

أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال – دراسة حالة مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة بالسوق المالي السعودي

Impact of investment opportunities on capital structure A case study of the basic materials sector institutions listed on the Saudi Stock Exchange

¹ ط.د. بن عيشة كريمة ، د. نجار حياة ²

¹ مخبر مالية، محاسبة، جباية وتأمين بجامعة سوق أهراس،

جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر *k.benaicha@univ-jijel.dz*

² مخبر اقتصاد المنظمات والتنمية المستدامة جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل،

تاريخ الاستلام: 2021/12/13 تاريخ القبول: 2021/12/26 تاريخ النشر: 2023/07/04

ملخص

هدفت الدراسة لاختبار أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال لعينة مكونة من 35 مؤسسة في قطاع المواد الأساسية مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018، تم استخدام نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة CFA ونسبة نمو الأصول الثابتة GFA لقياس الفرص الاستثمارية، بينما تم استخدام الرفع المالي (LEV) لقياس هيكل رأس المال، أما المخاطر التشغيلية، الحجم والربحية فقد استخدمت كمتغيرات ضابطة ، بالاعتماد على نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وباستخدام برنامج التحليل R Studio، بينت الدراسة أن أفضل نموذج لتفسير الظاهرة هو نموذج الآثار الثابتة، كما توصلت إلى وجود أثر موجب ودال احصائيا لنمو الأصول الثابتة على هيكل رأس مال المؤسسات المدروسة ، بينما بينت النتائج أن هناك أثر سلبي ودال احصائيا لكل من المخاطر التشغيلية والحجم على هيكل رأس مال المؤسسات محل الدراسة، في المقابل لم يكن هناك أثر للربحية على هيكل رأس المال.

الكلمات المفتاحية: الفرص الاستثمارية ، هيكل رأس المال ، الرفع المالي ، نموذج الآثار ثابتة ، سوق مالي سعودي

تصنيف JEL: G11, G32, C33, D53

Abstract

The study aimed to test the impact of investment opportunities on the capital structure of a sample of 35 institutions in the core materials sector listed on the Saudi financial market during the period 2018-2014

The variable Cash flow-to-asset ratio(CFA) , the growth rate of the assets (GFA) has been used to measure investment opportunities , financial leverage (Lev) to express the capital structure. As for the variables Operational risks, size and profitability, they were used as control variables Based on modeling of segmental time-series data and using R Studio analysis software The study showed that the best model for explaining the phenomenon is the fixed effects model.

The study also found a positive and statistically significant impact of the growth of fixed assets on the capital structure of the institutions studied ,While the results showed that there is a negative and statistically significant impact of operational risks and size

on the capital structure of the institutions under study. On the other hand, there was no impact of profitability on the capital structure.

Key words: investment opportunities, capital structure , , financial leverage , Fixed Effects Model ; Saudi Stock Exchange.

JEL classification: G11, G32, C33, D53

مقدمة

تسعى المؤسسة من خلال نشاطها إلى تعظيم وحلق قيمة لمساهميها ولجميع الأطراف الفاعلة فيها، ومن أجل تحقيق هذا الهدف تنظر بعناية في القرارات المتخذة في سبيل زيادة قيمة المؤسسة، حيث تتأثر هذه الأخيرة بفرص الاستثمار المتاحة أمامها، إذ يمكن أن توفر الفرص الاستثمارية إشارة إيجابية حول نمو المؤسسة في المستقبل مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها، ومع زيادة هذه الأسعار ترتفع قيمة المؤسسة.

في المقابل ومع ارتفاع الفرص الاستثمارية ستزداد احتياجات التمويل خاصة إذا كانت المؤسسة تعاني من ضعف في السيولة النقدية الأمر الذي يدفعها للجوء إلى الاقتراض لتمويل هذه الفرص، مما قد يؤدي إلى أحداث تغيير في تركيبة هيكل رأس المال. هذه التركيبة التي كانت ولا تزال محل جدال حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه. فبعد أن أشار **مودكلياني وميلر** سنة 1958 إلى أن تكلفة التمويل ثابتة مهما تغير هيكل رأس المال، تداركا الأمر سنة 1963 وأشارا إلى المزايا الضريبية التي توفرها الديون ليتوصلا إلى أن أفضل هيكل رأس مال هو الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون، غير أن هذه الفكرة لا يزال الجدال قائما حول صحتها في الواقع.

مشكلة الدراسة

تشير الفرص الاستثمارية إلى تلك الأعمال والأنشطة التوسعية التي قد تظهر أمام المؤسسة كإضافة خطوط إنتاج جديدة ، الدخول لأسواق جديدة ، زيادة الطاقة الانتاجية... الخ ، حيث أن اتخاذ قرارات بهذا الشأن سيكون له انعكاس مباشر على هيكل رأس مال المؤسسة باعتبار أن قرار الاستثمار المرتبط بهذه الفرص يتطلب توفير أموال إما من داخل المؤسسة أو من خارجها من خلال التمويل بالدين وهو ما يتطلب دراسة جيدة لأي خيار قد يتخذه المديرون بخصوص مصادر توفير الأموال وربحية تلك الفرص وأثارها على قيمة المؤسسة، من هذا المنطلق تأتي هذه الدراسة لمحاولة اختبار أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال لمؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي، وذلك من خلال الإجابة على الإشكالية التالية:

هل يوجد أثر للفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018؟

من خلال التساؤل الرئيسي يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية :

• هل يوجد أثر لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة (CFA) على هيكل رأس المال مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018؟

• هل يوجد أثر لنسبة نمو الأصول الثابتة (GFA) على هيكل رأس المال مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018؟

فرضيات الدراسة

محاولة الإجابة على هذه الإشكالية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- يوجد أثر للفرص الاستثمارية ممثلة بنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة (CFA) على هيكل رأس المال ممثلاً بالرفع المالي (LEV) لمؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018 .

- يوجد أثر للفرص الاستثمارية ممثلة بنسبة نمو الأصول الثابتة (GFA) على هيكل رأس المال ممثلاً بالرفع المالي (LEV) لمؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018 .

أهمية الدراسة

تتجلى أهمية هذه الدراسة في كونها تعالج أحد المواضيع في حقل الإدارة المالية والمرتبطة أساساً بالتداخل الموجود بين قرارات الاستثمار و مصادر تمويلها وانعكاس ذلك على هيكل رأس مال المؤسسات باعتبار ان فشل المؤسسة في دراسة مدى نجاعة الاستثمارات التي من الممكن الدخول فيها وسوء اختيار مصدر التمويل المناسب سينعكس سلباً على قيمتها وعلى هيكل رأس مالها في المدى المتوسط والبعيد .

