

تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة
- دراسة قياسية للمؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية-
**The cost of funding and its impact on the value of the firm with
different growth opportunities - A standard study for the companies
quoted on the Amman Stock Exchange-**

وردة قريني^{1*} ، أ.د. سعيدة بورديمة²

¹ مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد -جامعة 8 ماي 1945 قالمة (الجزائر).

grini.warda@univ-guelma.dz

² مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد -جامعة 8 ماي 1945 قالمة (الجزائر).

bourdima.saida@univ-guelma.dz

تاريخ الاستلام: 2022/03/24 تاريخ القبول: 2022/07/02 تاريخ النشر: 2022/09/01

مستخلص:

Abstract:

This study aims to know the impact of the cost of funding on the value of the firm, with different growth opportunities, as it was conducted on two samples of companies quoted on the Amman Stock Exchange in 2019, one sample with high growth opportunities, and the other with low growth opportunities. The study reached a set of results, the most important of which is that the impact of the cost of funding on the value of the firm was negative regardless of the different opportunities for growth, and that the cost of funding was high in firms that have low growth opportunities, and low in firms that have a rise in growth opportunities, which was reflected on firm value, it was low in companies with low growth opportunities, and high in companies with high growth opportunities.

Keywords: Cost of funding; Firm value; Growth opportunities; Equity rights; Financial structure.

JEL Classification: D24; D25; G32

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة، وذلك مع فرص النمو المختلفة، حيث تم إجراؤها على عينتين من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية سنة 2019. عينة لديها فرص نمو مرتفعة، والأخرى لديها فرص نمو منخفضة. وتوصلت إلى مجموعة من النتائج أهمها أن أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة كان سلبيا بغض النظر عن اختلاف فرص النمو، وأن تكلفة التمويل كانت مرتفعة في المؤسسات التي لديها انخفاضا في فرص النمو، ومنخفضة في المؤسسات التي لديها ارتفاعا في فرص النمو، ما انعكس على قيمة المؤسسة حيث كانت منخفضة في المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، ومرتفعة في المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة.

الكلمات المفتاحية: تكلفة التمويل؛ قيمة المؤسسة؛ فرص النمو؛ حقوق الملكية؛ الهيكل المالي.

تصنيفات JEL: D24؛ D25؛ G32

مقدمة

تعد القرارات المالية من القرارات الاستراتيجية المهمة التي تتخذها الإدارة المالية، والتي تمثل أهم العوامل المحددة لقيمة المؤسسة، التي تعتبر بدورها الهدف الأول والاستراتيجي للإدارة المالية، ومن أبرز هذه القرارات، قرارات التمويل والاستثمار، والمعروف أن الخطأ في اتخاذها يحمل المؤسسة تكاليف باهظة، قد تصل إلى حد الإفلاس والتصفية.

إن حاجة المؤسسة للتمويل تتعلق مباشرة بتوقعاتها للنمو المستقبلي وحجم الأصول التي يجب امتلاكها، حيث تركز النظرة الحديثة للتمويل على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة العائد والتكلفة، فلا يتم قبول المقترحات الاستثمارية إلا إذا كان العائد المتوقع منها يفوق تكلفة تمويلها، أما العكس فيؤدي إلى انخفاض ربحية المؤسسة، وبالتالي تدهور قيمتها التي تعد الهدف الأساسي الذي تدور حوله هذه القرارات. وهذا ما يستوجب بناء هيكل مالي مثالي يوازن بين العائد والمخاطرة ويحقق للمؤسسة أعلى قيمة، ويمكنها من الاستفادة من فرص النمو المختلفة المتاحة لها.

إشكالية الدراسة

ترتبط الاحتياجات المالية للمؤسسة ارتباطاً وثيقاً بفرص نموها، فالمؤسسات التي لديها فرص نمو مرتفعة تكون في حاجة مستمرة للتمويل الإضافي، الأمر الذي يحتم عليها تقويم وضعها المالي من حيث العائد والمخاطرة قبل اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية، أخذاً بعين الاعتبار تكلفة التمويل وسرعة الحصول عليه، وقد تم تطوير نظرية الإشارة والمعلومات اللامتماثلة Signaling Theory and Asymmetric Information، ونظرية الالتقاط Picking Order Theory، وقد اتبعت هاتين النظريتين عدة طرق لاتخاذ القرار في تمويل احتياجات المؤسسة للحصول على فرص النمو المتاحة.

بناء على ما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة مع فرص النمو المختلفة؟

ولمعالجة هذه الإشكالية والإمام بالموضوع نقوم بطرح التساؤلين الفرعيين التاليين:

- ما أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية مع ارتفاع فرص النمو؟
- ما أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية مع انخفاض فرص النمو؟

فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤل الرئيسي نضع الفرضية الرئيسية التالية:

H_0 : لا يوجد أثر لتكلفة التمويل في قيمة المؤسسة مع اختلاف فرص النمو.

وللإجابة على التساؤل الفرعيين السابقين نضع الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

- H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل في قيمة المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية مع ارتفاع فرص النمو.

- H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل في قيمة المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية مع انخفاض فرص النمو.

أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة في أهمية قيمة المؤسسة باعتبارها الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية، ودور تكلفة التمويل في تعظيمها باعتبارها معيارا لقبول المقترحات الاستثمارية، ومعيارا للمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة، للاستفادة من فرص النمو المتاحة.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة مع اختلاف فرص النمو، وذلك بالتطبيق على المؤسسات المسعرة في بورصة عمان سنة 2019 وتحليل هذا الأثر مع ارتفاع فرص النمو، ومع انخفاضها.

منهج الدراسة

لاختبار صحة الفرضيات وتحليل إشكالية الدراسة والإجابة على التساؤلات المطروحة، اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري، لشرح المفاهيم الأساسية كتكلفة التمويل، قيمة المؤسسة وفرص النمو، واستخدمنا الأسلوب الإحصائي الكمي القياسي في الجانب التطبيقي، وذلك بإجراء دراسة قياسية باستخدام برنامج E-Views12.

