

The effect of the financing structure on the return on the market share in Saudi companies: An Empirical Study

Fatimah Mohammad Asiri

Ibn Rushd college for Management Sciences || Abha || KSA

Abstract: The study aimed to identify the influence of the financing structure on the return of the market share in Saudi corporations / companies. The study applied the descriptive analytical approach, and the study population consisted of some joint stock companies in the Saudi stock market, where the study sample consisted of (75) companies in five productive sectors where concentration was made on the following sectors: (basic materials, long-term commodities, energy, food production, capital goods). Method of the comprehensive survey was used for all companies. The data was analyzed using the Panel Data method through the STATA program.

The study concluded several findings, the most important of which are that short-term debt (liabilities) have a negative impact on the return on the market share, as increasing short debts (liabilities) lead to a decrease in the return on the market share, and that long-term debt (liabilities) have no effect on the return on the market share, and equity has a negative impact on the return on the market share, as the increase in financing through equity leads to a decrease in the return on the market share.

The study recommended the necessity of diversification between sources of financing and not limited to debt and long & short-term liabilities only. It also recommended conducting such a study on other sectors or conducting it on the whole market which may result in improving results, and also recommends expanding the time period more than five years, which may lead to improve results.

Keywords: financing structure - equity - return of the market share.

أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية

فاطمة محمد عسيري

كلية ابن رشد للعلوم الإدارية || أبها || المملكة العربية السعودية

الملخص: هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر الهيكل التمويلي على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية، وتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وتكون مجتمع الدراسة من بعض شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية السعودي، حيث تكونت عينة الدراسة من (75) شركة في خمس قطاعات انتاجية حيث تم التركيز على القطاعات التالية: (المواد الأساسية، السلع طويلة الأجل، الطاقة، انتاج الأغذية، السلع الرأسمالية)، وتم استخدام أسلوب المسح الشامل لكافة الشركات. وتم تحليل البيانات باستخدام أسلوب Panal Data من خلال البرنامج الإحصائي STATA.

تم التوصل إلى عدة نتائج أهمها: أن الديون (الالتزامات) قصيرة الاجل لها تأثير سلبي على عائد السهم السوقي، حيث إن زيادة الديون (الالتزامات) قصيرة يؤدي إلى انخفاض عائد السهم السوقي، وأن الديون (الالتزامات) طويلة الاجل ليس لها تأثير على عائد السهم

السوقي، كما أن حقوق الملكية له تأثير سلبي على عائد السهم السوقي حيث أن زيادة التمويل عن طريق حقوق الملكية يؤدي إلى انخفاض عائد السهم السوقي.

وأوصت الدراسة بضرورة التنوع بين مصادر التمويل وليس الاقتصر على الديون والالتزامات طويلة وقصيرة الأجل فقط، كما أوصت بإجراء مثل هذه الدراسة على قطاعات أخرى أو اجرائها على السوق كاملاً مما قد يترتب عليه تحسين النتائج، وكذلك توصي بتوسيع الفترة الزمنية أكثر من خمس سنوات مما قد يؤدي إلى تحسين النتائج.

الكلمات المفتاحية: الهيكل التمويلي - حقوق الملكية - عائد السهم السوقي.

المقدمة

يلعب هيكل التمويل دوراً متزايداً في مجال الإدارة المالية من خلال تأثيره وارتباطه بأهداف الإدارة المالية المتعلقة بتعظيم الربح أو تعظيم القيمة السوقية للسهم وذلك لتعظيم ثروة أصحاب المنشأة وهو الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه معظم الشركات. (ناصر والبدران، 2014: 1)

ولأن تعظيم الثروة لا يحدث إلا من خلال الأموال وتوافرها بشكل كبير للدخول في المشاريع الكبيرة مما يزيد من ثروة الملاك وفي ظل الندرة النسبية للأموال خاصة في الدول الأقل تقدماً تعد مهمة توفير الأموال اللازمة للشركة من المهام الصعبة أمام إدارة الشركات، وبعد قرار تكوين المزيج المناسب لهيكل التمويل في الشركات من القرارات الدقيقة، مما يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة وعلى ربحيتها وسيولتها ويتعلق القرار بتحديد مصدر التمويل ونسبة التمويل من كل مصدر. (أبو شمالة وآخرون، 2017: 2)

ويقوم هيكل التمويل بدور هام في معالجة المشاكل المالية التي تعيق عمل شركات المساهمة، وذلك أن التمويل هو ليس فقط إيجاد المال اللازم لبداية الشركة بل هو توفير المال اللازم لاستمرارية واستقرار الشركة مع ضمان تقليل التكلفة وتعظيم الربحية لأقصى حد ممكن، كما ويشير الواقع إلى أنه يتم تطوير نظريات هيكل التمويل في إطار الشركة الواحدة وتجاهل كثافة المنافسة بين الشركات في أسواق الإنتاج، لأن النظريات تفترض بشكل ضمني أنه من خلال اختيار الهيكل التمويلي بشكل استراتيجي، تستطيع الشركات تعزيز مراكزها التنافسية في أسواق الإنتاج تلقائياً. (الأحمر، 2018: 3)

ونظراً للأهمية الكبيرة والبالغة لهيكل التمويل في الشركات فقد قامت العديد من الدراسات مثل دراسة (مسرح، 2018) ودراسة (امهلل، 2015) بمناقشة تأثيره على العديد من المتغيرات مثل الأداء المالي، والربحية لتلك الشركات، كما توصل العديد من الباحثين إلى أنه يعكس مدى قوة واستمرار عمل الشركات ونجاحها، هذا بالإضافة إلى أن هيكل التمويل قد نال اهتماماً بالغاً على نطاق واسع منذ عام 1932، حيث يلعب دوراً كبيراً في تحقيق أهداف الشركات وثروة الملاك والمساهمين وتحقيق الانضباط في تعظيم الأرباح، لذلك جاءت هذه الدراسة لدراسة أثر هيكل التمويل على عائد السهم في الشركات السعودية.

مشكلة الدراسة:

إن ما فرضته المنافسة اليوم والتقدم والتطور التكنولوجي المتلاحق في عالم الأعمال من تحديات كبيرة، خصوصاً بعد التغيرات المعقدة التي فرضتها اتفاقيات تحرير التجارة العالمية، وعودة الأسواق وما نتج عن ذلك من انفتاح الأسواق العالمية أمام السلع والخدمات المختلفة مما يتطلب من الشركات التركيز على أهمية الإدراك السليم لهذه التحديات، والتقدير الصحيح والواقعي لفرص التعامل معها، فمسألة بقاء الشركة والمحافظة على نموها أصبحت صعبة وحرجة وتستدعي تضافر الجهود وتناسقها على مختلف المستويات. وبالتالي فإن مشكلة الدراسة تكمن في التعرف على طبيعة أثر الهيكل التمويلي على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية.

أسئلة الدراسة:

تتلخص مشكلة الدراسة في السؤال الرئيس التالي:

ما أثر الهيكل التمويلي على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية؟
ويتفرع منه الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- ما أثر الديون (الالتزامات) قصيرة الأجل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية؟
- 2- ما أثر الديون (الالتزامات) طويلة الأجل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية؟
- 3- ما أثر حقوق الملكية على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية؟

فرضيات الدراسة:

تتمثل فرضيات الدراسة فيما يلي:

1. يوجد أثر ذو دلالة احصائية للديون (الالتزامات) قصيرة الأجل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية.
2. يوجد أثر ذو دلالة احصائية للديون (الالتزامات) طويلة الأجل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية.
3. يوجد أثر ذو دلالة احصائية لحقوق الملكية على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية.