أهداف الدراسة

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو فحص أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي، كما نسعى كذلك لتحقيق الأهداف التالية:

أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال

بن عيشة/ نجار

- تسليط الضوء على مفهوم هيكل رأس المال الذي يعتبر أحد مواضيع الإدارة المالية الذي لايزال البحث فيه مستمرا؛
- التعرف على مفهوم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية بالإضافة لطرق وأساليب قياسها، وكذلك محاولة توضيح علاقتها بهيكل رأس مال المؤسسة؛
- معرفة أثر نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة (CFA) على هيكل رأس المال مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018 ؛
- معرفة أثر نسبة نمو الأصول الثابتة (GFA) على هيكل رأس المال لمؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2018 .

منهج الدراسة

نظرا لطبيعة الدراسة فقد اعتمدنا في الجانب النظري على المنهج الوصفي قصد التعريف بمتغيرات الدراسة، أما الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا فيه على المنهج الاحصائي لاختبار الأثر بين المتغيرين.

أدوات جمع وتحليل البيانات

بغرض تحليل وفحص الأثر بين متغيرات الدراسة تم استخدام تحليل الارتباط قصد الوقوف على اتجاه وقوة العلاقة بين متغيرات الدراسة، كما تم الاعتماد على نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وبرنامج R Studio لاستخراج نماذج الانحدار وتقدير نموذج الدراسة.

الدراسات السابقة

من أهم الدراسات التي تم الاستناد اليها نجد ما يلي:

دراسة¹ (2019) Amarudin, M. Adam, U. Hamdan, A. Hanafi بعنوان **Effect of Growth Opportunity, Corporate Tax, and Profitability toward Value of Firm through Capital Structure (Listed Manufacturing Companies of Indonesia**

هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير فرص النمو، ضريبة المؤسسات والربحية على قيمة المؤسسة من خلال هيكل رأس المال كمتغير وسيط. وقد تكونت عينة الدراسة من 32 شركة من قطاع التصنيع مدرجة في بورصة أندونيسا خلال الفترة 2013-2017، أظهرت نتائج الدراسة أن فرص النمو والضريبة لهما تأثير ايجابي على هيكل رأس المال، على عكس الربحية التي تؤثر سلبا. على هيكل رأس المال

، بينما أظهرت النتائج أن لهيكل رأس المال والربحية تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة. ومن ناحية أخرى، لا تؤثر فرص النمو والضرائب على قيمة المؤسسة، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن هيكل رأس المال لا يتوسط العلاقة بين فرص النمو والضرائب وقيمة المؤسسة. في المقابل، هيكل رأس المال يدعم تأثير الربحية على قيمة المؤسسات محل الدراسة.

- دراسة² (2013) **Vahid Taghizadeh Khanqah, Lida Ahmadnia** بعنوان

The Impact of Capital Structure on Liquidity and Investment

:Growth Opportunity in Tehran Stock Exchange

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير هيكل رأس المال على السيولة وفرص النمو في المؤسسات المدرجة في بورصة طهران، من خلال عينة مكونة من 75 مؤسسة للفترة الممتدة من 2006-2010، حيث تم استخدام هيكل رأس المال كمتغير تابع، ونسب السيولة وفرص النمو كمتغيرات مستقلة، والنمو وحجم الشركة كمتغيرات ضابطة، توصلت النتائج إلى وجود تأثير كبير للرافعة المالية على السيولة وفرص النمو، بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية بين نمو المبيعات، حجم المؤسسة وهيكل رأس المال.

دراسة³ (2010) **Hayat M. Awan, et al** بعنوان

How growth opportunities are related to corporate leverage decisions

هدفت الدراسة لمعرفة كيفية تأثير فرص النمو على قرارات الرفع المالي لـ 110 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية بباكستان خلال الفترة 1982-1997 لـ 09 قطاعات مختلفة، حيث تم استخدام نموذج انحدار الآثار الثابتة لاختبار فرضيات الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين فرص النمو ومستويات الدين، وقد تم تفسير ذلك على أن أصحاب المؤسسات يرون أن فرص النمو المتاحة غير مستدامة ومحفوفة بالمخاطر لدى تلجأ للاستدانة لنقل المخاطر المرتفعة للدائنين، كما توصلت الدراسة إلى أن نوع الصناعة يؤثر على العلاقة بين فرص النمو والرفع المالي.

- دراسة⁴ (2014) **Pablo de Andrés et al** بعنوان

Financial decisions and growth opportunities: Spanish firm's panel data analysis

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير قرارات الرفع المالي، سياسات توزيع الأرباح وهيكل الملكية على القيمة السوقية للمؤسسة في حالة وجود فرص نمو مربحة، وفي حالة غياب هذه الفرص، تمت الدراسة على عينة مكونة من 101 مؤسسة إسبانية غير مالية مطروحة للتداول العام للفترة 1991-1995 وقد

أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال

بن عيشة / نجار

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي، توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة في ظل وجود فرص استثمارية، بينما كانت العلاقة ايجابية بين كل من الرفع المالي، توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة في حالة عدم وجود فرص استثمارية مريحة.

المحور الأول: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة

1-1-1 مفهوم هيكل رأس المال

يتعلق هيكل رأس المال بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأموال الخاصة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمؤسسة يعتبر جزءاً من هيكلها المالي⁵، كما يعرف على أنه "العلاقة بين الدين والملكية والذي يشار إليها بتسمية الرافعة المالية ومفهوم آخر فإن هيكل رأس المال هو تمويل طويل الأجل أو ما يسمى بالتمويل الدائم"⁶.

تجدر الإشارة هنا إلى انه قد يرى البعض ضرورة استبعاد الخصوم الجارية من الهيكل المالي على أساس كونها تمويل مؤقت، وهم بذلك من يفضلون استخدام مفهوم هيكل رأس المال بدلا من اصطلاح الهيكل المالي. ومن ناحية أخرى، قد يؤيد البعض ضرورة إدخال الخصوم الجارية في مكونات التمويل خاصة في المؤسسات الصغيرة أو التجارية وذلك على أساس أن هذه المؤسسات تعتمد بشكل كبير على الخصوم القصيرة الأجل، لذلك فهؤلاء يفضلون استخدام مصطلح الهيكل المالي بدلا من هيكل رأس المال⁷.