الدراسات السابقة

اختبرت دراسة Chen (2002) تأثير هيكل رأس المال في قيمة المؤسسة بالنظر إلى فرص النمو المختلفة لعينة من المؤسسات الهولندية، وقد أظهرت تأثيرا إيجابيا للديون في قيمة المؤسسة في العينة ذات النمو المرتفع، وكذلك في العينة ذات النمو المنخفض، كما أظهرت أن الهيكل المالي الخالي من الديون له تأثير كبير في ارتفاع قيمة المؤسسة. على عكس دراسة Nevi, Umara , Noor, Muhammad , and Zaheer (2020) التي توصلت إلى أن فرص النمو لها

علاقة سلبية كبيرة مع نسبة الدين وعائد الأرباح، وهذا يشير إلى أن المؤسسات المدرجة في بورصة إندونيسيا التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة لا تشجع على توليد الديون لحل مشكلة نقص الاستثمار واستبدال الأصول، وأنها تميل إلى تبني سياسة توزيع أرباح منخفضة، لأن التدفقات النقدية سيتم استخدامها للاستثمار. وقد توافقت مع دراسة سويدان، الرضي، و عواد (2015) التي توصلت بدورها إلى أن المؤسسات الصناعية الأردنية تستخدم كمية أقل من الديون لتمويل الفرص الاستثمارية الجديدة، فهي تفضل استخدام كمية أكبر من حقوق الملكية. مفسرة بأن المؤسسات التي تسعى إلى النمو تفضل تمويل استثماراتها الحالية والمستقبلية عن طريق الأرباح المحتجزة باعتبارها الأقل تكلفة، كما أن استخدام كميات كبيرة من الدين يترتب عنه مخاطر تزيد من احتمال الإفلاس. كما أظهرت أيضا نتائج دراسة Gul (1999) علاقات سلبية كبيرة بين فرص النمو ومستويات التمويل بالديون وعوائد توزيعات الأرباح، مؤكدة على أهمية فرص النمو في نظرية تمويل الشركات. أما دراسة Kartinah, Jhoansyah, and Mulia (2021) فقد أظهرت علاقة عكسية لمعدل العائد على حقوق الملكية والتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال على قيمة الشركة، في شركات المنسوجات والملابس المدرجة في بورصة إندونيسيا، في حين أظهرت دراسة Yundhari and Sedana (2020) التي أجريت على شركات السلع الاستهلاكية في بورصة إندونيسيا أن للربحية تأثيرا إيجابيا ومعنويا في قيمة المؤسسة، وأن النمو له تأثير سلبي ولكن ليس معنويا، في حين كان لهيكل الأصول تأثيرا إيجابيا غير معنويا في قيمة المؤسسة.

1- مراجعة الأدبيات

1-1 مفهوم تكلفة التمويل والعوامل المؤثرة عليها

في البداية يجب التمييز بين تكلفة التمويل (Cost of Funding)، وتكلفة رأس المال (Cost of Capital)، إذ تمثل تكلفة التمويل تكلفة مزيج مصادر التمويل المشكلة للهيكل المالي ككل، أي أنها تمثل تكلفة الهيكل المالي، بينما تمثل تكلفة رأس المال تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل فقط (العامري، 2010، صفحة 279).

يقصد بتكلفة التمويل تكلفة مصادر التمويل التي يستخدمها المشروع في تمويل استثماراته (آل شبيب، 2009، صفحة 313)، فهي الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه من الاستثمار كشرط أساسي لقبوله (حنفي، 2003، صفحة 95) من أجل الوفاء بمعدلات العائد المطلوب من قبل المساهمين في المؤسسة، مع الأخذ بعين الاعتبار التزامات

الأطراف الأخرى كالدائنين ونفقات إصدار الأسهم والسندات (السهلاوي و عبد الله، 2017،
صفحة 409)، والمحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها (خبابة، 1997، صفحة 506).
ويقصد بالتكلفة الوسطية المرجحة، المتوسط المرجح لتكلفة مجموع مصادر التمويل
(ديون وحقوق ملكية)، وهي تساوي مجموع تكاليف كل عنصر من عناصر الهيكل المالي مرجحا
بناء على حصته النسبية في الهيكل المالي للمؤسسة (Meghouar, 2016, p. 56). كون كل
مصدر تمويل يستخدم من قبل المؤسسة له تكلفته الخاصة، ولكل تكلفة وزنها النسبي بالمقارنة
بالإجمالي (حنفي، 2003، صفحة 98).

تتأثر تكلفة التمويل بعوامل عامة تؤثر على جميع العناصر المكونة للهيكل المالي
كمعدلات الفائدة والتضخم، وعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدة، فنظرا لأن التكلفة
التي تدفعها المؤسسة تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل فالمقرضون أقل
تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم الممتازة والذين بدورهم أقل عرضة للمخاطر من حملة
الأسهم العادية، فمن المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل المصادر لتكلفة والأسهم العادية أكثرها،
وتأتي الأسهم الممتازة في المنتصف. كما تتأثر تكلفة التمويل أيضا بالقرار المحدد للمزيج الذي
يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه (هندي، 2007، الصفحات 556-558).

