

## نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة/ بحث تحليلي لعينة من الشركات الاجنبية

أ.د. صبيحة قاسم هاشم / كلية الادارة والاقتصاد / جامعة بغداد  
الباحث/ هالة تركي ناجي/ كلية الادارة والاقتصاد / جامعة بغداد

### المستخلص:

يهدف البحث الى التعرف على اهم النظريات الحديثة للهيكل المالي وتم التركيز على نظرية الالتقاط المالية بين المنشآت في مرحلتين مختلفتين من دورة حياتها، يطلق عليها النمو والنضج. كما تناول البحث موضوع الهيكل المالي ويعد أهم المواضيع التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية، إذ ظهرت عدة نظريات حول اختيار الهيكل المالي المناسب للمنشأة وتغيير السلوك التمويلي لها، وبالرغم من ذلك لا يوجد اتفاق على نظرية معينة تجيب عن مختلف التساؤلات في هذا الصدد، ولا سيما قضية الهيكل المالي الأمثل .

فيما تجلت متغيرات البحث في متغير واحد مستقل وهو ما يمثله معدل نمو المبيعات فيما اتضح المتغير المعتمد في معدل نمو الارباح المحتجزة ، اما مجتمع البحث فقد تمثل ب(٢٣) شركة امريكية كبيرة الحجم ومتنوعة النشاطات المدرجة في fortune 500 ، وقد تم استخدام بعض الاساليب الاحصائية المتمثلة والمتمثلة بحساب (t الجدولية) و (t المحسوبة) لمعرفة قوة الارتباط بين المتغيرين وفضلا عن تم استخدام (f الجدولية) و (f المحسوبة) لمعرفة درجة التأثير بين المتغيرين .

وقد توصل البحث إلى عدة استنتاجات كان من أبرزها وجود مجموعة من العوامل الظاهرة والخفية التي تؤثر من شأنها على السلوك التمويلي الذي تتبعه الشركات خلال مراحل دورة حياتها ومن أهم تلك العوامل الارباح المحتجزة . اما اهم التوصيات التي خرج بها البحث الحالي هو تشجيع الشركات على الاهتمام بدورة حياة المنشأة من الناحية المالية وتحديد السلوك المالي الذي تتبعه الشركات في كل مرحلة .

### المصطلحات الرئيسية للبحث/ النظريات الحديثة لهيكل رأس المال ومنها - نظرية الوكالة - نظرية

التبادل - نظرية الاشارة - نظرية الالتقاط - دورة حياة الشركة .



مجلة العلوم  
الاقتصادية  
والإدارية

المجلد ٢١ العدد ٨٣  
الصفحات ٦٤-٨٥

\*البحث مستل من رسالة ماجستير

## المقدمة :

يعد قرار التمويل بالنسبة لمنشآت الأعمال من أهم القرارات الاستراتيجية، وتزداد أهميته مع التغيرات المتسارعة في مرحلة ما يسمى بالعولمة ومنظمة التجارة العالمية، وما ينتج عن ذلك من فتح الاسواق العالمية أمام السلع والمنتجات، فضلا عن عوامل المنافسة الداخلية بين المنشآت والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعمل ضمن محيط متسم بعدم الاستقرار المتولد عن عملية التحول الاقتصادي وهو ما يتطلب أنماط تمويل أكثر مرونة لكي تتمكن من مواجهة محيط متميز بعدم التأكد، و مما يثير الغرابة هو ان التحولات المالية تحصل بشكل لا يسهل لهذا النوع من المؤسسات على الحصول على التمويل الخارجي.

وتضمنت مشكلة البحث الحالي بتفضيل الشركات التمويل الداخلي عن التمويل الخارجي اي هل ان الشركات تتبع مفهوم الالتقاط والتسلسل الهرمي في التمويل، لذلك بدأت الطروحات حول الهيكل التمويلي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال، التي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل التمويلي ظهرت هذه النظرية في نهاية الخمسينات وبداية الستينات على يد الثنائي ميلر ومودجلياني وتم التطرق الى اراء جديدة في هذه النظرية في سنة ١٩٨٤ من قبلهما، وان هذه النظرية تعتمد على اللاتماثل في المعلومات بين مستثمري المنشأة ومديريها، ولان خصم التقييم الذي يطبق من قبل المستثمرين قليلي الاطلاع لأوراقهم المالية الصادرة حديثاً، فإن المنشأة تلجأ الى مصادر الاموال الداخلية أولاً، ومن ثم تلجأ الى الاقتراض والملكية اخيراً لترضي حاجاتها المالية، لذلك تضمن البحث الحالي على اربعة مباحث تضمن المبحث الاول الاطار النظري للمبحث اما الثاني فقد تضمن جانبيين الدراسات السابقة ومنهجية البحث ، واحتوى المبحث الثالث الجانب العملي للمبحث ، اما المبحث الرابع فقد تضمن استنتاجات البحث وتوصياته .

## المبحث الاول/ الجانب النظري

### اولاً : مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال

يعد موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية إذ ظهرت عدة نظريات حول أمثليه اختيار الهيكل المالي للمنشأة وتفسير السلوك التمويلي لها بوصف الشركة مركزاً للقرار و تقوم بإرساء جملة من القرارات المالية لغرض المفاضلة بينها حيث تعمل بإحداث نوع من التركيب المالي بهدف توجيه مختلف الموارد المالية إلى استخدامات ذات عوائد مالية عندئذ يمكن القول بأن الشركة بصدد رسم سياسة مالية لذلك فإن كافة المشاريع ومنها الصغيرة والمتوسطة على مختلف مستوياتها ، سواء الجديدة منها أو القائمة تحتاج إلى التمويل المناسب والمهارات الإدارية الملائمة حتى تنمو وتحقق دخلاً وربحاً مقبول .

ومن أولى مهام الإدارة المالية إدارة الهيكل المالي مستهدفة تعظيم العائد على حق الملكية ، فقد يترتب على ذلك تحديد الهيكل المالي بشكل يقلل من معدل كلفة التمويل ، مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية .



## نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية

وقد عرف مفهوم الهيكل المالي العديد من الكتاب والباحثين إذ عرف (Martian) كيفية قيام المنظمة بتمويل مختلف موجوداتها من موارد خارجية وداخلية (37: 1997, Martian). فيما عرفه (Gitman) بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنظمة على أموال بهدف تمويل استثماراتها ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي تتكون منها جانب المطلوبات، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل (Gitman, 2000:358). أما (Mackay&Phillips) فقد عرف الهيكل المالي بأنه تركيب الأموال المملوكة للمنظمة (رأس المال والاحتياطيات و الفائض غير الموزع)، وأن كانت هناك آراء تعد هذا الهيكل ممثلاً لتركيب الأموال الدائمة (طويلة الأجل)، وهي بذلك تشمل القروض طويلة الأجل كجزء من هذا التركيب المالي (Mackay & Phillips, 2005: 1433).

أما في ما يتعلق بهيكل رأس المال Capital Structure والذي يعني بأنه المزيج من الأوراق المالية (الديون طويلة الأجل، أوراق مالية مشتركة أو الأسهم الممتازة) التي تصدرها الشركة لغرض الاستثمار الحقيقي (Maria, 2007: 16).

فيما عرفه (Ritter) بأنه التمويل المقترض طويل الأجل مضافاً له التمويل الممتلك بجزأيه رأس المال المدفوع (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة) والأرباح المحتجزة (Ritter, 2008: 20).

ويعرف العامري الهيكل المالي بأنه العلاقة بين الدين والملكية والذي يشار إليها بنسبة الرافعة المالية وبمفهوم آخر فإن هيكل رأس المال هو تمويل طويل الأجل أو ما يسمى بالتمويل الدائم Permanent Financing (العامري، ٢٠١٠: ١٦٠).

ويتضح مما تقدم بأن الهيكل المالي The Financial Structure يشمل كافة مصادر التمويل بأنواعها المختلفة (أموال ملكية واقتراض) وبأجلها المختلفة (طويلة الأجل وقصيرة الأجل)، بعبارة أخرى يشمل كافة المطلوبات في الميزانية العمومية، أي يعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمنشأة المفاضلة بينها لتحقيق مزايا متعددة، أي توزيع قيمتها بين الأموال الخاصة والديون، للتمكن من تحقيق المزايا التي يوفرها كل مصدر من مصادر التمويل، وعلى أساس أن لكل مصدر كلفة مختلفة عن المصدر الآخر فإن قرارات الاستثمار المستقبلية وقيمتها ستتأثر تبعاً لدرجة ومستوى تفضيلاتها بين مختلف التوليفات المتاحة من الهيكل المالي.

في حين أن هيكل رأس المال هي الطريقة التي تمول بها الشركة موجوداتها من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونية أي أنه يشمل الديون طويلة الأجل من كافة مصادرها فضلاً عن حق الملكية ولا يشمل الديون قصيرة الأجل.

