

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبدالله زلط

## أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع العقارات بالبورصة المصرية

دكتور/ علاء عاشور عبدالله زلط<sup>(١)</sup>

مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة المنوفية

### ملخص الدراسة:

يتمثل الهدف الأساسي للدراسة في تحديد أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع هيكل رأس المال اعتماداً على مصادر التمويل الخارجية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٢) شركة من الشركات المقيدة بقطاع العقارات بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام ٢٠١٣م وحتى عام ٢٠١٨م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر التمويل الخارجية لشركات قطاع العقارات، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة ارتباط معنوية بين تنوع هيكل الملكية في ضوء دورة حياة الشركة وتنوع مصادر التمويل الخارجية. كما أشارت النتائج إلى إمكانية صياغة نموذج بدقة عالية لتقدير العوامل المؤثرة على قرار الشركات في الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية باستخدام الديون معبراً عنها بمعدل الديون قصيرة الأجل والتي تتمثل في ستة عوامل أساسية وهي حجم الشركة، معدل هيكل الأصول، معدل إستغلال الأصول، الملكية الإدارية، معدل العائد على الأصول، والملكية المؤسسية، حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج (٨٦.٢%) وهي نسبة عالية مقارنة بالنسبة

(١) د. علاء عاشور عبدالله زلط - بكالوريوس المحاسبة - جامعة المنوفية - ٢٠٠٣م، ماجستير المحاسبة - جامعة المنوفية - ٢٠٠٩م، دكتوراه الفلسفة في المحاسبة - جامعة المنوفية - ٢٠١٥م، له اهتمامات بحثية في مجال المحاسبة المالية، المراجعة، والمحاسبة الحكومية والدولية.

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمد الله زلط

التفسيرية لنموذجي معدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون والتي بلغت القوة التفسيرية لنموذجيها ٤١.١% ، ٨٠.٩% التوالي.

كما أشارت نتائج الدراسة إلي زيادة القوة التفسيرية لنموذج تقدير العوامل المؤثرة علي قرار الشركات بالإعتماد علي مصادر التمويل الخارجية بإستخدام الديون معبراً عنها بمعدل الديون قصيرة الأجل وذلك بعد إدخال متغير مُعدّل للعلاقة وهو متغير دورة حياة الشركة، وقد تمثلت العوامل المؤثرة في القدرة التفسيرية للنموذج في ستة عوامل أساسية وهي حجم الشركة، معدل هيكل الأصول، معدل إستغلال الأصول، الملكية الإدارية في مرحلة التقديم والنمو، معدل العائد علي الأصول، والملكية المؤسسية في مرحلة التقديم والنمو. حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج (٨٦.٥%)، بينما بلغت القوة التفسيرية لنموذجي معدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون ٤٥% ، ٨٢.٧% علي التوالي والتي تحسنت القوة التفسيرية فيها أيضاً بعد إدخال متغير دورة حياة الشركة.

#### الكلمات الدالة:

تنوع هيكل الملكية / هيكل رأس المال/ دورة حياة الشركة.

#### Abstract:

The main objective of the study is to determine the impact of corporate life cycle in explaining the relationship between corporate ownership structure and capital structure depending on external sources financing. The applied study was conducted on a sample of (12) companies listed in real state sector in the Egyptian Stock Exchange during 2013-2018. The results of the study concluded that there is a significant relationship between ownership structure and capital structure in real state companies, likewise there is a significant relationship between ownership structure when introduced corporate life cycle as a moderator variable and capital structure. Furthermore the results indicated the high possibility of formulating model

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل المصلحة وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمد الله زلطا

for estimate the factors affecting companie's capital structure decisions using short debt ratio, long debt ratio, and total debt ratio which represented by six factors which are firm size, assets structure, assets utilization, managerial ownership structure, return on assets, and institutional ownership structure, with adjusted  $R^2$  86.2% while long debt ratio model and total debt ratio model adjusted  $R^2$  were 41.1% and 80.9% respectively.

The study also indicated an increase in the explanatory adjusted  $R^2$  when introduced corporate life cycle as a moderator variable in short debt ratio model, the explanatory factors in this model are firm size, assets structure, assets utilization, managerial ownership structure in introduction & growth stage, return on assets, and institutional ownership structure in introduction & growth stage which refer that adjusted  $R^2$  equal 86.5% while long debt ratio model and total debt ratio model adjusted  $R^2$  were 45% and 82.7%.

#### **Key Words:**

Ownership Structure/ Capital Structure/ Firm Life Cycle.

#### **مقدمة**

أثار دراسة دورة حياة الشركة الكثير من الزخم في الفكر المحاسبي على المستوي العالمي وإن لم يلق نفس الإهتمام في البيئة العربية إلا أنه لا يمكن إنكار أهمية دور مراحل دورة حياة الشركة في تفسير كثير من المشاكل المحاسبية (ابراهيم، ٢٠١٩، حسين، ٢٠٢٠)، وعلى أثر ذلك فقد نال دراسة دورة حياة الشركة إهتمام العديد من الدراسات على المستوي الدولي من حيث العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة والتحفظ المحاسبي ( Alzoubi,2019; Abdullah & Mohd-Saleh,2014; Salehi et al.,2013)، أو من خلال دراسة تأثير مراحل دورة حياة الشركة على سياسات توزيع الأرباح، وجودة الأرباح، ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وأداء الشركة بشكل عام (Balogh,2016; Choi et al.,2016; Chen,2016; Vorst & Hastuti et al.,2017; Yohn,2017; Bayat & Noshahir,2018; Wang et al., 2020)، بينما اهتمت دراسات أخرى بتقييم العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة ومدى إلتزام الشركة بتطبيق قواعد

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

حوكمة الشركات ودور خصائص مجلس الإدارة والمدور المدير التنفيذي في تفعيل تطبيق الشركة لقواعد الحوكمة & Esquada ;Eeckhout,2016; Franks et al.,2009 ;O'Conner,2017; Liu & Chou,2017;Namazi & Hossemi-Nia,2017;Widyasari (et al.,2019).

كذلك إهتمت العديد من الدراسات بتحليل طبيعة العلاقة بين المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة على قرار الشركة بإستخدام الديون الخارجية في تمويل هيكل رأس مال الشركات، حيث أشارت دراسة (La Rocca et al., (2011 إلى قيام الشركات الإيطالية صغيرة ومتوسطة الحجم بالتوجه نحو التمويل بالديون الخارجية خلال مرحلة النضوج رغبة من الشركة في إستمرار الزيادة في حجم مبيعاتها في التوسع الأفقي بالشكل الذي يسمح لها بالتواجد في مرحلة النضوج أطول فترة ممكنة. كما أشارت دراسة (Pinkova & Kaminova (2011 إلى زيادة إعتداد الشركات على التمويل بالديون خلال مرحلتي التقديم والنمو لإثبات تواجدتها بين المنافسين وإستغلال إنتشار الشركة بينما تفضل الشركات الإعتداد على التمويل بالملكية خلال مرحلة النضوج حفاظاً على مستويات الأرباح المحققة وضمان توزيع أرباح على مساهميها بشكل يعطي قوة أكبر للموقف المالي للشركة وتحفيز المستثمرين المرتقبين على الإستثمار في الشركة.

وفي نفس السياق زاد الإهتمام في الفترة الأخيرة بدراسة أثر تنوع هيكل ملكية الشركات على إتخاذ إدارات الشركات للقرارات المتعلقة بتحديد مصادر التمويل بهدف الحد من مشكلات الوكالة والتعارض في المصالح بين إدارة الشركة والتي تسعى إلى تعظيم مصالحها من خلال تحقيق وفورات أرباح في الأجل القصير تضمن لهذه الإدارات الحصول على المكافآت والحفاظ على مناصبها الإدارية وبين الملكية الإدارية والتي يكون أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين أصحاب اليد العليا في السيطرة على ملكية الشركة وتكون قرارات التمويل فيها تتجه نحو التمويل بالديون قصيرة الأجل أو طويلة الأجل على حساب التمويل بالملكية من أموال المساهمين (Shoaib & Yasushi,2016)، وعلى العكس في الملكية الأجنبية أشارت

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

الدراسات (Le,2015; Murtaza & Azam,2019) إلى وجود تأثير سلبي للملكية الأجنبية على التمويل بالديون حيث تساهم خبرات المساهمين الأجانب في تخفيض مشاكل الوكالة الخاصة بالملكية من خلال تعظيم الوفورات التي تقدمها الدول للمستثمرين الأجانب وبالتالي تتجنب التمويل بالديون منعاً للمخاطرة بأموالهم في حالة زيادة سعر الفائدة وأقساط القروض وما يترتب عليها من التأثير على ربحية الشركات.

كما أشارت الدراسات (Quang & Xin,2014;Yuliani et al.,2018; Choi et al.,2020) إلى وجود تأثير لهيكل الملكية المؤسسية على قرار التمويل بالديون والنتائج من تعظيم إستفادة المؤسسات من علاقاتها بالبنوك من خلال إبرام تعاقدات طويلة الأجل مما يعظم إستفادة الشركات من مصادر التمويل الخارجية لإنخفاض المخاطر المتعلقة بها ورغبة منها في الحفاظ على أموالها وإستثماراتها في الشركات.

مما سبق عرضه يلاحظ تباين نتائج الدراسات فيما يتعلق بتأثير تنوع هيكل الملكية على قرارات تحديد هيكل رأس مال الشركات، وهو ما يمثل الفجوة البحثية لهذه الدراسة من خلال إستخدام مراحل دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر تمويل الشركات في البيئة المصرية ، ومن ثم دراسة تأثير دورة حياة الشركة على العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع العقارات.

## ١. مشكلة الدراسة

يرتبط إتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال بالعديد من العوامل الحاكمة التي تؤثر على قرار إدارة الشركة عند تحديد هيكل التمويل الأفضل والمناسب للشركة، حيث أشار (Roshan 2009) إلى عدم وجود أفضلية لهيكل تمويلي معين يُعظم من قيمة الشركة ويحقق مصالح كل من إدارة الشركة والأطراف ذوي العلاقة، ويُعد هيكل ملكية الشركات من العوامل المؤثرة في إتخاذ قرارات التمويل.

كما أشارت دراسة السيد، (٢٠١٧) إلى وجود العديد من العوامل الحاكمة التي تؤثر على قرارات مصادر التمويل منها عوامل خارجية مثل الظروف الإقتصادية

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمد الله زلط

والسياسية وقوانين الإفلاس والقوانين الضريبية وعوامل داخلية منها حجم الشركة وهيكل الأصول ونسبة إستغلال الأصول وعمر الشركة وربحية الشركة ومعدل النمو ومعدل الضريبة الفعلي والمزايا الضريبية ودرجة المخاطر، حيث تؤدي هذه العوامل إلي تباين قرارات الشركات فيما يتعلق بتحديد هيكل رأس المال المناسب.

ولقد تناولت العديد من أدبيات الفكر المحاسبي دراسة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع هيكل رأس المال، ولقد تباينت نتائج هذه الدراسات حول أثر كل نوع من أنواع هيكل الملكية علي قرار تحديد مصادر التمويل، بالإضافة إلي ذلك تباينت نتائج الدراسات السابقة حول أثر متغير مراحل دورة حياة الشركة علي قرارات هيكل رأس المال.

وفي ضوء ما سبق تتمثل مشكلة الدراسة في عدم وجود إتفاق بين الدراسات السابقة في تحديد طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال من ناحية وفي النقص الشديد في الدراسات في البيئة العربية التي تناولت إستخدام متغير دورة حياة الشركة كمتغير مُعدل بهدف تفسير طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال وهو ما تحاول الدراسة الحالية تطبيقه علي قطاع من القطاعات كثيفة رأس المال والتي يعتبر تحديد مصادر التمويل فيها من القرارات الحيوية التي تؤثر علي ربحية وإستمرارية الشركات وهو شركات قطاع العقارات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري.

## ٢. تساؤلات الدراسة

تُثير مشكلة الدراسة العديد من التساؤلات التي تعكس جوهر المشكلة البحثية وتتمثل هذه التساؤلات في:

١-٢ ما هي طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع هيكل رأس مال شركات قطاع العقارات؟

٢-٢ إلي أي مدي توجد علاقة بين تنوع هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة (مرحلة التقديم والنمو ومرحلة النضوج ومرحلة التدهور والإسحاب) وهيكل رأس مال شركات قطاع العقارات؟

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

٣-٢ ما مدي تأثير تنوع هيكل الملكية على قرار إدارات شركات قطاع العقارات بتنوع هيكل رأس المال؟

٤-٢ ما مدي تأثير مراحل دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال بشركات قطاع العقارات المصرية؟

### ٣. أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الأساسي للدراسة في تحديد أثر تنوع هيكل الملكية متمثلة في (الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، تشتت الملكية، والملكية الأجنبية) على تنوع مصادر التمويل بالديون متمثلة في الديون قصيرة وطويلة الأجل، ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال الأهداف الفرعية التالية:

٣-١ تحديد طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع هيكل رأس مال شركات قطاع العقارات.

٣-٢ تحديد طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية في ضوء دورة حياة الشركة (مرحلة التقديم والنمو، مرحلة النضوج، ومرحلة التدهور والإنسحاب) على معدل الديون قصيرة وطويلة الأجل.

٣-٣ تقييم مدي تأثير تنوع هيكل الملكية على تنوع مصادر التمويل بالديون قصيرة وطويلة الأجل.

٣-٤ تقييم مدي تأثير تنوع هيكل الملكية في ضوء دورة حياة الشركة على تنوع مصادر التمويل الخارجية قصيرة وطويلة الأجل.

### ٤. أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من مجموعة المساهمات التالية:

٤-١ تنبيه الشركات لأهمية تنوع مصادر التمويل وعدم الاعتماد على مصدر تمويل واحد ودراسة أثر تنوع هيكل الملكية على تنوع مصادر تمويل هيكل رأس المال.

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

٢-٤ توجيه إهتمام أصحاب المصالح المختلفة إلي أهم العوامل المحددة والمؤثرة في إتخاذ قرار التمويل بالديون بهدف مساعدة أصحاب المصلحة علي تجنب مخاطر التمويل بالديون.

٣-٤ تحليل أثر مراحل دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر التمويل بهدف تقييم كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة وتحديد المخاطر المرتبطة بكل مرحلة.