2-1 أهمية حساب تكلفة التمويل

تمثل تكلفة التمويل حجر الزاوية الذي تدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات، أهمها
قرارات التمويل والاستثمار وتكمن أهمية حساب تكلفة التمويل فيما يلي:

- تعظيم قيمة المؤسسة يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات
المؤسسة من ضمنها تكلفة التمويل في حدودها الدنيا، ومن أجل تخفيض تكلفة التمويل
يجب حسابها (العارضي، 2013، صفحة 350)؛
- يساعد حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة في الوصول إلى القرار المالي
المناسب بخصوص استخدام مصدر تمويلي دون آخر، لذا يجب على الإدارة المالية عند
اتخاذ القرار المالي المتعلق بالمفاضلة بين مصادر التمويل أن تأخذ بعين الاعتبار عاملين
رئيسيين هما: العائد المتوقع تحقيقه من جراء استخدام الأموال، وتكلفة تلك الأموال
(العامري، 2013، صفحة 342)، وبالتالي فهي تساعد في تكوين الهيكل المالي المثالي (قدوج و
مليكاوي، 2021، صفحة 179)

- يرتبط قرار الاستثمار ارتباطاً مباشراً بقرار التمويل، فقبول المقترح الاستثماري يتوقف على كيفية تمويله، فإذا كان المشروع الاستثماري يحقق عائداً أقل من تكلفة تمويله يتم رفض هذا المشروع من منظور المال لأن ثروة صاحب المشروع ستندثر نتيجة هذا القرار، والعكس صحيح (المخلافي، 2012، صفحة 171)؛
- تمثل تكلفة التمويل أحد العوامل الأساسية في تحديد معدل القيمة الحالية والذي يرتبط مباشرة بقيمة المؤسسة، فجميع الاستثمارات التي لها صافي قيمة حالية موجبة (فرص نمو مرتفعة) تزيد من قيمة المؤسسة، بينما الاستثمارات التي لها صافي قيمة حالية سالبة (فرص نمو منخفضة) تخفض من قيمة المؤسسة (العارضي، 2013، صفحة 350)؛
- العديد من القرارات المالية من ضمنها القرارات المرتبطة بالاستئجار وإعادة تحويل السندات تتطلب حساباً دقيقاً لتكلفة التمويل (الأغا، 2005، صفحة 56)، كذلك قرارات الميزانية الرأسمالية وإدارة رأس المال العامل (قدوج و مليكاوي، 2021، صفحة 179).

3-1 مفهوم قيمة المؤسسة وأهميتها

تعتبر القيمة عن مبلغ يدفع مقابل أصل معين، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية جراء استخدام هذا الأصل، وتحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم وسندات وقروض، هذا إذا كانت متداولة في البورصة، أما إذا كانت غير متداولة فيتم تقييم المؤسسة كوحدة واحدة. ويتم تقييم المؤسسة لعدة أغراض منها تخطيط الأعمال، إعداد القوائم المالية، القيام بعملية الاستحواذ أو الاندماج، المنازعات، إعادة التنظيم، والإفلاس (بوحدرة، 2012، صفحة 65).

ولقد انتشر مفهوم القيمة التساهمية كنموذج لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، والتي عرفت على أنها فائض المردودية المحصل عليها من نشاطات المؤسسة بعد تغطية تكاليف مصادر تمويل المؤسسة، مقاساً بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، أو بصفة أبسط هي إجمالي العائد الذي يحصل عليه المساهم، معبرا عنه بالتوزيعات والزيادة في سعر السهم (خيرى و بلعجوز، 2017، صفحة 3).

تعتبر قيمة المؤسسة مهمة جداً للمستثمرين، لأن المؤسسة ذات القيمة المرتفعة تحقق رفاهية وازدهار كبيرين للمساهمين فيها. وقيمة المؤسسة هي وصف لأدائها يمكن أن يؤثر على تقييم المستثمرين لها (Yundhari & Sedana, 2020, p. 21).

4-1 أشكال قيمة المؤسسة

توجد العديد من أشكال قيمة المؤسسة نذكر منها:

- القيمة السوقية (Market Value): تمثل قيمة المؤسسة في السوق المالي.
- القيمة الدفترية (Book Value): تمثل قيمة المؤسسة الموجودة في دفاترها المحاسبية وهي تساوي إجمالي حقوق الملكية.
- القيمة الاستثمارية (Investment Value): تعبر عن قيمة الإيرادات المستقبلية الناتجة عن المؤسسة.
- قيمة شهرة المحل (Good Will Value) : تمثل القيمة الإضافية للمؤسسة، وهي لا تظهر في ميزانيتها وإنما تعتبر أصولاً غير مادية (بوحدة، 2012، صفحة 66).
- قيمة التصفية (Liquidation Value): تمثل القيمة التي تباع على أساسها أصول المؤسسة في حالة عدم قدرتها على مزاولة نشاطها لاعتبارات معينة، أو وقوعها في خسائر متكررة (خيري، 2019، صفحة 7).

ولقد استخدمنا في هذه الدراسة القيمة السوقية على القيمة الدفترية (Market/ Book Value) كقيمة للمؤسسة، وهي تعبر عن القيمة التي يبدي المستثمر استعداداً لدفعها مقابل دينار واحد من القيمة الدفترية (عيسى ، 2017 ، صفحة 493)، وتبرز أهمية هذه النسبة في أن القيمة الدفترية مبنية على أساس التكلفة التاريخية، والقيمة السوقية تعبر عن القيمة الحالية، وبالتالي نسبة MBV تقيس كم تبلغ قيمة الملكية اليوم بالنسبة إلى تكلفتها، فإذا كانت أكبر من الواحد فهذا دليل على أن المؤسسة استطاعت أن تولد قيمة مالمالكها، أما إذا كانت أصغر من الواحد فإن قيمة المؤسسة أقل من تكلفتها (بورصة عمان، 2021).

5-1 مفهوم فرص النمو

يمكن تعريف فرص النمو بأنها مجموعة من الأحداث أو الوضعيات المؤقتة والتي لا يمكن أن تتكرر بنفس الشكل، وهي جذابة للمؤسسة وللمؤسسات المنافسة، واغتنامها يتوقف على تحليل المؤسسة لمحيطها وقدرتها على الاكتشاف المبكر لها، ثم تقييمها وتكييفها مع الأهداف المسطرة ومع ما تملكه من موارد وإمكانيات، ومن ثم اتخاذ القرار بسرعة وفعالية حتى لا تضيق الفرصة، كما أن استفادة المنافسين منها أولاً يعرض المؤسسة إلى تدهور مكانتها في السوق (كربوش ، 2014 ، صفحة 48).