أهداف الدراسة:

- تهدف الدراسة وبشكل أساسي إلى معرفة أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في شركات المساهمة السعودية، ويندرج تحت هذا الهدف مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:
- 1- الكشف عن أثر الديون (الالتزامات) قصيرة الأجل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية.
 - 2- بيان أثر الديون (الالتزامات) طويلة الأجل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية.
 - 3- توضيح أثر حقوق الملكية على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية.

أهمية الدراسة:

- تتمثل أهمية الدراسة في توضيح الهيكل التمويلي والذي يعتبر أحد العوامل الأساسية لتكوين أموال الشركات التي تعتمد على التمويل بالدين أو التمويل بالملكية كما أن هذه الدراسة تساعد متخذ القرارات التي من شأنها تصحيح مسار المديونية لدى الشركات
- إضافة إلى أن تحليل أثر الهيكل التمويلي على عائد السهم السوقي في شركات المساهمة يوفر معلومات مهمة للحكم على كفاءة الشركة المالية ويعطي صورة واضحة للمستثمرين فيها وعن وضعها المالي الحالي، ويوفر للعملاء مؤشراً لضمان حصصهم في الأسهم وكيفية نموها وبذلك يرتفع مستوى المنافسة بين الشركات.

2- الإطار النظري والدراسات السابقة:

مفهوم الهيكل التمويلي:

يشير هيكل التمويل إلى العلاقة بين مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل، حيث يُعد الهيكل التمويلي قراراً مهماً للإدارة المالية لارتباطه ارتباطاً وثيقاً بقيمة الشركة وتأثيره الواضح عليها، ويتنوع الهيكل

التمويلي من حيث التمويل الدائم المتمثل بالديون طويلة الاجل والتمويل المؤقت ويتمثل بالديون قصيرة الأجل وحقوق الملكية وحقوق المساهمين. (Paramasivan & Subramanian, 2009: 46)

ومن أهم العوامل والمحددات التي تؤثر على هيكل التمويل بنطاق واسع هو خصائص الأسهم من حيث القيمة الإسمية والقيمة السوقية، وعمر السهم ومعدل الفائدة على السهم، وعدد مرات اضافة الفائدة في السنة وغيرها من الخصائص التي تساعد على جذب المستثمرين له، وخصائص مدير الشركة ما إذا كانت إدارته فاعلة أم لا، كما أنه يوجد اختلاف في إدارة هيكل التمويل بين الشركات المملوكة للدولة والشركات الخاصة. (Wang, 2014, 14)

تشير الأدبيات إلى أنه ليس هناك تعريف موحد لهيكل التمويل، ولكن يوجد العديد من التعاريف، سنستعرض بعضها فيما يلي وصولاً إلى تعريف تتبناه الدراسة الحالية:

يُعتمد على قرار التمويل في كيفية الحصول على مصادر التمويل سواء كان التمويل بالملكية أو بالدين، ويحدد القرار النسبة لكل مصدر من مصادر الحصول على التمويل ويعتبر هذا مزيج الديون وحقوق الملكية وهو ما يطلق عليه هيكل التمويل. (ناصر والبدران، 2014: 6)

وقد نشأت كلمة "هيكل" من مجال الهندسة وهي تعني أجزاء. وبالمثل، يتكون الهيكل التمويلي من ثلاثة عناصر مختلفة وهي الأصول والخصوم ورأس المال. (Valev & Rioja, 2011, 21)

ويُعرف الهيكل التمويلي على أنه هيكل مصادر التمويل أو جانب المطلوبات وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية وأشارا إلى تعارف أخرى للهيكل التمويلي ومنها أنه يمثل الأسلوب الذي يتم عن طريق تمويل موجودات الشركة ويتمثل في فقرات المطلوبات وحق الملكية في الميزانية العمومية ويتضمن المديونية قصيرة الأجل والمديونية طويلة الأجل، وإنهما فرقاً بين هيكل التمويل وهيكل رأس المال، حيث أشارا إلى أن هيكل التمويل يعكس السياسة المالية التي تتبعها الشركة في تحديد مزيج الأدوات المالية المستخدمة في تمويل الاحتياجات المالية. (النعيمي، 2009: 348)

ويختلف هيكل التمويل عن الهيكل المالي حيث يشير الهيكل المالي للشركة إلى قوة أساسيات الشركة. كما ويصف الهيكل المالي تكوين رأس المال الدائم للشركة والمكون من الديون والأسهم، وتتكون الأسهم من رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة لأصحابها، وكلما زادت نسبة مالكي الأموال كلما قلت مخاطر الشركة. (Swain & Patnail, 2012, 25)

ويمثل الهيكل التمويلي مزيج من مصادر الأموال طويلة الأجل مثل الأسهم الممتازة، والسندات، والقروض طويلة الأجل والأرباح المحتجزة. (Paramasivan & Subramanian, 2009: 47)

وقد ذكرا (Brigham & Ehrhardt, 2011: 599) أن الهيكل التمويلي عبارة عن نمط التمويل الاجمالي فهو يقيس إلى أي مدى تكون الأموال متوافرة لتمويل إجمالي الموجودات وتعبير آخر هيكل التمويل = إجمالي المطلوبات = هيكل رأس المال + المطلوبات المتداولة.

ويُعرف الهيكل التمويلي بأنه يمثل الجانب الأيسر من الميزانية الذي يشمل جميع المطلوبات وحقوق الملكية. (ناصر والبدران، 2014: 7)

كما ويعرف الهيكل التمويلي بأنه تشكيلة أو توليفة للمصادر التي تمكن الشركة من الحصول على الأموال وتمويل استثماراتها. (امهل، 2015: 6)

ويُعرف هيكل التمويل بأنه يشمل كافة مصادر التمويل باختلاف أنواعها المختلفة (أموال مليكة 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 لتمكين من تحقيق المزايا التي يوفرها كل مصدر من مصادر التمويل وعلى أساس أن لكل مصدر تكلفة مختلفة عن المصدر الآخر فإن قرارات الاستثمار المستقبلية وقيمتها ستتأثر تبعاً لدرجة مستوى تفضيلاتها بين مختلف التوليفات المتاحة من الهيكل التمويلي. (هاشم، 2015: 3)

كما أن مفهوم الهيكل التمويلي مفهوم مرادف للرافعة المالية أو المتاجرة على الملكية، ويقصد به اللجوء إلى الدين كمصدر للتمويل إلى جانب حقوق المساهمين، ومن ثم يرى البعض أن هيكل التمويل يشير إلى الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، فهو يعبر عن تركيب ومكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول. (إسماعيل، 2016: 13) كما وعُرف الهيكل التمويلي بأنه كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف أصولها من موارد داخلية وخارجية، وهو يختلف عن هيكل رأس المال الذي يمثل التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من قروض طويلة الأجل والأموال الخاصة وتستبعد القروض قصيرة الأجل ومن هنا فهيكلاً رأسمال المؤسسة هو جزء من هيكلها المالي. (بلقاسم، 2016: 20)

كما ويعرف الهيكل التمويلي بأنه توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية. (سهيلية وبوكتير، 2017: 3) ومما سبق يتضح أنه لا يوجد تعريف محدد لهيكل التمويل، حيث عُرف على أنه العلاقة بين مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل، ويمثل مزيج من مصادر الأموال طويلة الأجل مثل الأسهم الممتازة، ويمثل أيضاً هيكل مصادر التمويل أو جانب المطلوبات وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية وأشارا إلى تعارف أخرى للهيكل التمويلي، وعُرف بأنه تشكيلة أو توليفة للمصادر التي تمكن الشركة من الحصول على الأموال وتمويل استثماراتها، وأخيراً بأنه يمثل الجانب الأيسر من الميزانية الذي يشمل جميع المطلوبات وحقوق الملكية. أما الدراسة الحالية فقد عرفت الهيكل التمويلي على أنه التشكيلة والتوليفة لمصادر التمويل سواء كانت داخلية (حقوق ملكية) أو خارجية (التزامات قصيرة وطويلة الأجل) التي تعتمد عليها الشركة في الحصول على المال بهدف تمويل استثماراتها ومشاريعها.