٤-٤ تقدير مدي إمكانية صياغة نموذج مقترح مكون من أهم العوامل المحددة لهيكل رأس مال الشركات في ضوء مراحل دورة حياة الشركة مما يؤدي إلي مساعدة أصحاب المصالح المختلفة في تحديد آليات تنوع مصادر التمويل في ضوء المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة.

٥-٤ تطبيق الدراسة علي قطاع حيوي ومهم بسوق الأوراق المالية المصري وهو قطاع العقارات والذي تتنوع فيه هيكل الملكية ودائماً في حاجة مستمرة لتحديد وتنوع مصادر تمويل الشركة.

#### ٥. قيود الدراسة

تقتصر الدراسة الحالية علي بعض القيود الزمانية والمكانية والفنية كما يلي:

١-٥ إقتصرت الدراسة علي مصادر التمويل الخارجية وهي التمويل بالديون معبراً عنها بمعدل الديون قصيرة الأجل، ومعدل الديون طويلة الأجل، ومعدل إجمالي الديون دون التطرق للتمويل بالملكية.

٢-٥ تم تحديد مراحل دورة حياة الشركة وفقاً لأسلوب التدفقات النقدية والذي يعتمد علي تقسيم مراحل دورة حياة الشركة إلي خمسة مراحل إلا أنه لوحظ إنخفاض المشاهدات في المرحلة الأولى والثانية من ناحية والمرحلة الرابعة والخامسة من ناحية أخري فتم دمج المرحلة الأولى مرحلة التقديم والمرحلة الثانية مرحلة النمو في مرحلة واحدة وهي مرحلة التقديم والنمو، والمرحلة الرابعة التدهور والمرحلة الخامسة الإنسحاب في مرحلة واحدة وهي مرحلة التدهور والإنسحاب لتكون

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

مراحل دورة حياة الشركة في هذه الدراسة ثلاثة مراحل وهي ( التقديم والنمو ، والنضوج ، والتدهور والإنسحاب).

٣-٥ تم تطبيق الدراسة على الفترة الزمنية من عام ٢٠١٣م وحتى عام ٢٠١٨م وهي فترة زمنية مناسبة وكافية لتحقيق أهداف الدراسة.

#### ٦. خطة الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة فقد تم تقسيم ما تبقى من الدراسة في ستة أقسام رئيسية وهي أدبيات ومراحل ومقاييس دورة حياة الشركة، والدراسات السابقة والجهود البحثية ذات الصلة، فروض الدراسة، منهجية الدراسة، تحليل نتائج الدراسة، توصيات الدراسة، فضلاً عن مجالاً الدراسة المستقبلية.

#### ٧. أدبيات ومراحل ومقاييس دورة حياة الشركة

تقوم الدراسة الحالية بدراسة تأثير متغير دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر التمويل، ويُعتبر هذا المتغير من المتغيرات المحاسبية التي لاقت إهتمام كبير في الفكر المحاسبي على المستوي الدولي وإن لم تلقى الإهتمام الكاف في البيئة العربية، وعليه سوف يتم إستعراض أهم أدبيات دورة حياة الشركة في الفكر المحاسبي، ثم عرض مراحل دورة حياة الشركة، وأخيراً أهم المقاييس المحاسبية لدورة حياة الشركة وذلك على النحو التالي:

#### ٧-١ أدبيات دورة حياة الشركة في الفكر المحاسبي

يُعتبر متغير دورة حياة الشركة عن المراحل التي تمر بها الشركة خلال فترة تواجدها في الصناعة، فهي تمر بمراحل شبيهه بمراحل عمر الإنسان منذ بداية ولادة الشركة وتواجدها في السوق مروراً بمرحلة النمو والتطور والزيادة في حجم عملياتها حتي تصل إلي مرحلة النضوج والتميز ثم مرحلة الإنحسار والهبوط نتيجة زيادة عدد المنافسين وظروف تشعب السوق حتي تصل إلي مرحلة التدهور والإنسحاب (Alzoubi,2019).

وهناك زخم كبير في الدراسات المحاسبية على المستوي العالمي فيما يتعلق ببيان أهمية دورة حياة الشركة وتأثيرها على سياسات الشركة، فهناك من يري ضرورة

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

إختبار تأثير مراحل دورة حياة الشركة على سياسات التحفظ المحاسبي على إعتبار أن إختلاف مراحل دورة حياة الشركة سوف يؤدي إلي إختلاف السياسات المحاسبية المتبعة، وأيضاً التأثير على مستوى الإحتفاظ بالنقدية لدي الشركة والتي تختلف بإختلاف مراحل دورة حياة الشركة (Salehi et al.,2013; Abdullah & Mohd- (Saleh,2014; Alzoubi,2019) كما إهتم الفكر المحاسبي في الآونة الأخيرة بدراسة أثر دورة حياة الشركة على سياسة توزيع الأرباح وربحية وسيولة الشركات لبيان التباين في أداء الشركات خلال مراحل دورة حياتها المختلفة ( Balogh,2016; Choi et al.,2016; Chen,2016; Vorst & Hastuti et al.,2017; Yohn,2017; Bayat & Nagar & Noshahir,2018; Wang et al., 2020) وفي سياق مختلف إهتمت دراسة ( Sen, 2016 بتقييم ممارسات إدارة الأرباح خلال مراحل دورة حياة الشركة من خلال تحليل قيام الشركات بإعادة تويب عناصر القوائم المالية خلال مرحلة التدهور والإنسحاب بهدف تحسين صورة الشركة أمام المستثمرين وحمايتها من التدهور، كما إهتمت العديد من الدراسات المحاسبية بتحليل العلاقة بين تطبيق قواعد الحوكمة وسياسات المدير التنفيذي وخصائص مجلس الإدارة خلال مراحل دورة حياة الشركة (Franks et al.,2009 ; Eeckhout,2016 ; Esquada & O'Conner,2017; Liu & Chou,2017; Namazi & Hosseni-Nia,2017; Widayasari et al.,2019) وعلى المستوي المحلي ما زال هناك نقص كبير في الأدبيات التطبيقية المحاسبية التي تناولت إستخدام دورة حياة الشركة كمتغير محاسبي بسيط أو مُعدّل بهدف تحديد تأثيره على المتغيرات المحاسبية، حيث أشارت دراسة كعموش، (٢٠١٧) إلي تحليل أثر تبني المعايير الدولية ودورة حياة المشروع على ممارسات التحفظ المحاسبي وإنتهت الدراسة إلي إنخفاض التحفظ المحاسبي المشروط بشكل معنوي بعد تبني معايير التقارير المالية الدولية في مرحلة نضوج الشركة فقط ولم يتأثر معنوياً في باقي مراحل دورة المشروع.

كما إستهدفت دراسة عبده، (٢٠١٨) دراسة أثر جودة لجنة إدارة المخاطر ودورة حياة الشركة على جودة الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية وإنعكاسه على سمعة الشركات، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة إرتباط طردية

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

جوهريّة بين تقدّم الشركة في دورة حياتها ووصولها إلى مرحلة النضوج وجودة الإفصاح المحاسبي عن المخاطر الماليّة، كما قامت دراسة إبراهيم، (٢٠١٩) ببحث أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير الماليّة وبين تكلفة حقوق الملكية، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط معنوية سلبية بين كلاً من جودة التقارير الماليّة ومرحلة النضوج كأحد مراحل دورة حياة الشركة وحجم الشركة وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين، بينما توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين كلاً من مرحلة النمو ودرجة الرافعة الماليّة ودرجة المخاطر غير المنتظمة غير القابلة للتنوع للشركة وفرص النمو ومعدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين.

وأخيراً هدّفت دراسة حسين، (٢٠٢٠) إختبار تأثير الخصائص المحاسبية لدورة حياة المنشأة على العلاقة بين كثافة الإنفاق على البحث والتطوير وتقلبات عوائد الأسهم، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لمرحلة التقديم وتأثير سلبي معنوي لمرحلتَي النمو والنضج وعدم وجود تأثير معنوي لمرحلة التدهور على تقلبات أسعار الأسهم. مما سبق عرضه يتضح حداثة وقلة الدراسات المحاسبية في البيئة المصريّة التي تناولت استخدام دورة حياة الشركة في البحوث المحاسبية لتحديد تأثيره على المتغيرات المحاسبية.

## ٧-٢ مراحل دورة حياة الشركة

دار جدل كبير في الفكر المحاسبي عند وضع معايير لتصنيف مراحل دورة حياة الشركة والذي تراوحت فيه بين مرحلتين إلى ثلاث عشر مرحلة عبداللطيف & الدبعي (٢٠١٩)، وتعتبر دراسة Dickinson (2011) من الدراسات الرائدة التي وضعت تصوراً محاسبياً مبتكراً لتحديد مراحل دورة حياة الشركة في ضوء التدفقات النقدية التشغيلية والإستثمارية والتمويلية الخاصة بالشركة في كل سنة، والتي من خلالها تم تقسيم دورة حياة الشركة إلى ثمانية مراحل أساسية تتميز كل مرحلة منها بمجموعة من الخصائص المحاسبية التي تميزها عن المراحل الأخرى، وقد إختصرت العديد من الدراسات هذه المراحل في خمس مراحل أساسية (Castro et al.,2015;

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

Lobo et al., 2017; Namazi & Hosseini-Nia, 2017; Hasan & Cheung, 2018; Widyasari et al., 2019; Yoo et al., 2019; Wang et al., 2020 ;Esquedq & O'Connor, 2020)، ويمكن عرض هذه المراحل على النحو التالي:

### ٧-٢-١ مرحلة التقديم Introduction Stage

وهي عبارة عن المرحلة الأولى والتي تبدأ مع تأسيس الشركة ودخولها إلى أسواق المال لأول مرة، وتتميز هذه المرحلة بالإفناق الإستثماري الكثيف لتأسيس الشركة ومقراتها للإستفادة من الفرص الإستثمارية لتحقيق المنافسة المرجوة في السوق، يترتب على هذه النفقات تحقيق تدفقات نقدية تشغيلية سالبة نتيجة زيادة تكاليف الإنتاج عن الإيرادات المتوقعة في هذه الفترة وأيضاً تحقيق تدفقات نقدية إستثمارية سالبة نتيجة كثافة الإفناق الإستثماري المتوقع بالإضافة إلى تحقيق تدفقات نقدية تمويلية موجبة ناتجة عن عدم كفاية إعتتماد الشركة على موارد المساهمين في التمويل واللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية لتغطية نفقات الإستثمار والتشغيل.

### ٧-٢-٢ مرحلة النمو Growth Stage

وهي المرحلة التي تشهد سعي الشركة لإستغلال الفرص الإستثمارية المتاحة وتحقيق الإنتشار السريع من خلال تنوع وتعدد المنتجات وزيادة المبيعات لتغطية تكاليف التشغيل الثابتة من خلال زيادة حصتها السوقية الناتجة عن إبتكار وتطوير منتجاتها بالشكل الذي يحقق زيادة أرباح الشركة نتيجة زيادة الإيرادات عن التكاليف، وتتميز هذه المرحلة بتحقيق صافي تدفقات نقدية تشغيلية موجبة مع إستمرار تحقيقها لتدفقات نقدية إستثمارية سالبة ولكن بشكل أقل من المرحلة السابقة نتيجة إستمرار كثافة الإفناق الإستثماري الذي يتيح لها الإنتشار الكبير في السوق من خلال فتح فروع جديدة والتوسع الأفقي في السوق، أيضاً تستمر هذه المرحلة في تحقيق تدفقات نقدية تمويلية سالبة نتيجة إستمرار إعتتمادها على مصادر التمويل الخارجية؟

### ٧-٢-٣ مرحلة النضوج Mature Stage

في هذه المرحلة تكون الشركة أصبحت معروفة في السوق لدي عملائها ومنافسيها وينتج عن ذلك تشبع الأسواق بمنتجات الشركة ومع زيادة حدة المنافسة

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمد الله زلط

ودخول منافسين جدد تستقر مبيعات الشركة عند حدود معينة مرضية للشركة ناتجة عن تطوير منتجاتها والإنفاق بكثافة على عمليات البحوث والتطوير في المرحلة السابقة بالشكل الذي يتيح للشركة أيضاً في هذه المرحلة تحقيق تدفقات نقدية تشغيلية موجبة ناتجة عن زيادة إيراداتها وإنخفاض تكاليفها إلى الحدود الدنيا في هذه المرحلة لتوافر المنتجات التي سبق إنتاجها بكثافة في المرحلة السابقة، وفي هذه المرحلة أيضاً تنخفض حدة الإنفاق الاستثماري الكثيف مما ينتج عنه تحقيق الشركة لتدفقات نقدية استثمارية سالبة عند حدودها الدنيا والتي تقترب من الموجبة مع تحقيق تدفقات نقدية تمويلية سالبة ناتجة عن قيام الشركة بتوزيعات الأرباح على مساهميها نتيجة تحقيق الشركة لأرباح مستقرة في هذه المرحلة من مراحل المشروع.

#### ٧-٢-٤ مرحلة التدهور Shake-out Stage

وتتفق الدراسات والأدبيات المحاسبية حول مفصلية هذه المرحلة لدي الشركة والتي يطلق عليها مجازاً مرحلة التدهور والتذبذب والتي لا تعني تحقيق الشركة لخسائر ولكن الأخطر من الخسائر هو إقتراب الشركة من مرحلة التثبيح الكامل للأسواق بمنتجات الشركة بالشكل الذي ينتج عنه الإنخفاض الكبير في نمو مبيعات الشركة مقارنة بالمرحلة السابقة وتحاول الشركة التغلب على هذه المعضلة من خلال عروض المبيعات والتوجه نحو زيادة الإئتمان والبيع الآجل عن البيع النقدي بهدف التخلص من المنتجات المنتجة من قبل وضمن تحقيق أرباح حتي لو كانت هذه الأرباح مؤقتة أو مستقبلية، وبالتالي فمن المتوقع أن تحقق الشركة في هذه المرحلة تدفقات نقدية تشغيلية سالبة ناتجة عن ثبات التكاليف مع إنخفاض متوقع في الإيرادات الحالية للشركة، أيضاً من المتوقع نتيجة توسع الشركة أن توقف الشركة من عملياتها الاستثمارية والتخلص من الفروع التي لا تحقق لها الأرباح المرجوة والتخلص من بعض الأصول مما ينتج عنه تدفقات نقدية استثمارية موجبة إلا أن العديد من الدراسات تري وجهة نظر مغايرة من حيث سعي الشركة إلى الوصول إلى مناطق ليس لها فيها أسواق بهدف تصريف المنتجات الفائضة لديها مما ينتج عنه تدفقات نقدية استثمارية سالبة، أيضاً قد ينتج في هذه المرحلة تدفقات نقدية تمويلية موجبة أو سالبة

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

حسب مستوي أرباح الشركة وقيامها بالإستمرار بتوزيع أرباح علي المساهمين  
لطمأنتهم علي موقف الشركة في السوق.