## ثانياً: محددات هيكل رأس المال

وضحت العديد من الدراسات أن هناك مجموعة من المحددات أو العوامل التي تؤثر في اختيار هيكل رأس مال الشركة وتعددت ضمن وجهات مختلفة للباحثين، فمن وجه نظر (Marsh) تحدد بحجم المنظمة وربحية المنظمة وهيكل الموجودات ومعدل نمو المنظمة وطبيعة القطاع (Marsh,1982:142). أما من وجهة نظر (Ramall) فتحدد بثمان عوامل أساسية ، الضريبة والحجم والنمو والربحية والموجودات الملموسة والسيولة والاستثمار وعمر الشركة (Ramlall, 2009:86) ويمكن ادراج أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال بشكل أكثر توسعا وأكثر شمولية وتشمل الاتي (Niu, 2008:36)

### ١- الملموسية

اسفرت بعض الدراسات بصورة عامة ارتباط الملموسية ارتباطا ايجابيا مع الرفع المالي، ويمكن أن تستخدم الموجودات الملموسة كضمانات عند الاقتراض الخارجي ، ووجود جزء كبير من الموجودات الملموسة تساعد الشركة على الاقتراض والحصول على القروض المصرفية بسعر فائدة أقل وتساعد على تقليل المخاطر بالنسبة للمقرض الذي يعاني من كلفة الوكالة للدين . ويمكن تأمين الديون من خلال الضمانات الإضافية الخاصة بالموجودات الملموسة وكذلك تعطي فرصة للمنشأة في استبدال الموجودات الملموسة وتقليلها بسبب وجود الديون المضمونة . وبالنسبة للمنشآت التي تمتلك موجودات غير ملموسة بصورة كبيرة وتكاليف رأس المال تكون عالية ستكون أكثر صعوبة مقارنة بالمنشآت ذات الموجودات الملموسة . يجب على المنشآت تحديد الموجودات الملموسة وتقييمها وكذلك تحديد القيمة الدفترية للممتلكات والأجهزة والمعدات وتحديد الصافي من الموجودات الملموسة من إجمالي الموجودات .

### ٢- معدل الضريبة الفعلي

تعد فوائد القروض من بين المصروفات التي تخضع من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثارا ايجابية على قيمة الشركة.

### ٣- حجم الشركة

من المتفق عليه عموما ارتباط الحجم بصورة ايجابية مع الرفع المالي ، وقد يكون حجم الشركة مرتبط عكسيا في احتمالية الإفلاس ، الشركات الكبيرة عادة ما تكون أكثر تنوعا وأكثر استقرارا بصدد التدفق النقدي ، وذلك فإن احتمالية الإفلاس في الشركات الكبيرة هو أقل نسبة من الشركات الصغيرة . وعلاوة على ذلك تشير الدراسات الى ان الشركات الكبيرة تميل إلى إصدار الدين طويلة الأجل بينما الشركات الصغيرة تميل إلى الدين قصير الأجل في تمويل مشاريعهم ، وبسبب ميزة وفورات الحجم والقدرة التفاوضية مع الدائنين فإن الشركات الكبيرة تتحمل كلفة اقل في إصدار الديون والأسهم مقارنة مع الشركات الصغيرة ( Ramlall, 2009:86 ) .

#### ٤- فرص النمو

أن الشركات ذات النمو السريع يمكنها أن تعتمد بشكل أكبر على رأس المال الخارجي ، حيث تكون التكاليف الخاصة ببيع الأسهم العادية أكبر من تلك المتعلقة بالحصول على القروض، والذي يشجعهم في الاعتماد أكثر على ذلك . وفي نفس الوقت، فإن الشركات ذات النمو السريع ستكون لديها القدرة على مواجهة احتمالات حالة عدم التأكد، والتي قد تقلل من توجهات تلك الشركات في استعمال المديونية الداخلية . (Niu, 2008:36)

#### ٥- الربحية

التوقعات النظرية لا تعطي استنتاجات متسقة للعلاقة بين الربحية والرفع المالي وهناك من يقول بأن الشركات الأكثر ربحية لديها احتياجات أكبر لحماية الدخل من الضريبة وعليها أن تقترض بصورة أكبر من الشركات الأقل ربحية، أما وجهة نظر أخرى تقول أن هناك علاقة عكسية بين الربحية ومستوى الديون ، وتقترض تفضيل الشركات التمويل الداخلي عن التمويل الخارجي ، وهذا التفضيل يقود الشركات إلى استخدام الأرباح المحتجزة كصندوق للاستثمار والانتقال إلى الأموال الخارجية فقط عند عدم كفاية الأرباح المحتجزة . (Marsh, 1982:142)

#### ٦- تقلب الأرباح

درجة التقلب أو مخاطرة الأعمال تزيد من احتمال التعثر المالي ، ومن المتوقع أن يرتبط عكسيا مع الرفع المالي وقد استخدمت عدة اساليب لقياس التقلب ضمن الدراسات التجريبية مثل الانحراف المعياري للعائد على المبيعات ، والانحراف المعياري للنسبة المئوية للتغير في الدخل التشغيلي (Niu, 2008:37) .

#### ثالثا : النظريات الحديثة لهيكل رأس المال Modren Theories of Capital Structure

ظهرت عدة نظريات حديثة لهيكل رأس المال حاولت تفسير سلوك الهيكل المالي للشركة وهيكل رأس المال والأسباب التي دعت إلى ظهور هذه النظريات هي (Niu, 2008:38) :

أ. تكاليف الوكالة ، حيث يقوم المقرض برقابة أنشطة الشركة .

ب. زيادة احتمالية الإفلاس ، نتيجة الالتزامات بالقروض .

ت. الكلفة المتعلقة بحصول المديرين على معلومات أكثر عن مستقبل الشركة .

ان هذه النظريات هي نظرية الوكالة Agency Theory ونظرية التبادل Trade – off Theory ونظرية

الإشارة Signale Theory ونظرية الالتقاط Pecking Order Theory ونظرية التوقيت Timing

Theory، والتي سيتم التطرق إليها وفق الآتي .

## ١ - نظرية الوكالة

نتيجة لتعارض المصالح بين الإدارة والمالكين من جانب ومن جانب مع اصحاب المصالح في الشركة وعلى وفق مبدأ الاختيار العقلاني الذي بموجبه يحاول كل طرف تعظيم منافعه الخاصة، فمن المتوقع أن تأتي عملية اختيار السياسة المالية للشركة متأثرة بالأهداف الذاتية للإدارة، بغض النظر عما اذا كانت تلك الأهداف متوافقة أو غير متوافقة مع أهداف أصحاب مصالح آخرين حتى لو كان ذلك على حساب التمثيل الصادق للأحداث والعمليات من ناحية تقديم المعلومات.

لقد نشأت نظرية الوكالة كمحاولة لحل مشكلة تعارض المصالح، وذلك من خلال عد الشركة على إنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في الشركة، من شأنها الحد من سلوك الإدارة بتفضيل مصالحها الشخصية على مصالح الأطراف الأخرى.

تعتمد نظرية الوكالة على العلاقات القانونية (التعاقدية) التي تحكم أطراف عقد الوكالة (علاقة الموكل / الوكيل)، إذ يلتزم الوكيل بتمثيل ورعاية مصالح الموكل. وعلى ذلك فإنه يمكن النظر إلى الشركة على إنها ائتلاف لعدد من علاقات الوكالة مثل علاقة الإدارة بالمالكين، وعلاقة الإدارة بالعاملين، وعلاقة المساهمين بالمدقق الخارجي . (الشيرازي، ١٩٩٠: ١٠٤)، وبذلك فإن علاقة الوكالة هي بمثابة عقد يشغل بموجبه شخص أو أكثر (الوكيل) لإنجاز أعمال معينة لصالحه ، يتضمن ذلك تخويله صلاحية اتخاذ بعض القرارات. (Padilla, 2006: 5).

## ٢ - نظرية الإشارة

تفترض نظرية مودكلياني وميلر أن المستثمرين يمتلكون المعلومات نفسها التي يمتلكها المديرون بخصوص الشركة ، وهذا ما يعرف بالمعلومات المتماثلة ولكن في الحقيقة فإن المديرون يمتلكون معلومات افضل من المستثمرين الخارجيين وهذا ما يعرف بالمعلومات غير المتماثلة والتي يكون لديها تأثيرا كبيرا في هيكل رأس المال وغالبا ما يفسر الأساس الذي تتخذه الإدارة ( على اساس إنها تمتلك معلومات افضل ) على انه مؤشر للمستثمرين والذي قد يؤثر على أسهم الشركة في السوق ، وتفترض هذه النظرية أن الشركات في الأوقات الطبيعية تستخدم التمويل في الملكية أكثر من التمويل في المديونية .

وبالاتجاه نفسه اشار ( Weston ) وفقا للافتراضات السابقة والخاصة بمدخل مودكلياني وميلر الى ان المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين أي أنهم في هذه الناحية متساوون بخصوص مستقبل الشركة ، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعلوماتي ، ولكن غالبا ما يتاح للمديرين كمية اكبر من المعلومات والتي لايتوفر لدى المستثمرين خارج المنظمة ، وتسمى هذه الحالة بلا تماثل المعلومات ( Weston , 2000:633 ) .

وفي الواقع أن المعلومات التي تبثها المنشآت ليست بالضرورة حقيقية وصادقة ، ومن ثم فإن هذه النظرية تعبر امكانية المديرين المدراء في الشركات ذات الأداء الجيد إصدار إشارات خاصة وفعالة ، تميزها عن الشركات الأخرى ذات المستوى الاقل اداء ، وخاصية هذه الإشارات سيكون من الصعب تقليدها من قبل المنشآت الضعيفة ( charreaux , 1985 : 61 ) .



## نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية

تستند فكرة الإشارة إلى فكرتين مهمتين (فتاح، ٢٠٠٥:٤٠) :

أ. تكون المعلومات موزعة بشكل غير متساو : إذ ان المديرين يمتلكون معلومات غير متوفرة لدى المستثمرين .

ب. حتى وان كانت المعلومات نفسها متوفرة ومتاحة للجميع الا انها لا تفهم ولا تدرك بالاسلوب والطريقة نفسها.

### ٣- نظرية التبادل

تسمى بنظرية المبادلة أو التبادل أو النظرية القائمة على اساس الضرائب أذ برهن كل من الباحثين مودكلياني وميلر ( m&m ) بأن قيمة الشركة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة التمويل المقترض في هيكل رأس المال ، وذلك بسبب ما يوفره التمويل من إمكانية لتحقيق الوفر الضريبي ، إذ ان الفوائد تظهر ككلفة في كشف الدخل ، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض كلفة رأس المال ، ومن ثم الوصول إلى أعلى قيمة للسهم في سوق الأوراق المالية . ومن الانتقادات التي وجهت الى مودكلياني وميلر بانهم تجاهلو الأنواع الأخرى من كلف التمويل المقترض والتي تؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة والمتمثلة بكلف العسر المالي وكلف الوكالة والإفلاس (Iyie, 2007:22) . إذ يمكن الحصول على هيكل رأس المال الأمثل على وفق ما نصت عليه نظرية التبادل من خلال تميز الوفر الضريبي وكلف الإفلاس ، ووفق نظرية التبادل فإن مديري الشركات يبتعدوا عن إصدار الأسهم إذا ما تأكدوا أن قيمة هذه الأسهم هي أقل من قيمتها في السوق (Adeyeme & Oboh, 2011:134) .

واحدة من العديد من الأهداف التي يريدها المدراء هو تعظيم ثروة المساهمين. وهذا يعتمد على عدة قضايا مثل انخفاض كلفة رأس المال، وتوليد المنافع أو الفوائد الضريبية من تمويل الديون، وتقليل كلف الوكالة وما إلى ذلك ليتم تحديد كل هذه القضايا من اجل الوصول إلى نقطة هيكل رأس المال المثلى .

### ٤- نظرية الالتقاط

لقد تم توجيه الاهتمام إلى نظرية الالتقاط على الرغم من هيمنة نظرية التبادل على الحلقات المالية للشركة لمدة طويلة ، حيث يواجه المدير الاختيار بين إصدار الدين وإصدار الأسهم ، على النقيض من نظرية التبادل فهناك رأي آخر لكيفية اتخاذ قرار التمويل ، والمتمثل بنظرية الالتقاط والتي جاءت من دراسة Donaldson عام ١٩٦١ عن ممارسات التمويل لعينة من الشركات الكبيرة ، ولاحظ أن الإدارة تستخدم بصورة كبيرة المصادر الداخلية للأموال تمويلًا لها مع استبعاد الأموال الخارجية الا في حالة نفاذ الاموال الداخلية فعندها تحتاج الشركة إلى الأموال الخارجية (Chen, 2007:30) .

وتفترض هذه النظرية أن الشركة عندما تبحث عن تمويل استثماراتها تمويلًا طويل الأجل فهي لديها تفضيلات في استخدام مصادر التمويل المختلفة، التفضيل الأول هو استخدام مصدر التمويل الداخلي والمتمثل بالأرباح المحتجزة، وفي حالة عدم كفاية هذا المصدر تلجأ الشركة إلى مصدر التمويل الخارجي والمتمثل بالديون وتقوم بإصدار الأسهم العادية الجديدة كملجأ أخير عندما تصبح غير قادرة على استيعاب ديون جديدة (Watson and Head, 1998:221-222)



وتصف نظرية الالتقاط التسلسل الهرمي في السياسة المالية للشركات على النحو الاتي: Javier, 2005: (343):

أ. تفضل الشركات تمويل استثماراتها من الأموال الداخلية ، من خلال الاحتفاظ بالارباح التي تحتجزها وعدم توزيعها .

ب. ان نسبة مقسوم الارباح تكون مرتبطة بالفرص الاستثمارية المستقبلية المتاحة للشركة .

ت. نسب الدفع تميل الى أن تكون مرنة في الأجل القصير ، حتى في بعض السنوات فإن التدفقات النقدية المتولدة داخليا ستكون كافية لتمويل احتياجات الشركة لبعض السنوات .

ث. الأموال التي تم الحصول عليها في السنوات السابقة ستكون لها فوائد مالية ، بعد توزيع ارباح الأسهم ، والتوجه نحو تمويل الاستثمارات قصيرة الأجل وعدم اللجوء الى الديون الا عند نفاذ ارباحها الامتجزة .

وبدأت نظرية الالتقاط مع المعلومات اللامتائلة مما يشير إلى أن المديرين يمتلكون المعلومات حول شركاتهم اكثر من المستثمرين وأفاقها فضلا عن المخاطر والقيم المتعلقة بشركاتهم أكثر من المستثمرين الخارجيين ، وأن المعلومات غير المتماثلة يمكن توضيحها في ممارسة الهيمنة لتمويل الديون على مدى قضايا الإنصاف . يأتي معظم التمويل الخارجي من الدين حتى وأن كان السوق يتصف بالكفاءة من حيث المعلومات (Chen, 2007: 33- 34) .

#### هـ- نظرية التوقيت Timing Theory

أن اختيار الطريقة في تمويل المنظمات واختيار الهيكل المالي للمنظمة، يعد موضوعا مهما وقضية رئيسية من قضايا المنظمة الأساسية، وذلك من اجل زيادة قدرة المنظمة على تطوير اعمالها، وهناك اثنين من المصادر الاساسية لتمويل المنظمات اما زيادة عدد الأسهم وأما الدين الخارجي أو المزج بينها ، وخلال السنوات الماضية القليلة ظهرت نظرية اخرى خاصة بهيكل رأس المال الا وهي نظرية التوقيت .

اول من اشار الى نظرية التوقيت باحثين هما Baker و Wurgler وقدما ادلة على ان وقت السوق مهم وله اثر مستمر على هيكل رأس مال المنظمة، ولقد اكدت الدراسة التي حاولت التحقيق ضمن اثر الوقت المستمر على الرفع المالي الذي يمتد الى ما بعد ١٠ سنوات لدى الشركات الامريكية، ووجدت هذه الدراسة أن هيكل رأس المال الحالي للمنظمة يرتبط ارتباطا وثيقا مع قيم السوق ، فضلا عن ان الوقت مهم بالنسبة لقرار اصدار الأسهم ، ووفقا لتقسيمات السوق على المنظمات ان تفترض او تصدر الأسهم فقط اذا كانت ظروف السوق ملائمة ، ووفقا لهذه النظرية فإن المديرين يصرون السندات المالية اعتمادا على اختلاف الوقت بالنسبة الى التكاليف النسبية لرأس المال والديون (Serkani & Nasiri , 2012 :2863) .

وتفترض نظرية توقيت السوق بأن مديري الشركات يصرون الاوراق المالية اعتمادا على وقت التكاليف النسبية للأسهم والقروض ، وأن لقرارات الإصدار هذه تأثيرات طويلة الأجل لاحقا على هيكل رأس المال لأن هيكل رأس المال الملاحظ لوقت معين هو نتيجة لقرارات اصدار الاوراق المالية لفترة سابقة Huang (1: 2008) .



#### رابعا : دورة حياة الشركة

لقد تباينت وجهات نظر الكتاب والباحثين في مفهوم دورة حياة الشركة وذلك بتباين مداخلهم في دراسة التنظيم والمنظمة ، وان مدخل التغيير التنظيمي حيث إن البيئة الخارجية هي مصدر الحياة لكل الشركات و مصدر لمدخلات المنظمة ومواردها وبالمقابل فإن الشركات تسعى لمقابلة احتياجات البيئة، لذلك يجب أن يُؤسس نظام للربط بين المنظمة وبيئتها من شأنه أن يدعم ويصون صحة المنظمة ونموها، وإن هذا المفهوم يبين كيف إن المنظمة تعتمد على البيئة الخارجية وهي تمضي خلال مراحل دورة حياتها، و أنّ الشركات تعمل كما تعمل كل الأنظمة البيولوجية والاجتماعية فهي تولد وتنمو وتنضج وتموت، و إن أي جهد أو مسعى للتطوير يجب أن يمر عبر مراحل دورة حياة المنظمة وذلك من خلال تغيير المدخلات والعمليات والمخرجات بهدف إنجاح التطوير التنظيمي.توجد ثلاثة اهداف رئيسة خاصة للمنظمات وهي النمو والربح و البقاء على قيد الحياة و الأهداف العامة ضمن هياكل معظم الشركات ، وأن هذه الأهداف الثلاثة يتم التركيز عليها من قبل المنظمات وتحاول تحقيقها مع مرور الوقت (Hodge & Anthony, 1991:582-590).

وتميل الدراسة الحالية إلى اعتماد مراحل حياة المنظمة التي حددها (Hodge&Anthony,1991:583) بوصفها الأكثر شمولية وواقعية وهي الولادة (Birth)، النمو (Growth)، النضج (maturity) والانحدار (Decline) .