سمات الهيكل التمويلي:

هناك العديد من السمات التي يتصف بها الهيكل التمويلي وذلك للوصول إلى تعظيم قيمة المؤسسة ويراعي مصالح الملاك وبقية الأطراف ذات العلاقة بها، وتمثل أهم السمات المميزة لهذا الهيكل التمويلي فيما يلي: (سهيلية وبوكتير، 2017: 3)

1. الربحية والمرونة: يجب أن يعمل الهيكل التمويلي على تحقيق أقصى العوائد وتلبية احتياجات المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، مع قابليته لتعديل المصادر التمويلية.
2. القدرة على الوفاء بالديون: فالمؤسسة ملزمة بالحفاظ على قدرتها للوفاء بالتزاماتها وتجنب الملاك مخاطر مالية إضافية.
3. الرقابة: وتتم من خلال تقليل المخاطر لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

أهداف الهيكل التمويلي:

- للهيكل التمويلي أهداف يسعى إلى تحقيقها تتمثل فيما يلي: (الأحمر، 2018: 78)
1. تعظيم القيمة الحالية للشركة: وهي عبارة عن القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقع الحصول عليها من قبل حملة الأسهم، وتعظيم القيمة الحالية للمنشأة وهي محصلة القرارات المالية في مجال الاستثمار والقرارات المالية في مجال التمويل.

2. توفير السيولة: التي تساعد على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقع منها وغير المتوقع والسيولة وهي توافر الأموال عند الحاجة إليها، وتكلفة معقولة لمواجهة الالتزامات عند استحقاقها وتسهم في تعزيز الثقة في الشركة.
3. تحقيق الربحية: من خلال التوزيع الأمثل للموارد المتاحة للمنشأة على مختلف أنواع الأصول والاستثمارات بطريقة مناسبة وترتيب مصادر الأموال من الاقتراض وحقوق الملاك بشكل تمكن أصحاب الشركة من الحصول على أكبر عائد ممكن.

مكونات الهيكل التمويلي:

يمكن الحصول على التمويل لتنوع الهيكل التمويلي من خلال إما التمويل بالملكية (الأموال الخاصة) أو التمويل بالدين.

1. التمويل بالملكية "الأموال الخاصة": تتمثل في الأموال التي تخص المؤسسة وتملكها، ومن أهم مكوناتها رأس المال الصادر (الأسهم العادية) والأرباح المحتجزة والاحتياطات، ويشير رأس المال الصادر إلى ضرب عدد الأسهم والقيمة الإسمية للسهم، ويتعلق بالمؤسسات المصدرة للأسهم بالبورصة. (سهايلية ويوكنير، 2017: 4)
 2. التمويل بالدين (الديون): ويتم التمويل بالدين بموجب شروط واجراءات تتحدد في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرصة البديلة وبعد تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها. (سهايلية ويوكنير، 2017: 4)
- ويرى إسماعيل (2016: 26) بأن التمويل بالدين وهو يمثل الأموال المقترض يُحتم على الشركة دفع فوائد دورية ثابتة عادة، إضافة إلى دفع أصل المبلغ المقترض إلى المقترضين، فإذا تمكن الشركة من تحقيق عوائد تزيد عن ما هو مطلوب تسديده للمقترضين، فإنه بإمكانها أن توزع الفائض على المالكين أو قد إعادة استثماره مرة أخرى لتحقيق ربح أكبر، أما بالنسبة للتمويل بالملكية من خلال الأموال الخاصة بالشركة فإنه لا يترتب على الشركة توزيع أرباح، حيث يترك الخيار لها لتوزيع المقسوم أو إعادة شراء الأسهم من المالكين والشكل التالي يوضح مصادر التمويل المتاحة للشركات لبناء هيكلها المالي أو تشكيل مزيجها التمويلي.



شكل رقم (1) مكونات الهيكل التمويلي المصدر: (إسماعيل، 2016: 14)

عائد السهم السوقي:

مفهوم عائد السهم السوقي:

مما لا شك فيه أن العائد السوقي للأسهم من الأمور الهامة التي يتطلع إليها المتعاملون بالأوراق المالية ومدراء المحافظ الاستثمارية لأنها تشمل جزءاً مهماً من العائد الذي يحصل عليه المتعامل على شكل أرباح رأسمالية والتي قد تأخذ اهتمام أكبر من التوزيعات الدورية للأسهم بسبب قيمتها التي تتجاوز في كثير من الأحيان قيم الأرباح الموزعة، لذلك فإن الأسعار السوقية كانت دوماً موضع اهتمام من قبل الباحثين بسبب تأثيرها بعوامل كثيرة سواء اقتصادية عامة أو نابعة من داخل الشركة أو من السوق المالي.

حيث تشير الأدبيات بأنه لا يوجد تعريف محدد لعائد السهم السوقي، ولكن يوجد العديد من التعاريف، سنستعرض بعضها فيما يلي وصولاً إلى تعريف تتبناه الدراسة الحالية:

يعتبر عائد السهم السوقي محور اهتمام الإدارة فيما تمارسه من قرارات وسياسات في منشآت الأعمال المعاصرة ويجسد ذلك المنهج المنظم لوظيفة الإدارة المالية والتي خضعت لتطورات هائلة حيث تجاوزت فيه الإدارة أسلوبها ونمطها واهتمامها الإجرائي المجرد والذي ينحصر بالمحافظة على تدفق الأعمال داخل المنشأة وتحديد السيولة الكافية واللازمة لمواجهة عملياتها التشغيلية إلى كونها وظيفة متكاملة للقرارات المالية بحيث يأخذ التخطيط محور الاهتمام أملاً في تحقيق أكبر عوائد ممكنة والتي تؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك. (شعيب، 2015: 15)

ويمثل العائد المقابل الذي يطمح المستثمر إلى الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يسعى دائماً إلى استثمار أمواله بهدف الحصول على العائد وتعظيم ثروته، ويُعرف أيضاً بأنه قيمة ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة (أبو عمرو، 2014: 44).

كما يعرف عائد السهم السوقي على أنه سعر اعتباري تضعه الشركة للسهم في بداية نشأتها ويوضع هذا السعر على شهادة السهم مطبوعاً في الأمام والقيمة الاسمية للسهم وعادة تكون القيمة الاسمية صغيرة من دولار إلى خمسة دولارات وربما تتغير القيمة الاسمية للسهم إذا شاء مجلس الإدارة أن يفعل ذلك. (البراجنة، 2009: 35)

القيمة السوقية للسهم هي القيمة التي تحدد للسهم في السوق وفق قوى العرض والطلب، وعرفت بأنها السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية، والتي تتسم بالتقلب من وقت لآخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء الشركة المتوقع. (اسماعيل وصالح، 2016: 7)

كما يُعرف العائد السوقي للسهم على أنه القيمة السوقية للسهم الواحد، وهي لا تساوي القيمة الدفترية، فالقيمة الدفترية تعتمد على القيمة التاريخية بينما القيمة السوقية تقاس بقيمة التداول للأسهم. (بن برداي وعزيريل، 2017: 5).