ويعرف Myers فرص النمو كجزء من قيمة المؤسسة، والتي تعتمد على النفقات المستقبلية التقديرية، إذ يتم تضمين الاستثمار المستقبلي والتكاليف المتغيرة التي تعزز من قيمة المؤسسة (Nevi & al, 2020, p. 2) من خلال ما تملك من أصول ثابتة، حيث أن هذه

القيمة تزداد بزيادة الفرص الاستثمارية وتنخفض بانخفاض نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، بالإضافة إلى ما تملك من خيارات لاستثمارات مستقبلية ذات صافي قيمة حالية موجبة (سويدان و آخرون، 2015، صفحة 266)، حيث يتم تحليل فرص النمو بصفة عامة كخيار للاستثمارات المستقبلية المرحة، وأن فرص الاستثمار في الأصول الإنتاجية (مصنع أو اسم علامة تجارية) تشبه خيار الشراء للأصول الحقيقية (Meghouar, 2016, p. 59).
 والمؤسسات التي لديها فرص نمو هي تلك التي لديها القدرة على التوسع والقيام بمشاريع رأسمالية، وإضافة خطوط إنتاج جديدة والاستحواذ على مؤسسات أخرى وصيانة واستبدال الأصول الحالية (Gul , 1999, p. 143).

6-1 أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل فرص النمو المختلفة

تعتمد قيمة المؤسسة على التدفقات النقدية المتوقعة، وعلى المعدل الذي تخصص به هذه التدفقات والمتمثل في تكلفة التمويل، فاستخدام الديون في التمويل يتولد عنه تحقيق وفورات ضريبية، كما أن تكلفة الديون أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى، وبالتالي فإن الاعتماد على الديون في التمويل يترتب عليه تخفيض تكلفة التمويل بما يسهم في رفع قيمة المؤسسة (هندي، 2003، صفحة 639)، ولكن دون المبالغة في الاستدانة لأن التوسع في استخدام الديون يزيد من المخاطر المالية التي تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل وعدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، وقد يؤدي بها إلى الإفلاس (بوحدرة، 2012، صفحة 47)، وهذا ما يتطلب الموازنة بين العائد والمخاطرة للوصول إلى الهيكل المالي المثالي الذي يحقق أعلى قيمة للمؤسسة.

في أواخر السبعينات ظهرت نظرية الإشارة والمعلومات اللامتائلة Signaling Theory and Asymmetric Information والتي كانت الأساس في تطوير نظرية الالتقاط Picking Order Theory، واتبعت هذه المداخل عدة طرق لاتخاذ القرار في تمويل احتياجات المؤسسة للحصول على فرص النمو المتاحة (العامري، 2010، الصفحات 252-253). كما تعتبر دراسة Myers سنة 1977 من أوائل الدراسات التي حاولت تفسير العلاقة بين الفرص الاستثمارية والتمويل بالديون، حيث وجدت أن المؤسسات التي لديها فرص نمو مرتفعة تستخدم كمية قليلة من الديون وذلك للتقليل من تكاليف الوكالة (Agency Costs)، فالمساهمون في هذه المؤسسات يفضلون الاستفادة من الفرص بدلاً من ذهاب جزء كبير من عوائدها للدائنين (سويدان و آخرون، 2015، صفحة 267). وحسب نظرية الإشارة، إذا كانت الإدارة تعتقد بأن مستقبل المؤسسة جيد وأن السوق يقيم السهم بأقل من قيمته الحقيقية (فرص نمو

مرتفعة)، فمن الأفضل استخدام الدين بدلا من الأسهم العادية الجديدة، لأن استخدام الديون يعتبر إشارة إيجابية للمستثمرين بأن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية Undervalued، وبالتالي يمكنها التفاوض للحصول على أسعار فائدة أقل، ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة، وارتفاع سعر السهم في المستقبل سيعود بالنفع على المساهمين الحاليين دون مشاركة مساهمين جدد لهم، أما إذا كانت تعتقد بأن مستقبل المؤسسة ضعيف والسهم مقيم بأكبر من قيمته الحقيقية Overvalued (فرص نمو منخفضة)، فمن الأفضل إصدار أسهم جديدة، والذي يعتبر إشارة سلبية تؤدي إلى انخفاض سعر السهم، هذا الانخفاض بالإضافة إلى تكاليف الإصدار يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل، وبالتالي انخفاض قيمة المؤسسة، والذي سيتحملها المساهمون الحاليون والجدد معا (حداد، 2010، الصفحات 285-286). لكن هذا لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يمثل توقعا سلبيا، فالمؤسسة في الكثير من الأحيان ترغب في المحافظة على طاقتها الاقتراضية، لأن الزيادة الكبيرة في حجم الديون تؤدي إلى صعوبة حصول المؤسسة على المزيد من التمويل المقترض (النعيمي، الساقى، سلام، و موسى، 2011، صفحة 451). أما نظرية الالتقاط فتعطي الأولوية للتمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) لأن تكلفته أقل من تكلفة التمويل الخارجي، وإذا كانت هناك حاجة إلى أموال خارجية، فإن المؤسسة ستصدر الديون أولا، وستصدر حقوق الملكية فقط كحل أخير (Heliola, Disman, Waspada, & Soekarno, 2020, p. 5338). كذلك التمويل الخارجي يضع المؤسسة تحت رحمة أسواق رأس المال، فالمؤسسات التي لديها فرص نمو وأرباح مرتفعة تكون لديها نسب مديونية منخفضة، كما أن نظرية الالتقاط تسلم بعدم وجود نسب محددة للمزج بين الديون وحقوق الملكية نظرا لوجود نوعين من الملكية داخلي وخارجي، الأول في بداية الالتقاط والثاني في نهايته، وبهذا فهي تربط بين فرص النمو وتكلفة التمويل وقيمة المؤسسة (العامري، 2010، صفحة 251).

2- دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية

1-2 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع المؤسسات المسعرة في بورصة عمان سنة 2019 باستثناء القطاع المالي نظرا لاختلاف خصائص مؤسساته عن المؤسسات الأخرى فيما يتعلق بتركيبية الهيكل المالي.

