأسواق في الأسواق المالية وتتحدد في ضوء توازن قوى العرض والطلب الذي كثيرا ماتعكسه البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة (بنية، 2017، صفحة 338). وهي عبارة القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقعة الحصول عليها من قبل المساهمين (سهايلية و بوكثير، 2017، صفحة 245). أو هو سعر التنازل في الشروط العادية، حيث أن هذا السعر ناتج عن العرض والطلب ويعد هذا المعيار الأكثر موضوعية عند تقييم المؤسسات (خيري و بلعجوز، 2015، صفحة 4).

كما يوجد أشكال عديدة لقيمة السهم من أهمها: (بنية، 2017، الصفحات 339-338)

- **القيمة الاسمية للسهم:** تعرف بأنها القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما ين عليها في العقد التأسيسي للمؤسسة؛
- **القيمة الدفترية للسهم:** هي عبارة عن حقوق الملكية أو صافي الأصول كما تظهرها دفاتر المؤسسة؛
- **القيمة التصفوية للسهم:** تتمثل في القيمة الفعلية للسهم العادي الذي يتوقع المساهم أن يحصل عليها من موجودات المؤسسة في حالة بيع جميع أصول المؤسسة بقيمتها السوقية، وهذا بعد تسديد الالتزامات وحقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة وما يتبقى يتم قسمته على الأسهم العادية.

2.2 مراجعة الأدبيات

توصلت الأدبيات التي تناولت العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة إلى نتائج متفاوتة نتج عنها إختلاف في وجهة نظر المنظرين والخبراء، حيث رأى بعضهم أن هيكل التمويل لا علاقة له بقيمة المؤسسة، وقد كانت هذه النظرة التي تبناها (Modigliani & Miller, 1958) وأكدتها نتائج دراسات كل من (Philips & Sipahioglu, 2004) و (Elkelish & Marshall, 2007)، (Jiraporn & Liu, 2008)، (Ogbulu & Emeni, 2012)، التي تمت في بيئات وأزمنة مختلفة. إلا أن نفس الباحثان اللذان تبنيا هذه النظرة لأول مرة سنة 1958 عادا بدراسة أخرى سنة 1963 تتبنى نظرة مختلفة تؤكد على وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين هيكل التمويل وقيمة المؤسسة (Modigliani & Miller, 1963)، وتوالت الدراسات التي فصّلت في مؤشرات الهيكل المالي المختلفة التي يمكن إستعمالها لتفسير القيمة السوقية للمؤسسة، وإذا نظرنا إلى الدراسات الحديثة في الموضوع فنلاحظ أن هذه النظرة هي الأكثر شيوعا، إلا أن أثر المؤشرات المختلفة للهيكل المالي مازالت تتباين من دراسة لأخرى ومن بيئة لأخرى.

فعلى المستوى المحلي، نجد دراسة (سهايلية و بوكثير، 2017) التي توصلت إلى أن هيكل التمويل يمكن أن يدخل في تفسير علاقة الهيكل المالي بالتغيرات التي تطرأ على السعر السوقي لسهم المجمع الصناعي الجزائري صيدال في حين توجد علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والسعر السوقي لسهم المجمع، وكذلك دراسة (زغيب و دلفوف، 2012) التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية قوية بين هيكل التمويل والقيمة السوقية لسهم مجمع صيدال.

في المقابل إن تبني نظرة أكثر شمولية من الناحية الجغرافية تقودنا إلى العديد من الدراسات التي خاضت في تفصيل مؤشرات الهيكل المالي وتأثيرها على قيمة المؤسسة. حيث توصل (ضيف و زوزي، 2015) إلى أن الشركات السعودية تستخدم الديون لرفع قيمة الشركة في السوق من خلال الوصول إلى وجود علاقة معنوية بين الهيكل المالي مقاسا بإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وقيمة الشركة، بينما لا تستخدم كل من مجموع الموجودات والنمو والديون القصيرة الأجل للرفع من قيمة الشركة بشكل فعال، كما لا يهتم المستثمرون السعوديون بالمردودية المالية والاقتصادية وإنعكس ذلك من خلال عدم وجود علاقة معنوية بين المردودية المالية والإقتصادية والقيمة السوقية، وبالتالي فهي لا تستخدم كذلك لرفع قيمة الشركة. وقد توصل (Barakat, 2014) في نفس السياق إلى أنه توجد علاقة معنوية مباشرة بين هيكل رأس المال والسعر السوقي لأسهم الشركات السعودية الصناعية، فيما توجد علاقة عكسية وضعيفة بين الرافعة المالية وقيمة المؤسسة.

كما توصل (Keddi & Hammada, 2016) من خلال دراسته التي تمت عينة من المؤسسات المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية إلى وجود علاقة سلبية وهامة بين قيمة المؤسسة وهيكل رأس المال وهذا ما أكد على أن المؤسسات المدروسة غير قادرة على إدراك مزايا استخدام الديون، كما توصل إلى وجود

علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين قيمة المؤسسة وبين كل من ربحيتها وحجمها. بالإضافة إلى ذلك، يقترح (دلفوف، 2018) من خلال التجربة الماليزية بأنه كلما إنخفضت تكلفة الأموال كلما كان لذلك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة وعلى القيمة السوقية لأسهمها، وأضاف (Aggarwal & Padhan, 2017) إلى ذلك وجود علاقة معنوية بين قيمة المؤسسة وكل من الرافعة المالية، السيولة والحجم بالنسبة للمؤسسات الهندية الناشطة في قطاع الفندقة ما يتوافق وما جاءت به نتائج دراسة (Rehman, 2016) من وجود علاقة معنوية موجبة بين ثلاث مؤشرات للهيكل المالي متمثلة في الرافعة المالية ومؤشر ديمومة الدخل ;رؤوس الأموال الخاصة على القيمة السوقية للمؤسسة.