وبذلك فإن القيمة السوقية للسهم هي القيمة التي يتم التعامل بها في السوق المالي أو سوق الأوراق المالية وهذه القيمة سريعة التغير وكثيرة التقلب حيث تتأثر بالوضع المالي للشركة المصدرة لها والعرض والطلب عليها والعوامل والمتغيرات، فزيادة القيمة السوقية عن القيمة الاسمية للسهم تجعل المتعامل يحقق أرباحاً رأسمالية كما هو الحال عند زيادة القيمة السوقية عند البيع عن القيمة السوقية عند الشراء للأسهم. (الكيلاني، 2018: 8)

أما الأحمر فقد عرف العائد السوقي على السهم بأنه السعر الذي تتداول به أسهم رأس المال في سوق الأوراق المالية، ويتأثر سعر السهم في السوق بالعوامل الاقتصادية المؤثرة في تحديد السعر مثل ظروف العرض والطلب في سوق السلع وفي سوق النقود، وربحية الشركة بالمقارنة بالشركات الأخرى، والقيمة الدفترية للسهم،

وتعتبر القيمة السوقية للسهم أهم القيم من وجهة نظر المستثمر، كما أنها تعكس بصفة عامة القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية. (الأحمر، 2018: 23).

وفي ضوء ما سبق تبني الدراسة الحالية مفهوم عائد السهم السوقى على أنه السعر الذى تتداول به أسهم رأس مال شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية ويتأثر بالعوامل الاقتصادية المؤثرة في تحديد السعر مثل ظروف العرض والطلب وربحية الشركة، ويعكس ذلك بصفة عامة على القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية بالشركة.

أهمية عائد السهم السوقى

تنبع أهمية عائد السهم السوقى في عدة أمور كما يلي:

1. درجة اهتمام المستثمرين الحاليين والمترقبين، وكذلك الإدارة بتلك العوائد، لما لها من دور كبير في تقييم الاستثمارات والمخاطر المحيطة بها، ومدى تأثيرها على الاقتصاد الوطنى. (علوان، 2009: 41)
2. يتمتع العائد السوقى للأسهم بأهمية كبيرة في الحكم على مدى نجاح الشركة من خلال معرفة حجم هذه العوائد واستقرارها أو اتجاه نموها وازديادها، مع مقارنة العوائد التي تحققها الشركة بالعوائد المحققة في الشركات الأخرى المماثلة. (عبد الجليل، 2012: 5).
3. يهتم المستثمر بالعوائد ليعرف أين يضع أمواله وما الذي سيجنيه، فعندما يفكر أي شخص بوضع أمواله في استثمار معين يجب عليه أن ينظر إلى العائد المتوقع من الاستثمار، كما أن الأمر مهم أيضاً لإدارة الشركات والقائمين عليها على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو مقياس دقيق وسريع لإنجازاتهم يوضح لهم ما إذا كانوا يسيرون في الطريق الصحيح كذلك يعتبر مهماً لأصحاب القرار القائمين على إدارة الاقتصاد الوطنى لأن كل قرار سواءً أكان سياسياً أم اقتصادياً يؤثر في السوق وعلى حالة الاقتصاد الوطنى. (أبو عمرو، 2014: 47)

أنواع عائد السهم السوقى:

- هناك العديد من أنواع العائد السوقى للأسهم والتي ذكرت على النحو التالي: (علوان، 2009: 59)
1. العائد الفعلى (المتحقق): هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه من أدوات الاستثمار، ويتكون معدل العائد الفعلى من العوائد الإيرادية (الجارية) أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجاً منهما، وتلقى العوائد الرأسمالية اهتمام المستثمرين لأنها توفر لهم مصادر دخل بخلاف الدخل الجارى الناتج من هذه الاستثمارات، كما أنها لا تخضع للضرائب إلا في حالة تحققها عند بيعها، حيث لا يدفع المستثمر الضرائب عن الاستثمار الذي ارتفعت قيمته السوقية، إلا في حالة البيع، ومن أنواع هذه العوائد (عوائد أذونات الخزينة، عوائد السندات، عوائد الأسهم العادية).
 2. العائد المتوقع: وهو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع معين ولذلك يسمى بالعائد المتوقع، ويتم قياسه عن طريق ضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه، ثم جمع النتائج وتكون النتيجة هي العائد المتوقع.
 3. العائد المطلوب: وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعرض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، وبطبيعة الحال يقبل المستثمر بنوع من أنواع الاستثمار المتوقع أقل من أو يساوي العائد المطلوب من الأصل فإنه يرفض الاستثمار.

ثانياً- الدراسات السابقة:

- دراسة (الصبيحي وآخرون، 2018) هدفت الدراسة في جانبها النظري للتعرف على المفاهيم الأساسية للمديونية وعلاقتها بالعائد والمخاطرة ومدى تأثيره على عائد السهم في سوق أبو ظبي للأوراق المالية للفترة من 2010-2015، واعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لاختبار العلاقة بين الرفع المالي من جهة وربحية السهم الواحد من جهة أخرى، واشتملت عينة الدراسة على بعض شركات المساهمة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وكان عدد الشركات 76 شركة مسجلة في سوق أبو ظبي للفترة 2010-2015، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين درجات الرفع المالي وربحية السهم الواحد في سوق أبو ظبي.
- دراسة (Ofumba & Onuegbu, 2018) هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركات في نيجيريا مع التركيز بشكل خاص على قطاع شركات السلع الاستهلاكية في الاقتصاد. تم استخدام الانحدار المتعدد للتقنية التحليلية الأقل شأنًا (OLS) لتحليل البيانات. وأظهرت نتائج الدراسة تأثير سلبي وغير هام لهيكل رأس المال على أداء الشركات لقطاع السلع الاستهلاكية في نيجيريا. وكان لنسبة الديون طويلة الأجل من الدين إلى إجمالي الموجودات أثر سلبي وغير ذي شأن على العائدات على الأصول، كما وكان لنسبة الدين الإجمالية إلى حقوق الملكية أيضاً تأثير سلبي وغير ذي شأن على عائدات الأصول، وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل رأس المال ليس من العوامل الرئيسية المحددة لأداء الشركة.
- دراسة (عمار، 2017) هدفت الدراسة إلى بيان العلاقة بين مديونية الشركة وأثرها على ستة من المؤشرات المالية التقليدية المستخدمة في قياس الأداء المالي للمالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة (2007-2016)، وتم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط باستخدام نموذجين: نموذج السلسلة الزمنية المقطعية؛ ونموذج التباطؤ الزمني، من خلال دراسة حالة الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك بالتركيز على سلسلتين زمنيتين: السلسلة الأولى قبل الأزمة الراهنة (2007-2011)؛ والثانية خلال الأزمة (2012-2016). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للهيكل التمويلي على مقاييس الأداء الأتية: معدل العائد على الاستثمار؛ ومعدل العائد على حقوق الملكية، وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة. في حين لم تُقدم نتائج الدراسة أية أدلة على وجود أثر للهيكل التمويلي على عائد السهم الواحد؛ وتوزيعات السهم الواحد؛ والقيمة الدفترية للسهم؛ والقيمة السوقية للسهم، كمقاييس للأداء المالي للشركات محل الدراسة.
- دراسة (Al Salamat, 2016) هدفت الدراسة إلى فحص العلاقة بين هيكل رأس مال وعوائد الأسهم لجميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من (2007-2014) بعد ضبط نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد، كمؤشر لفرص النمو، وحجم الشركة، ونسبة الدوران، كدليل على سيولة المخزون، وعائد السهم، والعائد على الأصول، وتم استخدام المنهج الإحصائي للبيانات غير المتوازنة للتحليل. وتوصلت الدراسة إلى نتائج تجريبية تشير إلى أن هناك أهمية إحصائية للتأثير السلبي لهيكل رأس المال على عائد الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، فإن سيولة الأسهم والعائد على الموجودات لهما أثر إيجابي مهم إحصائياً على عوائد الأسهم.
- دراسة (بلقاسم، 2016) هدفت الدراسة إلى إبراز أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي لشركات التأمين - دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين SAA خلال الفترة 2010-2014 وذلك من خلال الدور الفعال الذي يلعبه في تحديد الوضعية المالية لشركات التأمين، إذ يظهر الأداء المالي الجيد من قدرة شركات التأمين في تشكيل قاعدة هيكلية متينة ومدى أمثلية الشركات في استعمال امكانياتها بطريقة سليمة وفعالة وبأقل التكاليف الممكنة مقابل الحصول على أكبر العوائد الممكنة في ظل سوق المنافسة، واعتمدت الدراسة على القوائم المالية لشركة التأمين

التي تخص فترة الدراسة ، وبغرض الوصول إلى تفسير للإشكالية المطروحة تم تحليل القوائم المالية باستعمال النسب والمؤشرات المالية، وذلك من أجل إدراك الجوانب الايجابية التي يتطلب تطويرها والجوانب السلبية التي تفيد الدراسة.