تم التعبير عن فرص النمو بنسبة السعر السوقي للسهم إلى عائد السهم (Price/ Earning Ratio)، وهي تدل على معدل النمو في ربحية السهم، كما أنها ترتبط بعلاقة عكسية مع المخاطرة، لأن المستثمر يقيم السهم بناء على معدلات النمو في الربحية، لذلك تصنف أسهم المؤسسات التي لها نسبة P/E مرتفعة على أنها أسهم نمو (النعيي و التميي، 2009، صفحة 147) Growth Stock وهي تدل على ارتفاع فرص النمو، بينما تدل نسبة P/E المنخفضة على انخفاض فرص النمو (بني خلف، 2017، صفحة 10).

وبعد استبعاد المؤسسات التي كانت لديها قيم متطرفة كبيرة جدا لهذه النسبة، تكونت عينة الدراسة من 57 مؤسسة، وقد تم أخذ عينتين فرعيتين من العينة الأصلية تكونت الأولى من 20 مؤسسة مرتفعة النمو، والثانية من 20 مؤسسة منخفضة النمو، واستبعدت بقية المؤسسات.

2-2 حدود الدراسة

تنقسم حدود الدراسة إلى حدود زمانية تمثلت في سنة 2019، وحدود مكانية تمثلت في بورصة عمان للأوراق المالية، حيث تم جمع البيانات من المواقع الالكترونية للبورصة.

3-2 نموذج ومتغيرات الدراسة

تمثلت متغيرات الدراسة في قيمة المؤسسة (MBV) كمتغير تابع، وتكلفة التمويل متمثلة في التكلفة الوسطية المرجحة (WAC)، نسبة الديون (DR)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، معدل العائد على الأصول (ROA)، هيكل الأصول (STRA)، كمتغيرات مستقلة. وقد تم بناء نموذج الدراسة بالشكل التالي:

$$MBV = b_0 + b_1(WAC) + b_2(DR) + b_3(ROE) + b_4(ROA) + b_5(STRA) + U_i$$

حيث: b_0 (الحد الثابت) U_i (حد الخطأ العشوائي) b_i (المعاملات التفسيرية للمتغيرات) وتم حساب المتغيرات كالتالي:

MBV: القيمة السوقية/ القيمة الدفترية

WAC: (نسبة الديون × تكلفة الديون) + (نسبة حقوق الملكية × تكلفة حقوق الملكية)

DR: إجمالي الديون / إجمالي الخصوم

ROE: صافي الربح / إجمالي حقوق الملكية

ROA: صافي الربح / إجمالي الأصول

STRA: الأصول الثابتة / إجمالي الأصول

4-2 التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة

سنقوم بعرض أهم الخصائص الإحصائية لبيانات الدراسة في الجداول التالية

لإعطاء نظرة أولية عنها.

الجدول رقم (1): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للعينة الكلية

الانحراف	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الوسيط	المتوسط الحسابي	المتغيرات
68.68686	5.070000	494.0800	13.29000	33.87053	P/E
0.989468	0.120000	5.720000	0.940000	1.195263	MBV
0.036806	0.002100	0.155700	0.051800	0.057440	WAC
0.070833	0.004300	0.335100	0.074700	0.083498	ROE
0.050938	0.003800	0.292900	0.032100	0.049114	ROA
0.288520	0.002600	0.971900	0.375000	0.412346	STRA
0.235875	0.044900	0.959000	0.284800	0.347630	DR

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views12

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ:

- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة السعر إلى العائد (فرص النمو) 33.87 مرة، وكانت أعلى قيمة 494.08 مرة لمؤسسة MDTR، وهذا يعني أن المستثمر يدفع 494.08 دينار للسهم مقابل دينارا واحدا من الربح، أي أنها تمتلك فرص نمو مرتفعة جدا، على عكس LEAS التي كانت لديها فرص نمو جد منخفضة 5.07 مرة.
- قدر المتوسط الحسابي لقيمة المؤسسة بـ 1.19 مرة، وقدرت أعلى قيمة بـ 5.72 مرة، وهي تعني أن المستثمر مستعد لدفع 5.72 دينار للسهم مقابل دينارا واحدا من قيمته الدفترية، أما أدنى قيمة فكانت 0.12 مرة.
- المتوسط الحسابي لتكلفة التمويل كان 5.74%، حيث كانت أعلى تكلفة 15.57%، أما أدنى تكلفة فكانت 0.21%.

➤ المتوسط الحسابي لنسبة الدينون، 34.76% ما يعني أن أغلب المؤسسات تعتمد على التمويل بحقوق الملكية، وقد كانت أعلى نسبة للدينون 95.90%، أما أدنى نسبة فكانت 4.49%.

الجدول رقم (2): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة مع ارتفاع فرص النمو

الانحراف	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الوسيط	المتوسط الحسابي	المتغيرات
104.1606	24.77000	494.0800	42.21500	77.09550	PE
1.371777	0.120000	5.720000	0.970000	1.494000	MBV
0.012701	0.002100	0.050300	0.021250	0.020640	WAC
0.068065	0.004300	0.235100	0.016400	0.043185	ROE
0.024535	0.003800	0.104800	0.010450	0.019705	ROA
0.312772	0.002600	0.971900	0.563500	0.539565	STRA
0.224267	0.062400	0.959000	0.276000	0.314260	DR

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views12

من خلال الجدول نلاحظ:

- بلغ المتوسط الحسابي لفرص النمو وقيمة المؤسسة 77.09 و 1.49 مرة على التوالي، وهو أكبر من المتوسط الحسابي للعينة الأصلية.
- قدر المتوسط الحسابي لتكلفة التمويل بـ 2.06% وهو أقل مما كان عليه في العينة الأصلية، حيث قدرت أعلى تكلفة بـ 5.03% وأدنى تكلفة بـ 0.21%.
- بلغ المتوسط الحسابي لهيكل الأصول 53.96% وهذا يعني أن أغلب المؤسسات تمتلك أصولاً ثابتة بنسبة أكبر من الأصول المتداولة، وكانت أعلى نسبة 97.19%، أما أدنى نسبة فكانت 0.26%.