1-1-1-1 محددات هيكل رأس المال

تتأثر تشكيلة هيكل رأس المال بالعديد من المحددات، فمع تغير هذه الأخيرة يتغير هيكل رأس مال المؤسسة، ولقد حظيت دراسة هذه المحددات باهتمام المفكرين والباحثين في الإدارة المالية بهدف الوصول إلى هيكل مالي مثالي يعظم قيمة المؤسسة، وباعتبار أنه لا توجد محددات متفق عليها يمكن حصر أهمها فيما يلي:

● **المخاطرة:** ويقصد به الخطر الذي يلحق بأصحاب المشروع نتيجة لزيادة الالتزامات على المشروع وكثرة من يتقدمون عليهم في الأولوية على الدخل والموجودات عند التصفية⁸، وينظر للمخاطرة في مجال العوامل المحددة للهيكل المالي من منظورين هما⁹:

- **المخاطر التشغيلية:** ترتبط هذه المخاطر بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل بها، حيث يتوجب على المؤسسة الاعتماد على رأس مالها في حالة ارتفاع مخاطر

التشغيل وعدم الاعتماد على القروض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر على قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد تتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

- المخاطر المالية: تنتج هذه المخاطر عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين مما قد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها.

● **السيولة:** تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها، وغير المتوقعة وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى "سيولة المؤسسة"، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية، أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها "سيولة الأصل"¹⁰.

● **الربحية:** يرصد البعض في الواقع العملي أن المؤسسات التي تتسم بارتفاع معدلات عوائدها على الاستثمار تميل لاستخدام أقل لمصادر الاستدانة، ورغم أنه ليس هناك تبرير نظري لهذه الحقيقة إلا أن أحد التفسيرات العملية لذلك هو أن المؤسسات التي تحقق مستويات أرباح مرتفعة جدا لا تحتاج للجوء إلى التمويل عن طريق الاستدانة في هذه المرحلة، إذ تمكنها أرباحها المرتفعة جدا من أن تخلق مصادر ذاتية للتمويل-مثلة في تدعيم أرصدة أرباحها المحتجزة- تستخدم في تمويل أنشطتها المتنامية¹¹.

● **الحجم:** يعبر الحجم عن مدى قدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض دون تردد، الأمر الذي يعزز من ثقة المقرضين، على اعتبار أن المؤسسة التي تتميز برأس مال مرتفع ومصادر مالية متعددة وحجم إنتاجي واسع ومتنوع تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية مقارنة مع غيرها من المؤسسات¹².

● **الوفر الضريبي:** تؤثر الضريبة في قرار المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لها، إما بالاقتراض أو بزيادة رأس مالها عن طريق طرح الأسهم، فقد أعطت الضريبة ميزة لاقتراض الأموال، فعند اللجوء إلى الاقتراض سيؤدي ذلك إلى تقليل الضريبة المفروضة على المؤسسة لأن الفوائد التي تدفع عن القرض يتم اقتطاعها من أرباح المؤسسة قبل احتساب الضريبة المستحقة وهنا يظهر ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن ظهور الفوائد في قائمة الدخل، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة¹³.

1-2- مفهوم الفرص الاستثمارية

أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال

بن عيشة / نجار

تعتبر الفرص الاستثمارية عاملاً حيوياً لاستمرار المؤسسات باعتبار أن جوهر نمو المؤسسات هو وجود فرص استثمارية يمكن أن تولد أرباحاً مستقبلية.

في سياق تقديم مفهوم الفرص الاستثمارية يشير (marheni, 2019) إلى أن الفرص الاستثمارية تعبر عن تلك الخيارات الاستثمارية المتاحة للفرد أو المؤسسة والتي يمكن القيام بها، حيث تؤثر فرص الاستثمار في المؤسسة على الطريقة التي يفكر بها المديرون والمالكون والمستثمرون والدائنون في قيمة المؤسسة، كما أن تلك الخيارات الاستثمارية المستقبلية ترتبط بمعدلات نمو المؤسسات ومن المتوقع أن يوفر نمو المؤسسة دافعاً إيجابياً لها للدخول في فرص استثمارية مستقبلية.

كما يضيف أيضاً نقطة مهمة أخرى تتعلق بتفسير الفرص الاستثمارية التي هي مبنية على نقطتين أساسيتين، الأولى، الفرص الاستثمارية تشير إلى ذلك القرار الاستثماري من قبل المؤسسة لتحقيق نمو إيجابي وبذلك تعتبر الفرص الاستثمارية احتمال النمو، أما النقطة الثانية فتشير إلى أن الفرص الاستثمارية هي قدرة المؤسسة على تحديد نوع الاستثمار الذي سيتم تنفيذه. بالنسبة للمؤسسة الغير قادرة على اختيار الاستثمار المناسب، فإن النفقات ستكون أعلى من قيمة الفرصة الضائعة، ولذلك، يمكن القول أن الفرص الاستثمارية هي في الحقيقة تبرز العلاقة بين الإنفاق الجاري والقيمة (العائد) المتوقع تحقيقه نتيجة لقرار استثماري (توليد قيمة للمساهمين ومن ثم قيمة المؤسسة)¹⁴. كما عبر (Myers, 1977) عن الفرص الاستثمارية بأنها تمثل قيمة المؤسسة من خلال ما تمتلك من أصول ثابتة، حيث أن هذه القيمة تزداد بزيادة الفرص الاستثمارية وتنخفض بانخفاض نسبة الأصول الثابتة في المؤسسة إلى إجمالي الأصول، إضافة لما تمتلك من خيارات لاستثمارات مستقبلية بصافي قيمة حالية موجبة¹⁵. وقام بتقسيم القيمة السوقية هنا إلى جزأين: القيمة الحالية للأصول الموجودة بالفعل والقيمة الحالية للفرص الاستثمارية المستقبلية، والاختلاف الأساسي بين الاثنين هو أن قيمة الفرص الاستثمارية تعتمد جزئياً على الاستثمارات التقديرية المستقبلية، في حين أن الأصول الموجودة لا تعتمد على ذلك. تشمل أمثلة الاستثمارات التقديرية الاستثمارات في مشاريع جديدة، والتجارب على الإعلان والتسويق وتطوير المنتجات بالإضافة إلى نفقات الصيانة على القطع والمعدات، والنفقات على المواد الخام. وبالنظر إلى الطبيعة الاستهلاكية للاستثمارات المرتبطة بفرص النمو، فمن الأفضل اعتبارها خيارات على الأصول الحقيقية¹⁶.

