قوائم المحتويات متاحة على ASJP المنصة الجزائرية للمجلات العلمية
الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية
الصفحة الرئيسية للمجلة: www.asjp.cerist.dz/en/PresentationRevue/552

قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014-2018

Measurement the effect of finance cost on market value of corporate using panel data during 2014-2018

بدر الدين قدوج [1]، * ، مولود مليكاوي [2]
[1] جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريريج، مخبر دراسات اقتصادية حول المناطق الصناعية في ظل الدور الجديد للجامعة، الجزائر.
[2] جامعة علي لونيسي، البليدة 02، مخبر تحديات النظام الضريبي الجزائري في ظل التحولات الاقتصادية، الجزائر.

Key words:

Finance cost

Value of corporate

Financial theory

Industrial corporations

Panel data.

Abstract

This study aims to try measure the effect of finance cost on market value of corporate through application on sample of industrial corporations listed in kuwait stock exchange during the period 2014-2018 using panel data, we establishing the study model depending fourth(04) independent variables which comprise finance cost, return on equity, dividend size and net cash flow. we use fisher and hausman test in order choose the best model of panel. the study came out 77,5% of change occurred in value market of industrial corporations explain through independent variables uses in model, also the study concluded that the finance cost effect statistically on market value of industrial companies, but this effect is positive which contrast with financial theory, as well as both return on equity and dividend size and net cash flow effects statistically and positively on market value of industrial corporations listed in Kuwait stock exchange. this compatible with financial theory

معلومات المقال

تاريخ المقال:

الإرسال :2020-06-27

القبول : 2020-08-11

الكلمات المفتاحية:

تكلفة الأموال

قيمة المنشأة

النظرية المالية

منشآت صناعية

بيانات البانل.

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة قياس أثر تكلفة التمويل على القيمة السوقية للمنشأة الاقتصادية من خلال التطبيق على عينة من المنشآت الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للسوق المالي خلال الفترة 2014-2018 باستعمال بيانات البانل، وقد تم تكوين نموذج الدراسة بالاعتماد على أربعة(04) متغيرات مستقلة تشتمل تكلفة التمويل ومعدل العائد على حقوق الملكية وحجم الأرباح الموزعة وصافي التدفقات النقدية. وقد تم الاستعانة بكل من اختبار فيشر وهوسمان من أجل المفاضلة بين نماذج البانل الثلاثة. ومن خلال المعالجة الإحصائية والقياسية لبيانات الدراسة تم التوصل إلى أن 77,5 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للمنشآت الصناعية تفسر من خلال المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج، كما توصلت الدراسة أيضا أن تكلفة التمويل تؤثر بشكل معنوي على القيمة السوقية للمنشآت الصناعية، إلا أن هذا التأثير موجب وهذا ما يتعارض مع النظرية المالية، كما أن كل من معدل العائد على حقوق الملكية وحجم التوزيعات وصافي التدفقات النقدية تؤثر إيجابا وبشكل معنوي على القيمة السوقية للمنشأة.

* Corresponding author at : Mohamed elbachir ibrahimi university. Bordj Bou Arreridj. Algeria.
Email : bedreddine.gueddoudj@univ-bba.dz

1. مقدمة

تحتاج المنشآت الاقتصادية باختلاف طبيعتها وأنشطتها إلى موارد مالية لتغطية احتياجاتها من النشاط الاستغلالي والاستثماري، وتتاح لدى المنشآت العديد من الخيارات والاستراتيجيات التمويلية من خلال السوق المالي أو المؤسسات المالية بما فيها البنوك وكذا التمويل الذاتي، لكن مشكلة التمويل في المنشأة لا تكمن في نقص المصادر التي يتم الحصول منها على الموارد المالية وإنما القيود المفروضة على هذه المصادر بالشكل الذي لا يؤثر على الاستقلالية والمردودية والتوازن المالي ونمو المنشأة. وتعتبر تكلفة الحصول على هذه الموارد من أهم القيود التي تحدد نوع التمويل الذي تلجأ إليه المنشأة الاقتصادية لتمويل احتياجاتها، فهذه التكلفة تختلف باختلاف نوع المصدر التمويلي سواء كان تمويل بالملكية أو الاستدانة أو التمويل الذاتي، لذلك يتوجب على المسير المالي للمنشأة تشكيل التوليفة المناسبة من الموارد المالية بالشكل الذي يقلل التكلفة الكلية للموارد والتي يطلق عليها التكلفة الوسطية المرجحة.

إن التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل لها تأثير مباشر على معدل العائد الذي تحصل عليه المنشأة من استثمار الموارد المختلفة، لذلك يتعين تخفيض هذه التكلفة قدر الإمكان لزيادة ثروة الملاك في المنشأة ومن ثم زيادة قيمة المنشأة، وقد تطرقت العديد من النظريات المالية للعلاقة بين التكلفة الوسطية المرجحة وقيمة المنشأة انطلاقا من النظرية المالية ل Miller and Modigliani لسنة 1958 ونظرية سنة 1963 لتكون هذه النظرية منطلقا لنظريات مالية أخرى تبحث في أمثلية الهياكل المالية للمنشآت وتكلفة التمويل وعلاقتها بقيمة المنشأة. ومن هذه النظريات من أكدت على وجود علاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المنشأة وهناك نظريات أخرى نفت وجود هذه العلاقة. وقد ارتأينا من خلال هذه الدراسة إجراء اختبار تجريبي لطبيعة العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المنشأة من خلال طرح التساؤل الرئيسي التالي:هل هناك علاقة تأثير لتكلفة التمويل على قيمة المنشأة ؟

فرضيات الدراسة

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة نقدم جملة من الفرضيات:

الفرضية الأولى: هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال على قيمة المنشأة.

-الفرضية الثانية: هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على حقوق الملكية على قيمة المنشأة.

-الفرضية الثالثة: هناك تأثير ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية الصافية على قيمة المنشأة.

-الفرضية الرابعة: هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لحجم الأرباح الموزعة على قيمة المنشأة.