في ذات السياق، وجد (Hoque, Hossain, & Hossain, 2014) أن المتغيرات المتعلقة بهيكل التمويل من نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة الأرباح قبل الضريبة إلى مصاريف الفوائد وكذا الرافعة المالية لها تأثير معنوي على القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في بنغلاديش،كما أكدت نتائج دراسة (Anton, 2016) أن الرافعة المالية وحجم المؤسسة لديهما أثر إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للمؤسسات الرومانية المدرجة، وتقترح دراسة (Kontesa, 2015) ضمن نفس المسار أن لهيكل التمويل أثر إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات الأندونيسية المدرجة، حيث أن إستعمال الديون والربحية المتزايدة تزيد من قيمة المؤسسة.

كما نذكر دراسة (Priya, Balasundaram, & Pratheepan, 2015) التي توصلت إلى أن كل المؤشرات المتعلقة بهيكل تمويل عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي في سيرلانكا لديها علاقة معنوية موجبة مع القيمة السوقية للمؤسسة، وشملت الدراسة عناصر الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، الدخل الصافي إلى عدد الأسهم والقيمة السوقية للأسهم إلى حاصل قسمة الدخل الصافي على عدد الأسهم، ويقترح (Lawal, 2014) بأن قرار هيكل التمويل لديه تبعات مختلفة تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسات البنكية النيجيرية، حيث تؤكد الدراسة أن الرافعة المالية أو الديون تلعب دورا هاما في تعظيم القيمة السوقية، بينما لتكلفة رأس المال مساهمة ضئيلة في تعظيم هذه القيمة.

بالإضافة إلى دراسة (Ha & Le, 2017) التي تناولت عينة من المؤسسات الصينية المدرجة وتوصلت إلى أن الديون قصيرة الأجل لها علاقة عكسية مع القيمة السوقية للمؤسسة، كما توصلت إلى أن أثر الديون طويلة الأجل على قيمة المؤسسة غير معنوي، ودراسة (Karimi & Kheiri, 2017) التي حاولت التحقق من تأثير الهيكل المالي في المؤسسات المدرجة في بورصة طهران بين عامي 2010 و2014، حيث توصلت إلى أن متغير الهيكل المالي ليس له تأثير ذو دلالة احصائية على قيمة المؤسسات محل الدراسة. فيما توصلت دراسة (Cuong & Canh, 2012) التي تناولت أثر هيكل رأس المال على قيمة مؤسسات معالجة المأكولات البحرية في فييتنام إلى أن للهيكل رأس المال المقاس بنسبة المديونية أثر مزدوج على القيمة السوقية للمؤسسات

المعبر عنها العائد على حقوق الملكية، حيث يكون الأثر موجبا ودال احصائيا عندما تكون نسبة الديون أقل من 59.27 % وينعكس إلى أثر سلبي إذا زادت عن هذه النسبة. كما خلصت دراسة (Javeed & Azeem, 2014) التي تناولت عينة من المؤسسات الإقتصادية الباكستانية أن المؤسسات ذات الرافعة المالية المرتفعة لها أداء أفضل في سوق رأس المال وكذا وجود علاقة معنوية إيجابية بين هيكل التمويل والقيمة السوقية.

3. منهجية الدراسة

في هذا المحور سيتم تقديم كل من عينة، متغيرات ونموذج الدراسة.

1.3 عينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في مؤشر **CAC 40 (Cotation Assistée en Continu)** وهو مؤشر مكون من 40 مؤسسة فرنسية مسعرة في بورصة باريس تنشط في ثمانية قطاعات مختلفة، وقد تم اختيار 28 من أصل 40 مؤسسة لتمثل عينة الدراسة (أنظر الملحق رقم 1) وذلك على أساس توافق أو تناسب البيانات مع متغيرات الدراسة على فترة زمنية ممتدة من 2016 إلى 2020 أي 05 سنوات، ليبلغ العدد الإجمالي للمشاهدات 138مشاهدة، وذلك بعد استبعاد القيم الشاذة والمتطرفة، مما سمح بتشكيل بيانات سلسلة زمنية مقطعية غير متوازنة **(Unbalanced panel data)**. كما تم جمع البيانات المتعلقة بالدراسة من مواقع رسمية وهي: **www.Boursorama.com** و **www.Investing.com**

2.3 متغيرات الدراسة

يضم نموذج الدراسة ثلاث أنواع من المتغيرات، المتغير التابع الذي يقيس الظاهرة المراد دراستها وهي القيمة السوقية للمؤسسة، والمتغير المستقل الذي يقيس هيكل التمويل، والنوع الثالث وهو المتغيرات الضابطة وهي متغيرات مفسرة أخرى للمتغير التابع وتمثل الخصائص المالية للمؤسسة. وقد تم قياس هذه المتغيرات استنادا الى الدراسات السابقة التي عالجت نفس إشكالية الدراسة كالتالي:

- **المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع للدراسة في السعر السوقي للسهم **(ShareP)** وقد تم حسابه بالمتوسط الحسابي لأعلى سعر وصل إليه السهم **(Hi)** وأدنى سعر **(Li)** في السنة.
- **المتغير المستقل:** يتمثل في المتغير المفسر للدراسة، تم التعبير عنه بنسبة الرفع المالي المقاسة بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ويقيس الرفع المالي تأثير استخدام الديون على السعر السوقي للسهم. تم اعتماد هذا القياس في كل من دراسة (Barakat, 2014) ودراسة (Keddi & Hammada, 2016) و (Hoque, Hossain, & Hossain, 2014).
- **المتغيرات الضابطة:** وهي المتغيرات المفسرة الأخرى التي يفترض أن يكون لها أثر على القيمة السوقية وقد تم اختيار بعض من الخصائص المالية للمؤسسة كمتغيرات ضابطة وهي:
  - **حجم المؤسسة:** معبرا عنه بمجموع أصول المؤسسة، تم قياسه باللوغاريتم النيبيري لمجموع الأصول، استخدم هذا القياس كل من (Cuong & Canh, 2012) و(Aggarwal & Padhan, 2017)

- **السيولة:** مقاسة بنسبة الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية، تم اعتماد هذا القياس في دراسة (Keddi & Hammada, 2016) ودراسة (Aggarwal & Padhan, 2017).
- **الربحية:** معبرا عنها بمعدل العائد على الأصول، وهي نسبة النتيجة الصافية بعد الضريبة إلى إجمالي الأصول. تم اعتماد هذا القياس في دراسة (Keddi & Hammada, 2016) و (Markonah, Salim, & Franciska, 2020) ودراسة (Aggarwal & Padhan, 2017).
- **معدل النمو:** معبرا عنه بالتغير في مبيعات المؤسسة، يتم حسابه بقسمة التغير في المبيعات على قيمة المبيعات في سنة الأساس. تم اعتماد هذا القياس في دراسة (Cuong & Canh, 2012).

وفيما يلي ملخص لطريقة حساب متغيرات الدراسة:

الجدول 1: قياس متغيرات الدراسة.

اسم المتغير	الرمز	طريقة الحساب
السعر السوقي لسهم	**ShareP**	المتوسط الحسابي لأعلى سعر **Hi** وأدنى سعر **Li** في السنة أي: **(Hi+Li)/2**
الرفع المالي	**LEV**	مجموع الديون المالية/ مجموع الأصول
السيولة	**LIQ**	الأصول الجارية/ الخصوم الجارية
حجم المؤسسة	**SIZE**	اللوغاريتم النيبيري لمجموع الأصول
العائد على الأصول	**ROA**	النتيجة الصافية بعد الضريبة/ مجموع الأصول
معدل نمو المبيعات	**GRW**	(مبيعات**i**- مبيعات**i-1**)/ مبيعات **i-1**.

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على الدراسات السابقة.

3.3 نموذج الدراسة

يرتكز نموذج هذه الدراسة على فرضية أن القيمة السوقية للمؤسسة (المتغير التابع) هي دالة لمجموعة من العوامل المؤثرة والتي تم تقسيمها إلى متغير مستقل يتمثل في الرفع المالي (LEV) ومتغيرات ضابطة والمتمثلة في بعض الخصائص المالية للمؤسسات والتي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية لهذه الأخيرة وهي (SIZE, GRW, LIQ, ROA).

لاختبار هذه العلاقة تم تطبيق نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، في إطار البيانات المقطعية بانل أي دراسة ذات بعدين، البعد الأول زمني (t) حيث قدرت مدة هذه الدراسة بـ 5 سنوات، والبعد الثاني الوحدات الذي يمثل المؤسسات (i) حيث بلغ عدد المؤسسات لعينة الدراسة 28 مؤسسة ويأخذ نموذج الانحدار الخطي المتعدد للدراسة الشكل التالي:

$$ShareP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LEVER_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_3 GRW_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

- $ShareP_{it}$: قيمة المؤسسة (i) خلال الفترة (t)؛

- $LEVER_{it}$: الرفع المالي في المؤسسة (i) خلال الفترة (t)؛
- $SIZE_{it}$: حجم المؤسسة (i) في خلال الفترة (t)؛
- GRW_{it}: معدل نمو المبيعات للمؤسسة (i) خلال الفترة (t)؛
- LIQ_{it}: نسبة السيولة للمؤسسة (i) خلال الفترة (t)؛
- ROA_{it}: العائد على الاصول للمؤسسة (i) خلال الفترة (t)؛
- α_0: ثابت يعبر عن القيمة السوقية للمؤسسة عندما تكون جميع المتغيرات المستقلة معدومة؛
- α_1، α_2، α_3، α_4، α_5: ثوابت تمثل معاملات انحدار نموذج الدراسة، وتقيس طبيعة ومستوى العلاقة بين القيمة السوقية للمؤسسة والمتغيرات المفسرة إذا كانت معنوية؛
- ε_{it}: متغير عشوائي يعبر عن البواقي المعيارية، وهي ذلك الجزء من القيمة السوقية للمؤسسة الذي لا يمكن تفسيره بالإعتماد على المتغيرات المفسرة لنموذج الدراسة.