### ٧-٢-٥ مرحلة الإنسحاب Decline Stage

وهذه المرحلة تدخل فيها الشركات التي لم تجد حلولاً لمشكلات المرحلة السابقة  
وبالتالي يستمر التدهور في مبيعات الشركة مع زيادة تكاليفها وتخسر الشركة الكثير  
من عملائها وإنعدام الحلول الابتكارية لدي الشركة وإنخفاض أسعار منتجات الشركة  
بالشكل الذي ينتج عنه تحقيق الشركة لتدفقات نقدية تشغيلية سالبة، وهذه النتيجة تقودنا  
إلي التأكيد من أن الشركات في هذه المرحلة لن تقوم بأية توسعات إستثمارية جديدة  
بالإضافة إلي إستمرار سياسة إغلاق الفروع الخاسرة والتخلص من الأصول بالشكل  
الذي ينتج تدفقات نقدية إستثمارية موجبة، وحسب وضع الشركة المالي في هذه الفترة  
ونتيجة الخسائر المتوقعة فلن تقوم الشركة بتوزيعات للأرباح مما ينتج عنه تدفقات  
نقدية تمويلية موجبة أو قد تقوم الشركة بمحاولة تعديل أوضاعها باللجوء إلي مصادر  
تمويل خارجية ينتج عنها تدفقات نقدية تمويلية سالبة.

### ٧-٣-٣ المقاييس المحاسبية لدورة حياة الشركة

اختلفت الدراسات السابقة عند تحدي مقاييس محاسبية لدورة حياة الشركة لبيان  
تأثيرها علي المتغيرات المختلفة، ويرجع السبب في ذلك إلي إختلاف تأثير خصائص  
كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة بالشكل الذي يؤدي إلي صعوبة وجود  
مقياس محدد لقياس دورة حياة الشركة، ويمكن عرض المقاييس المحاسبية لدورة حياة  
الشركة في ضوء جهود الأدبيات المحاسبية علي النحو التالي:

### ٧-٣-١ توزيعات الأرباح أو الأرباح المحتجزة

قامت دراسة (Thanatawee (2015 باستخدام مؤشر يمثل الأرباح المحتجزة  
مرجعاً بالقيمة الدفترية لحقوق الملكية وكلما زاد هذا المؤشر كلما دل علي تحقيق  
الشركة لأرباح متراكمة خلال فترة تواجدها بالصناعة مما يدل علي وصول الشركة  
لمرحلة النضوج، أيضاً بالإعتماد علي فرضية أن الشركات الناضجة يكون لديها  
المقدرة المالية لتوزيع أرباح علي مساهميها وكلما كانت الشركات تملك مبالغ محتجزة

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

بنسبة كبيرة دل ذلك على أنها شركة ناضجة (Kouser et al., 2015; Miletic, 2015)، ولقد لاقى هذا المقياس العديد من الانتقادات منها أن قيام الشركة بتوزيعات الأرباح ليست دليلاً على وصول الشركة لمرحلة النضوج فوفقاً لنظرية الوكالة قد تقوم إدارة الشركة بتوزيعات نقدية على المساهمين للإحتفاظ بمناصبهم الإدارية والإستفادة من المكافآت والحوافز في الأجل القصير على حساب نتيجة النشاط الفعلي للشركة في الأجل الطويل والذي ينعكس في صورة خسائر متراكمة لسنوات طويلة.

### ٧-٣-٢ معدل نمو الشركة

أشارت دراسة (Yang (2014) إلى أن الشركات ذات معدل النمو المنخفض تميل دائماً إلى عدم المخاطرة والإحتفاظ بمساهميها من خلال توزيعات الأرباح مما يدل على أن الشركة في مرحلة النضوج، وهذه النتيجة يشوبها العديد من أوجه القصور في التعبير عن أن معدل النمو المنخفض قد يكون وفقاً لنموذج (Dickinson (2011 معناه أن الشركة قد وصلت إلى مرحلة التشبع مما يعني بداية تدهور نتائج الشركة بالشكل الذي يعني وقوعها في مرحلة التدهور أو الإنسحاب وليس مرحلة النضوج.

### ٧-٣-٣ عمر الشركة

استخدمت دراسة (Bayat & Noshahr (2018) مقياس عمر الشركة للتعبير عن مراحل دورة حياة الشركة على إعتبار أن عمر الشركة يمثل الخبرة التي إكتسبتها الشركة في الصناعة منذ تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ القياس، إلا أن هذا المؤشر أيضاً يشوبه العديد من القصور حيث أن هناك العديد من الشركات ذات العمر التأسيسي الكبير والتي يمكن أن يتم شطبها من القيد في البورصة وبالتالي قد يتغير مراحل دورة حياة الشركة فيها ويعطي العمر في هذه الحالة مؤشر غير حقيقي عن المرحلة التي تقع فيها الشركة في دورة حياة الشركة.

### ٧-٣-٤ المؤشر المركب لقياس مراحل دورة حياة الشركة

أشارت دراسة (Mehran & Bagheri,(2009) إلى أنه لتلافي عيوب إستخدام كل مؤشر على حده فإنه يمكن إستخدام مؤشر مركب من عمر الشركة منذ تأسيسها مرجحاً باللوغاريتم الطبيعي، ومعدل التوزيعات النقدية والأرباح المحتجزة ومعدل

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمد الله زلط

نمو الشركة كمؤشر مركب لقياس مراحل دورة حياة الشركة مع إعطاء وزن نسبي لهذه المؤشرات بحيث إذا كان الرقم الإجمالي للمؤشر يقع بين ٤-٨ يدل على أن الشركة في مرحلة التدهور، ومن ٩-١٥ يدل على أن الشركة في مرحلة النضوج، من ١٦-٢٠ يدل على أن الشركة في مرحلة النمو، أيضاً واجه هذا المؤشر العديد من الانتقادات تشمل صعوبة تعميم نتائجه على مختلف القطاعات مثل قطاع التكنولوجيا أو الاتصالات أو الإعلام التي يكون العمر التأسيسي لها مختلف عن القطاعات الصناعية أو مواد البناء ذات العمر التأسيسي الكبير بالإضافة إلى إختلاف إنفاق الشركات على البحوث والتطوير يؤدي إلى إختلاف رقم الأرباح المحتجزة من شركة لأخرى، وأخيراً قيام الشركات بتوزيعات نقدية لا يدل دائماً على وصول الشركات لمرحلة النضوج.

### ٧-٣-٥ مؤشر التدفقات النقدية

تُعد دراسة Dickinson, (2011) من الدراسات الرائدة والتي قدمت مقياساً مبتكراً لقياس مراحل دورة حياة الشركة يعتمد على قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية من الأنشطة المختلفة مع الأخذ في الاعتبار الخصائص المحاسبية الأخرى مثل حجم الشركة ومعدل نمو الشركة والقدرة على توزيعات الأرباح وربحية وسيولة الشركة ومدى قدرتها على إستغلال الأصول بحيث يمكن قياس مراحل دورة حياة الشركة في ضوء التدفقات النقدية المولدة، ويوضح جدول رقم (١) ذلك على النحو التالي:  
جدول رقم (١): مراحل دورة حياة الشركة في ضوء التدفقات النقدية من الأنشطة المختلفة

مرحلة الإلتصاف	مرحلة التدهور	مرحلة النضوج	مرحلة النمو	مرحلة التقديم	
(-)/(-)	(+)/(-)	(+)	(+)	(-)	إشارة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
(+)/(+)	(+)/(-)	(-)	(-)	(-)	إشارة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية
(-)/(+)	(+)/(-)	(-)	(+)	(+)	إشارة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية

المصدر : (Dickinson, 2011, p.9)

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

## ٨. الدراسات السابقة والجهود البحثية ذات الصلة

تناولت العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين تنوع هيكل ملكية الشركات وهيكل رأس المال بغرض تحديد العوامل المحددة لهيكل رأس المال وكذلك هيكل الملكية الأنسب في ضوء هيكل رأس المال، وكذلك العلاقة بين دورة حياة الشركة وهيكل رأس المال، وأيضاً العلاقة بين دورة حياة الشركة وتنوع هيكل ملكية الشركات بهدف تحديد أثر دورة حياة الشركة ومراحلها المختلفة في تفسير العلاقة بين هيكل رأس المال وتنوع هيكل الملكية، ويمكن عرض أهم نتائج ومنهجية الدراسات السابقة بهدف توصيف العلاقة وتحديد متغيرات الدراسة، فضلاً عن التعرف على موقع الدراسة الحالية من الجهود البحثية ذات الصلة وذلك على النحو التالي:

### ٨-١ تحديد طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس مال الشركات

تناولت العديد من الدراسات السابقة تحليل طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وأثره على هيكل رأس المال وما يترتب عليه من إتخاذ الشركات لقرارات التمويل المتعلقة بالشركة، ففيما يتعلق بتأثير تركيز هيكل الملكية على هيكل رأس المال أشارت دراسة Omet, (2006) والتي أجريت على عينة مكونة من (٣٩) شركة صناعية مقيدة بسوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة من عام ١٩٩٥م وحتى عام ٢٠٠٣م إلى وجود تأثير معنوي سلبي لهيكل الملكية على معدل إجمالي الديون بمعنى أنه كلما زاد تركيز هيكل الملكية كلما إنخفض الإعتماد على الديون في تمويل الشركة، بينما كان التأثير إيجابياً لهيكل الملكية على معدل الديون طويلة الأجل وأرجعت ذلك لسببين، الأول إنخفاض إعتماد الشركات الأردنية في تمويل هيكل رأس المال على مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل وتفضيل الإعتماد على التمويل الملكية لتجنب المخاطر، والثاني إنخفاض سوق رأس المال الأردني بصفة عامة.

وفي نفس السياق أشارت دراسة Roshan, (2009) إلى أنه على الرغم من عدم وجود أفضلية لهيكل تمويلي معين يمكنه تخفيض مشاكل الوكالة داخل الشركات وتعظيم قيمة الشركة، إلا أن الإعتماد على هيكل تمويلي معتمد على الديون يعد الخيار الأفضل للشركات ذات تركيز هيكل الملكية حيث يحقق لهم العديد من المزايا المتمثلة

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

في تخفيض الوعاء الضريبي، بالإضافة إلى إعطاء الفرصة لكبار المستثمرين للتحكم في أنشطة المديرين، أيضاً أشارت الدراسة إلى وجود العديد من العوامل المحددة للهيكل التمويلي الأنسب للشركة من بينها معدل الضريبة الفعلي الذي له علاقة معنوية إيجابية مع معدل إجمالي الديون، وكذلك وجود علاقة معنوية إيجابية بين تركيز هيكل الملكية ومعدل إجمالي الديون ووجود علاقة معنوية سلبية بين معدل الإنفاق الإستثماري داخل الشركة ومعدل الديون طويلة الأجل.

وقد إتفقت تلك النتائج مع دراسة (Ganguli, 2013) والتي أجريت على أكبر ٥٠ شركة من حيث رأس المال السوقي مقيدة بسوق الهند للأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠٤م وحتى عام ٢٠٠٩م بتقييم تأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس مال الشركات الهندية، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إيجابي بين تركيز هيكل الملكية ومعدل إجمالي الديون مفاًساً بإجمالي الديون إلى إجمالي أصول الشركات الهندية، بالإضافة إلى وجود تأثير إيجابي لتشتت هيكل الملكية على توزيعات الأرباح.

وفي نفس السياق أشارت دراسة (Zhang,2013) والتي أجريت على ٦٦٢٨ مشاهدة للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة الصينية خلال الفترة من عام ٢٠٠٧م وحتى عام ٢٠١٢م بهدف تقييم تأثير تنوع هيكل ملكية الشركات الصينية على هيكل رأس المال، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لتركيز هيكل الملكية على هيكل رأس المال وذلك لتحكم المساهمين في قرارات التمويل ورغبتهم في حماية إستثماراتهم الممثلة في حقوق الملكية. أيضاً أشارت نتائج دراسة Shoib & Yasushi, (2016) والتي أجريت على (١٨٦) شركة غير مالية مقيدة بالبورصة الباكستانية خلال الفترة من عام ٢٠٠٨م وحتى عام ٢٠١٢م إلى وجود تأثير معنوي لتركيز هيكل الملكية على هيكل رأس المال. كما أشارت دراسة (Huang et al., 2016) والتي أجريت على (١٢٠٧) شركة غير مالية مقيدة بالبورصة الصينية خلال الفترة من عام ٢٠٠٧م وحتى عام ٢٠١٢م بهدف دراسة تأثير كلاً من تركيز هيكل الملكية في الشركات الحكومية وتركيز هيكل الملكية في الشركات غير الحكومية على تركيبة

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

هيكل رأس المال للشركات الصينية، إلى التأثير الإيجابي المعنوي لتركيز هيكل الملكية في الشركات غير الحكومية علي كل من (معدل الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل وإجمالي الديون) ، بينما يوجد تأثير معنوي إيجابي لتركيز هيكل الملكية في الشركات الحكومية علي كل من معدل الديون قصيرة الأجل ومعدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون ووجود تأثير سلبي للملكية الحكومية علي كل من معدل الديون قصيرة الأجل ومعدل إجمالي الديون.