- دراسة (حقي، 2016) هدفت الدراسة إلى فحص أثر الهيكل التمويلي في الأداء المالي للمصارف الإسلامية العاملة في الجمهورية العربية السورية والدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وتألف مجتمع الدراسة من المصارف الإسلامية العامة في سورية، ونظراً لصغر حجم مجتمع الدراسة فقد تم الاعتماد على أسلوب الحصر الشامل، واعتمدت الدراسة على بيانات التقارير المالية للمصارف الإسلامية السورية للفترة من 2010-2014، حيث تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط، من خلال برنامج SPSS لاختبار الفرضيات، وتم استخدام نسبة الملكية للأصول ونسبة الودائع إلى إجمالي الأصول كمتغيرات مستقلة ممثلة للهيكل التمويلي، بينما تم استخدام نسبة العائد على حقوق الملكية كمتغير تابع ممثل للربحية وبالتالي للأداء المالي، وخلصت الدراسة إلى أن نسبة الملكية للأصول لها تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية على نسبة العائد على حقوق الملكية، بينما نسبة الودائع إلى إجمالي الأصول كان لها تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على نسبة العائد على حقوق الملكية، وأوصت الدراسة بجذب الودائع وتنميتها بسبب تأثيرها الإيجابي على الربحية في المصارف الإسلامية.

- دراسة (امهلل، 2015) هدفت إلى دراسة هيكل التمويل وأثره على تنوع هيكل استثمارات الشركة - دراسة حالة تطبيقية على شركة ليبيا للتأمين؛ وتعد قرارات الاستثمار والتمويل أهم القرارات المالية الحاسمة في منشآت الأعمال التي يتوقف عليها مستقبلها، وذلك لمالها من أثر بارز على ربحيتها ودرجة المخاطرة التي قد تواجهها في أسواقها المختلفة، ويحتل قرار تشكيل وصياغة الهيكل التمويلي للمنشأة مكانة هامة في هذه القرارات، وذلك للدور المؤثر الذي يلعبه في رسم السياسات وتنوع الهيكل الاستثماري للمنشأة. ونظراً لأهمية ذلك ركزت هذه الدراسة على اختبار هذه العلاقة المفترضة، ولتحقيق ذلك اعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحالة من خلال تحليل البيانات المالية لشركة ليبيا للتأمين خلال الفترة ما بين 1999-2012م ، باستخدام البرنامج الإحصائي الذي يتناسب مع أهداف البحث. وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر مهم لتركيب هيكل التمويل على تنوع هيكل الاستثمارات ما بين استثمارات متوسطة الأجل واستثمارات طويلة الأجل ، كما توصي الدراسة بزيادة الاهتمام بقرار اختيار هيكل تمويل استثمارات الشركة من خلال بذل المزيد من الدراسة والرشد وذلك لأهمية قرارات الاستثمار والتمويل وتأثيرهما المتبادل على بعضهما.

- دراسة (Wajid Khan & Others, 2013) هدفت الدراسة إلى التعرف على هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي في الشركات، حيث تكتسب تغييرات هيكل رأس المال والأداء المالي أهمية أساسية للحكم على العوائد الإجمالية للشركات و الأهم من ذلك معرفة ما إذا كانت عوائد الأسهم حساسة للتغيير في هيكل رأس المال لتحديد هذا التأثير، حيث تم أخذ عائد المخزون كم تغير تابع، وتم استخدام نسبة الدين على حقوق الملكية ، والعائد على حقوق المساهمين، ونسبة التدفق النقدي، ونصيب كل سهم، ونسب الفائدة المكتسبة كم تغيرات مستقلة. وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد الذي يربط كل المتغيرات المذكورة: نسبة الدين إلى حقوق الملكية، والعائد على حقوق المساهمين، ونسبة التدفق النقدي، ونسبة الأرباح لكل سهم ، ونسبة الفائدة التي تؤثر إيجاباً على عائد الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى أن التغير في هيكل رأس المال والأداء المؤسسي يؤثر على عوائد صناعة النسيج الباكستانية. وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بالصناعات الباكستانية وضرورة الاهتمام بالمحافظة على التدفق النقدي لأنه يساعد على سير العمليات الصناعية.

ما تميزت به الدراسة الحالية:

- تتميز بدراسة أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في شركات المساهمة السعودية في المملكة العربية السعودية والبالغ عددها 75 شركة.
- استفادة الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في صياغة فروض وأهداف الدراسة، كما تم الاستفادة من الدراسات السابقة في ترتيب وصياغة الإطار النظري للدراسة الحالية.

3- منهجية الدراسة وإجراءاتها

منهجية الدراسة:

استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والذي يصف الظاهرة والمقارنة والتفسير للنتائج للوصول إلى التعميم في النتائج، وفي هذه الدراسة تم تناول أثر الهيكل التمويلي على عائد السهم السوقي في الشركات المساهمة السعودية، وتم الاعتماد على المصادر الثانوية متمثلة بالتقارير المالية للشركات السعودية خلال الفترة 2013-2017م، وكذلك تم الاعتماد على الكتب والمجلات والرسائل العلمية التي تناولت الموضوع.

متغيرات ونموذج الدراسة:

تنقسم متغيرات الدراسة إلى متغير مستقل ومتغير تابع:

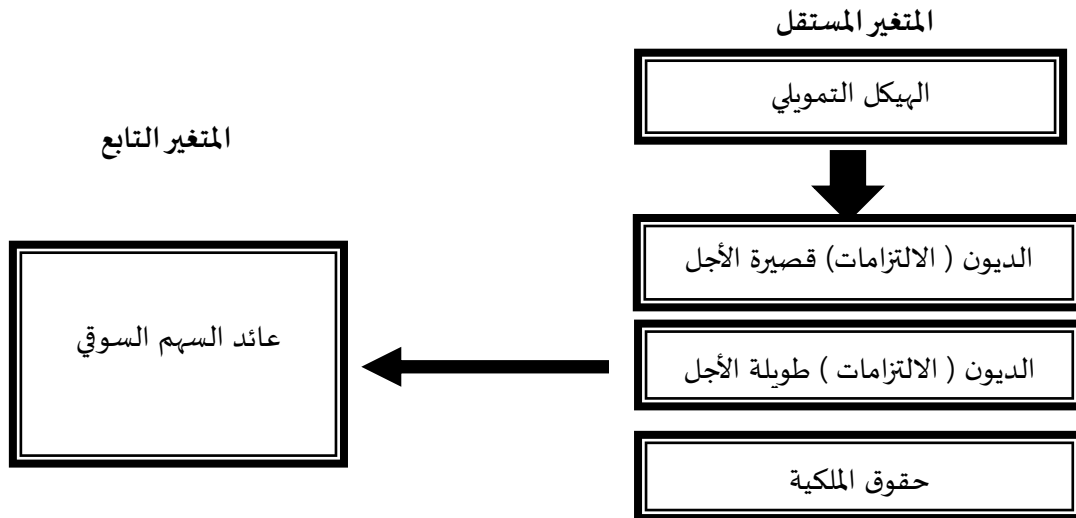
■ المتغير المستقل: ويتمثل بالهيكل التمويلي:

تجدر الإشارة إلى أنه استخدمت العديد من المقاييس لقياس هيكل التمويل بالشركات وجميعها تعتمد على الديون (اجمالي الديون، قروض قصيرة الأجل، وقروض طويلة الأجل) وحقوق الملكية إلى اجمالي الموجودات. (ناصر والبدران، 2014: 36) (أحمد، 2011: 9) (حقي، 2016: 59).