4. نتائج الدراسة

1.4 الإحصاء الوصفي للبيانات ودراسة الإرتباط

يلخص الجدول (2) الإحصاء الوصفي لـ 138 مشاهدة تخص 28 مؤسسة لمدة خمسة أعوام، وذلك بعد إستبعاد مشاهدتين، قد أخذ شكل بيانات سلسلة زمنية مقطعية غير متوازنة، وأهم ما يمكن ملاحظته أن المؤسسات متقاربة الحجم فيما بينها، حيث تأخذ القيمة الدنيا قيمة 8.038835 وتقابلها القيمة القصوى بـ 11.98703، وبالمقارنة بين المتوسط الحسابي والوسيط مع الأخذ بعين الإعتبار المدى، نجد أن المتغيرات المفسرة تأخذ قيم متقاربة جدا مع وجود نمو المبيعات بدرجة أقل، وهو دليل على أن هذه المتغيرات تتوزع توزيعا طبيعيا، أما بيانات المتغير التابع والمتمثل في القيمة السوقية للمؤسسة يأخذ منحنى يميل إلى اليسار مع وجود تباين في القيم. انطلاقا من الانحراف المعياري نلاحظ أن قيمة المؤسسة كانت الأكبر تشتتا، تليها نسبة السيولة ثم باقي المتغيرات التي كانت أقل تشتتا نوعا ما.

الجدول 2: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	ShareP	LEVER	SIZE	LIQ	GRW	ROA
المتوسط الحسابي	97.14278	0.619228	10.35906	4.102049	0.062587	0.048085
الوسيط	76.66625	0.602561	10.47685	3.209577	0.048781	0.039469
القيمة القصوى	617.3667	0.967093	11.98703	23.55248	0.610334	0.219938
القيمة الدنيا	6.814167	0.254529	8.038835	0.940272	-0.117104	-0.021168
الإنحراف المعياري	99.77935	0.160288	0.860616	3.007702	0.094831	0.041344
المشاهدات	138	138	138	138	138	138

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews.

يلخص الجدول (3) معاملات الارتباط الكلي (Pearson) بين متغيرات الدراسة، حيث نلاحظ أن العلاقة بين قيمة المؤسسة وكل المتغيرات المفسرة كانت معنوية إحصائيا عند مستوى 1%، ولكن كانت علاقة الإرتباط بين قيمة المؤسسة وكل من الرفع المالي والحجم عكسية ومتوسطة بقيمتين 0.519588- و 0.311987- على التوالي، في المقابل كانت علاقة قيمة المؤسسة مع نسبة السيولة ومعدل نمو المبيعات والعائد على الأصول طردية وتتفاوت من ضعيفة نوعا ما إلى متوسطة وتأخذ القيم التالية 0.352453، 0.228947 و0.536099 0 على الترتيب.

بالنسبة لعلاقة الإرتباط بين المتغيرات المفسرة لنموذج الدراسة فكانت معنوية إحصائيا في جلها ما عدا نمو المبيعات مع العائد على الأصول الذي لم يكن دال إحصائيا، حيث كان مستوى المعنوية أكبر من 10%، أما نسبة الارتباط كانت متوسطة بين العائد على الأصول وكل المتغيرات المفسرة المعنوية الأخرى، كما كانت طردية مع نسبة السيولة وعكسية مع الرفع المالي وحجم المؤسسة، كما يمكن ملاحظ علاقة عكسية متوسطة بين نسبة السيولة مع الرفع المالي والحجم، وسلبية وضعيفة بين نسبة نمو المبيعات مع الرفع المالي والحجم إلى جانب أنها طردية وضعيفة مع نسبة السيولة، وفي الأخير فإن الحجم معنوي إحصائيا مع الرفع المالي بعلاقة طردية متوسطة إذ أخذت قيمة 0.428505.

الجدول 3: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

Correlation Probability	Share_price	Lever	Size	Liquidity	Growth	ROA
Share_price	**1.000000** ------					
Lever	**-0.519588** **0.0000**	**1.000000** ------				
Size	**-0.311987** **0.0002**	**0.428505** **0.0000**	**1.000000** ------			
Liquidity	**0.352453** **0.0000**	**-0.438724** **0.0000**	**-0.336991** **0.0001**	**1.000000** ------		
Growth	**0.228947** **0.0069**	**-0.236995** **0.0051**	**-0.219056** **0.0098**	**0.166916** **0.0504**	**1.000000** ------	
ROA	**0.536099** **0.0000**	**-0.590885** **0.0000**	**-0.508833** **0.0000**	**0.424094** **0.0000**	**0.111805** **0.1917**	**1.000000** ------

المصدر: مخرجات برنامج الإحصائي EViews.