الجدول رقم (3): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة مع انخفاض فرص النمو

الانحراف	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الوسيط	المتوسط الحسابي	المتغيرات
1.529773	5.070000	10.09000	8.110000	7.900500	PE
0.344892	0.290000	1.660000	0.855000	0.891500	MBV
0.029920	0.044300	0.155700	0.093150	0.092670	WAC
0.036578	0.012100	0.140600	0.056100	0.064205	ROE
0.045372	0.035200	0.231500	0.098750	0.114590	ROA
0.243893	0.004900	0.769500	0.188100	0.284870	STRA
0.263618	0.055600	0.852700	0.347350	0.412575	DR

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views12

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ما يلي:

- قدر المتوسط الحسابي لفرص النمو وقيمة المؤسسة بـ 7.90 و 0.89 مرة على التوالي، وهو أقل بكثير مما كان عليه في العينتين السابقتين.
- قدر المتوسط الحسابي لتكلفة التمويل بـ 9.27% وهو أعلى مما هو عليه في العينتين السابقتين، حيث كانت أعلى تكلفة 15.57%، وأدنى تكلفة 4.43%.
- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول 6.42% و 11.46% على التوالي، وهو أعلى مما كان عليه في عينة فرص النمو المرتفعة والعينة الأصلية.
- بلغ المتوسط الحسابي لهيكل الأصول 28.49%، يعني أن أغلب المؤسسات لديها أصول متداولة، على عكس عينة النمو المرتفع، وقدرت أعلى نسبة بـ 76.95% وأدنى نسبة بـ 0.49%.
- قدر المتوسط الحسابي لنسبة الديون بـ 41.26% وهو أعلى مما كان عليه في عينة فرص النمو المرتفعة، حيث كانت أعلى نسبة 85.27%، وأدنى نسبة 5.56%.

5-2 تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية

تحتوي عينة الدراسة على البيانات المقطعية (اللحظية) Cross-Sectional Data وهي بيانات لمجموعة من المؤسسات خلال سنة واحدة. يتم تقدير هذه البيانات وتحليل الانحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS باستخدام برنامج E-Views12. والجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول (4): تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS

انخفاض فرص النمو		ارتفاع فرص النمو		المتغيرات
القيمة الاحتمالية	المعامل	القيمة الاحتمالية	المعامل	
0.0024	0.895841	0.0001	2.588312	C
0.0000	7.484398-	0.0001	60.58143-	WAC
0.3044	0.333705-	0.0160	1.931139-	DR
0.0646	4.126276	0.0000	24.38043	ROE
0.0004	4.899345	0.8689	1.117913	ROA
0.9848	0.002012	0.1536	0.578111-	STRA
0.928841		0.939829		R-squared
0.903427		0.918339		Adjusted R-squared
0.107179		0.392004		S.E. of regression

36.54836	43.73387	F-statistic
0.000000	0.000000	Prob (F-statistic)
2.094746	1.740492	Durbin-Watson stat

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views12

من خلال الجدول نلاحظ أن:

➤ القيمة الاحتمالية لفيدشر Prob(F-statistic) تساوي 0.00000 يعني أن F-statistic معنوية عند مستوى 1%، أي أن قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية (النموذج غير مناسب)، ونقبل الفرضية البديلة (النموذج مناسب).

➤ قيمة R-squared (معامل التحديد) تساوي 0.939829 و 0.928841 مع ارتفاع وانخفاض فرص النمو على التوالي، وهذا يدل على قوة العلاقة بين القيم الفعلية والقيم المقدرة، أي أن المتغيرات المستقلة (WAC, DR, ROE, ROA, STRA) تفسر التغيرات الكلية التي تحدث في المتغير التابع (MBV) بنسبة 93.98% مع ارتفاع فرص النمو، وبنسبة 92.88% مع انخفاض فرص النمو، والباقي يرجع لوجود أخطاء عشوائية.

➤ قيمة درين واتسن Durbin-Watson تساوي 1.74 و 2.09 في ظل ارتفاع وانخفاض فرص النمو على التوالي، وهي أكبر من 1.30 وهذا يعني أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

كذلك يمكننا التأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ العشوائي من

خلال اختبار Serial Correlation LM.

الجدول رقم(5): Serial Correlation LM Test

انخفاض فرص النمو		ارتفاع فرص النمو	
Prob. F(2,12)	0.8267	Prob. F(2,12)	0.0653
Prob. Chi-Square(2)	0.7318	Prob. Chi-Square(2)	0.0259

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views12

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لـ Chi-Square :

- في ظل ارتفاع فرص النمو: (Prob. Chi-Square = 0.0259 > 0.01)، أي أن القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية، وبالتالي نرفض وجود ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ العشوائي.
- في ظل انخفاض فرص النمو: (Prob. Chi-Square = 0.7318 > 0.1)، أي أن القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية، وبالتالي نرفض وجود ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ العشوائي.

ولاختبار ثبات التباين تجري اختبار Heteroskedasticity.

Heteroskedasticity Test: ARCH (6): الجدول (6)

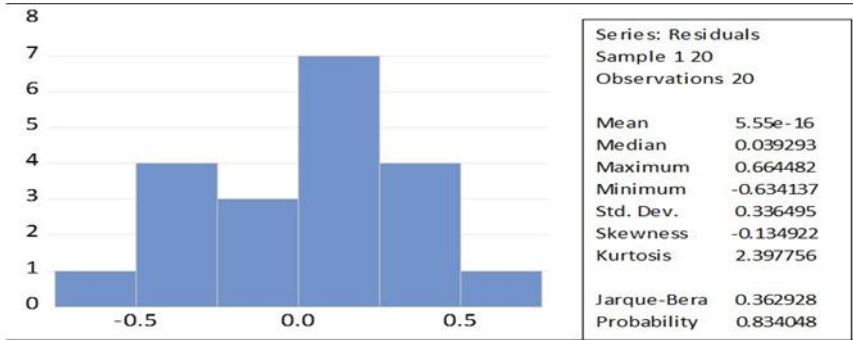
انخفاض فرص النمو		ارتفاع فرص النمو	
Prob. F(1,17)	0.7563	Prob. F(1,17)	0.7089
Prob. Chi-Square(1)	0.7395	Prob. Chi-Square(1)	0.6893

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج E-Views12

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لـ Chi-Squared أكبر من 0.1 في ظل ارتفاع وانخفاض فرص النمو، وهذا يعني أن القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية (ثبات التباين).