ان المنظمات في مرحلة الولادة يكون مصدر التمويل متاح امامها هو الاموال الخاصة بشكل رأس المال الذي يقدمه حملة الاسهم . اما بالنسبة للمنظمات في مرحلة النضج والتي تتصف تلك المنظمات بالاستقرار النسبي فهي لا تحتاج الى التمويل الخارجي وإنما تمول نفسها عن طريق الارباح المحتجزة ، وهذا ما نصت عليه نظرية الالتقاط وهرمية مصادر التمويل بالنسبة لدورة حياة المنظمة واختيار هيكل رأس المال .

#### خامسا : التمويل ودورة حياة المنظمة

ان أية منظمة ( صغيرة ، متوسطة ، كبيرة ) لابد وان تمر بمراحل تمويلية ثلاث تتوافق مع ثلاثة انواع من رؤوس الاموال ، بدءا بمرحلة الولادة ومرورا بمرحلة النمو ومن ثم النضج ، وقد تختلف مصادر التمويل من مرحلة لأخرى فإنه لاشك ان هناك مصادر بديلة لتمويل المنظمات ، ومجمل القول ان مشكلة التمويل تعد اولى واهم المشكلات التي تواجه المنظمات وخاصة في مرحلة نموها وذلك لان المنظمة في هذه المرحلة تتميز من قلة وبساطة حجم رأس المال اللازم ، وتكمن الصعوبات في عدم قدرة المنظمة على زيادة رأسمالها سواء عن طريق المدخرات او عن طريق تقديم الضمانات للبنوك الائتمانية والمنظمات التمويلية ، كما أن شروط الاقتراض تشكل عبئا كبيرا بالنسبة للمنظمات نظرا لارتفاع اسعار الفائدة والعمولات التي تتقاضاها البنوك ، فضلا عن عجزها عن توفير الضمانات الكافية اللازمة للحصول على الائتمان وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في المستقبل ( Myers , 1984 : 581 ) .



## المبحث الثاني/ دراسات السابقة ومنهجية البحث

### أولاً: بعض الدراسات الاجنبية

١-دراسة Donaldson، 1961، (Policies related to corporate debt)  
أولى الدراسات ذات العلاقة بموضوع البحث، وتناولت هذه الدراسة السياسات المتعلقة حول ديون الشركات ، وهدفت الى استخدام نظرية الالتقاط التي تستخدم لتحديد الهيكل المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم . وتم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات الاجنبية المدرجة في سوق نيويورك للاوراق المالية، وتوصلت هذه الدراسة الى ان الشركات تفضل المصادر الداخلية للتمويل متمثلة في الأرباح والمحتجزة، ولا تلجأ الى التمويل الخارجي الا في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة، وفي حالة اللجوء الى التمويل الخارجي فانها تبدأ بإصدار السندات، ثم الأسهم الممتازة وآخر مصدر تلجأ إليه هو إصدار الأسهم العادية.

٢ - Myers & Majluf , 1984

### (Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have)

بنيت الدراسة على اساس المعلومات اللامتماثلة ، وقد عدت احد الركائز الاساسية في تطور نظرية الالتقاط فيما بعد ، اذ يسلم النموذج بوجود وجهات نظر مختلفة تفسر سلوك تمويل الشركة والتي تتضمن رغبة الشركة في الاعتماد على مصادر الاموال الداخلية ، ومن ثم تفضيل الدين على الملكية اذا كانت هناك حاجة الى التمويل الخارجي ، مع ان الدراسة هدفت على اهمية القبول بالمشاريع الاستثمارية التي لها صافي قيمة عالية NPV موجبة دون الالتزام بمصادر التمويل فيما اذا كانت داخلية ام خارجية لتمويل المشروع . وتوصلت الدراسة الى قيام المنشأة بإصدار الاسهم عندما لا تمتلك معلومات تفوق ما يمتلكه المستثمرون، وبالعكس لا يتم اصدار الاسهم عندما لا يمتلك المديرون معلومات تفوق ما يمتلكه المستثمرون اذ ان ذلك يؤدي الى انخفاض سعر السهم ، وقد اثبتت نتائج الدراسة انه من الافضل اصدار اوراق مالية مضمونة بدلاً من الاوراق المالية ذات المخاطرة وكذلك استخدام الأرباح المحتجزة عند الحاجة الى الملكية ، وان التمويل الخارجي باستخدام الدين يعد افضل من التمويل الخارجي بالملكية .

### ثانياً : منهجية البحث

#### أ- مشكلة البحث

تتجسد مشكلة هذا البحث في الاتي :

- ١- هل أن الشركات تتبع الالتقاط في التمويل ؟ أي هل إن الشركات تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي ؟
- ٢- هل أن التمويل الخارجي مطلوب وضروري وهل تفضل الشركة الدين على الملكية ؟
- ٣- هل أن الشركات في مرحلة النضج يكون لديها اقل تمويل خارجي مقارنة بالشركات في مرحلة النمو ؟ .



## نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية

### ب- أهمية البحث

وتتبع أهمية الدراسة من خلال الآتي :

١- أشار البحث إلى كافة النظريات الحديثة لهيكل رأس المال وكذلك التغييرات المختلفة بهذه النظريات والاختلاف فيما بينها وسياسة كل نظرية وقواعدها ومبادئها وأسباب اختيار منظمات الأعمال لأي من النظريات الحديثة .

٢-تزايد اهتمام الفكر المالي المعاصر بالنظريات الحديثة لهيكل رأس المال ومصادر التمويل المختلفة القصيرة وطويلة الأجل، مع الأخذ بالحسبان مقسوم الأرباح .

### ج-اهداف الدراسة

تتمثل اهداف البحث الحالي بالنقاط الآتية :

١-محاولة تفسير وتوضيح أكبر عدد ممكن من المفاهيم المعرفية التي تدخل ضمن اطار البحث .

٢- الكشف عن أهمية محددات الهيكل المالي والتي بدورها تؤثر في اختيار المنظمات لهياكلها التمويلية التي تناسبها .

### د-فرضيات الدراسة :

جرى استنباط الفرضية الرئيسية للبحث التي تتفق في مضمونها مع نظرية الالتقاط و دورة حياة الشركة والمتمثلة باعتماد الشركات على مصادر التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) في تمويل النمو المتحقق في المبيعات ضمن مرحلتي النمو والنضج من مراحل دورة حياتها ، تتفرع من هذه الفرضية الفرضيتان الفرعيتان الاتيتان :

أ. توجد علاقة ارتباط معنوية إحصائياً بين معدل نمو المبيعات ومعدل النمو في الأرباح المحتجزة .

ب. يؤثر معدل نمو المبيعات في معدل النمو بالأرباح المحتجزة تأثير معنوي إحصائياً .

### د- مجتمع الدراسة

تحدد مجتمع البحث بالمنظمات الأمريكية المدرجة في مؤشر Fortune500 والبالغ عددها (٥٠٠) منظمة كبيرة الحجم متنوعة النشاطات ، ولعل من بين الأسباب الأساسية لأختيار هذه المنظمات مجتمعاً للبحث تكمن في مئاة المراكز المالية لهذه المنظمات ، فهي من كبريات المنظمات العالمية التي تقدمت على غيرها في تحقيق النجاحات المتتالية ، كما إنها شركات ليست حديثة العهد في تأسيسها مما يعني إمكانية تتبع مدى تطبيقها لمبادئ نظرية الالتقاط ضمن مراحل دورة حياتها ، ولاسيماً بالنسبة إلى مرحلتي النمو و النضج ، وتم الاعتماد على(٢٣) شركة كعينة للبحث .

## المبحث الثالث/ الجانب العملي

### أولاً : مناقشة متغيرات البحث

يمثل هذا الجزء قراءة في نتائج التحليل المالي للمتغيرات الخاضعة للقياسات المالية والتي يمكن معها الاستدلال الأولي باتجاه المتغيرات وسلوكها خلال المديتين الفرعيتين للبحث والتغيرات الطارئة عليها على وفق النسق الآتي من العرض والتحليل :

#### ١-٣ معدل نمو المبيعات

يوضح الجدول (٣-١) نتائج حساب معدل النمو المتحقق في قيمة مبيعات الشركات المدروسة خلال المدة الكلية للبحث بعد تقسيمها الى مديتين فرعيتين تتناسب مع الهدف من عملية التحليل وآلية تحديد طبيعة كل مدة من حيث كونها مدة نمو أو نضج ، وقد كشفت نتائج تحليل معدلات نمو المبيعات للشركات المبحوثة على مستوى المدة الأولى للبحث عن وجود تباين واضح فيها بالنسبة الى التباين بين سنوات المدة المذكورة والتباين بين الشركات ضمن هذه المدة ، إذ تراوحت معدلات نمو المبيعات بين أعلى قيمة لها كمتوسط (0.67) في شركة (ADM) نتيجة ارتفاع مبيعات هذه الشركة في عام (٢٠٠٧) الى ما يزيد عن ثلاثة أضعاف ما هي عليه في عام (٢٠٠٦) وأدنى قيمة متوسطة تراجعت الى السالب (-0.12) في شركة (Dell) بسبب الانخفاض المتتالي في مبيعات هذه الشركة ضمن المدة الأولى للبحث ولكن بمعدل متناقص من سنة لآخري يعبر عن تراجع معدل الانخفاض في مبيعات الشركة على مدار السنوات الأربع للمدة الأولى ، خصوصاً بالنسبة للسنتين الأخيرتين منها .