أهداف ومنهج الدراسة

يهدف هذا البحث أساسا إلى محاولة قياس أثر تكلفة الأموال التي تتحصل عليها المنشأة على قيمتها السوقية المقاسة بنموذج Tobin Q، وذلك باستخدام منهج الاقتصاد القياسي الذي يلائم هذا النوع من الدراسات.

الدراسات السابقة

دراسة 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 المنشأة أين يتم التعامل مع هيكل رأس المال كمتغير متداخل، ومن أهم العوامل التي تم اختبارها كمحددات لهيكل رأس المال كل من نمو المنشأة، الربحية، بنية الأصول، الرافعة المالية وحجم المنشأة، وقد تمثلت عينة الدراسة في المنشآت الصناعية المدرجة في بورصة أندونيسيا والبالغ عددها 125 منشأة خلال الفترة 2008-2011، وذلك باستخدام الانحدار المتعدد، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن العوامل المحددة لتركيبة هيكل رأس المال هي هيكل الأصول الثابتة والرافعة المالية والربحية والحجم، في حين أن نمو المنشأة لم يؤثر على تركيبة 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 المنشأة، في حين أن نمو المنشأة وحجم المنشأة ليس لهما تأثير على قيمتها. **(Sutrisno, 2016, pp. 179-186)**

دراسة 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 المنشأة في البنوك التجارية المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وقد استند التحليل على بيانات panal 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. **(Alyos & Fidelis, 2015, pp. 129-142)**

دراسة Siti Ayu Lestari, Mursalim Armayah (2016) بعنوان: Profitability andCompany Value: Empirical Study of Manufacture Companies in Indonesia Period 2009 – 2014. إن الهدف الأساسي من الدراسة هو وصف

العلاقة بين الربحية وقيمة المنشأة وذلك بالتطبيق على 10 شركات خلال فترة 5 سنوات، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن تغير الربحية يفسر تغير قيمة المنشأة، كما توصلت الدراسة أن العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية له تأثير إيجابي وكبير على قيمة المنشأة، ولكن هامش الربح الصافي يؤثر سلبا وبشكل كبير على قيمة المنشأة. (Siti Ayu & Mursalim, 2016, pp. 6-10)

دراسة 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 المنشأة على اعتبار أن السيولة تلعب دورا مهما في قيم الشمنشآت المدرجة بالبورصة، وذلك من خلال استخدام بيانات عينة من 56 منشأة مدرجة في بورصة العراق خلال الفترة 2008-2012، وأظهرت الدراسة أن الأسهم السائلة لها تأثير أفضل على قيمة المنشأة، كما توصلت الدراسة أيضا أن المنشأة عالية السيولة تميل إلى الحصول على المزيد من الأسهم في هيكل رأسمالها وزيادة الربحية التشغيلية في كشوفاتها. (Ali Jeeran, 2014, pp. 304-322)

2. الدراسة النظرية

2. 1. تعريف تكلفة الأموال

تعرف تكلفة الأموال على أنها معدل العائد الضروري للحفاظ على القيمة السوقية للمنشأة (أو سعر سهم المنشأة). بحيث يجب على المديرين معرفة تكلفة رأس المال، وغالبا ما يطلق عليهم معدل العائد الأدنى المطلوب، وتكمن أهميتها في:

- اتخاذ قرارات الميزانية الرأسمالية؛

- المساعدة في إنشاء هيكل رأس المال الأمثل؛

- اتخاذ القرارات مثل التأجير واسترداد السندات وإدارة رأس المال العامل. يتم حساب تكلفة رأس المال كمتوسط مرجح لمختلف مكونات رأس المال ، والتي هي عناصر على الجانب الأيسر من الميزانية العمومية مثل الديون والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة. (Jae K & Joel G, 2007, p. 282)

متوسط التكلفة المرجح لرأس المال WACC هو متوسط تكلفة الموارد المالية الدائمة للمنشأة، تصل معادلة WACC إلى المتوسط من خلال "إضافة مرجحة" لمكونات هيكل رأس المال مضروبة في تكاليفها، و يهتم النموذج بتحديد مكونات هيكل رأس مال المنشأة وأوزانها النسبية وتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال. بالنظر إلى اختلاف هيكل رأس مال كل شركة، فقد يكون WACC لشركة ما عدد من الخيارات، يمثل كل منها مصدرا للأموال. ومع ذلك سيكون لها دائما مصدران: الديون والأسهم.

نقطة الانطلاق لفهم هذه التكاليف ينبغي استخدام الجانب الأيسر من الميزانية العمومية لتحديد مكونات هيكل رأس المال. إن المبدأ التوجيهي العام يأخذ بعين الاعتبار جميع المكونات المستخدمة للتمويل طويل الأجل للعمليات، بالإضافة إلى أي مبالغ كبيرة من الديون قصيرة الأجل يتم تجديدها سنويا، والتي ستكون في الواقع جزءا دائما من هيكل رأس المال الخاص في المنشأة. (Eva & Borras, 2011, pp. 55-56) كذلك تكلفة رأس المال هو ببساطة العائد الذي يتوقع المستثمرون كسبه من متوسط مخاطر السوق لاستثماراتهم (Eva & Borras, 2011, p. 61). والمعادلة التالية تمثل صيغة عامة لحساب WACC (Kent & Gary E, 2005, p. 358)

$$WACC = \sum_{i=1}^{n} Wi\ KI$$

و يمكن أن تكون المعادلة على الشكل التالي:

(Shannon B, 2008, p. 46)

$$WACC = (Ke \times We) + (Kp \times Wp) + (kd(pt)[1 - t] \times Wd)$$

- Ke : تكلفة الأسهم العادية.

- We: نسبة الأسهم العادية في هيكل رأس المال بالقيمة السوقية.

- Kp: تكلفة الأسهم الممتازة.

- Wp:نسبة الأسهم الممتازة في هيكل رأس المال بالقيمة السوقية.

- Kd:تكلفة الديون بعد الضرائب.