أيضاً أشارت دراسة (Kulathunga et al., 2017) والتي أجريت علي ٣٨ شركة في قطاعي الفنادق وقطاع الشركات الصناعية المقيدة في بورصة سريلانكا خلال الفترة من عام ٢٠١١م وحتى عام ٢٠١٥م بغرض تحليل تأثير هيكل الملكية ممثلاً في الملكية الفردية والإدارية والمؤسسية وتركيز هيكل الملكية علي هيكل رأس المال، إلي وجود تأثير معنوي إيجابي لتركيز هيكل الملكية علي هيكل رأس المال، وكان تأثير هيكل الملكية علي هيكل رأس المال في قطاع الشركات الصناعية أكبر من قطاع الفنادق. كما أشارت دراسة (Ceylan, 2018) والتي أجريت علي ١٠ بنوك تركية مدرجة ببورصة تركيا خلال الفترة من عام ٢٠٠٥م وحتى عام ٢٠١٥م، بهدف دراسة تأثير تركيز هيكل الملكية علي هيكل رأس المال في البنوك التركية، إلي وجود تأثير معنوي لكل من تركيز هيكل الملكية ومعدل التضخم الحر ومعدل العائد علي الأصول وحجم البنك علي هيكل رأس مال البنوك التركية. وفي نفس السياق أشارت دراسة (العامري) ، ٢٠١٨ والتي أجريت علي ١٢ بنك سعودي خلال الفترة من عام ٢٠١٠م وحتى عام ٢٠١٥م، بهدف تقييم أثر هيكل الملكية علي العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في البنوك السعودية، إلي ميل البنوك السعودية إلي استخدام أموال الملكية في تمويل أنشطتها، كما أشارت إلي وجود تأثير إيجابي لهيكل رأس المال علي كل من العائد علي الأصول والعائد علي حقوق الملكية، كما أشارت النتائج إلي وجود تأثير إيجابي لتركيز هيكل الملكية علي العائد علي الأصول والعائد علي حقوق الملكية، ووجود تأثير سلبي للملكية الحرة علي مؤشري الأداء المالي للبنوك

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

السعودية، بالإضافة إلى وجود تأثير إيجابي لهيكل الملكية على هيكل رأس مال البنوك السعودية.

وعلى عكس النتائج السابقة أشارت دراسة الكيلاني، (٢٠١٠) والتي أجريت على (١٠) شركات صناعية أردنية خلال الفترة من عام ٢٠٠٤م وحتى عام ٢٠٠٨م بهدف إختبار العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل تركيبة رأس المال، إلى اعتماد الشركات الصناعية الأردنية على أموال الملكية في تمويل نشاطاتها، كما أشارت إلى عدم وجود تأثير معنوي لتركيز هيكل الملكية على نسبة مديونية الشركات. وقد إتفقت هذه النتائج مع دراسة Le, (2015) حيث أشارت النتائج إلى عدم وجود تأثير لتركيز هيكل الملكية على إجمالي الديون.

وفيما يتعلق بتأثير الملكية المؤسسية على هيكل التمويل أشارت دراسة AI- (2008) Najjar & Taylor، والتي أجريت على ٨٦ شركة أردنية خلال الفترة من عام ١٩٩٩م وحتى عام ٢٠٠٣م بهدف دراسة تأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال في الشركات الأردنية إلى وجود تأثير معنوي سلبي لكل من الملكية المؤسسية وحجم الشركة وربحية الشركة ومعدل النمو وهيكل الأصول ومعدل السيولة على تركيبة هيكل رأس مال الشركات الأردنية. وقد أيدت دراسة Lakshmi, (2009) والتي أجريت على (١٣١٤) شركة هندية خلال عام ٢٠٠٨م تلك النتائج من خلال دراسة تأثير الملكية المؤسسية والملكية الأجنبية على تركيبة هيكل رأس المال، حيث أشارت النتائج إلى وجود تأثير معنوي سلبي لكل من هيكل الملكية المؤسسية والملكية الأجنبية على معدل إجمالي الديون وأرجعت الدراسة ذلك إلى رغبة كلاً منهما إلى تخفيض المخاطر المصاحبة للتمويل بالمديونية. أيضاً أشارت نتائج دراسة ( Hayat et al., 2016) والتي أجريت على ١٨٣ شركة صناعية باكستانية خلال الفترة من عام ٢٠٠٩م وحتى عام ٢٠١٤م، إلى وجود علاقة معنوية سلبية بين الملكية المؤسسية ومعدل الديون قصيرة الأجل ومعدل إجمالي الديون.

وعلى عكس هذه النتائج أشارت دراسة (Quang & Xin, 2014) والتي أجريت على ١٣٤ شركة غير مالية مقيدة بالبورصة الفيتنامية خلال الفترة من عام ٢٠٠٩م

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

وحتى عام ٢٠١٢م، إلي وجود علاقة إيجابية عالية المعنوية بين الملكية المؤسسية وكل من معدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون، وقد إتفقت تلك النتائج مع نتائج دراسة (Rasyid, 2015) والتي أشارت إلي وجود تأثير معنوي إيجابي للملكية المؤسسية علي هيكل رأس المال ومن ثم علي قيمة الشركة. أيضاً أشارت دراسة Le, (2015) إلي أن الشركات ذات الملكية المؤسسية لها ميزة أفضل في الحصول علي التمويل اللازم من البنوك، كما أشارت النتائج إلي أن زيادة الإعتماد علي الديون في التمويل يخفض من قيمة الشركات. وفي نفس السياق أشارت دراسة Choi et al., (2020) والتي أجريت علي الشركات الأمريكية ذات حقوق الملكية التي لا تقل عن ١٠٠ مليون دولار وذات الملكية المؤسسية خلال الفترة من عام ١٩٨٥م وحتى عام ٢٠٠٨م بهدف تقييم تأثير هيكل الملكية المؤسسية في ضوء قواعد الحوكمة علي هيكل رأس المال، إلي انخفاض معدل ديون الشركة ذات هيكل الملكية المؤسسية، كما أشارت النتائج إلي وجود علاقة معنوية إيجابية بين هيكل الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال حيث تساعد المؤسسات الشركات في إبرام تعاقدات مع البنوك بشكل أيسر من خلال تخفيض مشاكل الوكالة التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين الملاك والمديرين. ومن ناحية أخرى أشارت دراسة (Yuliani et al., 2018) والتي أجريت علي ٧٣ شركة إندونيسية خلال عامي ٢٠١٥م، ٢٠١٦م بهدف تقييم تأثير كل من الملكية الإدارية والمؤسسية وهيكل رأس المال وربحية الشركات علي قيمة الشركات الإندونيسية، إلي وعدم وجود تأثير معنوي لكلاً من الملكية المؤسسية وربحية الشركات علي قيمة الشركة.

وفيما يتعلق بتأثير الملكية الإدارية علي هيكل رأس المال أشارت دراسة (Quang & Xin, 2014) والتي أجريت علي ١٣٤ شركة غير مالية مقيدة بالبورصة الفيتنامية خلال الفترة من عام ٢٠٠٩م وحتى عام ٢٠١٢م بهدف دراسة تأثير العلاقة التكاملية بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال علي قيمة المنشأة، إلي العلاقة إيجابية المعنوية بين الملكية الإدارية ومعدل الديون طويلة الأجل وعدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية ومعدل إجمالي الديون، أيضاً وجود تأثير معنوي لتركيب هيكل رأس المال

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

علي قيمة المنشأة معبراً عنها بمعدل العائد علي الأصول وعدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية والمؤسسية وقيمة المنشأة. وفي نفس السياق أشارت دراسة (Le,2015) والتي أجريت بهدف تحليل تأثير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال علي قيمة الشركات الفيتنامية إلي وجود تأثير معنوي إيجابي للملكية الإدارية علي إجمالي الديون. وفي نفس السياق أشارت دراسة Shoaib & Yasushi, (2016) والتي أجريت علي(١٨٦) شركة غير مالية مقيدة بالبورصة الباكستانية خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ وحتى عام ٢٠١٢م، إلي العلاقة المعنوية الإيجابية بين الملكية الإدارية ومعدل الديون قصيرة الأجل، ووجود علاقة معنوية سلبية بين الملكية الإدارية ومعدل الديون طويلة الأجل وأرجعت الدراسة ذلك إلي رغبة المديرين للحفاظ علي عوائدهم بالإضافة للحفاظ علي مناصبهم الإدارية. كما أشارت دراسة (Kulathunga et al., (2017) والتي أجريت علي ٣٨ شركة في قطاعي الفنادق وقطاع الشركات الصناعية المقيدة في بورصة سريلانكا خلال الفترة من عام ٢٠١١م وحتى عام ٢٠١٥ إلي وجود تأثير معنوي إيجابي لكلاً من الملكية الإدارية وتركيز هيكل الملكية علي هيكل رأس المال. كما أشارت دراسة Yuliani et al., (2018) والتي أجريت علي ٧٣ شركة إندونيسية خلال عامي ٢٠١٥م، ٢٠١٦م، بهدف تقييم تأثير كل من الملكية الإدارية والمؤسسية وهيكل رأس المال وربحية الشركات علي قيمة الشركات الإندونيسية، إلي وجود تأثير معنوي إيجابي للملكية الإدارية علي قيمة الشركات الإندونيسية، ووجود تأثير معنوي سلبي لهيكل رأس المال علي قيمة الشركة.

وعلي جانب آخر أشارت دراسة Hayat et al., (2016) والتي أجريت علي ١٨٣ شركة صناعية باكستانية خلال الفترة من عام ٢٠٠٩م وحتى عام ٢٠١٤م بهدف تقييم تأثير تنوع هيكل الملكية علي هيكل رأس المال، إلي وجود علاقة معنوية سلبية بين الملكية الإدارية ومعدل إجمالي الديون وأرجعت الدراسة ذلك إلي رغبة المديرين في تحقيق مصالحهم الشخصية وتخفيض مخاطر إعسار الشركات. وتتوافق هذه النتائج مع نتائج دراسة Shahzad et al., (2017) والتي أجريت علي كل الشركات المالية

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمد الله زلط

وغير المالية الباكستانية خلال الفترة من عام ٢٠١١م وحتى عام ٢٠١٥م إلي وجود تأثير سلبي للملكية الإدارية علي كل من معدل الديون قصيرة الأجل ومعدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون، كذلك أشارت النتائج إلي وجود علاقة معنوية إيجابية بين كل من المديرين التنفيذيين وحجم الشركة وهيكل رأس المال.

وعلي عكس النتائج السابقة أشارت دراسة (Rasyid, (2015 والتي أجريت علي (٩) شركات مقيدة بالبورصة الإندونيسية خلال الفترة من عام ٢٠٠٩م وحتى عام ٢٠١٣م بغرض تقييم تأثير هيكل الملكية ممثلاً في الملكية الإدارية والملكية المؤسسية وهيكل رأس المال معبراً عنه بإجمالي الديون إلي حقوق الملكية علي قيمة الشركات، إلي عدم وجود تأثير معنوي للملكية الإدارية وإجمالي الديون لحقوق الملكية علي قيمة الشركة. وقد إتفقت تلك النتائج مع دراسة الكيلاني، (٢٠١٠) والتي أجريت علي (١٠) شركات صناعية أردنية خلال الفترة من عام ٢٠٠٤م وحتى عام ٢٠٠٨م بهدف اختبار العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل تركيبة رأس المال، وأشارت النتائج إلي عدم وجود تأثير معنوي للملكية الإدارية علي نسبة مديونية الشركات

وفيما يتعلق بتأثير هيكل الملكية الأجنبية علي هيكل رأس مال الشركات، أشارت دراسة (Le, (2015 والتي أجريت علي (٢٧٩٧) شركة مقيدة بالبورصة الفيتنامية خلال الفترة من عام ٢٠٠٧م وحتى عام ٢٠١٢م بهدف تحليل تأثير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال علي قيمة الشركات الفيتنامية، إلي وجود تأثير معنوي سلبي للملكية الأجنبية علي معدل إجمالي الديون، أيضاً أشارت نتائج الدراسة إلي أن الشركات ذات التنوع في هيكل الملكية ليس لديها القدرة علي التنوع في مصادر التمويل، أيضاً الشركات ذات الملكية الأجنبية بخبرات ملاكها تساعد في تخفيض مشاكل الوكالة الخاصة بالملكية. في نفس السياق أشارت دراسة (أبو العلا) ، ٢٠١٩ والتي أجريت علي ٩٠ شركة مقيدة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام ٢٠١٢م وحتى عام ٢٠١٨م، بهدف تقييم أثر العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل التمويل علي إدارة الأرباح، إلي وجود تأثير معنوي إيجابي لكل من هيكل الملكية الإدارية والمؤسسية والأجنبية وهيكل التمويل علي إدارة الأرباح، ووجود

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

تأثير معنوي سلبي لهيكل ملكية الدولة علي إدارة الأرباح بينما لا يوجد تأثير معنوي لهيكل ملكية كبار المساهمين علي إدارة الأرباح.

كما أشارت دراسة (Murtaza & Azam, 2019) والتي أجريت علي ٢٦ شركة باكستانية خلال الفترة من عام ٢٠١٢م وحتى عام ٢٠١٧م، بهدف دراسة طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس مال بقطاع الشركات الكيمائية الباكستانية، إلي وجود علاقة معنوية إيجابية بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالشكل الذي يخفض من مشكلة الوكالة بين المساهمين والملاك حيث يرغب الملاك في تمويل أنشطة الشركة اعتماداً علي الديون عن حقوق الملكية لحماية أموالهم وهو ما يتوافق مع رؤية المديرين والذين يرغبون في تحقيق مصالحهم الشخصية وحماية مواقعهم الوظيفية.

#### ٨-٢ تقييم قرارات تحديد هيكل رأس مال الشركات في ضوء دورة حياة الشركة

تناولت العديد من الدراسات تقييم محددات تكلفة رأس المال لتحديد وتقييم بدائل تمويل الشركات، ويتأثر قرار التمويل بمراحل دورة حياة الشركة فالشركة في بداية إنشائها في مرحلة التقديم والنمو تكون مصادر تمويلها واضحة ومحددة ويميل ملاكها إلي عدم المجازفة بالإعتماد علي مصادر التمويل بالديون وتعتمد بشكل أساسي علي التمويل بالملكية، وفي ضوء ذلك أشارت دراسة (Frielinghaus et al., 2005) إلي تقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال ودورة حياة الشركة من خلال دراسة ميدانية أجريت علي ٤٤٠٠ شركة خاصة وعمامة في جنوب أفريقيا في عام ٢٠٠٤م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة ارتباط معنوية بين مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس مال الشركات في جنوب أفريقيا، وأشارت أيضاً إلي وجود علاقة ارتباط بين اعتماد الشركات علي التمويل بالديون الخارجية في مرحلتي التقديم والنمو، والإنسحاب والتدهور، بينما تعتمد الشركات في مرحلة النضوج علي التمويل بالملكية.