وفي ما يتعلق بالمدة الثانية للبحث ، فقد تبين تراجع معدلات النمو في مبيعات القسم الغالب من شركات العينة بما يدل على تراجع معدل الزيادة في مبيعات هذه الشركات وتقلبه ضمن مديات أضيق تعبر عن مرور الشركات بمرحلة نضج مقارنة بالمرحلة الأولى التي تعتبر قياساً بالمرحلة الثانية مرحلة للنمو ، لا سيما بعد أن بلغ متوسط نمو المبيعات على مستوى الشركات المدروسة جميعها في المدة الأولى للبحث (٠.17) أزاء معدل النمو (0.12) كمتوسط عام في المدة الثانية منه ، وتراوح معدل نمو المبيعات على مستوى المدة الفرعية الثانية كمتوسط بين أعلى مستوى له ( 0.46 ) في شركة (APPLE INC) وأدنى مستوى متراجعاً الى السالب (-0.03) في شركة (Eil lilly) ، وينطبق هذا المنوال من التحليل والتأويل على بقية الشركات المدروسة على مستوى المديتين الفرعيتين للبحث .

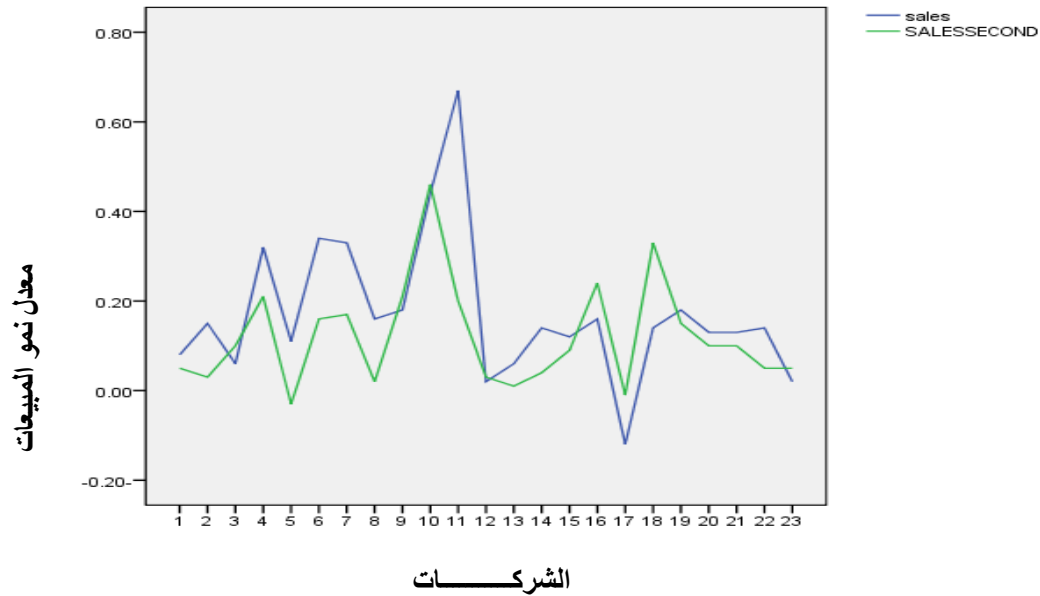


## نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، بحث تحليلي لعينة من الشركات الاجنبية

الجدول (1-3) معدل نمو صافي مبيعات الشركات عينة البحث

المدة		الأولى								الثانية	
ن	الشركة	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	المتوسط	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	المتوسط
1	3m	.١٠	.٠٦	.٠٨	.٠٧	.٠٨	.٠٣	-.٠٨	.١٥	.١١	.٠٥
2	Procter & Gamble	.١٩	.٠٨	.٢١	.١٢	.١٥	.٠٩	-.٠٦	.٠٣	.٠٥	.٠٣
3	intel	.١٣	.١٣	-.٠٩	.٠٨	.٠٦	-.٠٢	-.٠٧	.٢٤	.٢٤	.١٠
4	Murphy oil	.٥٦	.٤٢	.٢٠	.٠٩	.٣٢	.٥٥	-.٣٠	.٢٠	.٣٧	.٢١
5	Eil lilly	.٢٤	.٠٤	-.٠٣	.١٩	.١١	.٠٩	.٠٧	.٠٦	-.٣٥	-.٠٣
6	Ugl	.٢٦	.١٧	.٧٨	.١٤	.٣٤	.٣٦	.٣٦	-.١٢	.٠٢	.١٦
7	Netapp	.٣١	.٣٧	.٢٩	.٣٦	.٣٣	.١٨	.٠٣	.١٥	.٣٠	.١٧
8	utc	.٢١	.١٤	.١٢	.١٥	.١٦	.٠٨	-.١١	.٠٤	.٠٧	.٠٢
9	Urs	.٦٨	-.٣١	.٠٩	.٢٧	.١٨	.٨٧	-.٠٨	-.٠١	.٠٤	.٢١
10	APPLE INC	.٣٣	.٦٨	.٦٨	.٠٥	.٤٤	.٥٣	.١٤	.٥٢	.٦٦	.٤٦
11	ADM	.١٨	-.٠١	-.٧١	٣.٢٢	.٦٧	.٥٩	-.٠١	-.١١	.٣١	.٢٠
12	Dupont	.٠١	-.٠٣	.٠٣	.٠٧	.٠٢	.٠٤	-.١٤	.٢١	.٠٠	.٠٣
13	Exoon	-.٠٧	.٠٩	.٠٢	.٢١	.٠٦	.٠٠	-.٠٨	.٠٨	.٠٢	.٠١
14	Illinois Tool Works	.١٨	.١١	.١٠	.١٧	.١٤	.٠٦	-.١٨	.١٤	.١٥	.٠٤
15	Microsoft	.١٤	.٠٨	.١١	.١٥	.١٢	.١٨	-.٠٣	.٠٧	.١٢	.٠٩
16	Chevron	.٢٦	.٢٨	.٠٦	.٠٤	.١٦	.٢٤	-.٣٧	-.٤١	١.٤٩	.٢٤
17	Dell	-.١٥	-.١٦	-.١٢	-.٠٣	-.١٢	-.٠٦	.٠٠	.١٥	-.١٤	-.٠١
18	Cvs	.١٥	.١١	.١٨	.١٢	.١٤	-.٠٣	١.٢٤	-.٠٢	.١٢	.٣٣
19	Pepsico	.٠٨	-.٤٠	.٣٣	.٧٠	.١٨	.١٠	.٠٠	.٣٤	.١٥	.١٥
20	Deere	.٣٢	.١٠	.٠٢	.٠٨	.١٣	.٢٠	-.٢٠	.١٤	.٢٥	.١٠
21	Exxon	.٣٢	.١٠	.٠٢	.٠٨	.١٣	.٢٠	-.٢٠	.١٤	.٢٥	.١٠
22	general dynamic	.١٦	.١١	.١٥	.١٣	.١٤	.٠٨	.١٢	-.٠١	-.٠١	.٠٥
23	merck	-.٠٧	-.١٢	.١٨	.٠٨	.٠٢	.٠٠	.١٠	.٠٨	.٠٢	.٠٥
	المتوسط العسام					.١٧					.١٢

ويوضح الشكل البياني (١-٣) الخاص بتقلب معدل نمو مبيعات شركات العينة خلال مرحلتي البحث ، النمو والنضج ، تحرك منحني نمو المبيعات في مرحلة النمو ذي اللون الأزرق فوق نظيره الخاص بمرحلة النضج ذي اللون الأخضر ، وبما يعكس التقلب الأعلى في مبيعات الشركات بقيم أعلى ضمن مرحلة النمو مقارنة مع تقلب المبيعات في مرحلة النضج ، على الرغم من التقارب في إتجاه التغير ، وبالشكل الذي يتفق مع مضمون نظرية دورة حياة المنشأة .



الشكل البياني (٣-١) الخاص بتقلب معدل نمو مبيعات

### ٢-١-٣ معدل نمو الأرباح المحتجزة

يوضح الجدول (٣-٢) نتائج حساب معدل النمو المتوقع في قيمة الأرباح المحتجزة المدروسة خلال المدة الكلية للبحث بعد تقسيمها الى مدتين فرعيتين تتناسب مع الهدف من عملية التحليل وآلية تحديد طبيعة كل مدة من حيث كونها مدة نمو أو نضج ، وقد كشفت نتائج تحليل معدلات نمو الأرباح المحتجزة للشركات المبحوثة على مستوى المدة الأولى للبحث عن وجود تباين واضح فيها بالنسبة الى التباين بين سنوات المدة المذكورة والتباين بين الشركات ضمن هذه المدة ، إذ تراوحت معدلات نمو الأرباح المحتجزة بين أعلى قيمة لها كمتوسط (0.41) في شركة (Appleinc) نتيجة إرتفاع الأرباح المحتجزة بين السنوات حيث كانت أدنى قيمة متوسطة تراجعت الى السالب (-0.10) في شركة (Deer) بسبب الأنخفاض المتتالي في قيمتها خلال السنوات .