- T: معدل الضريبة.

- Wd: نسبة الدين في هيكل رأس المال ، بالقيمة السوقية.

2. 2. حساب تكلفة مصادر تمويل رأس المال

يتكون رأس المال من التمويل بالديون المصرفية طويلة الأجل والتمويل بالأسهم العادية والتمويل بالأسهم الممتازة. ولكل مصدر تمويلي التكلفة الخاصة به.

1.2.2 تكلفة الديون المصرفية طويلة الأجل

تشير تكلفة الديون إلى معدل العائد المتوقع الحصول عليه من قبل الدائنين، وعملية حساب التكلفة تتميز بالسهولة النسبية و تتمثل التكلفة في معدل الفائدة المتفق عليه، إذ تتكون عموماً الديون من القروض طويلة الأجل بالإضافة إلى السندات. (**بوحادرة**، 2012، **الصفحات** 26-27) و تحسب تكلفة الديون الطويلة الأجل وفق المعادلة:

$$Kd=C/D$$

C : الفوائد المدفوعة

D: قيمة الديون.

تحصل المنشآت على القروض طويلة الأجل من البنوك و المؤسسات التمويلية الأخرى لمدة استحقاق محددة تتراوح عادة بين 10 إلى 15 سنة ومحملة بمعدل فائدة محدد، و

يمكن سداد هذه القروض على دفعات متساوية القيمة أو غير متساوية، وتلجأ المنشآت إلى هذا النوع من مصادر التمويل لمواجهة وتلبية الاحتياجات المالية لمشاريع تحتاج مدة طويلة لتنفيذها. (**محب خلة**، 2013، **صفحة** 373) ومع ذلك، فإن المدير المالي يعرف أنواع الديون المعتادة لشركته. (**Eugene F & Philip R, 2007, p. 320**) تستخدم تكلفة الدين بعد خصم الضريبة لحساب تكلفة رأس المال، وهو سعر الفائدة على الدين مطروحا منه الوفورات الضريبية التي تنجم عن ذلك لأن الفائدة قابلة للخصم (**Eugene F & Philip R, 2007, p. 321**).

$$cd = Kd - Kdt = Kd(1-t).$$

2.2.2 **تكلفة الأسهم الممتازة**

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة على أنها معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات التي تم تمويلها عن طريق أسهم ممتازة و ذلك من أجل أن لا تتأثر مكاسب حملة الأسهم العادية، و يتمثل هذا المعدل في الربح الموزع للسهم الممتاز مقسوما على صافي الدخل الذي ستحققه المنشأة نتيجة بيعها أسهم ممتازة جديدة مع الأخذ في الاعتبار تكاليف الإصدار. (**العارضي**، 2014، **صفحة** 360)

تكلفة الأسهم الممتازة هي معدل العائد المطلوب لحامل الأسهم. إذا أصدرت إحدى المنشآت أسهما ممتازة، يشار إليها باسم التمويل المختلط لأنه يحتوي على ميزات لكل من أداة الدين والسهم العادي، إلا أنه يمنح توزيعات ثابتة.و تمثل تكلفة الأسهم الممتازة نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبالغ التي تتحصل عليها المنشأة من بيعها لهذه الأسهم، و تحسب وفق المعادلة: (**النعيمي و التميمي**، 2009، **صفحة** 372)

$$\mathbf{Kps}=\frac{Dps}{P0-F}$$

Dps : حصة السهم من الربح.

P0 :سعر بيع السهم .

F: مصاريف الإصدار.

3.2.2 **تكلفة التمويل بالأسهم العادية**

يمكن تعريف تكلفة التمويل بالأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم مقابل امتلاكهم لها (**النعيمي و التميمي**، 2009، **صفحة** 372)، و تتمثل تكلفة الأسهم العادية في تكلفة الفرصة البديلة، باعتبار أن حملة الأسهم يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات أخرى بديلة لها بنفس الدرجة من المخاطر. (**عدوي**، 2011، **صفحة** 45) وتمثل تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية رياضيا بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون و ذلك من أجل حساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها مستقبلا من طرف المنشأة. (**براق و غربي**، 2014، **صفحة** 51)

وتوجد ثلاثة نماذج لحسابها:

أحساب تكلفة الأسهم العادية باستخدام نموذج تقييم الأصول الرأسمالية (CAPM)

يفترض هذا النموذج بأن المساهم يمتلك محفظة مالية متنوعة و العائد على الأصول لا يتحرك بنفس الاتجاه و الوقت و لا بنفس القيمة،نتيجة لذلك تصبح المخاطر الوحيدة الباقية هي مخاطر السوق (**فتيحة مزهر**، 2015، **صفحة** 67)،حيث أنه وعلى هذا الأساس تتكون مخاطر السهم من مخاطر نظامية آو مخاطر السوق ومخاطر غير نظامية و المتعلقة بالمنشأة. ويتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق نموذج CAPM كما يلي: (**العارضي**، 2014، **صفحة** 363)

$$Kj = RF + \beta j\,(RM - RF)$$

RF : معدل العائد الخالي من المخاطر

RM :حساب معدل عائد محفظة السوق

Bj: التباين المشترك لمعدل عائد المنشاة مع معدل عائد السوق.