وفي نفس السياق أشارت دراسة (LaRocca et al., 2011) والتي أجريت علي عينة مكونة من ١٠٢٤٢ مشاهدة في الشركات غير المالية الإيطالية خلال الفترة من عام ١٩٩٦م وحتى عام ٢٠٠٥م بهدف دراسة قرارات إختيار هيكل رأس مال في الشركات الإيطالية الصغيرة ومتوسطة الحجم في ضوء دورة حياة الشركة، إلي أن

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

درجة عدم شفافية المعلومات محدد أساسي لسلوك تمويل الشركات الإيطالية خاصة عند أخذ مراحل دورة حياة الشركة في الاعتبار، أيضاً أشارت النتائج إلي أن الربحية العالية للشركات تسمح للمديرين بالإعتماد بشكل أقل علي الدائنين في تمويل الشركات في مرحلة النضوج وذلك بالإعتماد علي التمويل بالملكية بشكل أكبر في حين تميل الشركات الصغيرة إلي الإعتماد علي مصادر تمويل خارجية في مراحل التقديم والنمو في حين أشارت دراسة (Pinkova & Kaminova, 2011) والتي أجريت علي ٢٩ شركة تشيكية خلال الفترة من عام ٢٠٠٢م وحتى عام ٢٠١٠م، بهدف دراسة دورة حياة الشركة كمحدد لهيكل رأس مال الشركات التشيكية إلي وجود علاقة معنوية بين نسبة إجمالي الديون ومراحل دورة حياة الشركة، بالإضافة إلي زيادة إعتماد الشركات علي الديون الخارجية في التمويل في مراحل التقديم والنمو، بينما تفضل الشركات الإعتماد علي التمويل بالملكية في مرحلة النضوج. في نفس السياق أشارت دراسة (Dehan, 2014) والتي أجريت علي ٨٥٧١ شركة أمريكية خلال الفترة من ١٩٧٠م وحتى عام ١٩٩٢م إعتماداً علي نمو رأس المال السوقي للشركات بهدف تقييم العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس المال في ضوء نظرية المفاضلة، إلي أن الشركات المبتكرة هي التي تفضل الإعتماد علي مصادر التمويل من أسواق المال (الملكية) عن الإعتماد علي الديون الخارجية في المراحل الأولى من مراحل حياة الشركة، بينما توجد علاقة بين الإعتماد علي الديون الخارجية ومرحلة النضوج. كما أشارت دراسة (Castro et al., 2014) والتي أجريت علي عينة من الشركات غير المالية المقيدة بكل من المملكة المتحدة، ألمانيا، فرنسا، وأسبانيا مكونة من ٥٧١٩٥ مشاهدة خلال الفترة من عام ١٩٨٠م وحتى عام ٢٠١١م، بهدف تقييم محددات هيكل رأس المال في ضوء دورة حياة الشركة، إلي زيادة القوة التفسيرية لنموذج تقدير تكلفة رأس المال في وجود العديد من العوامل الحاكمة وبعد إدخال تأثير دورة حياة الشركة، إلي أنه في ضوء نظرية المفاضلة وخلال مراحل النمو والنضوج والتدهور تقوم الشركات كبيرة الحجم بالتوجه نحو التمويل بالديون إعتماداً علي المزايا الناتجة من إنخفاض احتمالية تعرض الشركات للعسر المالي خلال هذه

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

المراحل من دورة حياة الشركة، كما أشارت نتائج الدراسة ووفقاً لنظرية توقيت السوق توجد علاقة إرتباط إيجابية بين الرافعة المالية خلال مرحلتي التقديم والتدهور والإنسحاب والقيمة السوقية للشركة. كما أشارت دراسة (Tian et al., 2015) والتي أجريت علي ١٤٨٥ شركة صناعية صينية خلال الفترة من عام ١٩٩٩م وحتى عام ٢٠١١م بهدف تقييم العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس المال في الشركات الصينية إلي قدرة نمط التدفقات النقدية علي توفير معلومات عن مراحل دورة حياة الشركة عن مؤشر عمر الشركة ووجود علاقة تأثير قوية لمؤشر التدفقات النقدية علي قرارات التمويل بالشركات الصينية، كما أشارت النتائج أن سرعة إتخاذ قرار تنوع مصادر التمويل له تأثير علي تحديد موقف الشركة من مراحل دورة الحياة وعدم دخولها في مراحل التدهور والتهديد بالإنسحاب بشكل أسرع، أيضاً أشارت النتائج إلي وجود علاقة إرتباط بين تنوع مصادر التمويل في الشركات العامة الصينية ومراحل دورة حياة الشركة بما يعني أن إتخاذ قرار تنوع مصادر التمويل هو الذي يؤثر علي مراحل دورة حياة الشركة.

كما أشارت دراسة (Rehman et al., 2016) والتي أجريت علي ٨٦٧ شركة غير مالية مقيدة بالبورصة الصينية خلال الفترة من عام ١٩٩٦م وحتى عام ٢٠١٤م بهدف تحليل كيفية تعديل الشركات لسياسات التمويل إعتماًداً علي الديون الخارجية خلال مراحل دورة حياة الشركة، إلي أنه وفقاً لنظرية المفاضلة توجد علاقة معنوية بين إنخفاض إعتماذ الشركات الصينية علي مصادر التمويل الخارجية خلال مرحلتي التقديم والنمو، والإنسحاب والتدهور، بينما توجد علاقة معنوية بين زيادة إعتماذ الشركات علي مصادر التمويل الخارجية خلال مرحلة النضوج التي تعتمد فيها الشركة علي التمويل بالملكية، كما أشارت أيضاً إلي قدرة الشركات الصينية علي تعديل قرارات تمويل الشركات خلال مراحل دورة حياة الشركة خاصة في مراحل النضوج والإنسحاب والتدهور. وفي نفس السياق أشارت دراسة (Lobo et al., 2017) والتي أجريت علي ١٣٠٦٥ مشاهدة للشركات العامة الأمريكية خلال الفترة من عام ١٩٩٤م وحتى عام ٢٠١٥م بهدف تقييم تأثير مراحل دورة حياة الشركة علي إتفاقيات

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

إبرام تعاقدات القروض الخارجية، إلى إنتشار إعتماذ الشركات الأمريكية على التمويل من المصادر الخارجية خلال مراحل دورة حياة الشركة والتي تنخفض خلال مرحلتي التقديم والنمو إلى أن يزيد إعتماذ الشركات على مصادر التمويل الخارجية خلال مرحلة النضوج.

أيضاً أشارت دراسة (Nidar & Utomo, 2017) والتي أجريت على ٢٦ شركة إندونيسية مقيدة بقطاع تجارة التجزئة خلال عامي ٢٠١٢م، ٢٠١٣م، بهدف تقييم مدي قدرة مراحل دورة حياة الشركة في تفسير مصادر تمويل الشركات، إلى أنه وفقاً لنظرية تسلسل مصادر التمويل فإنه خلال عامي ٢٠١٢، ٢٠١٣ كان لمراحل دورة حياة الشركة قوة تفسيرية كبيرة في تحديد مصادر تمويل الشركات الإندونيسية إضافة لمتغيرات الربحية والسيولة وهيكل الأصول ومعدل النمو بالإضافة إلى عدم وجود تأثير لعامل حجم الشركة على هيكل رأس المال في ضوء دورة حياة الشركة.

كما أشارت دراسة (Suyono et al., 2017) والتي أجريت على ١٥٧ شركة إندونيسية غير مالية خلال الفترة من عام ٢٠١٠م وحتى عام ٢٠١٥م بهدف تقييم تأثير مراحل دورة حياة الشركة ( التقديم والنمو والنضوج والإسحاب) في ضوء عدد من العوامل الحاكمة مثل ( مستوى الضرائب المدفوعة ومعدل الفائدة والملكية المؤسسية، والملكية الإدارية) على هيكل رأس مال الشركات، بالإضافة إلى تقييم تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركة، وأيضاً الدور الوسيط لكل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة على تفسير العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لمراحل دورة حياة الشركة في ضوء العوامل الحاكمة (مستوي الضرائب والملكية المؤسسية) على هيكل رأس المال، بينما يوجد تأثير معنوي سلبي لمعدل الفائدة والملكية الإدارية على هيكل رأس المال، كما أشارت النتائج أيضاً إلى الدور المعنوي لمرحلتي التقديم والنمو في زيادة القوة التفسيرية العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة، بينما كان هناك دور معنوي لمرحلتي النضوج والإسحاب والتدهور في تخفيض القوة التفسيرية للعلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة.

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

كذلك أشارت دراسة Valente, (2017) والتي أجريت على 117 شركة إسبانية غير مالية خلال الفترة من عام 2001م وحتى عام 2016م بهدف دراسة أثر مراحل دورة حياة الشركة في تنوع مصادر التمويل، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي أنه وفقاً لنظرية المفاضلة تعتمد الشركات خلال مرحلة النمو على التمويل من المصادر الخارجية بنسبة 74%، وبنسبة 72% تعتمد على مصادر التمويل قصيرة الأجل، وبنسبة 30% على مصادر التمويل طويلة الأجل، بينما كانت نسبة اعتماد الشركات خلال مرحلة النضوج بنسبة 54%، 52%، 30% على التوالي لكل من مصادر التمويل الخارجية والتمويل قصير وطويل الأجل.

كما أشارت دراسة عبداللطيف والدبعي ( 2019 ) والتي أجريت على 56 شركة صناعية أردنية خلال الفترة من عام 2006م وحتى عام 2016م بهدف اختبار أثر دورة حياة الشركة على هيكل رأس مالها، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي إنخفاض متوسط نسبة الديون في الشركات الأردنية عينة الدراسة بشكل عام، أيضاً يزداد اعتماد الشركات الأردنية على مصادر التمويل الخارجية خلال مرحلتي البداية والنمو، أيضاً أشارت النتائج إلي وجود علاقة معنوية عكسية بين مراحل دورة حياة الشركة ومعدل مديونية الشركات الصناعية الأردنية، وأرجعت الدراسة ذلك علي نظرية أولويات التمويل ونظرية المقايضة في تفسير اعتماد الشركات الصناعية على مصادر التمويل الخارجية خلال المراحل الأولى من دورة حياة الشركة.

كما أشارت دراسة Fuady et al., (2019) والتي أجريت على 126 شركة إندونيسية خلال الفترة من عام 2004م وحتى عام 2013م بهدف دراسة كيفية اختيار الشركات الإندونيسية في مرحلة النضوج لمصادر التمويل، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي أنه وفقاً لنظرية المفاضلة الساكنة تقوم الشركات الإندونيسية بتخفيض الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية خلال مرحلة النضوج وأرجعت الدراسة ذلك في تفسير نظرية تسلسل مصادر التمويل إلي رغبة الشركات في تخفيض المخاطر الناجمة على الاعتماد على التمويل الخارجي.

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

أيضاً أشارت دراسة (Cempakasari et al., 2019) والتي أجريت على ١٢١ شركة صناعية إندونيسية خلال الفترة من عام ٢٠١١م وحتى عام ٢٠١٦م بهدف تقييم ديناميكية تحديد مصادر تمويل الشركات خلال مراحل دورة حياة الشركة، إلى وجود تأثير معنوي لربحية وسيولة الشركة خلال مرحلة التقديم والنمو على هيكل رأس المال، أيضاً وجود تأثير معنوي لهيكل الأصول ومعدل النمو وربحية وسيولة الشركة خلال مرحلة النضوج على هيكل رأس المال، بينما يوجد تأثير معنوي لسيولة الشركة فقط خلال مرحلة التدهور والإنسحاب على هيكل رأس المال.

بينما أشارت دراسة إبراهيم، (٢٠١٩) والتي أجريت على ٨٤ شركة من الشركات المساهمة المسجلة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠٠٦م وحتى عام ٢٠١٨م بهدف دراسة أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط معنوية سالبة بين كلاً من جودة التقارير المالية ومرحلة النضوج وحجم الشركة وتكلفة حقوق الملكية، بينما توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين كلاً من مرحلة النمو والرافعة المالية ودرجة المخاطرة غير المنتظمة ومعدل النمو وتكلفة حقوق الملكية.

٨-٣ تقييم طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل ملكية الشركات ومراحل دورة حياة الشركة  
تناولت العديد من الدراسات بالتحليل والدراسة طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية في ضوء المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة بهدف تأثير أهم العوامل المحددة والمفسرة لتنوع هيكل الملكية وتقييم هيكل الملكية الأنسب في ضوء كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة.

وعليه فقد قامت دراسة (Franks et al., 2012) بتقييم دورة حياة الشركة في الشركات ذات الملكية العائلية بالتطبيق على ٢٧٦٥٢ شركة من ٢٧ دولة مختلفة خلال الفترة من عام ١٩٩٦م وحتى عام ٢٠٠٦م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين عمر الشركة كمؤشر لدورة حياة الشركة والملكية العائلية للشركات في مختلف الدول، وأيضاً أشارت النتائج إلى وجود علاقة معنوية سلبية بين الإعتماد على مصادر تمويل خارجية والملكية العائلية للشركات حيث

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكّل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

تفضل الشركات ذات الخبرة في الصناعة الإعتماد علي مصادر التمويل الداخلية الممثلة في ملكية الشركات عن الإعتماد علي مصادر التمويل الخارجية.

كما أشارت دراسة (Firdaus & Kusumastuti, 2012) والتي أجريت علي ٦٩٥ مشاهدة من الشركات الصناعية والتكنولوجية والإتصالات خلال الفترة من عام ٢٠٠٥م وحتى عام ٢٠١٠م بهدف تحليل تأثير تنوع هيكل الملكية ( الملكية الإدارية والملكية المؤسسية وتركيز هيكل الملكية) علي الأداء المالي للشركات خلال مراحل دورة حياة الشركة، إلي التأثير المعنوي للملكية الإدارية علي الأداء المالي ممثلاً في معدل العائد علي الأصول، كما توجد علاقة معنوية إيجابية بين تركيز هيكل الملكية ومعدل العائد علي الأصول خلال مرحلة النضوج بينما التأثير كان معنوي وسلبى خلال مرحلة النمو، أيضاً توجد علاقة معنوية سلبية بين الملكية المؤسسية مع معدل العائد علي الأصول ككل بينما كانت العلاقة معنوية إيجابية خلال مرحلة النضوج.