وفي ما يتعلق بالمدة الثانية للبحث ، فقد تبين تراجع معدلات النمو في الأرباح المحتجزة القسم الغالب من شركات العينة بما يدل على تراجع معدل الزيادة في الأرباح المحتجزة هذه الشركات وتقلبه ضمن مديات أضيق تعبر عن مرور الشركات بمرحلة نضج مقارنة بالمرحلة الأولى التي تعتبر قياساً بالمرحلة الثانية مرحلة للنمو ، لا سيما بعد أن بلغ متوسط الأرباح المحتجزة على مستوى الشركات المدروسة جميعها في المدة الأولى للبحث (٠.١٤) أزاء معدل النمو (0.10) كمتوسط عام في المدة الثانية منه ، وتراوح معدل نمو الأرباح المحتجزة على مستوى المدة الفرعية الثانية كمتوسط بين أعلى مستوى له ( 0.62) في شركة (APPLEinc) وأدنى مستوى متراجعاً الى السالب (-0.17) في شركة (illiois tool work) ، وينطبق هذا المنوال من التحليل والتأويل على بقية الشركات المدروسة على مستوى المدتين الفرعيتين للبحث .



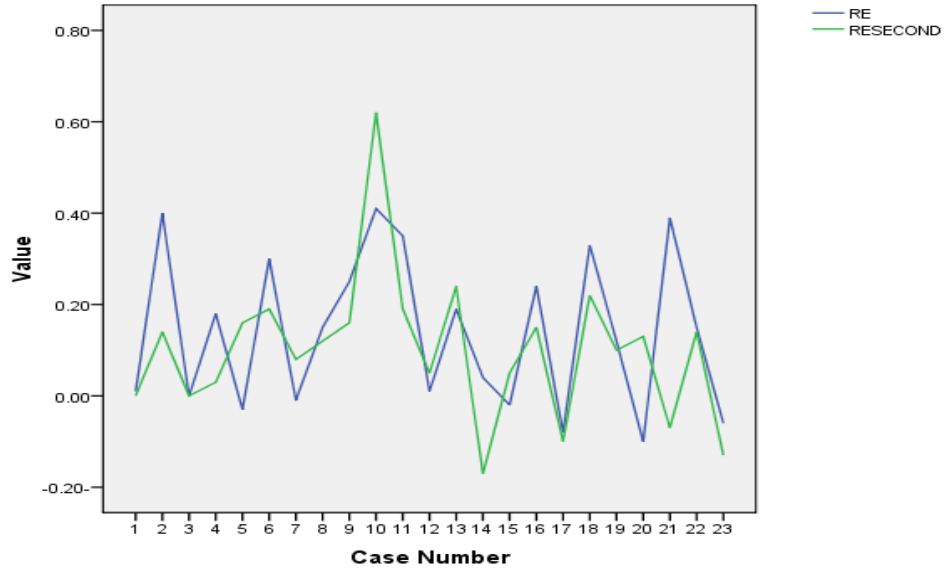
## نظريات هيكل التمويل الحديثة : تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة/ بحث تحليلي لعينة من الشركات الاجنبية

الجدول ( ٣-٢ ) معدل النمو في الأرباح المحتجزة للشركات عينة البحث

ن	الشركة	المعددة									
		٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	المتوسط	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	المتوسط
1	3m	.١٢	.١١	-.٢٨	.٠٨	.٠١	-.١٠	.٤٦	-.٣٦	.٠١	.٠٠
2	Procter & Gamble	.٠٠	١.٢٨	.١٥	.١٧	.٤٠	.١٨	.١٧	.١٣	.٠٩	.١٤
3	intel	.٠٤	-.٠٨	-.٠٣	.٠٦	.٠٠	-.١٤	-.٠١	.٢٥	-.١٠	.٠٠
4	Murphy oil	-.١١	-.٤٣	.٢٠	١.٠٧	.١٨	-.١٨	.١٦	.٠٥	.١٠	.٠٣
5	Eil lilly	.٠٣	.٠٣	-.٠٥	-.١١	-.٠٣	.٢٠	-.٠٤	.٣٠	.١٧	.١٦
6	Ugl	.٠٦	.٢٤	.٥٧	.٣٣	.٣٠	.٣٦	.٢٢	.١٨	-.٠٢	.١٩
7	Netapp	-.١٩	.٣٤	.٠٣	-.٢٣	-.٠١	.١٥	-.١٢	-.٠٧	.٣٤	.٠٨
8	utc	.١٦	.١٠	.١٧	.١٦	.١٥	.١٦	.٠٩	.١٠	.١١	.١٢
9	Urs	.٢٢	.٢٥	.٢٧	.٢٤	.٢٥	.٣٣	.٠١	.٦٢	-.٣٢	.١٦
10	APPLE INC	.١٢	.٤٧	.٤٣	.٦٢	.٤١	.٥٢	.٦٩	.٥٩	.٦٩	.٦٢
11	ADM	.١٧	.٣٨	.٣٦	.٤٧	.٣٥	.٢٥	.١٨	.١٧	.١٦	.١٩
12	Dupont	.٠٠	-.٢٢	.٢٢	.٠٣	.٠١	.٠٥	.٠٢	.١٢	.٠٠	.٠٥
13	Exoon	.٤٥	-.٠٤	.٢٤	.١١	.١٩	.٥٤	.١٩	.١٤	.٠٨	.٢٤
14	Illinois Tool Works	.٠٥	.٢٠	-.٠٦	-.٠٢	.٠٤	-.٢٨	-.٠٨	.٠٩	-.٤١	-.١٧
15	Microsoft	.١٢	-.١٣	-.٠٩	.٠٢	-.٠٢	.١٧	-.٣٠	.١٩	.١٣	.٠٥
16	Cheveron	.٢٩	.٢٣	.٢٣	.٢٠	.٢٤	.٢٣	.٠٥	.١٣	.١٧	.١٥
17	Dell	0	-.٠٣	-.١٥	-.١٢	-.٠٨	-.١٠	-.١٢	-.٠٦	-.١١	-.١٠
18	Cvs	.٦٤	.١٩	.١٨	.٢٩	.٣٣	.٤١	.٠٥	.٢٧	.١٤	.٢٢
19	Pepsico	.٠٢	.١٣	.٠٠	.٣٣	.١٢	.٠٩	.٠٦	.١٤	.٠٩	.١٠
20	Deere	.٥٣	-.٦٤	-.٢٠	-.٠٨	-.١٠	.١٧	.٠٤	.١٥	.١٥	.١٣
21	Exxon	.٤١	١.٥٢	-.٥٣	.١٧	.٣٩	.٠٠	.٢١	.٠٨	-.٥٨	-.٠٧
22	general dynamic	.١٠	.١٦	.١٨	.١٦	.١٥	.١٧	.٠٩	.١٨	.١١	.١٤
23	merck	-.١٢	.١٥	-.٢٠	-.٠٨	-.٠٦	-.٢٨	-.٠٥	-.١١	-.٠٨	-.١٣
	المتوسط العام					.١٤					.١٠

ويوضح الشكل البياني ( ٣-٢ ) الخاص بتقلب معدل نمو الأرباح المحتجزة شركات العينة خلال مرحلتي البحث ، النمو و النضج ، تحرك منحني نمو الأرباح المحتجزة في مرحلة النمو ذي اللون الأزرق تحت نظيره الخاص بمرحلة النضج ذي اللون الأخضر ، وبما يعكس التقلب الأعلى في الأرباح المحتجزة الشركات بقم أعلى ضمن مرحلة النضج مقارنة مع تقلب الأرباح المحتجزة في مرحلة النمو ، على الرغم من التقارب في إتجاه التغير ، وبالشكل الذي يتفق مع مضمون نظرية دورة حياة المنشأة .





الشكل ( ٣-٢ ) معدل النمو المتوقع في الأرباح المحتجزة خلال مرحلتي النمو والنضج

### ثانياً : اختبار الفرضية

#### ٣-٢-١ اختبار الفرضية الثانية :

تنص هذه الفرضية على أن الشركات تعتمد مصادر التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) في تمويل النمو المتوقع في المبيعات ضمن مرحلتي النمو والنضج من مراحل دورة حياتها ، وتتفرع من هذه الفرضية الفرضيتين الفرعيتين الآتيتين :

- توجد علاقة إرتباط معنوية إحصائياً بين معدل نمو المبيعات ومعدل النمو في الأرباح المحتجزة .
- يؤثر معدل نمو المبيعات في معدل النمو بالأرباح المحتجزة تأثير معنوي إحصائياً .

تجسد هذه الفرضية ما جرى إستنباطه من مراجعة النظرية ومجموعة الدراسات السابقة التي أمكن الأطلاع عليها ، وهي تشير في محتواها الفكري الى تبني الشركات الخاضعة للبحث مبادئ نظرية الالتقاط بشكل أو بآخر ، وذلك عندما تتوقع فرص مواتية لزيادة مبيعاتها ، فتسارع لتبني هيكل مالي متدرجة البناء تبدأ بأحتجاز الأرباح كمصادر للتمويل الداخلي ، ولا تتجه لأستعمال المديونية أو الأقتراض أو حتى إصدار الأسهم الجديدة الذي يعتبر ملاذها الأخير في ذلك ، إلا في حال عدم كفاية مصادر التمويل الداخلي للغرض المذكور ، مما يدفع بها الأستمرار على زيادة معدلات إحتجاز الأرباح وتخفيض نسب توزيعها لضمان مستوى أداء أفضل .