ب- طريقة تقييم أرباح السهم

يسمى كذلك نموذج تقييم أرباح السهم في حالة نمو الأرباح التي ستوزع من طرف المنشأة للسنوات القادمة و تكوم بنسب ثابتة(نموذج قوردن 1962)، ما يسمح للمساهمين بتوقع الأرباح التي ستوزعها المنشأة في السنة الأولى فقط، وفق هذا النموذج تكلفة التمويل بالأسهم العادية تتكون من جزأين، ربح السهم مقسوم على القيمة السوقية للسهم و معدل النمو المتوقع لأرباح السهم الناتجة عن استثمار الأموال الممتلكة. (**براق و غربي**، 2014، **صفحة** 25) يمكن صياغة نموذج قوردن كما يلي

$$\mathbf{g}\ Kc = \frac{D0}{P0} +$$

D0: قيمة توزيع السهم في الفترة الأولى

P0: السعر الحالي للسهم

g : معدل النمو المتوقع للسهم

ج- أسلوب ناتج السند زائد علاوة المخاطر

يقوم بعض المحللين باستخدام أسلوب ذاتي لتقدير تكلفة الأسهم العادية ،و ذلك بإضافة علاوة مخاطرة تتراوح بين (3%الى5%) إلى معدل الفائدة على الديون، أي أن تكلفة الأسهم العادية تساوي تكلفة الديون الطويلة الأجل مضافا إليها علاوة المخاطرة. (**محمد جاسم**، 2014، **صفحة** 163) وتحسب تكلفة السهم وفق هذا النموذج: (**Eugene F & Philip R, 2007, p. 322**)

$$Kc = \text{Bond yield} + \text{Bond risk premium}$$

3.2. **قيمة المنشأة وتكلفة رأس المال وفق النظرية المالية**

عرف (Brigham1999) قيمة المنشأة بأنها القيمة المعطاة لإدارة الأسواق المالية و المنظمات كمنشأة تواصل نموها. يتم

تحديد هذه القيمة من خلال تصورات السوق للأداء المستمر للمنشآت والتي تمثلها القيمة السوقية للأسهم. **(Moeljadi & Brawijaya, 2014, p. 10)**

1.3.2 **نظرية صافي الربح** Durand 1952

تقوم هذه النظرية على افتراض أساسي مفاده أن تكلفة الاقتراض و حقوق الملكية تبقى ثابت لا يتغير بتغير حجم الاقتراض، أي أن ارتفاع أو انخفاض حجم الاقتراض لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض معدل العائد على الاستثمار المطلوب من طرف المساهمين و المقرضين. (**هندي**، 1999، **صفحة** 635) توصلت هذه النظرية إلى نتيجة مفادها أن قرار الهيكل التمويلي مرتبط مباشرة بقيمة المنشأة، وأن أي تغير يحدث في الهيكل التمويلي سيؤدي إلى تغيير مماثل في تكلفة رأس المال و بالتالي في القيمة السوقية للمنشأة، و على هذا الأساس يمكن أن تزيد قيمة المنشأة و ذلك باعتمادها على المصادر التمويلية قليلة التكلفة كالاقتراض مقابل مصادر أكثر تكلفة كإصدار أسهم عادية جديدة.

وعليه بإمكان المنشأة تعظيم قيمتها من جهة أو تخفيض تكلفة رأس المال من جهة أخرى وذلك بزيادة الاعتماد على القروض في تمويل هيكل رأس المال ضمن نفس ظروف التشغيل، و تزداد قيمة المنشأة مع زيادة نسبة الرفع المالي بينما متوسط تكلفة رأس المال تستمر في الانخفاض و على هذا الأساس تكون قيمة المنشأة في أعلى مستوياتها عندما تنخفض تكلفة رأس المال إلى أدني مستوياتها. (**العمار و غيا دنيا**، 2018، **صفحة** 67)

و على اعتبار أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأسهم، و بالتالي زيادة الاعتماد على الاقتراض يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة المنشأة و ذلك طبقا للمعادلة التالية: (**براق و غربي**، 2014، **صفحة** 150)

$$V = \frac{EBIT}{WACC}$$

EBIT : تمثل الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب

2.3.2 **النظرية التقليدية**

تشير هذه النظرية إلى وجود هيكل مالي أمثل أي نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تصل تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، و بالتالي تبلغ عندها قيمة المنشأة حدها الأقصى،كما تشير إلى أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك و الدائنون يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض،و ذلك بسبب زيادة المخاطر على العوائد الذي يتوقعون الحصول عليه. (**هندي، الإدارة المالية**، 2003، **صفحة** 650) و طبقا لهذه النظرية فان المزيج التمويلي بين الاقتراض و حق الملكية بإمكانه أن يزيد من قيمة المنشأة عن طريق تخفيض تكلفة رأس المال لمستوى معين من الدين. يبين المدخل التقليدي أن التكلفة الكلية لرأس المال (wacc) تتناقص فقط ضمن الحد المسؤول للرافعة المالية و عند الوصول للمستوى الأدنى تبدأ بالارتفاع مع تزايد الرافعة المالية. (**العارضي**، 2014، **صفحة** 382)

ووفق هذا المدخل فان الاعتماد على الاقتراض في حدود معينة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال عند معدل معين،و بعد هذا المعدل يبدأ المعدلين في الارتفاع بسبب المخاطر المالية الناتجة عن الرفع المالي، من جهة أخرى تكون قيمة المنشأة في تزايد حتى تصل عند النسبة المثالية،عندها تبدأ بالانخفاض.(**بن الضب**، 2009، **صفحة** 103)

3.3.2 **مدخل صافي ربح العمليات:مدخل دافيد دوراند**

يؤكد مؤيدي هذه النظرية على أن التغير في الرفع المالي لا يؤثر على تكلفة رأس المال، و لا قيمة المنشأة و التي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية مضافا إليها القيمة السوقية للقروض، و على هذا المفهوم تكون قيمة المنشأة مستقلة عن أي تغيرات قد تحدث في هيكل رأس المال و كذلك مستقلة عن تأثير تكلفة رأس المال. (**الزبيدي**، 2008، **صفحة** 539)حسب هذه النظرية فإن طريقة تكوين الهيكل المالي وتوزيعه بين الأسهم والديون لا أهمية لها، فقيمة المنشأة تظل ثابتة في جميع الحالات. (**زغيب**، 2009، **صفحة** 156)