كما أشارت دراسة (Carneiro, 2016) والتي أجريت علي ١٨٤ شركة برتغالية مقسمة حسب هيكل الملكية إلي ٣٧ شركة ذات ملكية مركزة، و ١٢٣ شركة ذات ملكية خاصة، و ٢٤ شركة عامة خلال الفترة من عام ٢٠٠٤م وحتى عام ٢٠١٤م بهدف تقييم العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر تمويل الشركة في ضوء دورة حياة الشركة، إلي أن النوع الأول من الشركات والتي يقع عمرها بين واحد و ٣٠ عام تميل الي الإعتماد علي مصادر التمويل الداخلية أكثر من الإعتماد علي مصادر التمويل الخارجية وأرجعت الدراسة ذلك إلي رغبة الشركات إلي عدم المخاطرة وبصفة خاصة الشركات ذات الملكية الخاصة، بينما الشركات في المجموعة الثانية ذات العمر من ٦٠ وحتى أكبر من ١٠٠ عام تميل إلي الإعتماد علي مصادر التمويل الخارجية ولا توجد علاقة معنوية بين حجم وعمر الشركة ومعدل إجمالي الديون.

كما أشارت دراسة (Demere, 2017) والتي أجريت علي ٦١٤١ شركة أمريكية خلال الفترة من عام ١٩٩٧م وحتى عام ٢٠١٤م بهدف إختبار تأثير الملكية المؤسسية علي الإستثمارات طويلة الأجل في ضوء مراحل دورة حياة الشركة، إلي وجود تأثير

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

معنوي إيجابي للملكية المؤسسية للشركات الأمريكية على الإستثمار طويل الأجل في رأس المال والبحوث والتطوير خلال مرحلة التدهور والإنسحاب وعدم وجود تأثير للملكية المؤسسية على الإستثمارات طويلة الأجل خلال مراحل النمو والنضوج، وأيضاً أشارت النتائج إلى القوة التفسيرية لمراحل دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين الملكية المؤسسية والإستثمارات طويلة الأجل في الشركات الأمريكية.

أيضاً أشارت دراسة (Galego et al., 2018) والتي أجريت على ١٨٩٨١ شركة إسبانية خلال الفترة من عام ٢٠٠٦م وحتى عام ٢٠٠٩م بهدف تقييم العلاقة بين هيكل الملكية ومعدل الإنتاجية في ضوء دورة حياة الشركة، إلى وجود تأثير معنوي للملكية العائلية للشركات على الإنتاجية مقاسة بالقيمة الاقتصادية ومدى مشاركة العاملين، كذلك عدم وجود تأثير للملكية العائلية خلال مرحلة النضوج بينما كان التأثير معنوي في مرحلة التقديم والنمو، وأيضاً أشارت النتائج إلى عدم وجود فروق معنوية بين معدل الإنتاجية خلال مرحلة التقديم والنمو ومرحلة النضوج في كل من الشركات ذات الملكية العائلية والشركات ذات الملكية غير العائلية.

كما أشارت دراسة (Sridharan & Joshi, 2018) والتي أجريت على ١٨٢ شركة هندية خلال الفترة من عام ٢٠٠٧م وحتى عام ٢٠١٥م بهدف دراسة تأثير تنوع هيكل الملكية ودورة حياة الشركة على الأداء المالي للشركات الهندية ممثلاً في معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الملكية، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إيجابي للملكية الأجنبية خلال مرحلة النمو على معدل العائد على الملكية، بينما يوجد تأثير معنوي سلبي للملكية الحكومية خلال مرحلة التقديم والنمو على معدل العائد للأصول ولا يوجد تأثير للملكية العائلية خلال مراحل دورة حياة الشركة على معدل العائد على الأصول او معدل العائد على الملكية.

كما أشارت دراسة (Mabrouk & Boubaker, 2020) والتي أجريت على عينة مكونة من ٢٤ شركة تونسية و ١٠٠ شركة فرنسية خلال الفترة من عام وحتى عام بهدف توضيح العلاقة بين هيكل الملكية ودورة حياة الشركة ومصادر التمويل وفقاً لنظرية توقيت السوق، إلى أنه عند إستخدام دورة حياة الشركة كمتغير مفسر للعلاقة

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر التمويل وجد أنه لا يوجد تأثير معنوي لتنوع هيكل الملكية على مصادر تمويل الشركات في أيّ من البلدين، بينما عندما إستخدام دورة حياة الشركة كمتغير وهمي تبين وجود تأثير لدورة حياة الشركة على هيكل رأس المال في الشركات التونسية فقط وقد أرجعت الدراسة ذلك إلي أن الشركات التونسية تطبق نظرية توقيت السوق في إختيار مصادر تمويل الشركات.

#### ٨-٤: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

يتضح من إستعراض نتائج الدراسات السابقة وجود تباين في نتائج الدراسات السابقة في تحديد طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر التمويل من ناحية وفي تفسير طبيعة العلاقة بين تنوع مصادر التمويل ومراحل دورة حياة الشركة من ناحية أخرى، وأخيراً في تحديد هيكل الملكية الأنسب في ضوء مراحل دورة حياة الشركة، ويمكن عرض موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة على النحو التالي:

٨-٤-١ لوحظ وجود إختلاف بين نتائج الدراسات السابقة في تحديد طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال، حيث أشار البعض إلي وجود تأثير معنوي للملكية المؤسسية على مصادر التمويل طويلة الأجل، بينما يري البعض وجود تأثير معنوي لتركيز هيكل الملكية على معدل إجمالي الديون، في حين يري آخرون عم وجود تأثير لهيكل الملكية على مصادر التمويل.

٨-٤-٢ وجود إختلاف بين الدراسات السابقة في تحديد العوامل المؤثرة في تنوع مصادر التمويل في الشركات من شركة إلي أخرى (حجم الشركة)، ومدى ربحيتها (معدل العائد على الأصول)، ودرجة سيولة الشركة ومعدل النمو، ومدى تحقيق الشركة لخسائر، ومدى خبرة الشركة في الصناعة (عمر الشركة)، ومن حيث معدل هيكل الأصول ومعدل إستغلال الأصول في الشركة، مما يتطلب ضرورة قياس تأثير هذه العوامل على هيكل رأس المال في البيئة المصرية.

٨-٤-٣ وجود إختلاف بين نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية ومراحل دورة حياة الشركة، مما يتطلب ضرورة تحليل هيكل الملكية في

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

الشركات المصرية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة لتقييم هيكل الملكية الأنسب خلال مراحل دورة حياة الشركة المختلفة.

٤-٤-٨ وجود إختلاف بين نتائج الدراسات السابقة في تحديد مصادر التمويل المناسبة للشركة، فالبعض أشار إلي أهمية الإعتماد علي مصادر التمويل الداخلية وأهميتها للشركة، في حين يري البعض أهمية الإعتماد علي مصادر التمويل الخارجية، كما أشار البعض إلي أهمية مصادر التمويل قصيرة الأجل وذهب البعض إلي بيان أهمية مصادر التمويل طويلة الأجل، وهو ما ستحاول الدراسة الحالية دراسته بالتطبيق علي البيئة المصرية.

٥-٤-٨ لم تتناول الدراسات السابقة إستخدام دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر التمويل وهو ما تحاول الدراسة الحالية تطبيقه في البيئة المصرية.

#### ٩. فروض الدراسة :

لتحقيق أهداف الدراسة يمكن صياغة فروض الدراسة على النحو التالي:

١-٩ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس مال شركات قطاع العقارات

٢-٩ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس مال شركات قطاع العقارات المقيدة بالبورصة المصرية.

٣-٩ لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتنوع هيكل الملكية على تنوع هيكل رأس مال شركات قطاع العقارات المصري.

٤-٩ لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتنوع هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة على تنوع هيكل رأس المال بشركات قطاع العقارات المصري.

#### ١٠. منهجية الدراسة

تعرض منهجية الدراسة التطبيقية كل من مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة وطريقة قياسها، مصادر جمع البيانات، فضلاً عن الأساليب الإحصائية المستخدمة.

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

## ١-١٠ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرى في قطاع العقارات خلال عام ٢٠١٩م والبالغ عددها (٢٨) شركة وفقاً للبيانات المعلنة من جانب البورصة المصرية (البورصة المصرية، ٢٠١٨)، وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

١. استمرار قيد وتداول أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية المصرى خلال الفترة المالية ٢٠١٣م-٢٠١٨م لتوافر التقارير المالية وامكانية الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة.
٢. الشركات التي تعد تقاريرها المالية في ١٢/٣١ من كل عام لإمكانية مقارنة النتائج
٣. الشركات التي تصدر قوائمها المالية بالجنيه المصرى.
٤. إفصاح الشركات عن معلومات هيكل ملكية الشركات وفي ضوء ذلك تم استبعاد الشركات التي لم يتوافر لها إفصاحات كاملة عن هيكل الملكية لها خلال فترة الدراسة. وبتطبيق الشروط السابقة فقد بلغ عدد شركات العينة (١٢) شركة بنسبة (٤٢.٨٥%) من إجمالي عدد شركات مجتمع الدراسة.

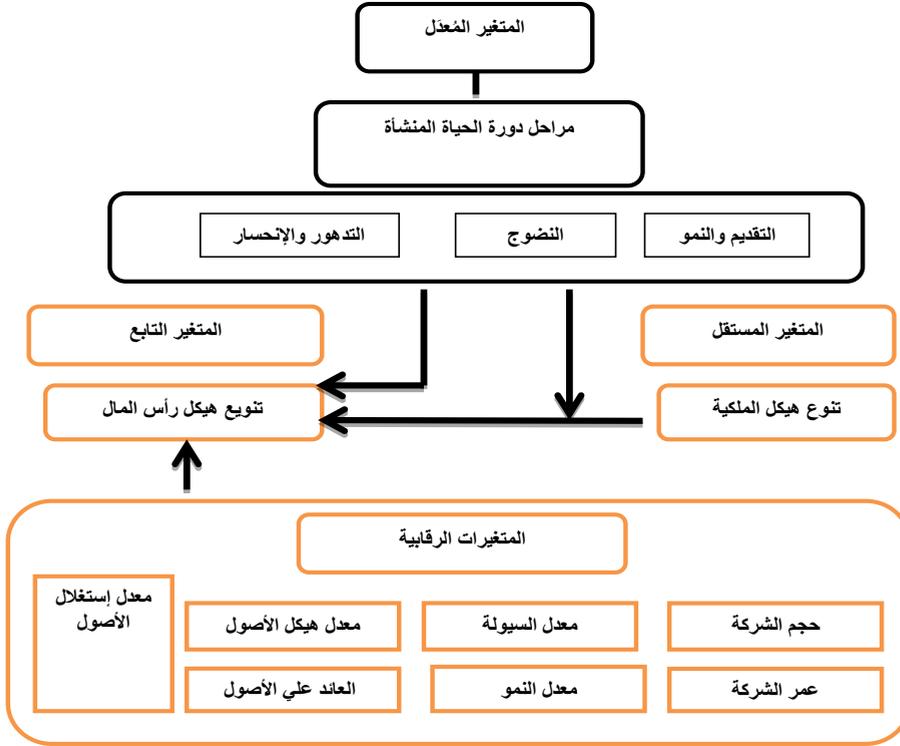
## ١٠-٢ نموذج ومتغيرات الدراسة وطريقة قياسها

### ١٠-٢-١٠ نموذج الدراسة المقترح

في ضوء نتائج الدراسات السابقة ولتحقيق أهداف الدراسة، وفي ضوء فروض الدراسة يمكن توضيح الإطار العلاقي المقترح بين متغيرات الدراسة على النحو التالي:

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمد الله زلط

شكل رقم (١) : الإطار العلاقي المقترح بين متغيرات الدراسة



### ١٠-٢-٢ متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

اعتمدت الدراسة على تقييم التأثير المتوقع لتنوع هيكل ملكية الشركات على هيكل رأس مال الشركات في ظل دورة حياة الشركة خلال ثلاث مراحل وهي (مرحلة التقدم والنمو، ومرحلة النضوج، ومرحلة التدهور والانهيار) في ظل وجود عدد من العوامل الحاكمة المؤثرة على هيكل رأس مال الشركات في ضوء ما خلصت إليه الدراسات السابقة والتي تتمثل في حجم الشركة، معدل النمو، عمر الشركة، معدل العائد على الأصول، نسبة هيكل الأصول، نسبة إستغلال الأصول، وقد تم تحديد

أثر دويرة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وصيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

وتوصيف تلك العوامل في ضوء الدراسات السابقة ذات الصلة ، ويمكن توضيح تلك  
العوامل وطريقة قياسها من خلال الجدول رقم (٢) :

جدول رقم (٢): توصيف متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المرجع	طريقة القياس	المتغير	رمز المتغير
<b>المتغيرات المستقلة: تنوع هيكل الملكية</b>			
Quang & Xin, (2014) Kulathunga et al., ) (2017)	وهي عبارة عن عدد الأسهم التي بحوزت مجلس إدارة الشركة ÷ إجمالي عدد أسهم الشركة	الملكية الإدارية	X <sub>1</sub>
Hayat et al., (2016) Yuliani et al., (2018) Choi et al., (2020)	وهي عبارة عن عدد الأسهم التي بحوزت المؤسسات العامة مثل البنوك والشركات القابضة وشركات التأمين وإتحادات العاملين وصناديق التقاعد والمعاشات ÷ إجمالي عدد أسهم الشركة	الملكية المؤسسية	X <sub>2</sub>
Omet,(2006) Roshan, (2009) Ganguli, (2013) العامري، ٢٠١٨، Ceylan, (2018)	وهي عبارة عن عدد الأسهم التي تتركز لدى كبار المساهمين الأفراد اللذين يملكون ٥% أو أكثر من عدد أسهم الشركة ÷ إجمالي عدد أسهم الشركة	تركز هيكل الملكية	X <sub>3</sub>
Rasyid, (2015) Le, (2015)	وهي عبارة عن مجموع الأسهم حرة التداول في البورصة ÷ إجمالي عدد أسهم الشركة	تشتت هيكل الملكية	X <sub>4</sub>
Murtaza & Azam, (2019 أبو العلاء، ٢٠١٩،	وهي عبارة عن عدد الأسهم المملوكة بواسطة مستثمرين أجانب ÷ إجمالي عدد أسهم الشركة	الملكية الأجنبية	X <sub>5</sub>