1-2-1- قياس الفرص الاستثمارية

تتعدد وتختلف طرق قياس الفرص الاستثمارية، فنجد (Adam and Goyal, 2008) ركز على ثلاثة بدائل لقياسها وهي¹⁷:

- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول: وتحسب على النحو التالي:

$$\frac{\text{(القيمة الدفترية للأصول - مجموع حقوق المساهمين) + (عدد الأسهم المكتتب بها * سعر الإغلاق)}}{\text{القيمة الدفترية للأصول}}$$

يشير ارتفاع هذه النسبة إلى أن المؤسسة لديها العديد من الفرص الاستثمارية المتعلقة بالأصول الثابتة الموجودة في المؤسسة.

- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأموال الخاصة: تقيس هذه النسبة مزيجاً من التدفقات النقدية المتولدة من الفرص الاستثمارية المستقبلية والأصول الثابتة. وتحسب كما يلي:

$$\frac{\text{عدد الأسهم المكتتب بها سعر الإغلاق}}{\text{القيمة الدفترية للأموال الخاصة}}$$

- نسبة الربح إلى السعر: قام (Gul, 1999) بحساب النسبة على النحو الآتي:

$$\frac{\text{العائد للسهم الواحد}}{\text{سعر الإغلاق للسهم}}$$

إذ أن زيادة هذه النسبة تشير إلى أن نسبة كبرى من قيمة الأسهم تعود إلى الأصول الثابتة والمتعلقة بالفرص الاستثمارية.

كما يمكن قياس الفرص الاستثمارية كذلك من خلال النسب التالية¹⁸:

- نسبة نمو إجمالي الأصول: وتقاس من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{\text{اجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية - إجمالي الأصول الثابتة في بداية الفترة المالية}}{\text{إجمالي الأصول الثابتة في بداية السنة}}$$

- نسبة نمو الأصول الثابتة للمؤسسة: حيث تعبر هذه النسبة على قيمة الاستثمار في الأصول الثابتة لأية سنة مالية ويتم قياسها من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{\text{اجمالي الأصول الثابتة في نهاية السنة - إجمالي الأصول الثابتة في بداية السنة}}{\text{إجمالي الأصول الثابتة في بداية السنة}}$$

- نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة: وتعبر هذه النسبة عن مدى قدرة الأصول الثابتة من توليد تدفقات نقدية ثابتة ويمكن التعبير عن هذه النسبة بالمعادلة التالية:

1-3- العلاقة بين الفرص الاستثمارية وهيكل رأس المال

عادة ما تلجأ المؤسسات إلى الاقتراض لتمويل استثمارات لا يمكن تنفيذها من الأموال الخاصة بسبب ارتفاع تكلفتها، وإن الجمع بين الأموال الخاصة والاقتراض من شأنه أن يرفع من تكلفة الوكالة، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمؤسسات التي تتسم بالنمو، نظرا لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات، ولما كانت تكلفة الوكالة تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية¹⁹، وهذا ما أكدته دراسة (Myers, 1977) التي حاول من خلالها تفسير نوع العلاقة بين الفرص الاستثمارية والتمويل بالدين، حيث توصلت هذه الدراسة أن المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة تستخدم كمية أقل من الدين طويل الأجل، وذلك للتقليل من تكاليف الوكالة، حيث يفضل حملة الأسهم لهذه المؤسسات الاستفادة من هذه الفرص بدلا من أن يذهب جزء كبير من عوائدها للدائنين، إضافة إلى ذلك ووفقا لنظرية الإشارة فإن المؤسسات التي تتوقع من مشروعاتها المستقبلية أن تولد صافي قيمة حالية موجبة لا تستخدم كل الدين المتاح لها حاليا. وإنما تترك جزءا لتمويل هذه المشروعات²⁰.

وعلى العكس من ذلك نجد تيار آخر يعزز وجود علاقة طردية بين الفرص الاستثمارية ومستوى الاقتراض في المؤسسة، حيث يشير Riely إلى أن معدل نمو المؤسسة يؤثر بشكل جوهري في تحديد قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية، ومن ثم يحدد نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال. كما يرى Baughn and Walker أن زيادة نمو المؤسسة سوف يؤثر على حجم التمويل المطلوب، وهو ما يؤثر على نسبة الاقتراض. وقد يكون لذلك ما يبرره، إذ أن النمو قد يتيح للمؤسسة فرصة أكبر في الحصول على القروض، نظرا لأن النمو قد يسهم في زيادة قدرة المؤسسة على خدمة الدين²¹.

المحور الثاني : الدراسة التطبيقية

1- منهجية الدراسة:

1-1- مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي والبالغ عددها 42 مؤسسة سنة 2020 (انظر الرابط <http://www.argaam.com>) ، حيث تم الاحتفاظ فقط بعينة تقدر بـ35 مؤسسة استطعنا من خلالها الحصول على بيانات متصلة تغطي

المدى المحدد للدراسة 2014-2018، بالإضافة الى استخراج البيانات الخاصة بالدراسة يدويا من قوائمها المالية المنشورة سنويا على مدار فترة الدراسة المقدرة بـ 05 سنوات، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data حيث أن هذه الطريقة هي أكثر كفاءة باعتبارها تأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن والعوامل الفردية في نفس الوقت في تقدير معادلة الانحدار، كما تم الاعتماد على برنامج التحليل R.Studio لإجراء مختلف الاختبارات وتقدير نموذج الدراسة

1-2-2- المتغيرات الدراسة: يتضمن نموذج الدراسة ثلاثة أنواع من المتغيرات نبرزها فيما يلي:

1-2-1- المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في هيكل رأس المال، وهناك عدة مؤشرات لقياس هذا المتغير، وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على الرفع المالي مقاسا بـ

$$\frac{\text{الديون طويلة الاجل}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الرفع المالي (LEV)}$$

وقد تم اعتماد هذا المقياس في كل من دراسة (2020) Asmaa El Hadidi & Demyana Nathan²²، (2020) Amani Hussein²³.