4.3.2 **نظرية** Modigliani and Miller

أ. قيمة المنشأة في حالة عدم وجود ضرائب

نصت نظرية Modigliani و Miller على أن قرار تمويل الشركة لا يؤثر على القيمة السوقية للمنشأة في سوق رأس المال المثالي، وبعبارة أخرى تنص نظرية Modigliani و Miller على أن متوسط تكلفة رأس المال لا يتغير مع التغير في مزيج الأسهم المرجح بالديون أو هيكل رأس مال المنشأة. **(Paramacivan & Subramanian, 2009, p. 58)** تعتبر هذه النظرية من بين الانجازات المحققة في أدبيات التمويل حيث أنها تنفي آية علاقة بين الهيكل المالي و قيمة المنشأة، و قد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين ،ظهر الأول سنة 1958 و الثاني سنة 1963،حيث يقوم المقترح الأول على الفرضيات التالية: (**محب خلة**، 2013، **الصفحات** 349ـ350)

- وجود سوق يتميز بالمنافسة التامة وتصرفات المنافسين يحكمها المنطق الاقتصادي الرشيد؛

- لا توجد ضرائب على الأرباح على تعاملات السوق؛

- المتعاملون لهم معرفة جيدة بأوضاع السوق و ذلك نتيجة توفر المعومات بدون تكاليف؛

-لا توجد تكاليف لإبرام الصفقات التي تتم في السوق؛

-جميع المتعاملين في السوق يتمتعون بتوقعات متماثلة بخصوص الأداء المستقبلي للأسهم المتداولة فيها.

قام Miller and Modigliani أولا بتحليل الرافعة المالية على افتراض أنه لا توجد ضرائب على الأرباح أو ضرائب شخصية. على أساس افتراضاتهم ، ذكروا وأثبتوا اقتراحين:

الاقتراح الأول

يتم تحديد قيمة المنشأة من خلال الاستفادة من صافي دخلها التشغيلي المتوقع (EBIT) بمعدل ثابت (rsu) يعتمد على فئة مخاطر المنشأة.

$$VL=VU=EBIT/WACC = EBIT/rsu$$

حيث L منشأة مرفوعة و U منشأة غير مرفوعة، و من المفترض أن تكون كلتا المؤسستين في نفس مخاطر الأعمال ، و rsu هي معدل العائد المطلوب لمنشأة غير مرفوعة .

لأن V كما حددتها المعادلة السابقة ثابتة، و وفق هذا النموذج عندما لا تكون هناك ضرائب، تكون قيمة المنشأة مستقلة عن الرافعة المالية هذا يتضمن أيضا ما يلي:

- متوسط التكلفة المرجح لرأس المال للشركة WACC مستقل تماما عن هيكل رأس المال.

- بغض النظر عن مقدار الدين الذي تستخدمه المنشأة، فإن WACC لها مساوية لتكلفة الأسهم التي ستحصل عليها إذا لم تستخدم أي دين.

الاقتراح الثاني

عندما لا تكون هناك ضرائب، فإن تكلفة حقوق الملكية لمنشأة مرفوعة (rsl) تساوي تكلفة الأسهم لمنشأة غير مرفوعة في نفس فئة المخاطر (rsu) ، بالإضافة إلى علاوة المخاطرة التي يعتمد حجمها على كل من الفرق بين تكاليف المنشأة المستدينة وحقوق الملكية ومقدار الديون المستخدمة.

$$rsL = rsu + Risk\ premium = rsu + (rsu - rd)(D/S)$$

هنا D = القيمة السوقية لديون المنشأة، S = القيمة السوقية لأسهمها، و rd = تكلفة للدين. تبين المعادلة السابقة على أنه مع زيادة الدين ترتفع أيضا تكلفة الأسهم، وبطريقة رياضية دقيقة(على الرغم من أن تكلفة الدين لا ترتفع). إذا أخذنا بعين الاعتبار، فإن اقتراح Miller and Modigliani يعني ضمنيا أن استخدام المزيد من الديون في هيكل رأس المال لن يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة لأن فوائد الديون الأرخص ستقابلها بالضبط زيادة في مخاطرة الأسهم ، وبالتالي زيادة في تكلفتها. وعليه، يفترض Miller and Modigliani أنه في عالم خال من الضرائب، لن تتأثر كل من قيمة المنشأة و التكلفة الوسطية المرجحة بهيكل رأس المال. (Eugene F & Philip R, 2007, pp. 551-552)

ب- قيمة المنشأة في ظل وجود الضرائب

توصل الباحثان Miller and Modigliani و من خلال المقال المنشور سنة 1963 إلى أن استخدام القروض كمصدر التمويل في ظل وجود ضرائب على الأرباح سيعطي للقروض أفضلية باعتبار أن الفوائد المدفوعة للمقرضين يتم طرحها من الأرباح قبل الضريبة، بالإضافة إلى أن الضرائب على الأرباح تسمح بتحقيق وفرات ضريبية يحسب مبلغها بضرب الفوائد المدفوعة للمقرضين في معدل الضريبة على الأرباح،و بالتالي و على هذا الأساس فإن قيمة المنشأة التي تعتمد على القروض و الأموال الخاصة في تكوين هيكلها المالي تزيد عن قيمة منشأة مثيلة تعتمد على الأموال الخاصة فقط كمصدر من مصادر تمويل هيكلها المالي و ذلك بقيمة القيمة الحالية للوفرات الضريبية التي تنتج عن فوائد القروض. و عليه فان قيمة المنشأة التي تعتمد على الاستدانة تعطى بالعلاقة التالية:

$$VT = VU + TD$$

VT : القيمة السوقية لمنشأة مقترضة

VU: القيمة السوقية لمنشأة غير مقترضة

TD: القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض

و يتم حساب الوفرات الضريبية وفق العلاقة: (براق و غربي، 2014، صفحة 165)

$$TD=T.D$$

T : معدل الضريبة

Kd : تكلفة الديون

D: القيمة السوقية للديون

الوفر الضريبي=(قيمة الديونXمعدل الفائدة Xمعدل الضريبة)/تكلفة الأموال الخاصة. (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 407)