وللتأكد من أن البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً نقوم بالاختبار التالي:

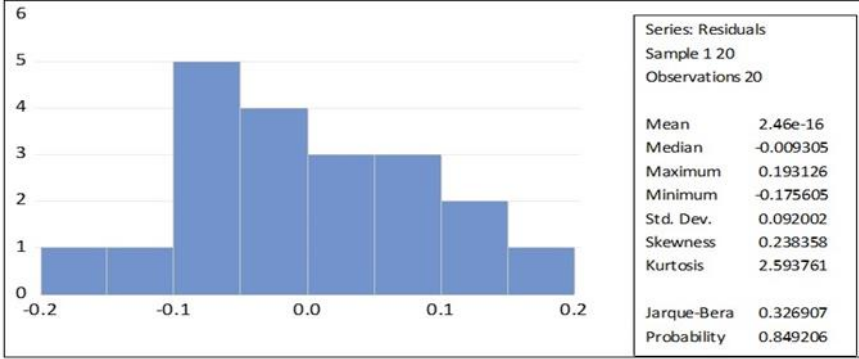
الشكل رقم (1): اختبار التوزيع الطبيعي مع ارتفاع فرص النمو



المصدر: من مخرجات برنامج E-Views12

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera (Probability = 0.834048 > 0.1)، ومنه نقبل الفرضية العدمية (البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً).

الشكل رقم (2): اختبار التوزيع الطبيعي مع انخفاض فرص النمو



المصدر: من مخرجات برنامج E-Views12

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera ($Probability = 0.849206 >$)، ومنه نقبل الفرضية العدمية (البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً). (0.1 من خلال نتائج الاختبارات السابقة نجد أن النموذج صالح للتقدير بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية، وعليه نقوم بتقدير النموذج وفق المعادلتين التاليتين: ارتفاع فرص النمو

$$MBV = 2.588312 - 60.58143 \times WAC - 1.931139 \times DR + 24.38043 \times ROE + 1.117913 \times ROA - 0.578111 \times STRA$$

$$R^2 = 0.939829 \quad Adjusted R^2 = 0.918339 \quad DW = 1.740492$$

انخفاض فرص النمو

$$MBV = 0.895841 - 7.484398 \times WAC - 0.333705 \times DR + 4.126276 \times ROE + 4.899345 \times ROA + 0.002012 \times STRA$$

$$R^2 = 0.928841 \quad Adjusted R^2 = 0.903427 \quad DW = 2.094746$$

استناداً للمعادلتين السابقتين والجدول رقم 4 نلاحظ:

- ✓ وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 1% في عينة فرص النمو المرتفعة والمنخفضة على حد سواء؛
- ✓ وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 5% في عينة فرص النمو المرتفعة، أما في عينة فرص النمو المنخفضة فكان سلبياً دون دلالة إحصائية؛

- ✓ وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على حقوق الملكية في قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 1% في عينة فرص النمو المرتفعة، وعند مستوى معنوية 10% في عينة فرص النمو المنخفضة؛
- ✓ وجود أثر إيجابي دون دلالة إحصائية لمعدل العائد على الأصول في قيمة المؤسسة في عينة فرص النمو المرتفعة، أما في عينة فرص النمو المنخفضة فقد كان إيجابيا بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%؛
- ✓ وجود أثر سلبي بدون دلالة إحصائية لهيكل الأصول في قيمة المؤسسة في عينة فرص النمو المرتفعة، وإيجابي في عينة فرص النمو المنخفضة دون دلالة إحصائية أيضا.

الخلاصة

- من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج أهمها:
- لتكلفة التمويل أثر سلبي في قيمة المؤسسة مع اختلاف فرص النمو، وهذا ما يتطابق مع النظرية المالية، وهذه التكلفة كانت مرتفعة في ظل انخفاض فرص النمو ومنخفضة في ظل ارتفاعها ما انعكس على قيمة المؤسسة، حيث كانت مرتفعة في ظل ارتفاع فرص النمو، ومنخفضة في ظل انخفاضها؛
 - للديون أثر سلبي في قيمة المؤسسات محل الدراسة، وقد استخدمت المؤسسات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة التمويل بالدين بنسبة قليلة، وهذا يعني أنها اعتمدت على التمويل الداخلي لتمويل فرصها الاستثمارية لانخفاض تكلفته، ولتفادي ما يمكن أن يترتب على التمويل الخارجي من مخاطر، وأيضا لاستفادة المساهمين فيها من العوائد المحققة بدلا من ذهاب جزءا كبيرا منها للدائنين، وهذا ما يتوافق مع نظرية الالتقاط ودراسة Myers (1977)، ومع الدراسات السابقة (سويدان وآخرون، 2015؛ Nevi et al., 2020؛ Gul, 1999)؛ أما المؤسسات التي لديها فرص نمو منخفضة فقد كانت نسبة ديونها مرتفعة نسبيا مقارنة بالمؤسسات السابقة، ولكن ليس على حساب حقوق الملكية، وهذا لانخفاض تكلفة الديون بالمقارنة مع تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، وهذا يتوافق مع نظرية الالتقاط أيضا؛