1-2-2- المتغيرات المستقلة:

- الفرص الاستثمارية: يمكن التعبير عن فرص النمو المتوقعة للمؤسسة بعدة مؤشرات مثل نسبة النمو في مجموع الأصول، نسبة النمو في المبيعات، نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية للأصول، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية، وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على:

- نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة:

$$\frac{\text{التدفقات النقدية التشغيلية خلال السنة الحالية}}{\text{صافي الأصول الثابتة للسنة السابقة}} = \text{نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة (CFA)}$$

وقد تم اعتماد هذا المقياس في كل من دراسة سويدان واخرون (2015)²⁴.

- نسبة نمو الأصول الثابتة:

$$\frac{\text{صافي الأصول الثابتة للسنة الحالية} - \text{صافي الأصول الثابتة للسنة السابقة}}{\text{صافي الأصول الثابتة للسنة السابقة}} = \text{نسبة نمو الأصول الثابتة (GFA)}$$

وقد تم اعتماد هذا المقياس في دراسة سويدان وآخرون (2015)، و وليد زهير أبو شعبان (2017).

- 1-2-3- المتغيرات الضابطة:** وهي متغيرات أخرى تضاف إلى النموذج والتي يحتمل أن يكون لها تأثير على خلق القيمة، وقد تم الاعتماد على أربعة متغيرات بغرض الوصول لأكبر عدد ممكن من المتغيرات المفصلة للتغيرات التي تطرأ على خلق القيمة في المؤسسات الاقتصادية، والتي تمثلت في:
- **الحجم (SIZE):** يتم التعبير عن حجم المؤسسة بعدة مقاييس مثل حجم المبيعات، مجموع الأصول، عدد العمال، وسنعمد في دراستنا على اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول والذي تم اعتماده في كل من دراسة (2005) Fagher & al²⁵ و (2002) NiKolas²⁶.
 - **المخاطرة التشغيلية:** تم اعتماد المقياس التالي:

$$\frac{\text{الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية}}{\text{اجمالي الأصول}} = \text{المخاطرة التشغيلية (RISK)}$$

- **الربحية (PROF):** تحسب انطلاقا من قسمة الربح الصافي على الأموال الخاصة، وقد تم استخدام هذا المقياس في دراسة كل من بن الضب (2009)²⁷ و ضيف (2015)²⁸.

2- نموذج الدراسة:

تهدف الدراسة لاختبار تأثير الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال لمؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2014-2018)، بالإضافة لاختبار تأثير بعض العوامل مثل: المخاطرة التشغيلية، الربحية والحجم على هيكل رأس مال المؤسسات، بتعبير آخر، فإن هيكل رأس المال بالمؤسسات محل الدراسة هي دالة تابعة لعدد من المحددات والتي تنقسم في هذه الدراسة إلى نوعين: متغير مستقل متمثل في الفرص الاستثمارية معبرا عنه بمعدل نمو الأصول الثابتة GFA ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة CFA ومتغيرات ضابطة (المخاطرة التشغيلية RISK، الربحية PROF، الحجم SIZE)، بحيث تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد التالي في إطار البيانات الزمنية المقطعية (Panel data):

$$LEV = \alpha_i + \beta_1 CFA_{it} + \beta_2 GFA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 RISK_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \varepsilon_{it}$$

بحيث:

i: تمثل مجموع المؤسسات المشكّلة لعينة الدراسة (35 مؤسسة)؛

t: الفترة الزمنية (5 سنوات)؛

معاملات الانحدار للمتغيرات المفسرة؛ $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$

α_i : ثابت ويمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المفسرة تساوي 0؛

ε_{it} : قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t .

3- نتائج الدراسة:

3-1- مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

يمكن تلخيص نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة في الجدول الموالي :

جدول رقم (01): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Correlation	LEV	GFA	CFA	RISK	PROF	SIZE
LEV	1					
GFA	0.076407	1				
CFA	-0.162619	-0.093384	1			
RISK	0.104339	-0.007237	-0.007357	1		
PROF	-0.016402	0.039187	0.231390	0.005607	1	
SIZE	0.18675	0.081359	0.169493	-0.092865	0.2326	1

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews10.

من خلال الجدول رقم (01) نلاحظ أن مصفوفة الارتباط أظهرت وجود علاقات ارتباط بين متغيرات الدراسة، كما نلاحظ أنه لا توجد مشكلة ارتباط بين المتغيرات محل الدراسة حيث كانت أعلى قيمة 0.232681 (أي تقريبا ما نسبته 23.27%) وهي نسبة مقبولة تدل على عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة.

3-2- تقدير معاملات نموذج الدراسة

لقد تم استخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data من خلال تطبيق ثلاث نماذج هي: نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model، نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model، حيث جاءت النتائج

كما يلي :

الجدول 02: "تقدير معلمات نموذج الدراسة"

Dependent variable: <i>LEV</i>			
	PRM	FEM	REM
CFA	-0.1580780*	-0.0601054	-0.0684194
Prob	(0,03490)	(0,19986)	(0,1617539)
GFA	0.0128082	0.0157916*	0.0149570
Prob	(0 ;45273)	(0,02213)	(0,398905)
RISK	0.0122471	--0.0290005***	-0.0095814 *
Prob	(0,15420)	(1,79e ⁻⁰⁵)	(0,0849260)
PROF	0.0046388	-0.0187472	-0.0107075
Prob	(0,92374)	(0,50273)	(0,7163180)
SIZE	0.0068132	-0.1606128***	-0.0353859*
Prob	(0;52082)	(1,339e ⁻⁰⁶)	(0,0463902)
Constant	0,190417**	0,324813***	0,5452495***
Prob	(0,03653)	(0,0000)	(0,00043)
Observations	175	175	175
R ²	0.043604	0.20348	0.064104
Adjusted R ²	0.015308	-0.026623	0.036414
F Statistic	1.54102	6.89755*	11.5755**
	p-value: 0.17960	p-value: 9.1708e ⁻⁰⁶	p-value: 0.04109
Note: * p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01			

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

(PRM نموذج الانحدار التجميعي، FEM نموذج الآثار الثابتة، REM نموذج الآثار العشوائية)

3-3- اختيار النموذج الملائم للدراسة

لغرض اختيار النموذج الأمثل للدراسة، سنقوم بالمفاضلة بين نماذج البانل الثلاثة الرئيسية وهي نموذج الانحدار التجميعي PRM، نموذج الآثار الثابتة FEM ونموذج الآثار العشوائية REM.