لذلك، فإن قيمة منشأة مرفوعة هي:

$$VL = VU + TD$$

النقطة المهمة هنا هي أنه عندما يتم فرض ضرائب، فإن قيمة المنشأة المرفوعة تزيد عن قيمة المنشأة غير المرفوعة بمبلغ TD. نظرا لأن المكسب من الرافعة المالية يزيد مع زيادة الدين، فإن هذا يعني أن قيمة المنشأة يتم تعظيمها بنسبة 100٪ من تمويل الدين. تحسب قيمة المنشأة غير المرفوعة ب:

$$VU = S = EBIT(1-T)/ rsU$$

rsu : معدل الخصم المطلوب

3. الدراسة التطبيقية

3. 1. الطريقة والأدوات

1.1.3. نموذج ومتغيرات الدراسة

النموذج أدناه يوضح متغيرات الدراسة والمتمثلة في قيمة المنشأة (Firm value) كمتغير تابع وكل من تكلفة التمويل (CF) وسياسة التوزيع (DIV) وصافي التدفقات النقدية (NCF) ومعدل العائد على حقوق الملكية(ROE) كمتغيرات مستقلة.

$$FirmValue=B0+B1\log(CF)+B2\log(DIV)+B3\log(NCF)+B4(ROE)+U\,I$$

Firm Value:تعبر عن قيمة المنشأة مقاسة بنموذج Q Tobins'(القيمة

السوقية للأسهم على القيمة الدفترية للأسهم) (Setiatharma & Machali, 2017, p. 03)

CF : تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لتكلفة رأس المال

DIV: تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأرباح الموزعة والمدفوعة

NCF : تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لصافي التدفقات النقدية

ROE: تعبر عن العائد على حقوق الملكية و المقاسة بقسمة صافي الدخل على حقوق الملكية

Ui : الأخطاء العشوائية

2.1.3 مجتمع وعينة الدراسة

يتضمن مجتمع الدراسة كل المنشآت المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية باختلاف الأنشطة (صناعية، تجارية، بنوك، تأمين، نقل، عقار...) والبالغ عددها 175 منشأة، أما عينة الدراسة فشملت المنشآت الصناعية المدرجة ببورصة الكويت والبالغ عددها 30 منشأة ،و تم استبعاد 6 منشآت لعدم توفر البيانات المطلوبة، و قد تم إجراء مسح على القطاع الصناعي و بناء النموذج القياسي .

3.1.3 منهجية الاقتصاد القياسي المتبع في التحليل

المنهجية المتبعة في التحليل تتمثل في نماذج أو بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، التي يتم فيها جمع بيانات ظاهرة معينة لمجموعة من الشركات أو الدول أو... لمدة فترة زمنية معينة، فهي تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن أو أثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية، ولقد اكتسبت هذه النماذج في العقد الحالي اهتماما بالغا وخصوصا في الدراسات الاقتصادية. لذلك سنلجأ في هذه الدراسة إلى استعمال هذا النوع من النماذج كون الدراسة تسعى إلى تحليل تأثير أربع متغيرات مستقلة على متغير تابع ل 24 منشأة خلال الفترة 2014 إلى 2018.

3. 2. النتائج ومناقشتها

1.2.3 تقدير النموذج باستخدام نماذج البانل الثلاثة

الجدول رقم 1 يوضح تقدير النموذج القياسي باستخدام نماذج البانل الثلاثة المتمثلة في نموذج الآثار الثابتة(FEM) ونموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات العشوائية(REM)، وذلك من أجل المفاضلة بينها واختيار النموذج الملائم للدراسة. نلاحظ من خلال الجدول رقم 1 أن كل المعاملات المقدرة أي المعاملات الانحدارية للمتغيرات التفسيرية بدون دلالة إحصائية بصورة مستقلة باستثناء معاملات النموذج ذو الآثار الثابتة حيث أنها تظهر أنها معنوية عند العتبة 1% و 5%، فهل يمكن الاعتماد على هذه المعلمات لتفسير الظاهرة محل الدراسة؟ بالطبع لا، لأنه يجبذ أولا النظر في قيمة معامل التحديد في النماذج الثلاث، حيث أن نموذج ذو الآثار الثابتة يحتوي على معامل تحديد أكبر من 0.5 وكذلك بالنسبة لمعامل التحديد المصحح الذي لا يتأثر بعدد المتغيرات التفسيرية بحيث أن قيمته تتساوى بالتقريب مع معامل التحديد، كما يمكننا النظر أيضا في احتمالية إحصائية فيشر التي تظهر أنها أصغر تماما من 0.05 و 0.01مما يدل على أن المتغيرات التفسيرية كمجموعة تؤثر تأثيرا جوهريا على المتغير التابع، أي أن هذا النموذج(FEM) ذو جودة عالية، ولكن النموذجين الآخرين(PRM،REM) عكس ذلك تماما لأن معامل التحديد أقل من 0.5، وكذلك بالنسبة لمعامل التحديد المصحح الذي لا يتأثر بعدد المتغيرات التفسيرية بحيث أن قيمته تتساوى بالتقريب مع معامل التحديد، كما يمكننا النظر أيضا في احتمالية إحصائية Fisher التي تظهر أنها أكبر تماما من 0.05 و 0.01 مما يدل على أن المتغيرات التفسيرية كمجموعة لا تؤثر تأثيرا جوهريا على المتغير التابع أي أن النموذجين(PRM،REM) بدون جودة، إذن هل يمكن اعتبار أن معايير تحديد جودة النماذج في تفسير ظاهرة الدراسة هي المعايير التي سبق و ذكرناها؟ بالطبع لا، حيث أننا نلاحظ في الجدول السابق أن قيمة ديربن-واتسون توحي لنا بوجود مشكلة من المشاكل القياسية(مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي) باستثناء النموذج ذو الآثار الثابتة(FEM) الذي تظهر قيمته أقرب إلى الرقم 2 مما يوحي على عدم وجود مشكلة قياسية، و عليه ننتقل الآن مباشرة إلى الخطوة الموالية التي تتمثل في إيجاد أو تحديد النموذج الذي سنعتمد عليه في دراستنا و نقوم بالاختيار ما بين النموذج ذو الآثار الثابتة و النموذج ذو الآثار العشوائية ونموذج الانحدار التجميعي.