- معدل العائد على حقوق الملكية له أثر إيجابي في قيمة المؤسسات محل الدراسة، وهو يعني كفاءة المؤسسة في توليد أرباح صافية من حقوق مساهمها، وهذا عكس ما توصلت إليه دراسة (Kartinah et al. (2021). وقد شهدت المؤسسات التي لديها فرص نمو منخفضة ارتفاعا في هذا المعدل مقارنة مع المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة؛
- معدل العائد على الأصول أيضا له أثر إيجابي في قيمة هذه المؤسسات، وقد حققت المؤسسات التي لديها انخفاض في فرص النمو ارتفاعا في هذا المعدل على عكس المؤسسات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة، وهو يدل على كفاءة استخدام أصول المؤسسة في تحقيق أرباح صافية؛
- ارتفاع نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول (هيكل الأصول) في المؤسسات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة، ومع ارتفاع هذه النسبة يرتفع مركزها الائتماني حيث يمكنها استخدام هذه الأصول كضمانات للحصول على القروض، وهذا ما يتوافق مع دراسة سويدان وآخرون (2015)، وهذه الإشارة لديها تأثير إيجابي في تعظيم قيمة المؤسسة، وهذا ما أكدته دراسة (Yundhari and Sedana (2020)، أما المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة فقد كانت أغلب أصولها متداولة، وقد كان لهيكل الأصول أثرا سلبيا في قيمة المؤسسات محل الدراسة في ظل ارتفاع فرص النمو وإيجابيا في ظل انخفاضها، لكن هذا الأثر لم يكن معنويا.

قائمة المصادر والمراجع

- Chen, K. (2002). The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities. *Paper for EFMA Annual Meeting*. University of Lausanne.
- Gul , F. A. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance*, 5, pp. 141-168.
- Heliola, S., Disman, Waspada, I., & Soekarno, S. (2020). Determinant Of Capital Structure: A Comparison Survey Of Manufacturing And Non-Manufacturing Indonesian Listed Companies. *European Journal of Molecular & Clinical Medicine*, 7(2), pp. 5336-5348.
- Kartinah, D., Jhoansyah, D., & Mulia , F. (2021, April). Analyze return on equity and weighted average cost of capital linkages to firm value. *Almana : Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 5(1), pp. 1- 6.
- Meghouar, H. (2016). Opportunités de croissance, création de valeur et prise de contrôle d'entreprises : Un cas empirique français. *Vie & sciences de l'entreprise*, 1(201), pp. 51-69.
- Yundhari, N. T., & Sedana, I. P. (2020, November). The Effect Of Profitability, Growth, And Asset Structure On Company Value With Capital Structure As Mediation On

- Consumer Goods Companies In Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Business Marketing and Management (IJBMM)*(5), pp. 21-33.
- Nevi, D., & al. (2020, September). Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Emerging Market: Indonesia Case Study. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), pp. 01-08.
- بدر الدين قدوج، و مولود مليكاوي. (2021). قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البناتل خلال الفترة 2014-2018. *الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية*، 13 (02)، الصفحات 177-185.
- بسام محمد الأغا. (2005). أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار "العامّة دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العاملة بفلسطين" (رسالة ماجستير). قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، غزة: الجامعة الإسلامية.
- بورصة عمان. (2021). *كيفية قراءة البيانات المالية*. تاريخ الاسترداد 20 ديسمبر، 2021، من <https://www.ase.com.jo/ar/thqaft-almstthmr/zawyt-almstthmr/kyfyt-qrat-albyanat-almalyt>.
- جبار صحن عيسى . (2017). أثر بعض مؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2008-2013). *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة*، 50، الصفحات 485-498.
- جليل كاظم مدلول العارضي. (2013). *الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية*. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- خالد بن عبد العزيز السهلاوي، و عبد القادر محمد أحمد عبد الله. (2017). *الإدارة المالية (الإصدار 5)*. الإحساء: السروات.
- دريد كامل آل شبيب. (2009). *مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة (الإصدار 2)*. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- عبد العزيز محمد المخلافي. (2012). *أساسيات الإدارة المالية*. صنعاء: جامعة صنعاء.
- عبد الغفار حنفي. (2003). *أساسيات الإدارة المالية: دراسات الجدوى - تحليل مالي - هيكل رأس المال - سياسة توزيع الأرباح*. الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر.
- عبد الكريم بوحدرة. (2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم (رسالة ماجستير). قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسطنطينة: جامعة منتوري.
- عبد الكريم خيرى. (2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية (أطروحة دكتوراه). قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المسيلة: جامعة محمد بوضياف.

- عبد الكريم خيرى، وحسين بلعجوز. (2017). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة- دراسة حالة مؤسسة مطاحن الجلفة. *مجلة الحقوق والعلوم الانسانية*، 10، الصفحات 1-17.
- عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، أسامة عزمي سلام، وشقيري نوري موسى. (2011). *الإدارة المالية: النظرية والتطبيق*. عمان: دار المسيرة.
- عدنان تايه النعيمي، وفؤاد أرشد التميمي. (2009). *الإدارة المالية المتقدمة*. عمان: اليازوري.
- عمر عبدالله أحمد بني خلف. (2017). أثر القرارات التمويلية على نمو الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمدرجة في بورصة عمان (رسالة ماجستير). قسم المحاسبة والتمويل، كلية الأعمال، عمان: جامعة الشارقة الأوسط.
- فايز سليم حداد. (2010). *الإدارة المالية* (الإصدار 3). عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- محمد علي ابراهيم العامري. (2010). *الإدارة المالية المتقدمة*. عمان: إثراء للنشر والتوزيع.
- محمد علي ابراهيم العامري. (2013). *الإدارة المالية الحديثة*. عمان: دار وائل للنشر.
- محمد كربوش. (2014). استراتيجية نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - هل يمكن اعتبار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصينية كنموذج لمثيلاتها الجزائرية؟ (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تلمسان: جامعة أبو بكر بلقايد.
- منير ابراهيم هندي. (2007). *الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر* (الإصدار 6). الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.
- منير ابراهيم هندي. (2003). *الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر* (الإصدار 5). الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.
- ميشيل سعيد سويدان، وآخرون. (جوان، 2015). أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. *المجلة العربية للإدارة*، 35(01)، الصفحات 263-283.
- نور الدين خبابة. (1997). *الإدارة المالية*. بيروت: دار النهضة العربية.