2.4 اختبار جذر الوحدة:

لفحص الاستقرارية وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدى، تم إستخدام أربعة إختبارات لجذر الوحدة عند المستوى I(0)، بما في ذلك الخيارات الثلاثة الممكنة (ثابت؛ ثابت واتجاه؛ لا شيء). ونظرا إلى أن أغلب الإختبارات أشارت لوجود جذر الوحدة، حيث كان مستوى المعنوية لمعظمها أكبر من 5%، تم قبول الفرضية الصفرية وإعتبار النموذج غير مستقر عند المستوى I(0) لبيانات السلسلة المقطعية، ولهذا تم

إعادة الإختبار عند الفرق الأول (1)I، وتشير النتائج الملخصة في الجدول رقم (4) إلى عدم وجود جذر الوحدة بالنسبة لجميع المتغيرات، حيث كان مستوى المعنوية أقل من 5%، وعليه يمكن الحكم على استقرار جميع المتغيرات عند الفرق الأول (1)I.

جدول رقم 04: نتائج اختبار جذر الوحدة لبيانات الدراسة.

		Statistics				
	Method	LEV_{it}	LIQ_{it}	$SIZE_{it}$	ROA_{it}	GRW_{it}
Individual intercept	Null: Unit root (assumes common unit root process)					
	Levin, Lin & Chu t	-92.23**	-55.93**	-14.27**	-29.36**	-26.20**
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)					
	ADF - Fisher Chi-square	104.28**	108.99*	84.28**	87.13**	153.32**
	PP - Fisher Chi-square	110.68**	118.04**	92.60**	95.16**	175.53**
Individual intercept and trend	Null: Unit root (assumes common unit root process)					
	Levin, Lin & Chu t	**- 12.81	-11.47**	-1093**	-8.80**	- 16.71**
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)					
	ADF - Fisher Chi-square	58.97**	39.7944**	64.59**	40.8998	43.8826
	PP - Fisher Chi-square	96.84**	70.6317**	95.04**	73.026**	67.3075**
None	Null: Unit root (assumes common unit root process)					
	Levin, Lin & Chu t	-15.59**	-72.76**	-12.15**	-17.37**	-37.83**
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)					
	ADF - Fisher Chi-square	147.01**	149.85**	105.25**	177.24**	210.62**
	PP - Fisher Chi-square	144.63**	150.01**	104.60**	179.66**	208.83**

*** Significant at 5% level** **** Significant at 1% level**

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات Eviews 12.

3.4 تقدير نموذج الدراسة

يلخص الجدول (5) نتائج تقدير نموذج الدراسة، وذلك باستخدام الطرق الثلاثة المعروفة لبيانات البانل (الإنحدار المجمع، والتأثيرات الثابتة، والتأثيرات العشوائية)، حيث يتضح أنه يوجد تباين في النتائج حسب كل طريقة، وكما يبدو من إحصائية "F" فإن النموذج معنوي عند مستوى 1% في كل من طريقة الانحدار التجميعي وطريقة الآثار الثابتة، على خلاف طريقة الآثار العشوائية، فالمعادلة وفق هذه الطريقة لم تكن لها دلالة إحصائية، ولهذا تم استبعادها في تقدير النموذج.

تشير النتائج كذلك أن المعلمة الثابتة (Constant) كانت معنوية إحصائيا عند مستوى 5% في الآثار الثابتة وغير معنوية في الانحدار التجميعي، أما فيما يخص المعلمة المتعلقة بالرفع المالي (LEV_{it}) كانت سالبة ومعنوية عند مستوى 1% في الحالتين، أما الحجم ($Size_{it}$) ونسبة السيولة (LIQ_{it}) فليس لهما دلالة إحصائية في الحالتين، أما العائد على الأصول (ROA_{it}) فهو معنوي عند مستوى 1% في الطريقتين ولكن بقيتمين متعاكستين في الإشارة ليأخذ قيمة موجبة في الانحدار التجميعي وأخرى سالبة في الآثار الثابتة، وجاء آخر متغير والمتمثل في نسبة نمو الأرباح معنوي عند مستوى 5%، في كل من الطريقتين بقيمتين موجبتين.

كما يبين الجدول أن معامل التحديد يأخذ أكبر قيمة والأقرب إلى الواحد في الإنحدار الثابت بقيمة 0.8816 وهو دليل على أن أحد المتغيرات المستقلة على الأقل في النموذج يفسر 88.16% من التغيرات في قيمة المؤسسة، وهي نسبة كبيرة إذا ما تم مقارنتها مع معامل التحديد في الانحدار التجميعي والذي يأخذ نسبة 34.60%. في الأخير، نلاحظ أن إحصائية (Durbin-Watson) كانت مقبولة بقيمة 1.77 في الإنحدار الثابت وهي قريبة من 2، عكس الإنحدار التجميعي الذي يأخذ قيمة 0.36 وهي مرفوضة.

جدول رقم 05: نتائج تقدير نموذج الدراسة

المتغيرات المفسرة		طريقة التقدير		
		الآثار الثابتة	الأثر التجميعي	الآثار العشوائية
Constant	**القيمة**	100.80	412.36	515.68
	t إحصائية	*1.9035	0.9117	1.1.021
LEV_{it}	**القيمة**	-163.81	-23.55	-40.49
	t إحصائية	**-28948	** - 1.6875	** - 0.4649
$Size_{it}$	**القيمة**	3.7087	-24.25	- 36.202
	t إحصائية	-0.3849	-0.9786	- 1.4325
LIQ_{it}	**القيمة**	2.6282	- 2.3688	- 1.5851
	t إحصائية	-2.8948	0.5635	0.9046
ROA_{it}	**القيمة**	844.03	-298.368	- 373.453
	t إحصائية	**3.7451	** 3.3687	** - 2.9282
GRW_{it}	**القيمة**	127.5915	103.3256	96.1766
	t إحصائية	*1.6794	*1.9876	*2.0243
Adj. R2		0.8816	0.3460	0.3519
F		**29.3601	**15.4997	7.3697
Durbin-Watson		1.77	0.36	0.45
الخطأ المعياري (S.E)		34.32	80.68	80.67

مجموع مربعات البواقي	859399	118966.3	859399	856399
Log likelihood	-7986482	- 662.208	-7986482	-7985413
عدد المشاهدات	138	138	138	138

* معنوي عند 5% ** معنوي عند 1%

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 10.