جدول 1

نتائج تقدير بيانات البانل

	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج الآثار الثابتة	نموذج الآثار العشوائية
المعلمة التقاطعية القيمة الاحتمالية	0.689912 (0.5163)	-0.387013 (0.0000)	0.010621 (0.9943)
CF القيمة الاحتمالية	-0.095011 (0.3203)	0.194721 (0.0000)	0.091113 (0.3022)
DIV القيمة الاحتمالية	-0.063382 (0.3309)	0.026596 (0.0000)	-0.004194 (0.9388)
NCF القيمة الاحتمالية	0.142933 (0.4056)	0.047308 (0.0000)	0.080835 (0.7237)
ROE القيمة الاحتمالية	0.085896 (0.2380)	0.028342 (0.0000)	0.046536 (0.6973)
معامل التحديد	0.351573	0.775129	0.170794
معامل التحديد المعدل المصحح	0.329019	0.709135	0.141952
احتمالية فيشر	0.225983	0.000000	0.227695
ديربن-واتسون	0.856263	2.004418	0.259577

المصدر: من إعداد الباحثين من خلال برنامج Eviews

2.2.3 اختيار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة

من أجل اختيار النموذج الملائم لبيانات الدراسة نقوم بإجراء اختبار Fisher واختبار Hausman مثلما يظهره الجدول رقم 2. تتمثل الخطوة الأولى في الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي(PRM) ونموذج الآثار الثابتة(FEM)، حيث أننا نلاحظ من الجدول رقم 2أن القيمة الاحتمالية ل Fisher أصغر تماما من 0.01 و 0.05، و بهذا يمكننا القول أن النموذج ذو الآثار الثابتة(FEM) هو النموذج المختار في هذه المرحلة، و عليه سننتقل إلى الخطوة الثانية التي تتمثل في اختيار النموذج الذي سيمثل الدراسة أو الذي سنقوم بالاعتماد عليه في الدراسة، ألا وهو النموذج المختار بين النموذج ذو الآثار الثابتة(FEM) والنموذج ذو الآثار العشوائية(REM)، حيث أن نتائج اختبار Hausman الظاهرة في الجدول رقم 2 توحي لنا بأن النموذج المختار هو نموذج ذو الآثار الثابتة(FEM)، و هذا لأن القيمة الاحتمالية أصغر تماما من 0.01 و 0.05.

جدول 2

نتائج اختبار Fisher و Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	20.468293	4	0.0004

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
CF	0.194721	0.091113	0.002089	0.0234
DIV	0.026596	-0.004194	0.000745	0.2593
NCF	0.047308	0.080835	0.157220	0.9326
ROE	0.028342	0.046536	0.000036	0.0025

Specification Tests of Hsiao (1986)

H1 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative Hypothesis : H2
H2 = Null Hypothesis : H3 vs Alternative Hypothesis : panel is heterogeneous
H3 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative Hypothesis : ...

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	8.658618	8.12E-08
H2	0.402785	0.304663
H3	7.659094	4.13E-13

المصدر: من إعداد الباحثين من خلال برنامج Eviews

3.2.3 تقدير معلمات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة(FEM)

بعد نتائج اختبار Hausman نقدر النموذج التأثيرات الثابتة(FEM) وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى، والجدول رقم 3 يوضح ذلك. في هذه الخطوة سيتم تحديد معايير الجودة اللازمة لتقييم النموذج، أي أننا سنقوم بتحليل النتائج المحصلة لكي نأخذ قرار حول مساوئ هذا النموذج، و بهذا يمكننا ملاحظة أن كل المعلمات المقدرة بما فيها معلمات المتغيرات الصورية ذات دلالة إحصائية بصورة مستقلة، كما نلاحظ أيضا أن احتمالية Fisher أصغر تماما من 0.01 و 0.05 ما يسمح لنا أن نقول أن للنموذج معنوية إحصائية ككل، أي كل معلمات النموذج كمجموعة تؤثر تأثيرا جوهريا على المتغير التابع مما يدل على جودة و قوة النموذج المقدر في تفسير الظاهرة، و أخيرا المعيار الأساسي و هو معيار معامل التحديد، الذي يتضح أنه قد بلغت قيمته المقدرة بـ 0.775129 أي 78% من التغيرات الحاصلة في قيمة المنشأة يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المستقلة وباقي التغيرات تفسر من خلال متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج ما يعني أن النموذج المتخذ في الدراسة ذو قوة تفسيرية كبيرة.

جدول 3

نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: VAL
Method: Panel Least Squares
Date: 06/11/20 Time: 10:22
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 24
Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.387013	0.054287	-7.128970	0.0000
CF	0.194721	0.039218	4.965093	0.0000
DIV	0.026596	0.007739	3.436518	0.0000
NCF	0.047308	0.011529	4.103391	0.0000
ROE	0.028342	0.005361	5.286653	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.775129	Mean dependent var	1.326475
Adjusted R-squared	0.709135	S.D. dependent var	1.568215
S.E. of regression	0.845768	Akaike info criterion	2.703821
Sum squared resid	65.80982	Schwarz criterion	3.354236
Log likelihood	-134.2293	Hannan-Quinn criter.	2.967957
F-statistic	11.74534	Durbin-Watson stat	2.004418
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحثين من خلال برنامج Eviews

4.2.3 اختبار فرضيات الدراسة

من خلال الجدول رقم 3 نلاحظ أن القيمة الاحتمالية ل Fisher المتعلقة بتكلفة رأس المال تقدر ب (0,0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 1% و 5% مما يعني قبول الفرضية التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة رأس المال على قيمة المنشأة، إلا أن هذا التأثير موجب وهو ما يتعارض مع النظرية المالية. كذلك تقدر احتمالية Fisher المتعلقة بمعدل العائد على حقوق الملكية ب (0,0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 1% و 5% مما يعني قبول الفرضية التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على حقوق الملكية على قيمة المنشأة، وهذا التأثير موجب وهو ما يتوافق مع النظرية المالية. من جهة أخرى تقدر احتمالية Fisher لصافي التدفقات النقدية ب (0,0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 1% و 5% ، وعليه نقبل الفرضية التي

تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لصافي التدفقات النقدية على قيمة المنشأة، وهذا التأثير موجب وهو ما يتوافق مع النظرية المالية. أيضا نلاحظ أن القيمة الاحتمالية ل Fisher لحجم الأرباح الموزعة تقدر ب (0,0000) وهي أقل من مستوى المعنوية 1% و 5%، وعليه نقبل الفرضية التي تنص على وجود تأثير لحجم الأرباح الموزعة على قيمة المنشأة، وهذا التأثير موجب وهذا ما يتوافق مع النظرية المالية.