وتبنى الدراسة الحالية قياس هيكل التمويل من خلال الديون (الالتزامات) قصيرة الأجل والديون (الالتزامات) طويلة الأجل وحقوق الملكية.

■ المتغير التابع:

يتمثل بعائد السهم السوقي في الشركات السعودية في سوق الأوراق المالية السعودي.



شكل رقم (2) نموذج الدراسة

مجتمع الدراسة وعينتها:

تكون مجتمع الدراسة من جميع شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية السعودي، والبالغ عددها (75) شركة موزعة على خمس قطاعات إنتاجية (قطاع المواد الأساسية، قطاع السلع طويلة الأجل، قطاع الطاقة، قطاع إنتاج الأغذية، وقطاع السلع الرأسمالية) من أصل عشرون قطاع مختلف ما نسبته 25% من مجموع قطاعات السوق السعودي. (المصدر موقع تداول، 2019)، والجدول رقم (4.1) يوضح القطاعات وعدد الشركات في كل قطاع ونسبة كل قطاع

جدول رقم (1) بيان بعدد القطاعات والشركات في كل قطاع ونسبة كل قطاع

النسبة القطاع لإجمالي الشركات	عدد الشركات	القطاع
55%	41	المواد الأساسية
16%	12	السلع طويلة الأجل
5%	4	الطاقة
7%	5	إنتاج الأغذية
17%	13	السلع الرأسمالية
100%	75	الإجمالي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع تداول

وللوصول إلى أهداف الدراسة التطبيقية والحصول على سلسلة زمنية من البيانات للمتغيرات محل الدراسة، تم اختيار عينة الدراسة للشركات وفق الشروط التالية:

1. أن تكون الشركة مدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة من عام 2013 وحتى عام 2017.
 2. أن تكون بياناتها المالية منشورة خلال الفترة الزمنية المتعلقة بالدراسة.
- وترجع الباحثة سبب اختيارها لعينة الدراسة إلى الأسباب التالية:
1. كون القطاعات الإنتاجية في السوق السعودي تحتل المساهمة الأكبر بين القطاعات والبالغ عددها عشرون قطاع حيث تمثل قطاعات الإنتاج ما نسبته 25% من إجمالي قطاعات سوق الأوراق المالية السعودي بالمملكة العربية السعودية.
 2. تعتبر القطاعات الإنتاجية في سوق الأوراق المالية السعودي من أكبر القطاعات مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي السعودي حيث احتلت ربع قطاعات السوق تقريباً أي ما نسبته 25%.

مصادر جمع البيانات:

وقد تم جمع بيانات متغيرات الدراسة لتحقيق أهدافها التطبيقية من المصادر التالية:

1. الإحصاءات الرسمية السنوية والشهرية الصادرة عن سوق الأوراق المالية السعودي.
2. التقارير المالية السنوية المجمعة للشركات موضوع الدراسة والنشرات والدوريات الخاصة التي يقوم بإصدارها سوق الأوراق المالية السعودي.

محددات الدراسة:

- طبقت الدراسة من خلال البيانات المالية المنشورة للشركات الإنتاجية المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة الزمنية اعتباراً من 2013 وحتى عام 2017م.

- تم استخراج وحساب قيمة المتغيرات المستقلة الثلاث من التقارير المالية للشركات الـ 75 الممثلة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة ليتكون لدينا 375 مشاهدة.

النموذج الرياضي للدراسة:

$$SMR = a + \beta_1 STD + \beta_2 LTD + \beta_3 EQ + \beta_4 ROA + \beta_5 GRO + \beta_6 SIZE + \mu$$

حيث أن:

STD = ديون (التزامات) قصيرة الأجل

LTD = ديون (التزامات) طويلة الأجل

EQ = حقوق الملكية

SMR = عائد السهم السوقي

B1, B2, B3, B4, B5, B6 = معاملات المتغيرات .

μ = معامل تصحيح الخطأ .

المتغيرات الضابطة:

ROA = ربحه الشركة = معدل العائد على الأصول = $\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}}$ (ناصح والبدران، 2014: 83)

S1ZE = حجم الشركة = اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات (أبو شمالة 2017: 255)

GRO = نمو الشركة = $\frac{\text{مبيعات السنة الحالية - مبيعات السنة السابقة}}{\text{مبيعات السنة السابقة}}$ (ناصح والبدران، 2014: 84)

الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات:

لتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات التي تم جمعها تم استخدام العديد من الطرق الإحصائية من خلال البرنامج الإحصائي STATA فقد تم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية المناسبة التالية:

1. تم استخدام المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لتحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.
2. تم إجراء تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى للبيانات المتجمعة (لوحة البيانات PANEL DATA ANALYSIS) الذي يضم كل من خصائص البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية من خلال نموذج الأثر الثابت (FIXED EFFECT MODEL) الذي يبين أن عامل الزمن بين الشركات ثابت بمعنى أن لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن أو نموذج الأثر العشوائي (RANDOM EFFECT MODEL) الذي يبين أن ليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة بمعنى أن تأثير الزمن عشوائي ليس ثابت وذلك من خلال استخدام هوسمان (HUSMAN) للمفاضلة بين النموذج الثابت والنموذج العشوائي وتحديد الأسلوب المناسب لتحليل البيانات وذلك من خلال قيمة مربع كاي (CHI-SQUARED (K))، كما تم استخدام اختبار (Breusch Pagan Test for Random Effect) للمفاضلة بين النموذج العشوائي ونموذج البيانات المتجمعة، ان استخدام هذه الاختبارات يجعل من السهل التعرف على طبيعة العلاقة بين المتغيرات في هذه الدراسة من خلال تحليلها وصفيًا وقياسها استناداً إلى النسب المالية والاقتصادية من أجل الوصول إلى نتائج أكثر دقة وذلك لاختبار الفرضيات ونماذج الانحدار.

4- عرض نتائج التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة.

• الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

جدول رقم (2) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	نوع المتغير	رمز المتغير	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
عائد السهم السوقى	تابع	SMR	0.07810-	0.25871	1-	2.04897
الديون (التزامات) قصيرة الأجل	مستقل	STD	0.57614	0.74883	0.01242	5.55619
الديون (التزامات) طويلة الأجل	مستقل	LTD	0.23862	0.21416	0	0.82097
حقوق الملكية	مستقل	EQ	0.59522	0.25224	0.11025	2.53656
ربحية الشركة	ضابط	ROA	0.02945	0.31453	-5.81586	0.35564
نمو الشركة	ضابط	GRO	-0.00290	0.53208	-3.2380	2.63696
حجم الشركة	ضابط	SIZE	6.39259	0.68140	4.28066	8.53153

يوضح الجدول (2) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة حيث يشير قيم الوسط الحسابي والانحراف المعياري، علاوة على أكبر قيمة وأقل قيمة لكل متغيرات الدراسة، حيث يتراوح الوسط الحسابي من (-0.00290 إلى 6.39259)، بانحراف معياري (0.25224-0.74883)، وأقل قيمة -5.81586 وأكبر قيمة 8.53153.