رغم وجود أفضلية نسبية لطريقة الآثار الثابتة على نموذج الانحدار التجميعي، فالنتائج المحصل عليها لا تعتبر حاسمة ولا تسمح باختبار النموذج الأكثر ملاءمة لتقدير معلمات النموذج، وهو ما يتطلب اللجوء إلى اختبارات إحصائية أخرى، لذلك تم اللجوء إلى اختبار (F) المقيد،إذ يمكن استخدامه لاختبار أي الفرضيتين الآتيتين صحيحة:

H_0: نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

H_1: نموذج الآثار الثابتة و/أو نموذج الآثار العشوائية هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

يتطلب تطبيق الاختبار حساب قيمة F، من خلال الصيغة:

$$F(N-1, NT-N-K) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PM}^2)/(n-1)}{(1-R_{FEM}^2)/(NT-N-K)}$$

علما أن R_{FEM}^2 يمثل معامل التحديد في نموذج الآثار الثابتة، R_{PM}^2 يمثل معامل التحديد في نموذج الانحدار التجميعي، N هي عدد المقاطع، T هي عدد الفترات، K هو عدد المعلمات المقدرة، وبما أن السلسلة الزمنية المقطعية غير متوازنة فإن NT تمثل عدد المشاهدات الإجمالية.

بعد استبدال المتغيرات في المعادلة (01) بما يقابلها نجد أن:

$$F(28-1, 138-28-6) = \frac{(0.8816-0.3460)/(28-1)}{(1-0.8816)/(138-28-6)}$$

أي أن: $F(27, 104) = 17.42$

بمقارنة (F) المحسوبة مع (F) الجدولية عند درجة حرية 28 (اتجاه أفقي) و100 (اتجاه عمودي)، ومستوى معنوية 5%، نجد أن (F) الجدولية التي بلغت 1.73 أصغر من (F) المحسوبة التي بلغت 17.42 وعليه يتم رفض فرضية العدم، التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم وقبول الفرضية البديلة، مما يدل على أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل في تقدير نموذج الدراسة.

4.4 تحليل واختبار الفرضيات

أسفرت النتائج السابقة إلى أن نموذج الإنحدار الثابت كان معنويا عند مستوى 1%، ومعامل التحديد يساوي 0.8816 وهذا يعني أن المتغيرات المفسرة التي أخذ بها النموذج تفسر مانسبته 88.16 % من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم وهي نسبة معتبرة، في حين ما نسبته 11.84 % تعود لمتغيرات أخرى لم يأخذ بها نموذج الدراسة من بينها الأخطاء العشوائية.

كما تبين من نتائج إختبار المعنوية الجزئية لنموذج الإنحدار الثابت أن المعلمة الثابتة كانت موجبة ومعنوية عند مستوى معنوية 5 % وهي تعبر عن القيمة السوقية للسهم عندما تكون جميع المتغيرات

المفسرة معدومة، مما يدل على وجود عناصر أخرى تؤثر على القيمة السوقية للسهم بخلاف المتغيرات المفسرة المعتمدة في هذه الدراسة.

- **الرفع المالي:** تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول (5) إلى وجود علاقة عكسية ذات معنوية عند مستوى معنوية 5 % بين الهيكل المالي ممثلا بالرفع المالي والقيمة السوقية للسهم، وهذا يعني أنه كلما زادت نسبة الديون كلما انخفضت أسعار الأسهم وبالتالي فإن المؤسسات محل الدراسة لا تستفيد من المزايا الضريبية للإقتراض والمتمثلة في الوفرات الضريبية، وهذا مايؤكد صحة الفرضية الأولى والتي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإقتراض والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات. تتفق هذه النتيجة مع نتائج كل من (سهايلية و بوكثير، 2017) و (Keddi & Hammada, 2016)، (زغيب و دلفوف، 2012) كما تختلف مع نتائج العديد من الدراسات التي أشارت بوجود علاقة طردية بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للسهم ممثلة بالسعر السوقي للسهم من بينها دراسة كل من (Modigliani & Miller, 1963) و (ضيف و زوزي، 2015) و (Karimi & Kheiri, 2017) الذين توصلوا إلى وجود علاقة معنوية وموجبة بين المتغيرين، ودراسة (Barakat, 2014) التي أظهرت على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات الصناعية السعودية.
- **الحجم:** تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (5) إلى وجود علاقة سلبية ولكن غير معنوية بين حجم المؤسسة والقيمة السوقية للسهم، مما يدل على عدم وجود تأثير لحجم المؤسسة على قيمة المؤسسات محل الدراسة. أي أن المؤسسات محل الدراسة لا تستغل موجوداتها بشكل فعال في الرفع من قيمة أسهمها، وهذا مايدل على عدم صحة الفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحجم والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة. إتفقت هذه النتيجة مع نتائج كل من (عسيري، 2020) و (Cuong & Canh, 2012) ودراسة (Markonah, Salim, & Franciska, 2020)، واختلفت مع نتيجة كل من (ضيف و زوزي، 2015) و (Keddi & Hammada, 2016) و (Aggarwal & Padhan, 2017).
- **السيولة:** تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (5) إلى وجود علاقة سلبية وغير معنوية بين نسبة السيولة والقيمة السوقية للسهم، ومنه لايوجد تأثير لإنخفاض (أو لإرتفاع) نسبة السيولة على القيمة السوقية للسهم، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثالثة. هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Markonah, Salim, & Franciska, 2020) كما تختلف مع دراسة (Aggarwal & Padhan, 2017). ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن المستثمرين في هذه البورصة لا تهمهم نسبة السيولة المرتفعة للمؤسسات الأمر الذي يمكن أن يدل على تجميد للأموال دون إستثمارها.
- **العائد على الأصول:** تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (5) إلى وجود علاقة سلبية ومعنوية بين مؤشر الربحية ROA والقيمة السوقية للأسهم. هذا ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة التي مفادها