4. خاتمة

تسعى المنشآت 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 المنشأة والتي أثارت جدلا واسعا بين مفكري النظرية المالية التقليدية والحديثة كل من تكلفة التمويل وتركيبة الهيكل المالي وسياسة التوزيعات المعتمدة والعلاقة بين هذه المتغيرات وأثرها على تركيبة الهيكل المالي وقيمة المنشأة، وتعتبر التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل من أهم العناصر التي تنبغي الاهتمام بها وتحديدها بدقة لأن لها تأثير بالغ الأهمية على القرارات المالية الإستراتيجية كقرار الاستثمار والتمويل وقرار توزيع الأرباح، ومن ثم تأثيرها على القيمة السوقية للمنشأة. وبغرض اختبار هذه العلاقة الجدلية قمنا بإجراء دراسة على المنشآت الصناعية المدرجة ببورصة الكويت وتم التوصل للنتائج التالية:

- هناك تأثير إيجابي لتكلفة رأس المال على قيمة المنشأة وهو ما يتعارض مع النظرية المالية؛

- هناك تأثير إيجابي لمعدل العائد على حقوق الملكية على قيمة المنشأة، وهو ما يتوافق مع النظرية المالية؛

- هناك تأثير إيجابي لحجم التدفقات النقدية الصافية على قيمة المنشأة؛

- هناك تأثير إيجابي لحجم الأرباح الموزعة على قيمة المنشأة، وهذا ما يتوافق مع النظرية المالية.

تضارب المصالح

❖ يعلن المؤلفان أنه ليس لديهما تضارب في المصالح.

ـ المصادر والمراجع

Ali Jeeran, A. A. (2014). The Effect of Stock Liquidity on Firm Value-Evidence from Iraq Stock Exchange. elmothana review , 4 (9), 304322-.

Alyos, A., & Fidelis, W. (2015). Determinants of Firm Value in Kenya: Case of Commercial Banks Listed at the Nairobi Securities Exchange. Applied finance and accounting , 1 (2), 129142-.

Eugene F, B., & Philip R, D. (2007). intermediate financial management. USA: thomson, south western.

Eva, R., & Borras. (2011). the cost of capital. england: palgrave Mc millan.

Jae K, S., & Joel G, S. (2007). Financial management. USA: the McGraw -Hill companies.

Kent, B., & Gary E, B. (2005). Understanding Financial Management, A Practical Guide. victoria, Australia: Blakwell buplishing.

Moeljadi, .., & Brawijaya, .. (2014). factors affecting firm value. south east asia journal of contomporary business, economics and law , 5 (2).

Paramacivan, C., & Subramanian, T. (2009). Financial management. new delhi, india: new age international publishers.

Setiatharma, S., & Machali, M. (2017). , The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value. journal of business and financial affaires , 6 (4).

Shannon B, P. e. (2008). Cost of capital applications and examples. Hoboken, USA: John wiley and sons.

Siti Ayu, L., & Mursalim, A. (2016). Profitability andCompany Value: Empirical Study of Manufacture Companies in Indonesia Period 2009 – 2014. information managment and business review , 8 (3), 610-.

Sutrisno, .. (2016). Capital Structure Determinants and Their Impact on Firm Value: Evidence From Indonesia. economics world , 4 (4), 179186-.

إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2006). التسيير المالي. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.

توفيق محب خلة. (2013). اقتصاديات التمويل الإداري. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي.

جليل كاظم مدلول العارضي. (2014). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.

حمزة محمود الزبيدي. (2008). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: الوراق للنشر والتوزيع.

رضوان العمار، و ابراهيم غيا دنيا. (2018). نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية ، 40 (6).

عبد الرضا فتيحة مزهر. (2015). الاقتراض والوفر الضريبي وأثرهما على قيمة المنشأة. مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية ، 5 (2)، 60-72.

عبد الكريم بوحادرة. (2012). أثر الهيكل المالي على قيمة المنشأة. مذكرة ماجستير . جامعة قسنطينة، الجزائر.

عدنان تايه النعيمي، و أرشد فؤاد التميمي. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

علي بن الضب. (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المنشأة الاقتصادية المدرجة بالبورصة. مذكرة ماجستير . جامعة ورقلة- الجزائر.

محمد براق، و حمزة غربي. (2014). مدخل إلى السياسة المالية للمنشأة. الاسكندرية: دار الكتب.

محمد محمد جاسم. (2014). علاقة نسبة الرفع المالي ومتوسط التكلفة المرجحة في مؤشرات سوق الأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية (37).

مليكة زغيب. (2009). علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة. مجلة علوم انسانية ، ب (31).

منير ابراهيم هندي. (2003). الإدارة المالية. مصر: المكتب العربي الحديث.

منير ابراهيم هندي. (1999). الإدارة المالية(مدخل تحليلي معاصر). مصر: المكتب العربي الحديث.

هاجر عدوي. (2011). محددات الهيكل المالي للمنشأة الاقتصادية. مذكرة ماجستير . جامعة قسنطينة.

كيفية الإستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

المؤلف قدوج بدر الدين، مليكاوي مولود (2021)، قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014-2018، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر. ص ص: 177-185