معاملات الانحدار والارتباط بين متغيرات الدراسة

جدول رقم (3) معاملات الانحدار بين متغيرات الدراسة

المتغير	عوامل التباين بين المتغيرات	معدل التفاوت بين المتغيرات
	VIF	Tolerance
STD	1.89	0.528356
LTD	3.29	0.304085
EQ	3.84	0.260500
ROA	1.11	0.899033
GRO	1.10	0.910584
SIZE	2.00	0.499983

يتضح من الجدول السابق أن معاملات التباين بين المتغيرات الست تتراوح ما بين 1.10 إلى 3.84 وهي أقل من الحد الأدنى المقبول وهو (10).

جدول رقم (4) معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

معدل العائد السوقى	الديون قصيرة الأجل	الديون طويلة الأجل	حقوق الملكية	العائد على الأصول	نمو الشركة	حجم الشركة
1						
0.0132**	1					
0.0132**	0.3092*	1				

حجم الشركة	نمو الشركة	العائد على الأصول	حقوق الملكية	الديون طويلة الأجل	الديون قصيرة الأجل	معدل العائد السوقي	
			1	0.7505-	*0.6324-	**0.0213	حقوق الملكية
		1	**0.0857	*0.0180-	*0.0936-	*0.1311	ربحية الشركة
	1	-	*0.1699-	*0.1580	*0.0566	**0.0262	نمو الشركة
1	*0.2279	*0.1882	*0.4388-	0.6441	**0.0670	*0.1056	حجم الشركة

p-value > 0.01 ** p-value > 0.05 *

يتضح من خلال الجدول السابق الذي يبين معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع وبين المتغيرات المستقلة بعضها ببعض، وتشير الحدود الطبيعية إلى أنه كلما كان معامل الارتباط أقل من 50% كان أفضل وكلما كان معامل الارتباط أكبر من 50% كلما دل ذلك على قوة الارتباط، وفي ضوء ذلك يشير الجدول إلى أن هناك ارتباط كبير بين حجم الشركة والديون طويلة الأجل حيث 64.4%، وأن أضعف معامل ارتباط كان بين معدل حقوق الملكية وبين الديون طويلة الأجل حيث بلغ (-0.7505) وهي نسبة ضعيفة جداً. كذلك تبين النتائج أن المتغير التابع له علاقة مع جميع المتغيرات المستقلة وجميعها علاقة طردية موجبة تتراوح ما بين ضعيفة وقوية.

• اختبار الفرضيات:

بعد إجراء تحليل الانحدار للعلاقات بين المتغيرات، تم إجراء بعض الاختبارات التشخيصية للتأكد من سلامة النموذج الاحصائي، ومن أهم هذه الاختبارات اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation واختبار اختلاف التباين Heteroskedasticity واختبار Multicolleniarit، وكانت نتائج بعضها مؤدي إلى اختراق شروط تحليل الانحدار فكان لابد من استخدام نموذج إحصائي معدل للحصول على نتائج أكثر دقة. وقد تم استخدام نموذج Driscoll-Kraay standard errors لتحليل الانحدار وكانت نتائج التحليل كما في الجدول رقم (5).

جدول (5) جدول نتائج استخدام تحليل الانحدار (Driscoll-Kraay standard errors Regression)

المتغير	معاملات الانحدار	قيمة T	مستوى الدلالة
الديون (التزامات) قصيرة الأجل	0.0798473-	2.26-	0.086
الديون (التزامات) طويلة الأجل	0.0856596-	1.79-	0.148
حقوق الملكية	0.1417412-	2.45-	0.071
ربحية الشركة	0.0912974	4.00	0.016
نمو الشركة	0.0107096	0.64	0.557
حجم الشركة	0.0305488	1.09	0.336
الثابت	5.13	55.13	0.5266
قيمة اختبار F		0.0008	$R^2 = 0.0581$

وقد تبين من خلال نتائج هذا التحليل أن معادلة الانحدار جيدة حيث أن قيمة F المحسوبة تساوي 55.13 وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01 حيث أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.0008 وهي أصغر من 0.01 ومن خلال معاملات المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغير التابع يتبين أن قيمة معامل التحديد 0.0581 يدل على أن

المتغيرات المستقلة تفسر 5.81% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهذا يرجع إلى وجود العديد من المتغيرات الأخرى التي تؤثر على عائد السهم السوقي للشركات.

- اختبار الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية. تشير النتائج إلى أن الديون قصيرة الأجل لها تأثير سلبي على عائد السهم السوقي عند مستوى الدلالة 0.10، حيث أن زيادة الديون قصيرة الأجل بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض عائد السهم السوقي بنسبة 0.079 (8% تقريباً)، وهذه النتيجة تعتبر منطقية، وتعزو الباحثة ذلك إلى أن وجود الديون يترتب عليه انخفاض الأرباح المتحققة وبالتالي يعطي مؤشر للمستثمرين بأن اسهم شركة معينة لن يكون له توزيعات أرباح مستقبلية وبالتالي ينخفض الطلب على هذا السهم وينخفض سعره ويقوم المستثمرون بالتوجه لشراء اسهم شركة أخرى، بالتالي تقبل الفرضية الرئيسية الأولى. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Ofumba, Onuegbu, 2018)، ودراسة (Wajid Khan & Others, 2013)

- اختبار الفرضية الثانية: "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية". أظهرت النتائج أن الديون طويلة الأجل ليس لها تأثير على عائد السهم السوقي، حيث أن زيادة أو نقصان الديون طويلة الأجل لا يؤثر على عائد السهم السوقي، وهذه النتيجة تؤدي إلى رفض الفرضية الرئيسية الثانية، وتعزو الباحثة ذلك إلى أن عائد السهم السوقي يتأثر بكافة عوامل السوق ولديها أنواعها تأثير كبير عليه وذلك يتفق مع نتائج دراسة كل من (الصبيحي وآخرون، 2018) (عمار، 2017)، (بلقاسم، 2016)، (حقي، 2016)، و(امهلهل، 2015)، و(Wajid Khan & Others, 2013)

- اختبار الفرضية الثالثة: "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحقوق الملكية على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية". النتائج في جدول (5) تشير إلى أن هذا المتغير له تأثير سلبي على عائد السهم السوقي عند مستوى الدلالة 0.10، حيث أن زيادة التمويل عن طريق حقوق الملكية بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض عائد السهم السوقي بنسبة 0.14، وهذه النتيجة تعتبر منطقية، وتعزو الباحثة تلك النتيجة إلى قيام الشركات بتمويل استثماراتها عن طريق حقوق الملكية يعطي انطباعاً على المدى القصير لدى المستثمرين أن هذه الشركة لن تقوم بتوزيع أرباح على مساهميها وبالتالي ينخفض الطلب على هذا السهم مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق، وبناء على ذلك تقبل الفرضية الرئيسية الثالثة، يتفق مع نتائج دراسة كل من (الصبيحي وآخرون، 2018) (حقي، 2016)، و(امهلهل، 2015)، و(Wajid Khan & Others, 2013)

أما نتائج المتغيرات الضابطة فأشارت إلى أن متغير معدل العائد على الأصول له تأثير إيجابي على عائد السهم السوقي عند مستوى الدلالة 0.05، حيث أن زيادة الأرباح بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة عائد السهم السوقي بنسبة 1.6%. أما المتغير الثاني نمو الشركة والمتغير الثالث حجم الشركة فالنتائج أشارت إلى أنه ليس هناك أي تأثير لهما على عائد السهم السوقي، وتعزو الباحثة ذلك إلى أن التغير الحاصل في المتغيرات الضابطة له تأثير على معدل العائد السوقي وتتفق هذه النتيجة مع دراسة يتفق مع نتائج (حقي، 2016)، و(امهلهل، 2015)، و(Wajid Khan & Others, 2013)

خلاصة بأهم النتائج

1. يوجد أثر للديون (الالتزامات) قصيرة الأجل على عائد السهم السوقي، مما يدل على أنه كلما زادت الديون قصيرة الأجل كلما كان عائد السهم السوقي في انخفاض في شركات المساهمة السعودية.