أن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين العائد على الاصول والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة. هذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Aggarwal & Padhan, 2017) كما تختلف مع نتائج دراسات أخرى مثل (Keddi & Hammada, 2016) و (Markonah, Salim, & Franciska, 2020) و (Karimi & Kheiri, 2017).

- **معدل النمو:** تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (5) إلى وجود علاقة إيجابية ذات معنوية بين معدل النمو وقيمة المؤسسة، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الخامسة، حيث ان توسع نشاط المؤسسة وزيادة مبيعاتها يؤثر بشكل إيجابي على الأسعار السوقية لأسهمها. هذه النتيجة تختلف مع نتيجة (ضيف و زوزي، 2015) و (Cuong & Canh, 2012).

5. خاتمة:

يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الهدف الأساسي الذي يسعى المسيرون لتحقيقه خدمة لمصالح المساهمين، وقد ركزت هذه الدراسة على قياس أثر هيكل التمويل وبعض من محدداته على القيمة السوقية للأسهم من خلال دراسة العلاقة الإحصائية بين القيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع والرفع المالي، حجم المؤسسة، السيولة، الربحية ومعدل النمو كمتغيرات مفسرة، وقد شملت الدراسة 28 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC 40 على الفترة الممتدة من 2015 الى 2019 ليبلغ عدد المشاهدات الإجمالية 138 مشاهدة ، حيث تم إستخدام تقنية البيانات المقطعية بانل. وبعد اجراء الاختبارات اللازمة تم التوصل الى أن نموذج الإنحدار الثابت هو النموذج الملائم ليتم تقدير النموذج القياسي بإستخدام طريقة المربعات الصغرى، وقد توصلت النتائج الدراسة إلى النتائج التالية:

- ✓ وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والقيمة السوقية للسهم، حيث أنه كلما ازدادت نسبة الإقتراض كلما ارتفعت تكلفة التمويل مما يؤثر بالسلب على الطلب على أسهم المؤسسات وهو مايؤدي إلى إنخفاض أسعار هذه الأخيرة؛
- ✓ لا توجد علاقة ذات ذلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والقيمة السوقية للأسهم، وبالتالي فإن حجم أصول المؤسسة لايفسر التغيرات التي تحدث في السعر السوقي للسهم؛
- ✓ العلاقة بين نسبة السيولة والقيمة السوقية للسهم علاقة سلبية غير معنوية وبالتالي فإن نسب السيولة لا تؤثر سعر السهم؛
- ✓ وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الربحية والقيمة السوقية للأسهم، تعتبر هذه النتيجة غير منطقية لأن المؤسسة التي تحقق ربحية كبيرة عادة ماينعكس ذلك ايجابا على ربحية السهم مما يؤدي إلى إرتفاع سعره السوقي؛
- ✓ هناك علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين معدل النمو والقيمة السوقية للأسهم، هذا مايدل على أن توسع نشاط المؤسسة وزيادة مبيعاتها يساعد في زيادة الأرباح وهذا من شأنه أن يرفع من قيمة الأسهم.

في النهاية يفسر المزيج التمويلي للمؤسسة التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، حيث أن استخدام التوليفة المناسبة (ديون- أموال خاصة) يؤدي إلى خفض تكلفة التمويل مما يؤدي إلى السعر السوقي للسهم، لكن في المقابل يؤدي الافراط في استخدام الديون على حساب الأموال الخاصة إلى نتيجة معاكسة. وبالتالي ينبغي على المؤسسات التنويع بين مصادر التمويل وعدم الاعتماد المفرط على الديون للاستفاذة من المزايا الضريبية لها، كما يتطلب الأمر من الدراسات المستقبلية الاعتماد على عينة أكبر من المؤسسات وتوسيع فترة الدراسة للوصول إلى نتائج أفضل، وكذلك الاعتماد على متغيرات أخرى للتعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة مثل مؤشر Q Tobin.