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكّل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

### تابع جدول رقم (٢): توصيف متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المرجع	طريقة القياس	المتغير	رمز المتغير
<b>المتغيرات الحاكمة</b>			
LaRocca et al., (2011) Dehan, (2014)	عبارة عن اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة	حجم الشركة	X <sub>6</sub>
Castro et al., (2014) Tian et al., (2015) Rehman et al., (2016)	عبارة عن معدل نمو مبيعات الشركة؛ عن السنة الحالية، ويتم حسابها بالتغير في المبيعات للسنة الحالية (مبيعات السنة الحالية - مبيعات السنة السابقة) ÷ مبيعات السنة السابقة.	معدل نمو الشركة	X <sub>7</sub>
Lobo et al., (2017) Nidar & Utomo, ) (2017)	عبارة عن صافي الدخل للسنة الحالية على إجمالي أصول الشركة.	معدل العائد على الأصول	X <sub>8</sub>
Suyono et al., (2017) Valente, (2017)	عبارة عن إجمالي الأصول المتداولة ÷ إجمالي الالتزامات المتداولة	معدل سيولة الشركة	X <sub>9</sub>
صابر، ٢٠١٨ عبداللطيف والديبي (٢٠١٩)	عبارة عن إجمالي الأصول الثابتة ÷ إجمالي الأصول	معدل هيكل الأصول	X <sub>10</sub>
صابر، ٢٠١٨ Fuady et al., (2019)	عبارة عن إجمالي المبيعات ÷ إجمالي الأصول	معدل استغلال الأصول	X <sub>11</sub>
Cempakasari et al., ) (2019 إبراهيم، (٢٠١٩)	عبارة عن اللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات العمل منذ تأسيس الشركة.	عمر الشركة	X <sub>12</sub>
<b>المتغير التابع: هيكل رأس المال</b>			
Hayat et al., 2017 Harvey et al., 2004 السيد، ٢٠١٧	عبارة عن إجمالي الديون قصيرة الأجل ÷ إجمالي الأصول	معدل الديون قصيرة الأجل	Y <sub>1</sub>
Hayat et al., 2017 Nenu et al., 2018	عبارة عن إجمالي الديون طويلة الأجل ÷ إجمالي الأصول	معدل الديون طويلة الأجل	Y <sub>2</sub>
Nenu et al., 2018 Rahmatillah & Prasetyo, 2016 خلف، ٢٠٢٠	عبارة عن إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول	معدل إجمالي الديون	Y <sub>3</sub>
<b>المتغيرات المعدلة ( دورة حياة الشركة)</b>			
Dickinson,2011 Demere, (2017)	عبارة عن تقييم لصافي التدفقات النقدية للشركة الناتجة من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، وتم دمج المرحلتين الأولى والثانية المتعلقة بالتقديم والنمو في مرحلة واحدة لإنخفاض عدد المشاهدات الخاصة بالشركات عينة الدراسة.	مرحلة التقدم والنمو Introduction & Growth	G
Dickinson,2011 Galego et al., (2018)	عبارة عن تقييم لصافي التدفقات النقدية للشركة الناتجة من الأنشطة التشغيلية (موجبة) والاستثمارية (سالبة) والتمويلية (سالبة).	مرحلة النضوج Mature	M
Dickinson,2011 Mabrouk & Boubaker, (2020)	عبارة عن تقييم لصافي التدفقات النقدية للشركة الناتجة من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية وتم دمج المرحلتين الرابعة والخامسة المتعلقة بالتدهور والإنسحاب في مرحلة واحدة لإنخفاض عدد المشاهدات الخاصة بالشركات عينة الدراسة.	مرحلة التدهور والإنسحاب Decline	D

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

### ١٠-٣ مصادر جمع البيانات

اعتمدت الدراسة الحالية في الحصول على البيانات اللازمة لاختبار فرضياتها على القوائم المالية الصادرة من الشركات محل الدراسة خلال الفترة المالية ٢٠١٦م-٢٠١٨م، وتتمثل تلك القوائم المالية في قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، والإيضاحات المتممة للقوائم المالية، ونموذج الإفصاح المتعلق بهيكل ملكية الشركات خلال فترة الدراسة.

### ١٠-٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة

تم اختبار مدى صحة فرضيات الدراسة التطبيقية اعتماداً على الأساليب التالية:

١. اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk لفحص مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي وتحديد الأساليب الإحصائية المعلمية أو اللامعلمية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة.
٢. اختبار التداخل الخطي Multicollinearity لفحص مدى وجود مشكلة التداخل الخطي وتحديد مدى قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على هيكل رأس المال، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام مقياس Collinearity Diagnostics من خلال تحديد قيمة تضخم التباين وقيمة التباين المسموح به.
٣. التحليل الوصفي Descriptive Analysis بغرض وصف بيانات عينة الدراسة حيث اعتمدت الدراسة على استخدام المتوسطات الحسابية، الحد الأدنى، الحد الأعلى، والانحرافات المعيارية.
٤. تحليل ارتباط بيرسون Pearson Correlation لتحديد إتجاه وقوة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس مال الشركة في ضوء دورة حياة الشركة، فضلاً عن تحديد إتجاه وقوة العلاقة بين هيكل رأس مال الشركة والعوامل الحاكمة المحددة لهيكل رأس مال الشركة.
٥. تحليل الانحدار المرحلي Stepwise Regression لبناء نموذج لتقدير تأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال في ضوء دورة حياة الشركة.

## ١١. تحليل نتائج الدراسة

قامت الدراسة باستخدام بيانات عينة الدراسة بهدف تقييم أثر تنوع هيكل ملكية الشركات من الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، وتركز وتشنت هيكل الملكية، والملكية الأجنبية على هيكل رأس المال المتمثل في معدل الديون قصيرة الأجل، ومعدل الديون طويلة الأجل، ومعدل إجمالي الديون في ضوء دورة حياة الشركة المختلفة والتي تم تصنيفها إلى ثلاثة مراحل وهي مرحلة التقدم والنمو ومرحلة النضوج ومرحلة التدهور والإنسحاب بغرض تحديد تأثير التنوع في هيكل الملكية أثناء دورة حياة الشركة خلال الفترة من ٢٠١٣م وحتى ٢٠١٨م على قرارات الشركة بالتمويل باستخدام الديون قصيرة وطويلة الأجل في تمويل هيكل رأس مال الشركات في ظل عدد من المتغيرات الحاكمة لهيكل رأس المال الشركات المقيدة بقطاع العقارات بالبورصة المصرية، وقد اعتمدت الدراسة على مجموعة من الأساليب الإحصائية المتمثلة في تحليل الارتباط، وأسلوب تحليل الانحدار المرهلي بهدف تحليل بيانات الدراسة وإختبار مدى صحة فرضيات الدراسة وإستخلاص النتائج ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

### ١-١١ اختبار صلاحية بيانات الدراسة

يمكن فحص مدى صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الاحصائي من خلال اختبار مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي، اختبار مدى وجود مشكلة التداخل الخطى في نموذج الدراسة، فضلاً عن اختبار مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي التي تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة، وفحص مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي فقد اعتمدت الدراسة على كل من اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk، حيث تتبع المتغيرات التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة معنوية الاختبار (Sig.) أكبر من ٠.٠٥ (بالانت، ٢٠١٥)، ويمكن توضيح اختبار مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي من خلال الجدول رقم (٣) التالي:

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكّل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

### جدول رقم (٣): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		المتغير	رمز المتغير
المعنوية	الاحصائية	المعنوية	الاحصائية		
٠.٠٠١	٠.٩٣٣	٠.٠٠١	٠.١٣٩	معدل الديون قصيرة الأجل	Y <sub>1</sub>
٠.٠٠٠	٠.٨٧٤	٠.٠٠٠	٠.١٥٤	معدل الديون طويلة الأجل	Y <sub>2</sub>
٠.٠٠٠	٠.٨٤٩	٠.٠٠٠	٠.٢٢٥	معدل إجمالي الديون	Y <sub>3</sub>
٠.٠٠٠	٠.٤٥٣	٠.٠٠٠	٠.٤١١	الملكية الإدارية	X <sub>1</sub>
٠.٠٠٠	٠.٤٦٧	٠.٠٠٠	٠.٤٩٢	الملكية المؤسسية	X <sub>2</sub>
٠.٦٠١	٠.٩٢٧	٠.٠٦٨	٠.١١١	تركز الملكية	X <sub>3</sub>
٠.٨٢٣	٠.٩٤٩	٠.٠٨٩	٠.١٢٥	تشنت الملكية	X <sub>4</sub>
٠.٠٠٠	٠.٢٩٨	٠.٠٠٠	٠.٥٢١	الملكية الأجنبية	X <sub>5</sub>
٠.٠٠٢	٠.٩٣٨	٠.٠١٣	٠.١١٠	حجم الشركة	X <sub>6</sub>
٠.٠١٢	٠.٩٥٥	٠.٠٠٠	٠.١١٩	معدل النمو	X <sub>7</sub>
٠.٠٠٠	٠.٨٨١	٠.٠٠٠	٠.١٨٢	معدل العائد على الأصول	X <sub>8</sub>
٠.٠٠٠	٠.٥٨٩	٠.٠٠٠	٠.٣٣٥	نسبة السيولة	X <sub>9</sub>
٠.٠٠٠	٠.٩١٣	٠.٠٠١	٠.١٣٩	هيكل الأصول	X <sub>10</sub>
٠.٠٠٠	٠.٦٩٧	٠.٠٠٠	٠.٢٦٣	معدل إستغلال الأصول	X <sub>11</sub>
٠.٠٠٧	٠.٩٥١	٠.٠١٣	٠.١١٩	عمر الشركة	X <sub>12</sub>

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٣) لوحظ أن قيم المعنوية لكل من اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk أقل من (٠.٠٥) مما يشير إلى عدم اقتراب متغيرات الدراسة من التوزيع الطبيعي باستثناء متغير تركيز وتشنت هيكل الملكية حيث كانت قيمة معنوية الاختبار (٠.٠٦٨، ٠.٠٨٩) على الترتيب، إلا أن حجم العينة محل الدراسة أكبر من (٣٠) مفردة حيث بلغ عدد المشاهدات (٧٢) مشاهدة، وبالتالي فلا يوجد تأثير لعدم اقتراب متغيرات الدراسة من التوزيع الطبيعي على مدى دقة نموذج الدراسة (Gujarati,2004).

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

## ١١-٢ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

اعتمدت الدراسة في التحليل الوصفي على تقسيم متغيرات الدراسة إلى متغيرات متصلة ومتغيرات منفصلة، ويمكن توضيح التحليل الوصفي لتلك المتغيرات من خلال الجدول رقم (٤) التالي:

### جدول رقم (٤): نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	الحد الأعلى	الحد الأدنى	المتوسط	المتغير	رمز المتغير
٠.٢٣٦١٨	٠.٨٨٠	٠.٠١	٠.٤١٣٠	معدل الديون قصيرة الأجل	Y1
٠.١١١٢٣	٠.٤١٠	٠.٠٠٠	٠.١١٧٩	معدل الديون طويلة الأجل	Y2
٠.٢٤٦٨٧	٠.٩٥٠	٠.٠٣٠	٠.٥٣٠٨	معدل إجمالي الديون	Y3
٠.١٩٢٠٦	٠.٦٦٠	٠.٠٠٠	٠.٠٧٩٥	الملكية الإدارية	X1
٠.١٥٦٠٨	٠.٧٤٠	٠.٠٠٠	٠.٠٦٣٨	الملكية المؤسسية	X2
٠.٢٣٢٢٤	٠.٨٩٠	٠.٠٨٠	٠.٣٩٦٣	تركز الملكية	X3
٠.١٢٤٨١	٠.٩٢٠	٠.٠٦٠	٠.٤٤١٦	تشنت الملكية	X4
٠.٠٠٣٧٥	٠.٠٢	٠.٠٠٠	٠.٠٠١٠	الملكية الأجنبية	X5
١.٠١٧٢٢	٧.٩٨٠	٤.٥١	٦.٢٨٢	حجم الشركة	X6
٠.٤٨٧٥٨	١.٦٧٠	٠.٨٨ -	٠.٢٣٦٠	معدل النمو	X7
٠.٠٠٦٨٩	٠.٢٠	٠.٠٦ -	٠.٠٣٩٦	معدل العائد على الأصول	X8
٠.٤٠٨٥٥	١٢.٧٨	٠.٤٥	٢.٢٨٠٣	نسبة السيولة	X9
٠.٠٥١٧٦٥	٠.٩٦	٠.٠٠٠	٠.٣٤٥١	هيكل الأصول	X10
٠.٠٣٤٦٨	١.٣١٠	٠.٠٣	٠.٢٩١٢	معدل إستغلال الأصول	X11
٠.٢٧٢٣٠	١.٨٦٠	٠.٧٨٠	١.٢٧٨٢	عمر الشركة	X12

### ثانياً : المتغيرات المنفصلة

رمز المتغير	المتغير	مشاهدات محققة (١)		مشاهدات غير محققة (٠)
		النسبة	التكرار	
Z <sub>1</sub>	مرحلة نمو الشركة	١٣	٣٦	٧٣.٤٦%
Z <sub>2</sub>	مرحلة نضوج الشركة	٢٠	٢٩	٥٩.١٨%
Z <sub>3</sub>	مرحلة إنحسار الشركة	١٥	٣٤	٦٩.٣٨%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

تشير نتائج الجدول رقم (٤) إلى ارتفاع متوسط معدل إجمالي الديون في شركات قطاع العقارات، حيث بلغ متوسط معدل إجمالي الديون في الشركات عينة الدراسة

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

(٠.٥٣) مما يُشير إلى إعتداد شركات قطاع العقارات على الديون في توفير الإحتياجات التمويلية مقارنة بمصادر التمويل الداخلية المعتمدة على حقوق الملكية، ويلاحظ تقارب هذه النسبة مع متوسط معدل إجمالي الديون في العديد من الدراسات (Rahmatillah & Prasetyo, 2016; Nenu et al., 2018: خلف ٢٠٢٠) والتي أشارت إلى أن متوسط معدل إجمالي الديون قد بلغ (٠.٤٢، ٠.٦٨، ٠.٣٩)، بينما اختلفت هذه النسبة مع الدراسات (Harvey et al., 2004; Castro et al., 2014:، عبداللطيف & الدبيعي، ٢٠١٧) والتي بلغ متوسط معدل إجمالي الديون فيها (٠.٢٨، ٠.١٩، ٠.٢٢) على التوالي.