وإنطلاقاً من هذه المعطيات ، جرى إختبار الفرضية الأولى بشقيها الخاصين بالأرتباط و الأنحدار ، و على النحو الآتي تفصيله :

أ. إختبار فرضية علاقة الارتباط :

إتضح بعد مراجعة النظرية والأدبيات ذات الصلة وجود علاقة تتسم بمعنوية إحصائية بين كل من نمو المبيعات والنمو المتحقق في الأرباح المحتجزة لدى منشآت الأعمال ، مما دعى الى صياغة فرضية محددة للارتباط بين المتغيرين على مستوى الدراسة الحالية نصت على وجود علاقة إرتباط معنوية إحصائياً بين معدل نمو المبيعات ومعدل النمو في الأرباح المحتجزة .

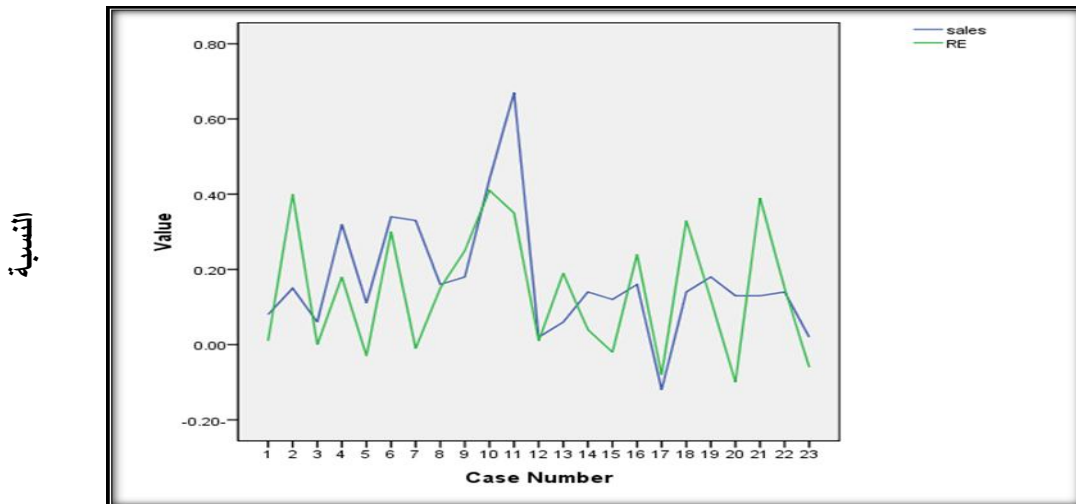
وبعد إجراء التحليلات الأحصائية اللازمة وتقدير معامل الارتباط الخطي البسيط بين المتغيرين المذكورين تبين كما هو واضح من الجدول ( ٣-٢-١) معنوية هذه العلاقة بين المتغيرين بمستوى دلالة إحصائية (٥%) بعد أن بلغ معامل الارتباط بينهما (0.60) على مستوى المدة الأولى للبحث ( مرحلة النمو) ، و تدلل هذه النتيجة على التلازم الخطي بين معدل نمو المبيعات ومعدل النمو في الأرباح المحتجزة في الشركات المدروسة بالاتجاه الطردي ، بمعنى يتوقع ، كما أدلت به النظرية ، تجاه الشركات الى زيادة نسب إعتمادها على مصادر التمويل الداخلي عبر إحتجاز الأرباح كلما زاد معدل النمو في مبيعاتها من المنتجات أو الخدمات على حد سواء .

الجدول (٣-٣) نتائج إختبار الارتباط الخطي بين نمو المبيعات ونمو الأرباح المحتجزة

التفاصيل	معامل الارتباط r	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	معنوية الأختبار
المدة الأولى	.٦٠	٣.١٢٩	2.074	معنوي (٠.٠٠٦) sig.
المدة الثانية	.٧٤	٣.٦٩٤	2.074	معنوي (٠.٠٠٠) sig.

ويوضح الشكل البياني ( ٣-٣) العلاقة بين نمو المبيعات ونمو الأرباح المحتجزة على مستوى عينة البحث ضمن مدته الأولى ، والذي يبدو منه التلازم الواضح بين المتغيرين بالنسبة الى القسم الغالب من شركات العينة وإتجاه منحنى المتغيرين المذكورين بالاتجاه نفسه تعبيراً عن قوة العلاقة بينهما من الناحية البيانية .

الشكل (٣-٣) العلاقة بين المبيعات والأرباح المحتجزة في مرحلة النمو



الشركات

أما بالنسبة الى المدة الثانية من البحث (مرحلة النضج) ، فقد أثبتت نتائج تحليل الارتباط الميينة في الجدول (3-3) نفسه عن بلوغ معامل الارتباط بين معدل نمو المبيعات ومعدل النمو في الأرباح التي حجبتها شركات العينة ولم توزعها على المساهمين فيها ، بل إحتجزتها لأغراض تمويل الزيادات المتوقعة في المبيعات بدلاً من اللجوء الى الاقتراض أو توسيع قاعدة الملكية من خلال إصدار الأسهم الجديدة ، ما قيمته (0.74) وهو إرتباط موجب قوي كذلك كالمدة الأولى للبحث وتام المعنوية .

وعلى هذا الأساس ، يمكن القول بالتأويل نفسه الذي يفيد باستمرار إعتداد الشركات الخاضعة للدراسة على مواصلة إحتجازها للأرباح مع تزايد معدلات نمو المبيعات وتفضيلها على بقية مصادر التمويل طالما تمكنت من سد إحتياجات تلك الشركات من الأموال للغرض المذكور .

### ب. إختبار فرضية علاقة الأنحدار(التأثير):

يتطلب إختبار الفرضيات إستعمال نماذج الأستدلال الإحصائي التي يتقدمها الأنحدار الخطي بين المتغيرات ، فالأرتباط لا يضمن قياس العلاقات السببية بين المتغيرات التي يختص بها الأنحدار ، ولأجل التحقق من النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة المماثلة في مجال البحث وتقصي دقة ما جرى إستنباطه من فرضية للتأثير ، جرى صياغة فرضية إختصت بفرضية التأثير المعنوي للمبيعات في إحتجاز الشركات لأرباحها و نص مضمونها على أن معدل نمو المبيعات يؤثر في معدل النمو بالأرباح المحتجزة تأثير معنوي إحصائياً .

ويعرض الجدول ( 3-4 ) نتائج إختبار علاقة الأنحدار بين معدل نمو المبيعات و معدل إحتجاز الأرباح على مستوى المدتين الفرعيتين للبحث ، وتبين وجود تأثير معنوي إحصائياً بمستوى دلالة (5%) عموماً لتباين معدل نمو المبيعات في تباين معدل النمو في الأرباح المحتجزة بالنسبة الى شركات العينة في مرحلة النمو ، إذ يتوقع أن يتغير معدل نمو الأرباح المحتجزة تغيراً طردياً موجباً بمقدار معامل بيتا هذا المتغير (0.714) وفي ظل التأثيرات المسيطر عليها في ما يخص متغيري الحجم و العمر .

كما فسّر نموذج الأختبار بدلالة معامل التحديد ما نسبته (0.369) من تباين المتغير المعتمد (الأرباح المحتجزة) بفعل التغير المتوقع في المتغير المستقل (المبيعات) ، لاسيما أن النموذج الكلي للأختبار ومعامل التحديد كان كلا منهما معنوياً بمستوى الدلالة ذاته نظراً لأرتفاع قيمة إحصاءة الأختبار ( F ) المحسوبة (3.700) مقارنة بقيمتها الجدولية البالغة ( 3.05 ) ، وتوحي هذه النتائج الى أن ما يناهز (37%) من تباين المتغير المعتمد يعزى الى تباين المتغير المستقل ، وإن المتبقي من تباين المتغير المعتمد (63%) تفسره عوامل أخرى لم يتضمنها نموذج الأختبار .

الجدول (٣-٤) نتائج إختبار تأثير نمو المبيعات في نمو الأرباح المحتجزة

المدة الثانية		المدة الأولى		التفاصيل
معنوية الإختبار	القيمة	معنوية الإختبار	القيمة	
معنوي (٠.٠٢) sig.	٠.٨٢٠	معنوي (٠.٠٠٦) sig.	٠.٧١٤	معامل إنحدار نمو المبيعات $\beta_1$ إحصاءة الأختبار t المحسوبة
	٣.٦٩٤		٣.١٢٩	
غير معنوي (٠.٩٥١) sig.	-٠.٠٠٣	غير معنوي (٠.٤٥٣) sig.	٠.٥٥٨	معامل إنحدار الحجم $\beta_2$ إحصاءة الأختبار t المحسوبة
	٠.٠٦٢		٠.٧٦٦	
غير معنوي (٠.٥٥٨) sig.	-٠.٠٠٢	غير معنوي (٠.١٩٢) sig.	٠.٠٠٢	معامل إنحدار العمر $\beta_3$ إحصاءة الأختبار t المحسوبة
	٢.٠١٤		١.٣٥٤	
معنوي (٠.٠٠١) sig.	2.074	معنوي (٠.٠٣٠) sig.	2.074	قيمة t الجدولية
	٠.٥٥٠		٠.٣٦٩	معامل التحديد $R^2$
	٧.٧٣٩		٣.٧٠٠	إحصاءة الأختبار F المحسوبة
	٣.٠٥		٣.٠٥	قيمة F الجدولية

ويمكن الاستدلال ، قدر تعلق الأمر بالمدة الأولى من البحث ، بصورة جلية الى صحة ومنطقية الفرضية الثانية للبحث ، علاوة على صدق ما تنبأت به من تأثير محتمل لنمو المبيعات في نمو الأرباح المحتجزة ، ومن ثمّ دعم النظرية بالفكرة السائدة فيها بشأن اعتماد الشركات على مصادر التمويل الداخلي عبر إحتجاز الأرباح الذي يسبق الأفتراض في تمويل توسعاتها تطبيقاً لمبدأ هرمية التمويل بوصفه المبدأ الأساس الذي قامت عليه نظرية الألتقاط .