6. قائمة المراجع

1.6. المراجع باللغة العربية:

- سفيان دلفوف. (2018). أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر اسلامية حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 14(2)، الصفحات 210-189.
- عبد الغفار حنفي، و رسمية زكي قرياقس. (2002). مدخل معاصر في الإدارة المالية. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
- عبد الكريم خيري، و حسين بلعجوز. (2015). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة دراسة حالة مؤسسة مطاحن الجلفة. دراسات اقتصادية.
- عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقي، أسامة عزمي سلام، و نوري موسى شقيري. (2017). الادارة المالية-النظرية و التطبيق-. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- فاطمة محمد عسيري. (2020). اثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية. مجلة العون الاقتصادية والإدارية والقانونية، م 04(ع 11)، الصفحات 76-58.
- محمد بنية. (2017). نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارت المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات - دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البيتروكيماوية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010- 2014. المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، 2(7)، الصفحات 349-324.
- محمد بوشوشة. (2016). تأثير السياسات التمويلية على امثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة عينة من المؤسسة الجزائرية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر بسكرة.
- مليكة زغيب، و سفيان دلفوف. (2012). تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال. أبحاث اقتصادية وإدارية، الصفحات 293- 317.
- منير إبراهيم هندي. (2007). الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر. الاسكندرية، مصر: المكتب العربي الحديث.
- نبيلة سهايلية، و جبار بوكثير. (2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014). مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، 3(1)، الصفحات 241- 267.
- ياسين ضيف، و محمد زوزي. (2015). تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة – دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2009-2012). المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمحاسبية، 1(1)، الصفحات 101-117.

2.6 المراجع باللغة الأجنبية

- Aggarwal, D., & Padhan, P. (2017). Impact of capital structure on firm value: Evidence from Indian hospitality industry. Theoretical Economics Letters, 7(4), pp. 982- 1000.
- Anton, S. (2016). The impact of dividend policy on firm value. A panel data analysis of Romanian listed firms. Journal of Public Administration, Finance and Law, 1(1), pp. 107- 112.
- Barakat, A. (2014). The impact of financial structure, financial leverage and profitability on industrial companies shares value (applied study on a sample of Saudi industrial companies). Research Journal of Finance and Accounting, 5(1), pp. 55- 66.
- Cuong, N., & Canh, N. (2012). The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam's Seafood Processing Entrerprises. International Research Journal of Finance and Economics, 89(89), pp. 221- 233.
- Elkelish, W., & Marshall, A. (2007). Financial structure and firm value: empirical evidence from the emerging marketof the United Arab Emirates. nternational Journal of Business Research, 7(1), pp. 69- 76.
- Ha, N., & Le, M. (2017). Impact of capital structure and cash holdings on firm value: Case of firms listed on the Ho Chi Minh stock exchange. International Journal of Economics and Financial, 7(1), pp. 24-30.
- Hoque, J., Hossain, A., & Hossain, K. (2014). Impact of capital structure policy on value of the firm–A study on some selected corporate manufacturing firms under Dhaka Stock Exchange. Ecoforum Journal, 3(2), pp. 84-77.
- Javeed, A., & Azeem, M. (2014). Interrelationship among capital structure, corporate governance measures and firm value: Panel study from Pakistan. Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences, 8(3), pp. 572- 589.
- Jiraporn, P., & Liu, Y. (2008). Capital structure, staggered boards, and firm value. Financial Analysts Journal, 64(1), pp. 49- 60.
- Karimi, M., & Kheiri, M. (2017). Study of the impact of financial structure? Financial leverage ana profitability on companies shares value (A study caseM Tehran stock exchange listed companies, Iran)
. European Journal of Economic and Financial Research, 2(3), pp. 51-59.
- Keddi, A., & Hammada, A. (2016). Effect of financial structure on value of the company An empirical study on the non-financial companies listed in Kuwait Stock Exchange 2010-2014. Dirassat Journal Economic, 7(2), pp. 237- 258.
- Kontesa, M. (2015). Capital structure, profitability, and firm value. Whats new. Research journal of Finance and Accounting, 6(20), pp. 185- 192.
- Lawal, A. I. (2014). Capital structure and the value of the firm: evidence from the Nigeria banking industry. Journal of Accounting and Management JAM, 4(1), pp. 572- 589.

- Markonah, M., Salim, A., & Franciska, J. (2020). Effect of profitability, leverage, and liquidity to the firm value. Dinasti International Journal of Economics Finance & Accounting, 01(01), pp. 83-94.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The AmericanEconomic Review, 48(3), pp. 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. 53(3), pp. 433-443.
- Ogbulu, O., & Emeni, F. (2012). Capital structure and firm value: Empirical evidence from Nigeria. International Journalof Business and Social Science, 3(19), p. 252 261.
- Philips, P., & Sipahioglu, M. (2004). Performance implication of capital structure: evidence from quoted Uk organisations with hotel interests. The Service Industries Journal, 24(5), pp. 31- 51.
- Priya, K., Balasundaram, N., & Pratheepan, T. (2015). Impact of capital structure on the firm value: case study of listed manufacturing companies in Sri Lanka. Scholars World-IRMJCR, 3(1), pp. 47-53.
- Rehman, O. (2016). Impact of capital structure and dividend policy on firm value. Journal of Poverty,Investment and Development, 21(1), pp. 57-40.
- Van Horne, J. C. (1974). Gestion et Politique Financière. France: Dunob.