2. لا يوجد أثر للديون (الالتزامات) طويلة الأجل على عائد السهم السوقي أي كلما زادت أو انخفضت الديون طويلة الأجل لا يؤثر ذلك على عائد السهم السوقي.
3. يوجد أثر عكسي لحقوق الملكية على عائد السهم السوقي، حيث يؤدي زيادة حقوق الملكية إلى انخفاض عائد السهم السوقي.
4. توجد أثر طردي لمعدل العائد على الأصول وعائد السهم السوقي، حيث يؤدي زيادة معدل عائد الأصول يؤدي إلى زيادة عائد السهم السوقي وذلك باعتبار الاستثمارات من ضمن الأصول.
5. لا يوجد أثر لنمو الشركة على عائد السهم السوقي، أي كلما زاد نمو أو انخفض نمو الشركة لا يؤدي ذلك إلى أي زيادة أو انخفاض في عائد السهم السوقي.
6. لا يوجد أثر لحجم الشركة على معدل عائد السهم السوقي، حيث كلما زاد أو انخفض حجم الشركة لا يترتب على ذلك زيادة أو انخفاض في عائد السهم السوقي..

التوصيات والمقترحات

في ضوء النتائج السابقة توصي الباحثة وتقدم بما يلي:

1. ينبغي على الشركات عدم الخلط بين الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل وذلك لتكوين هيكل مالي سليم مختلف النسب والفترة الزمنية.
2. ضرورة القيام بعدة دراسات تتناول العوامل المؤثرة على عائد السهم السوقي في الشركات باختلاف قطاعاتها.
3. ضرورة قيام شركات المساهمة السعودية بالتنوع بين مصادر التمويل وذلك لإثبات تأثيرها الإيجابي على سعر السهم السوقي مما ينعكس على ربحية الشركة أيضاً.
4. إجراء مثل هذه الدراسة على قطاعات أخرى أو إجرائها على السوق كاملاً مما قد يترتب عليه تحسين النتائج وكذلك توصي بتوزيع الفترة الزمنية أكثر من خمس سنوات مما يؤدي إلى تحسين النتائج .

قائمة المراجع

أولاً- المراجع بالعربية:

- أبو شمالة، سامي والخضري، زكية والشاعر، ألفت (2017) "أثر هيكل المديونية على الأداء المالي بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الأردنية والاقتصادية، المجلد الثاني (8) كانون أول 2017.
- أبو عمرو، سالم (2014) "العلاقة بين مكاسب وخسائر القيمة العادلة والعوائد السوقية للأسهم في ظل الحاكمية المؤسسية - دراسة تطبيقية على المصارف المحلية الفلسطينية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
- أحمد، إسلام (2011) "أثر الهيكل المالي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح"، جامعة الشرق الأوسط، كلية الأعمال، رسالة ماجستير منشورة.
- الأحمر، هنادي (2018) "أثر مكونات هيكل رأس المال في القرارات التمويلية والاستثمارية بقطاع التأمين السوداني"، مجلة أمابالك، الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد 9، العدد 28، دار المنظومة، ص 75-84.

- إسماعيل، إبراهيم وصالح، هلال (2016) "إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القمة الحقيقية للأسهم العادية - دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، بحث منشور، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 17 (2)، ص ص 165-198.
- إسماعيل، أشرف (2016) "محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية.
- امهلهل، عبد الله والتائب، علي (2015) "هيكل التمويل وأثره على تنوع هيكل استثمارات الشركة: دراسة حالة تطبيقية على شركة ليبيا للتأمين"، مجلة جامعة سرت العلمية للعلوم الإنسانية، المجلد 5(2)، دار المنظومة، ديسمبر 2015، ص ص 27-58.
- البراجنة، أمجد (2009) "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
- بلقاسم، عفاف (2016) "أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي لشركات التأمين دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين SAA خلال الفترة 2010-2014"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.
- بن برداي، برجوي وعزيريل، أيمن (2017) "دور تبني معايير المحاسبة الدولية على العائد السوقي للسهم في الشركات المدرجة في السوق المالي الفلسطيني"، بحث منشور، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد الثامن، ص ص 14-48.
- حقي، بسام (2016) "دراسة أثر الهيكل التمويلي في الأداء المالي للمصارف الإسلامية المدرجة في سوق دمشق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا.
- سهيلية، نبيلة وبوكتير، وائل (2017) "عناصر الهيكل التمويلي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري 1999-2014"، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، ص ص 241-267..
- شعيب، سهيلة (2015) "العوامل المؤثرة في تحديد السعر الحقيقي للسهم في البورصة دراسة حالة بورصة السعودية 2010-2013"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
- الصبيحي، فائز (2018) "المدىونية وأثرها على ربحية السهم والمخاطرة للشركات المساهمة في سوق أبوظبي للأوراق المالية للفترة من 2010-2015"، المؤتمر العلمي الدولي الثاني لجامعة جها اربيل في العلوم الإدارية والمالية العدد 27 حزيران 2018، ص ص 220-247.
- عبد الجليل، توفيق (2014) "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 3، ص ص 695-706.
- علوان، قاسم (2009) "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى.
- عمار، قصي (2017) "أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة 2007-2016"، رسالة ماجستير منشورة، جامعة تشرين.
- الكيلاني، قيس (2018) "التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم: دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (1998-2018)"، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، ص ص 93-125.

- مسمح، باسل (2018) "أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية.
- ناصح، عادل والبدران، عبد الخالق (2014) "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2001-2011م"، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد السابع والثلاثون، المجلد العاشر، تشرين الثاني 2014م، ص ص 81-110.
- النعيمي، عدنان والتميمي، ارشد (2009) "الإدارة المالية المتقدمة"، داراليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- هاشم، صبيحة (2015) "نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة - بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 21، العدد 82.

ثانياً- المراجع بالإنجليزية:

- Al Salamat, Wasfi A. (2016) "**The Impact of Capital Structure on Stock Return: Empirical Evidence from Amman Stock Exchange**", International Journal of Business and Social Science Vol. 7, No. 9; September 2016.
- Brigham, E., Ehrhardt, M., (2011). **Financial management. Theory ...** J Futur Mark 29(7):599-629.
- Ofumba U, Onuegbu O. (2018) "**The Impact of Capital Structure on Corporate Performance in Nigeria: A Quantitative Study of Consumer Goods Sector**". CurrInvesAgriCurr Res 5(4)- 2018. CIACR.MS.ID.000217. DOI: 10.32474/CIACR.2018.05.000217.650
- Paramasivan & Subramanian, (2009) "**Financial Management**", New Age international (P) Limited, New Delhi.
- Rioja, F. & Valev, N. (2011). **Financial structure and capital investment**. journal of Applied Economics. Georgia State University. Routledge
- Swain, R. & Patnail, B. (2012). **Financial structures of Indian companies**. Asian Journal of Marketing and Management Research. Vol.1 Issue 2. availabel: <http://www.tarj.in>
- Wajid Khan, Arab Naz, Madiha Khan, Waseem Kh & Qaiser Khan and SShabeer Ahmad (2013) "**The Impact of Capital Structure and Financial Performance on Stock Returns "A Case of Pakistan Textile Industry"**", Middle-East Journal of Scientific Research 16 (2): 289-295, 2013, ISSN 1990-9233.
- Wang J. (2014). **Study on the Determinant of Financing Structures: Based on the Difference of Ultimate Controlling Right**. In: Qi E., Shen J., Dou R. (eds.) Proceedings of (2013) fourth International Asian Conferences on Industrial Engineering and Management Innovations (IEMI2013). Springer, Berlin.