من أجل المقاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار الثابتة FEM سنستخدم على اختبار Ficher (F) حيث إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر أو تساوي قيمة F الجدولية أو إذا كانت قيمة P-Value أقل أو يساوي 0,05 فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل، أما فيما يخص المقاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار العشوائية REM فنستخدم على اختبار Breusch –Pagan الذي اقترحه Breusch و Pagan سنة 1980 (والذي يعتمد على مضاعف لاغرونج L.M)، وحسب هذا الاختيار فإنه إذا كانت قيمة L.M المحسوبة أكبر من قيمة كاي تربيع عند درجة حرية واحدة فإننا نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة، كما يمكن أيضا رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل إذا كانت قيمة P-Value أقل من 0,05 ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة، في حين نستخدم اختبار Hausman من أجل المقاضلة بين نموذج الآثار الثابتة FEM ونموذج الآثار العشوائية REM حيث تكون فرضية العدم والفرضية البديلة على النحو التالي:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم

حيث أنه إذا كانت القيمة الاحتمالية لاختبار Hausman أقل من 0,05 فإننا نقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل، والجدول الموالي يلخص لنا هذه الاختبارات:

الجدول 03: "المفاضلة بين النماذج REM، FEM، PEM"

القرار	الاحصائية				الاختبار
	P(Value)	Df ₂	Df ₁	F	F-test
نموذج الآثار الثابتة FEM أفضل من نموذج الانحدار التجميعي PRM	$2,2 \times 10^{-16}$	135	34	16,583	
نموذج الانحدار التجميعي PRM أفضل من نموذج الآثار العشوائية REM	p-value	Df		chisq	Breusch – Pagan
	0.3378	1		320692	

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال

بن عيشة / نجار

من خلال النتائج الواردة في الجدول 03 نلاحظ أن القيمة الاحصائية لاختبار فيشر $P(\text{Value}) = 2,2 \times 10^{-16}$ وهي أقل من 0,05 وعليه فإننا نقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة مقارنة بنموذج الانحدار التجميعي، أما بالنسبة لاختبار Breusch –Pagan فقد بلغت قيمة $P\text{-Value}=0,3378$ وهي أكبر من 0,05 وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو المناسب مقارنة بنموذج الآثار العشوائية .

3-3-1- الاختبارات الاحصائية والقياسية للنموذج المختار (نموذج الآثار الثابتة)

بعد تحديد النموذج المناسب لتفسير بيانات الدراسة وهو نموذج الآثار الثابتة، نتقل الآن للتحقق من صلاحية النموذج من الناحية الاحصائية والقياسية.

• اختبار المعنوية الكلية للنموذج

من نتائج الجدول 02 نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة هي علاقة متوسطة حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0,20348$ أي أن المتغيرات المعتمدة في النموذج تفسر ما مقداره 20% من التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة والمعبر عنه بالرفع المالي (LEV) والباقي تفسره عوامل أخرى، كما أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة حيث بلغت قيمة $P(\text{value}) = 9.1708 \times 10^{-6}$ وهي أقل من 0,05.

3-3-2- اختبار صلاحية النموذج من الناحية القياسية

• اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

من أجل التأكد من عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي للأخطاء سنقوم بإجراء اختبار D.W حيث كانت النتائج كما يلي:

الجدول 04: "اختبار D.W"

D W	P(value)
2.0194	0.604

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الإحصائية لـ DW تساوي 2.0194 وهي تقع في المجال [1,704 : 2,296] وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

• اختبار تجانس التباين

في خطوة أخيرة ومن أجل التأكد من تجانس التباين سنقوم بإجراء اختبار Breusch -Pagan test، حيث نقبل فرضية العدم التي تنص على تجانس تباين الأخطاء العشوائية إذا كانت قيمة P(value) أكبر من 0,05، في حين نقبل الفرضية البديلة أي عدم وجود تجانس إذا كانت قيمة P(value) أقل من 0,05، بعد إجراء الاختبار كانت النتائج كما يلي:

الجدول 05: "اختبار تجانس التباين"

BP	Df	p-value
6.2837	5	0.2796

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة p-value هي أكبر من 0,05 وبالتالي ليست هناك مشكلة عدم تجانس التباين في نموذج الدراسة،

4-مناقشة نتائج الدراسة:

● **معدل نمو الأصول الثابتة (GFA):** تشير نتائج النموذج القياسي الموضحة في الجدول رقم (02) إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للفرص الاستثمارية معبرا عنها بمعدل نمو الأصول الثابتة (GFA) على هيكل رأس المال معبرا عنه بالرفع المالي، مما يعني أن ارتفاع الفرص الاستثمارية بوحدة واحدة سيؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي أصول المؤسسات محل الدراسة بما قيمته (0.0157916)، تفسير هذه النتيجة أن ارتفاع معدل نمو الأصول الثابتة يعطي ضمان لقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المستقبلية مما يمنحها ثقة من طرف المقرضين، وبالتالي تستغل هذه الثقة في الحصول على ما يلزمها من القروض، هذه الأخيرة التي تعتبر ذات تكلفة منخفضة لاستفادتها من ميزة الوفر الضريبي على عكس الأموال الخاصة التي تعتبر ذات تكلفة مرتفعة. تتوافق هذه النتيجة أيضا مع الطرح النظري الذي ينص على أن المؤسسة التي يتضمن هيكل أصولها على نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى استخدام نسبة كبيرة من القروض طويلة الأجل ضمن هيكلها المالي، وهذا وفقا لمبدأ التغطية في التمويل الذي يشير إلى ضرورة تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل دائمة، وعليه ترتفع نسبة التمويل بالقروض طويلة الأجل كلما زادت نسبة الأصول الثابتة. كما أن هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Faris Al Shubiri, 2010)²⁹، إلا أنها تتناقض مع دراسة (ميشيل سعيد سويدان

وآخرون، 2015)³⁰، (وليد زهير أبو شعبان، 2017)³¹ التي توصلت إلى أن متغير نمو الأصول الثابتة غير مهم إحصائياً في تفسير الفروق في هيكل رأس المال.