كما ويعرض الجدول ( ٣-٤ ) نتائج إختبار علاقة الأنحدار بين معدل نمو المبيعات و معدل إحتجاز الأرباح على مستوى المدة الثانية للبحث ، وتبين وجود تأثير معنوي إحصائياً بمستوى دلالة (٥%) عموماً لتباين معدل نمو المبيعات في تباين معدل النمو في الأرباح المحتجزة بالنسبة الى شركات العينة ، إذ يتوقع أن يتغير معدل نمو الأرباح المحتجزة تغيراً طردياً موجباً بمقدار معامل بيتا هذا المتغير (٠.٨٢٠) وفي ظل التأثيرات المسيطر عليها في ما يخص متغيري الحجم و العمر .

كما فسّر نموذج الأختبار بدلالة معامل التحديد ما نسبته (٠.٥٥٠) من تباين المتغير المعتمد (الأرباح المحتجزة) بفعل التغير المتوقع في المتغير المستقل (المبيعات) ، لاسيما أن النموذج الكلي للأختبار ومعامل التحديد كان كلا منهما معنوياً بمستوى الدلالة ذاته نظراً لأرتفاع قيمة إحصاءة الأختبار ( F ) المحسوبة (٧.٧٣٩) مقارنة بقيمتها الجدولية البالغة ( 3.05 ) ، وتوحي هذه النتائج الى أن ما يناهز (٥٥%) من تباين المتغير المعتمد يعزى الى تباين المتغير المستقل ، وإن المتبقي من تباين المتغير المعتمد (٤٥%) تفسره عوامل أخرى لم يتضمنها نموذج الأختبار .

ويمكن الاستدلال ، قدر تعلق الأمر بالمدة الثانية من البحث ، بصورة جلية الى صحة ومنطقية الفرضية الثانية للبحث ، علاوة على صدق ما تنبأت به من تأثير محتمل لنمو المبيعات في نمو الأرباح المحتجزة ، ومن ثمّ دعم النظرية بالفكرة السائدة فيها بشأن اعتماد الشركات على مصادر التمويل الداخلي عبر إحتجاز الأرباح الذي يسبق الأفتراض في تمويل توسعاتها تطبيقاً لمبدأ هرمية التمويل بوصفه المبدأ الأساس الذي قامت عليه نظرية الألتقاط .

## المبحث الرابع / الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً : الاستنتاجات

- 1- لا يمكن الحكم على السلوك التمويلي لشركة ما اعتماداً على نظرية معينة ، وذلك لأن الشركة في ديناميكية مستمرة وأنها تتطور من مرحلة إلى أخرى من مراحل حياتها ، لذلك فإن سلوكها التمويلي يختلف مع مستويات تطورها ونموها ، الأمر الذي يؤدي إلى عدم إمكانية الاستناد إلى نظرية معينة في تفسير السلوك التمويلي للشركات دون الأخذ بنظر الاعتبار كونها في أي مرحلة من مراحل حياتها .
- 2- يعتبر النمو ميول الشركة الحقيقي باعتباره أهم ظاهرة يمكن أن تغير من حياتها وتمكنها من البروز ، في محيطها التنافسي ، فنمو الشركة هو تعبير ديناميكي لظاهرة اقتصادية تعكس مدى نجاح الشركة في انماء طاقتها الكلية بهدف الاستمرار والبقاء .
- 3- تعتمد الشركات على مصادر تمويلها الداخلية من خلال تقليل نسبة توزيعها للأرباح على المساهمين فيها، وتوجيهها نحو توفير الإحتياجات من الأموال وذلك من أجل تمويل فرص النمو داخليا في المقام الأول التزاماً منها بمبدأ هرمية التمويل بما يلتقي مع المبادئ الأساسية لنظرية الالتقاط .
- 4- ظهرت معنوية العلاقة بين متغيري معدل نمو المبيعات ومعدل النمو في الأرباح المحتجزة (5%) ، وظهر معامل الارتباط بينهما (0.60)، على مستوى المدّة الأولى للبحث ، وهذا يعني تحقق الفرضية الأولى للبحث واعتماد الشركات على مصادر التمويل الداخلي عبر احتجاز الأرباح كلما زاد معدل النمو في مبيعاتها .

### ثانياً : التوصيات

- 1- ضرورة الاهتمام والأخذ بالحسبان اهم العوامل التي تحدد سلوك الهيكل المالي للشركات ، وما هو اتجاه الإدارة في احتجاز الأرباح وفقاً لتلك العوامل ومن أهمها الحجم والسيولة والموجودات .
- 2- أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح، إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة؛ نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض، وتماشياً مع الظروف الاقتصادية .
- 3- تشجيع المنشآت نحو التوجه نحو الأرباح المحتجزة لأغراض النمو، مما يحسن الهيكل المالي، ويقلل من الاعتماد على الاقتراض .

### المصادر

#### أولاً : المصادر باللغة العربية

1. الشيرازي ، عباس مهدي ، (١٩٩٠) ، نظرية المحاسبة ، الطبعة الثانية ، ذات السلاسل للطباعة والنشر ، الكويت .
2. العامري، محمد علي ، (٢٠١٠) ، الإدارة المالية الدولية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان - الاردن .
3. فتاح ، امال غالب ، (٢٠٠٥) ، " تحديد قيمة المنشأة بأدخال نظريتي التبادل والالتقاط دراسة تطبيقية " ، اطروحة دكتوراه فلسفة في ادارة اعمال ، مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد ، الجامعة المستنصرية .



ثانيا : المصادر باللغة الانكليزية

1. Adeymi , Semiu , Oboh, Collins, (2011), " Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Negeria " , international Journal of Business and Social Science Vol 2, No 19 .
2. Charreuxy , G; (1985) , " Determinants of Capital Structure" , Journal of Finance , , Vol 2 , No 6 .
3. Chen, Lujie, (2007) , " Determiants of Capital Structure on Emirical Study from uk Firms " , Adissertation Presented in part Consideration for the Degree of Finance and Investment
4. DeVaro , Jed & Waldma, Michael, (2007) , " The Signaling Role of Promotions: Further Theory , and Empirical Evidence , [Working Papers , Cornell University ILR School](#) .
5. Gitman , Lawrence J.(2000), "Principles of Managerial Finance" , 9<sup>th</sup> ed Usa
6. Huang , Rongling & Ritter , Jay , (2008) , " Testing the Market Timing Theory of Capital Structure " , Journal of Finance , Vol 3 , No 4 .
7. Marsh, P; T(2001) , " the Choice between Equity and Debt " , Journal of Financial , Vol 2 , No 4 .
8. Maria , Gardangen , (2007) , " The in Centives Behind Capital Structure Dicision , Asurvey of the Swedish Market " , the Department of Business Administration Master
9. Niu , Xiaoyan , (2008) , " Theoretical and Practical Review of Capital Structure and its Determinants " , International Journal of Business and Management , Vol 3 , No 3 .
10. Ramlall , Indranarian , (2009) , ( Determinants of Capital Structure Among Non- Quoted Mauritian Firms under Specificity of Leverage : Looking for Amodified Pecking order theory " , Interatianig Research , Journal of Finance and Economic , issue 31.
11. Ritter , Jay , (2011) , " Testing Theories of Capital Structure " , Journal of Finance , Vol 3 , No 2 .
12. Weston, J; Fred & Besley, Scott and Brigham, Eugene, (1996), " Essentials of Managerial Finance " 1<sup>th</sup> ed , London .



**Theories of the structure of modern finance : practical application of  
pecking order theory and the life cycle of the company/analytical  
research of asmple of foreign companies**

**Abstract:**

Is the subject of the financial structure of the most important topics for which she received the interests of scientific research in the field of financial management , as it emerged several theories about choosing a financial structure appropriate for the facility and behavior change funding them , and in spite of that there is no agreement on a specific theory answer various questions in this regard , and a special issue of the financial structure optimization.

The objective of the research was to identify the most important theories of the structure of modern financial theory has been to focus on the capture of financial firms in two different stages of their life cycle , so-called growth and maturity.

As demonstrated research variables in one variable independently , which represents the rate of sales growth as it turns variable adopted in the rate of growth in retained earnings , while the research community has been represented by (23) U.S. companies large and diverse activities listed in the fortune 500, has been using some statistical methods The task of calculating t) tabular (f t) calculated ( to see the strength of the association between the two variables and were used as well as (f spreadsheet ( and f) the calculated ( to see the degree of influence between the two variables.

The research has come to several conclusions was the most prominent of the existence of a variety of factors and hidden phenomenon that will affect the behavior followed by funding companies through the stages of their life cycle is the most important of these factors retained earnings . The most important recommendations that came out of the current research is to encourage companies to pay attention to the life cycle of established financial terms and define the behavior of financial companies followed at every stage .

**Keywords:** modern theories of capital structure, including, agency theory, the theory of trade, the signal theory, the pecking order theory, the life cycle of the company.