■ **التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة (CFA):** تشير نتائج النموذج القياسي الموضحة في الجدول رقم (02) إلى وجود أثر سلبي غير دال إحصائياً للفرص الاستثمارية معبراً عنها بنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة (CFA) على هيكل رأس المال معبراً عنه بالرفع المالي، مما يعني أن التغيرات الحاصلة في نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة لا تفسر التغير الذي يحدث في هيكل رأس المال مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي، وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه كل من دراسة (Amarjit Gill & El, 2009)³²، (Kibrom Mehri Fisseha, 2010)³³، (أشرف عادل محمود إسماعيل، 2016) و(حركاتي نبيل، 2018)³⁴، وتتعارض هذه النتيجة مع دراسة (ميشيل سعيد سويدان وآخرون، 2015) التي توصلت إلى وجود أثر سلبي دال إحصائياً للفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال.

■ **المخاطر التشغيلية (RISK):** تشير النتائج المتحصل عليها في النموذج القياسي والموضحة في الجدول رقم (02) إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للمخاطر التشغيلية (RISK) على هيكل رأس المال معبراً عنه بالرفع المالي، مما يعني أن زيادة المخاطر التشغيلية بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض طويلة الأجل إلى إجمالي أصول المؤسسات محل الدراسة بـ (0.0290005)، تعود هذه النتيجة إلى أن ارتفاع المخاطر التشغيلية يدفع المؤسسات إلى تقليل اعتمادها على القروض طويلة الأجل ضمن هيكلها المالي والاعتماد أكثر على أموالها الخاصة تفادياً لمخاطر ارتفاع احتمال الإخفاق المالي في سداد التزاماتها اتجاه المقرضين وحدوث الإفلاس، كما ترى النظرية التوازنية (TOT) أن المؤسسة ذات التقلب الكبير في الأرباح معرضة لاحتمالات مرتفعة للإفلاس، لذا يتوقع أن يتضمن هيكل رأسمالها على مستوى أقل من الديون.

■ **الربحية (PROF):** تشير النتائج المتحصل عليها في النموذج القياسي والموضحة في الجدول رقم (02) إلى وجود أثر سلبي غير دال إحصائياً للربحية (PROF) على هيكل رأس المال معبراً عنه بالرفع المالي، مما يعني أن التغيرات التي تحدث على مستوى ربحية المؤسسات لن تؤثر على نسبة القروض طويلة الأجل إلى إجمالي أصول المؤسسات محل الدراسة، تتناقض هذه النتيجة مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي تشير إلى أن المؤسسات التي تحقق ربحية مرتفعة تتاح لها فرصة احتجاز الأرباح وبالتالي تكون قادرة على تمويل ذاتها من خلال الأرباح المحتجزة مما يقلل من

لجوها إلى الاستدانة، كما تتناقض مع دراسة (Amarjit Gill & El, 2009)، Husni (Ali Khrawish And Ali Husni Khraiwesh, 2010)³⁵، إلا أن هذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (أشرف عادل محمود إسماعيل، 2016)³⁶ ودراسة (حركاتي نبيل، 2018).

■ **حجم المؤسسة (SIZE):** تشير النتائج المتحصل عليها في النموذج القياسي والموضحة في الجدول رقم (02) إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لحجم المؤسسة (SIZE) معبرا عنه باللوغاريتم إجمالي الأصول وهيكل رأس المال معبرا عنها بالرفع المالي، مما يعني أن زيادة حجم الأصول بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض طويلة الأجل إلى إجمالي أصول المؤسسات محل الدراسة بـ **(0.1606128)**، وتفسير ذلك أن المؤسسات كبيرة الحجم تنطوي على نسبة أقل من عدم تماثل المعلومات والذي يؤثر على تقييم الأسهم ويمنع التقييم المنخفض، مما يدفعها إلى التمويل بالأموال الخاصة عوض اللجوء إلى الاستدانة، تتوافق هذه النتيجة مع دراسة (أشرف عادل محمود إسماعيل، 2016)³⁷ و(حركاتي نبيل، 2018)، وتعارض مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة كل من (Faris Al Shubiri, 2010)، (Husni Ali Khrawish)، و (And Ali Husni Khraiwesh, 2010) و (Amarjit Gill & El, 2009).

خاتمة

حاولت الدراسة تحليل أثر الفرص الاستثمارية باعتبارها أحد أهم العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال في المؤسسة وذلك من خلال دراسة قياسية شملت 35 مؤسسة مدرجة في السوق المالي السعودي للفترة (2014-2018). ومن خلال نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات اعتمادا على البيانات المقطعية توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

■ بينت النتائج أن المتغيرات المعتمدة في الدراسة والمتمثلة في نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة (CFA)، نمو الأصول الثابتة (GFA)، المخاطرة التشغيلية، الربحية والحجم، لها قدرة تفسيرية لهيكل رأس المال مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي، حيث بلغ معامل $R^2=0.20348$.

■ أوضحت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين معدل نمو الأصول الثابتة GFA وهيكل رأس المال معبرا عنها بالرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة، مما يدل على أنه كلما ارتفع معدل نمو الأصول الثابتة ازداد الاعتماد على القروض طويلة الأجل ضمن هيكل رأس مال مؤسسات قطاع

أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال

بن عيشة / نجار

المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي، وهذا راجع إلى الثقة التي تمنحها لها الجهات المقرضة نتيجة زيادة قدرتها على سداد التزاماتها؛

■ بينت النتائج عدم وجود أثر لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة CFA على هيكل رأس المال معبرا عنه بالرفع المالي بالمؤسسات محل الدراسة وبالتالي فإن التغيرات التي تحدث في نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأصول الثابتة ليس لها أثر في تفسير التغيرات التي تحدث في تركيبة هيكل رأس مال مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي ؛

■ بينت نتائج الدراسة وجود أثر سلمي ذو دلالة إحصائية بين المخاطر التشغيلية وهيكل رأس المال معبرا عنه بالرفع المالي لمؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي ، وهو ما يدل على أن مؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي تخشى من التعثر المالي وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها نتيجة ارتفاع المخاطر التشغيلية، لدى تفضل في هذه الحالة الاعتماد على أموالها الخاصة عوض اللجوء إلى الاستدانة؛

■ أوضحت النتائج أيضا عدم وجود أثر للربحية على هيكل رأس المال ممثلا بالرفع المالي لمؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة وبالتالي فإن التغيرات التي تحدث في الربحية ليس لها أثر في تفسير التغيرات التي تحدث في هيكل رأس مال المؤسسات محل الدراسة؛

■ أخيرا، بينت النتائج وجود أثر سلمي ذو دلالة إحصائية لحجم المؤسسة على هيكل رأس المال ممثلا بالرفع المالي لمؤسسات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي ، إذ ينظر للحجم على أنه مقياس عكسي للمعلومات التي تكشفها المؤسسة للمستثمرين الخارجيين.

اقتراحات: من خلال النتائج التي تم التوصل إليها يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

■ على المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة استغلال نمو أصولها من خلال الاعتماد على الديون ضمن هيكل رأسمالها بما يضمن استفادتها من مزايا الرفع المالي، لكن دون المبالغة في ذلك حتى لا تقع في حالة عدم القدرة على سداد هذه الديون وبما قد يهدد استقلالها المالي؛

■ ضرورة اهتمام المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة بنمو وتنوع أصولها الثابتة لتعزيز ثقة المقرضين في منح قروضها نظرا لكونها ضمانا للوفاء بالدين؛

■ محاولة إجراء دراسات أخرى تبحث في العوامل التي تؤثر وتفسر التغيرات الحادثة في هيكل رأس مال المؤسسات محل الدراسة.

¹ Amarudin, M. Adam, U. Hamdan, A. Hanafi, **Effect of Growth Opportunity, Corporate Tax, and Profitability toward Value of Firm through Capital Structure (Listed Manufacturing Companies of Indonesia)**, Journal of corporate finance, Vol 23, No 5, 2019, PP 18–29.

² Vahid Taghizadeh Khanqah, Lida Ahmadnia, **The Impact of Capital Structure on Liquidity and Investment Growth Opportunity in Tehran Stock Exchange**, Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol 3, No 4, 2013, PP 463-470.

³ Hayat M. Awan, M. Ishaq Bhatti, Raza Ali, Azeem Qureshi, **How growth opportunities are related to corporate leverage decisions?**, Investment Management and Financial Innovations, Vol 7, No 1, 2010, PP 90–97.

⁴ Pablo de Andrés Alonso , Félix J. López Iturriaga & Juan A. Rodríguez Sanz, **Financial decisions and growth opportunities: a Spanish firm's panel data analysis**, Applied Financial Economics, No 15, 2005, PP 391-407.

⁵ محال فريد مصطفى، محمد صالح الحناوي، "الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الاعمال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 302.

⁶ صبيحة قاسم هاشم، "نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة - بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، 2015، ص 66.

⁷ بوريدة غنية، "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب"، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012، ص ص 21-22.

⁸ عبد الحليم كراجة، ياسر السكران، علي ربابعة، "الإدارة والتحليل المالي: أسس، مفاهيم، تطبيقات"، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 112.

⁹ خالد الراوي، نضال محمود الرحيمي، عبد الله بركات، "نظرية التمويل الدولي"، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2002.

¹⁰ محمد عبد الله شاهين محمد، "سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية"، الطبعة الأولى، دار حميثا للنشر والترجمة، 2017، ص 93.

¹¹ حمادة أمينة، "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة 2010-2016"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2018/2017، ص 44.

¹² فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2013، ص ص 84-85.

¹³ غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال - دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، 2011، ص 370.

¹⁴ Marheni Linkage, **Investment Opportunity Set (IOS) with Financial Policy in Growing Companies in Indonesia Stock Exchange (BEI)**, Integrated Journal of Business and Economics, 2019, pp84-87 .

¹⁵ ميشيل سعيد سويدان، ديماء وليد حنا الرضي، طارق محمد هيثم عواد، "أثر الفرص الاستثمارية على هيكل رأس المال دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، المجلة العربية للإدارة، المجلد 35، العدد 01، 2015، ص 266.

¹⁶ Tim Adam, Vidhan K. Goyal, **The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables**, Journal of Financial Research, vol 31, No 1, 2008, PP :41-63, P:45.

¹⁷ ميشيل سعيد سويدان، ديماء وليد حنا الرضي، طارق محمد هيثم عواد، مرجع سبق ذكره، ص 267.

¹⁸ وليد زهير أبو شعبان، مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2017، ص 59.

¹⁹ سعيد حمادي، بلال شيخي، العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية حالة القطاع الخاص الصناعي للفترة 2016-2018، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 07، العدد 01، 2020، ص 141.

²⁰ ميشيل سعيد سويدان، ديماء وليد حنا الرضي، طارق محمد هيثم عواد، مرجع سبق ذكره، ص 267.

²¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الجزائر، 2006، ص 413.

²² Demyana Nathan, Asmaa El Hadidi, **Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from a Transition Country**, Alexandria Journal of Accounting Research, Vol 4, 2020.

²³ Amani Hussein, **the influence of capital structure on company performance: evidence from egypt**, Corporate Ownership & Control, Vol 18, 2020.

²⁴ ميشيل سعيد سويدان، ديماء وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص 274.

²⁵ Fakher Buferna, Iynn Hodgkinson, Kenbata Bangassa, **Determinants of Capital Structure Evidence from Libya**, 2005, P17, <https://www.researchgate.net/publication/238498700>.

²⁶ NIKOLAOS. E, **Profit margin and capital structure en empirical relationship**, Journal of applied business research, Vol 18, No 2, 2002.

²⁷ بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في

البورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.

²⁸ ضيف ياسين، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق

المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015.

²⁹ Faris AL- Shubiri, **Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies**, An-Najah Univ. J. of Res. (Humanities), Vol. 24, No 8, 2010.

³⁰ ميشيل سعيد سويدان، ديماء وليد حنا الرضي، طارق محمد هيثم عواد، مرجع سبق ذكره.

³¹ وليد زهير أبو شعبان، مرجع سبق ذكره.

³² Amarjit Gill, Nahum Biger, Chenping Pai, Smita Bhutani, **The Determinants of Capital Structure in the Service Industry: Evidence from United States**, The Open Business Journal, VOL 2, 2009, PP: 48-53

³³ Kibrom Mehari Fisseha, **THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE Evidence from Commercial Banks in Ethiopia**, for the partial fulfillment of the degree of Master of Finance and Investment, Department of Accounting and Finance, College of Business and Economics, 2010.

³⁴ حرکاتی نبیل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة

2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 18، 2018.

³⁵ Husni Ali Khrawish and Ali Husni Ali Khraiwesh , **The Determinants of the Capital Structure:**

Evidence from Jordanian Industrial Companies, JKAU: Econ and Adm., Vol. 24 No. 1, pp: 173-196.

³⁶ أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في

سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الأزهر، غزة، 2016.

³⁷ أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في

سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الأزهر، غزة، 2016.