كذلك تشير نتائج الجدول السابق إلى ارتفاع إعتداد شركات قطاع العقارات على مصادر التمويل الخارجية من الديون قصيرة الأجل أكثر من إعتدائها على مصادر التمويل الخارجية من الديون طويلة الأجل حيث بلغ متوسط معدل الديون قصيرة الأجل (٠.٤١) وجاءت هذه النسبة متقاربة مع دراسة Hayat et al., 2017; Nenu et al., 2018; Harvey et al., 2004) والتي بلغ متوسط معدل الديون قصيرة الأجل فيها (٠.٦٠، ٠.٦٥، ٠.٤١، ٠.٣٠)، وتشير هذه النتائج إلى إعتداد شركات قطاع العقارات على الديون قصيرة الأجل في تمويل هيكل رأس المال وتعد هذه النتيجة منطقية في ظل ظروف قطاع العقارات والذي يحتاج إلى التمويل قصير الأجل في تمويل عملياته التشغيلية في الأجل القريب حيث تتوافر لهذه المشروعات كثيفة رأس المال موارد متباينة من إيرادات عملائها طوال العام ورغبة منها في عدم تحمل فوائد الديون طويلة الأجل والتي تؤثر على مستوى أرباحها.

كما أشارت نتائج التحليل الوصفي أن متوسط معدل الديون طويلة الأجل (٠.١١) وقد جاءت هذه النسبة متقاربة مع دراسة Nenu et al., (2018) والتي بلغ متوسط معدل الديون طويلة الأجل فيها (٠.٠٦)، وكذلك مع دراسة السيد، (٢٠١٧) والتي بلغ متوسط معدل إجمالي الديون ٠.١٨، وأيضاً مع دراسة Hayat et al., (2017) والتي بلغ متوسط الديون طويلة الأجل فيها ٠.١٨

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكلي رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

كما تشير نتائج التحليل الوصفي إنخفاض متوسط الملكية الإدارية لشركات قطاع العقارات محل الدراسة حيث بلغ المتوسط (٠.٠٧) مقارنة بمتوسط الملكية الإدارية بدراسة أبو العلا، (٢٠١٩) والتي بلغت (٠.١٧)، كما لوحظ إنخفاض متوسط الملكية المؤسسية في شركات قطاع العقارات محل الدراسة حيث بلغ (٠.٠٦) مقارنة مع دراسة الشاهد & العناتي، (٢٠١٧) والتي بلغ متوسط الملكية المؤسسية فيها (٠.٣٣) بينما جاءت متقاربة مع متوسط الملكية المؤسسية في دراسة أبو العلا، (٢٠١٩) والتي بلغت ٠.٠٤، كما بلغ متوسط تركيز هيكل الملكية للشركات محل الدراسة (٠.٣٩) مقارنة مع دراسة الشاهد & العناتي، (٢٠١٧) والتي بلغ متوسط تركيز هيكل الملكية فيها (٠.٦٠)، ومتقاربة مع دراسة Ceylan, (2018) والتي بلغت (٠.٥٢)، بينما جاءت مرتفعة عن دراسة Hayat et al., (2017) والتي بلغ متوسط تركيز هيكل الملكية فيها (٠.٢٤)، وأيضاً بلغ متوسط الملكية الحرة للشركات محل الدراسة (٠.٤٤) كما لوحظ إنخفاض متوسط متوسط الملكية الأجنبية للشركات محل الدراسة حيث بلغ ٠.٠١ مقارنة مع دراسة الشاهد & العناتي، (٢٠١٧) والتي بلغ متوسط الملكية الأجنبية فيها ٠.٢٢، ومع دراسة أبو العلا، (٢٠١٩) والتي بلغت ٠.١٢. كما تشير نتائج التحليل الوصفي إلي أن متوسط حجم الشركة في قطاع العقارات قد بلغ (٦.٢) بحد أدنى وأعلى علي الترتيب (٤.٥ ، ٧.٩)، وقد جاءت هذه النتائج متقاربة مع متوسط حجم الشركة في العديد من الدراسات منها ( Rahmatillah et al., 2016; Ceylan et al., 2018; العناتي، ٢٠١٧) والتي بلغ متوسط حجم الشركة فيها (٧.٦، ٧.٢، ٨.٤)، في حين أنها جاءت مختلفة مع نتائج دراسة La Rocca et al., (2011) والتي بلغ متوسط حجم الشركة فيها (١٦.٣)، و نتائج دراسة Castro et al., 2014 والتي بلغ متوسط حجم الشركة فيها (١١.٥). كما أشارت نتائج التحليل الوصفي إلي أن متوسط معدل النمو في قطاع العقارات خلال فترة الدراسة قد بلغ (٠.٢٣)، وقد جاءت هذه النتائج متقاربة مع متوسط حجم الشركة في العديد من الدراسات منها (Hasan et al., 2018; خلف، ٢٠١٨) والتي بلغ

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

متوسط حجم الشركة فيها (٠.٢٦، ٠.٩)، في حين أنها جاءت مختلفة مع نتائج دراسة الشاهد & العناتي، (٢٠١٧) والتي بلغ متوسط حجم الشركة فيها (١.١٠). كما أشارت النتائج إلي أن معدل هيكل الأصول بقطاع العقارات قد بلغ (٠.٣٤) مما يعني أن قيمة الأصول الثابتة تعادل ٣٤% من إجمالي أصول قطاع العقارات وهي قريبة من دراسة عبداللطيف والدبي، ٢٠١٩ والتي بلغ هيكل الأصول فيها ٠.٣٢ ودراسة La Rocca et al., 2011 والتي بلغ هيكل الأصول فيها ٠.٢٩، بينما جاءت النتائج مختلفة عن دراسة Nenu, 2018 والتي بلغ هيكل الأصول فيها ٠.٥٧ بينما أشارت النتائج إلي أن معدل إستغلال الأصول (٠.٢٩) بالشكل الذي يعني أن مبيعات شركات العقارات ٢٩ مرة مقدار أصولها وقد جاءت النتائج متوافقة مع نتائج دراسة La Rocca, et al., 2011 والتي بلغ معدل إستغلال الأصول فيها ٠.٢٨، بينما جاءت النتائج وقد جاءت النتائج مختلفة مع دراسة Rahmatillah et al., 2018 والتي بلغ فيها معدل إستغلال الأصول ٠.٨٥، ودراسة Nidar & Utomo, 2017 والتي بلغ معدل إستغلال الأصول فيها ٠.٤٦.

كذلك أشارت نتائج التحليل الوصفي إلي أن متوسط خبرة الشركات (عمر الشركة) في قطاع العقارات قد بلغ (١.٢) وقد جاءت مقارنة مع نتائج دراسة حسين ن ٢٠٢٠ والتي بلغ معدل عمر الشركة فيها ١.١٥، وأيضاً دراسة عبد اللطيف & الدبي، ٢٠١٩، والتي بلغ عمر الشركات عينة الدراسة ١.٣٥، ومعدل سيولة شركات العقارات (٢.٢) والتي جاءت مرتفعة عن نتائج دراسة Rahmatillah, 2016 والتي بلغ معدل السيولة فيها ٠.٧٣.

كما لوحظ إنخفاض عدد المشاهدات الخاصة بمراحل دورة حياة الشركة في مرحلة التقديم والنمو حيث بلغت (١٣) مشاهدة بنسبة ٢٦.٥%، بينما بلغت عدد مشاهدات مرحلة النضوج في الشركات عينة الدراسة (٢٠) مشاهدة بنسبة ٤٠.٨%، وعدد المشاهدات في مرحلة إنحسار الشركة (١٥) مشاهدة بنسبة ٣٠.٦%.

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

### ٣-١١ تحليل الإرتباط لمتغيرات الدراسة

تسعي الدراسة الحالية إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية في شركات قطاع العقارات وهيكل رأس المال من خلال تقسيم مقاييس مصادر التمويل إلى ثلاثة مقاييس وهي معدل الديون قصيرة الأجل ومعدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون، كما تسعي الدراسة إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية في ضوء المتغير المعدل للدراسة وهو دورة حياة الشركة ممثلة في المراحل الثلاثة (مرحلة التقديم والنمو، ومرحلة النضوج، ومرحلة التدهور والإنسحاب) وتنوع مصادر التمويل في كل مرحلة من هذه المراحل، ومن ثم إختبار فروض الدراسة ذات الصلة، ويمكن عرض ذلك على النحو التالي:

١١-٣-١ دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وتنوع مصادر التمويل

تهدف الدراسة إلى تحديد طبيعة العلاقة بين التنوع في هيكل الملكية وهيكل رأس المال لشركات قطاع العقارات وذلك بهدف تحديد أكثر أنواع هيكل الملكية إرتباطاً من حيث قوة وإتجاه العلاقة مع مصادر تمويل هيكل رأس المال في شركات قطاع العقارات، وذلك بهدف إختبار الفرض الأول للدراسة والذي ينص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس مال شركات قطاع العقارات. ويوضح الجدول رقم (٥) معاملات الإرتباط بين أنواع هيكل الملكية الخمسة المختلفة ومصادر التمويل الخارجية قصيرة وطويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون.

وتشير نتائج الجدول رقم (٥) إلى وجود علاقة إرتباط معنوية طردية بين الملكية الإدارية والاعتماد على مصادر التمويل الخارجية قصيرة وطويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Shoaib & Quang & Xin, 2014; Yasushi, 2016)، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة إرتباط عكسية عالية المعنوية بين تشتت هيكل الملكية ومعدل الديون قصيرة الأجل بمعنى أنه كلما زاد عدد الأسهم حرة التداول كلما إنخفض الإعتماد على مصادر التمويل الخاجية من الديون قصيرة

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

الأجل، كذلك وجود علاقة ارتباط عكسية عالية المعنوية بين إجمالي الديون وتشنت هيكل الملكية.

كما أشارت نتائج تحليل الارتباط إلي وجود علاقة ارتباط معنوية عكسية بين الملكية المركزة وكل من معدل الديون قصيرة الأجل ومعدل إجمالي الديون، وهو ما يتفق مع نتائج الدراسات (Omet, 2006; Roshan, 2009)، كما أشارت النتائج إلي وجود علاقة ارتباط معنوية طردية بين الملكية الأجنبية ومعدل الديون طويلة الأجل وقد يرجع ذلك إلي خبرة المستثمرين الأجانب وعدم الخوف من عنصر المخاطرة، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Murtaza & Azam, 2019).

وبناء على هذه النتائج يمكن رفض فرض العدم الأول وقبول الفرض البديل وجوهره توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الملكية وتنوع هيكل رأس مال شركات قطاع العقارات المقيدة بالبورصة المصرية.

جدول رقم (٥) معاملات الارتباط بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال في شركات قطاع العقارات

X <sub>5</sub>	X <sub>4</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>1</sub>	Y <sub>3</sub>	Y <sub>2</sub>	Y <sub>1</sub>	
٠.١٠٩	**٠.٣٣٢	٠.١٢٤	٠.٠٧٢	*٠.٢٣٤	**٠.٨٩٥	٠.١٣٧	١	Y <sub>1</sub>
*٠.٢٣٤	-	٠.٠٨٣	٠.٠٩١	**٠.٣٦٢	**٠.٣١٩	١	-	Y <sub>2</sub>
٠.٢١٠	**٠.٤٠٣	**٠.١٥٦	٠.١١٠	*٠.٢٥١	١	**٠.٣١٩	**٠.٨٩٥	Y <sub>3</sub>
-	-	-	-	١	*٠.٢٥١	**٠.٣٦٢	*٠.٢٣٤	X <sub>1</sub>
٠.١١٢	٠.١٢٩	**٠.٣١١	٠.١٧٢	-	١	٠.٠٩١	٠.٠٧٢	X <sub>2</sub>
-	-	-	١	٠.١٧٢	٠.١١٠	٠.٠٩١	٠.٠٧٢	X <sub>3</sub>
٠.٠٦١	**٠.٥٩٩	١	٠.٢٨٨	**٠.٣١١	**٠.١٥٦	٠.٠٨٣	٠.١٢٤	X <sub>4</sub>
٠.١١٤	١	**٠.٥٩٩	*٠.٢٧٢	٠.١٢٩	**٠.٤٠٣	٠.١٩١	**٠.٣٣٢	X <sub>5</sub>
١	٠.١١٤	٠.٠٦١	٠.١١٠	٠.١١٢	٠.٢١٠	*٠.٢٣٤	٠.١٠٩	

\*\* معنوي عند مستوى ١% \* معنوي عند مستوى ٥% المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

### ١١-٣-٢ دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية في ضوء مرحلة التقديم والنمو وتنوع مصادر التمويل

تهدف الدراسة إلى تحديد أكثر أنواع هيكل الملكية إرتباطاً من حيث قوة وإتجاه العلاقة مع مصادر تمويل هيكل رأس المال الخارجية المتمثلة في اللجوء إلى الديون في شركات قطاع العقارات وذلك في ضوء مرحلة التقديم والنمو من مراحل دورة حياة الشركة، وذلك بهدف إختبار الفرض الثاني للدراسة والذي ينص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة وتنوع هيكل رأس مال شركات قطاع العقارات.

ويوضح الجدول رقم (٦) معاملات الإرتباط بين أنواع هيكل الملكية المختلفة في مرحلة التقديم والنمو ومصادر التمويل الخارجية قصيرة وطويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٦) معاملات الإرتباط بين هيكل الملكية في ضوء دورة حياة الشركة  
(مرحلة التقديم والنمو) وهيكل رأس المال في شركات قطاع العقارات

GX <sub>5</sub>	GX <sub>4</sub>	GX <sub>3</sub>	GX <sub>2</sub>	GX <sub>1</sub>	Y <sub>3</sub>	Y <sub>2</sub>	Y <sub>1</sub>	
٠.١٠٧	**٠.١٦٧-	٠.١٦٧	٠.٠٨٥	*٠.٢٣٧	**٠.٨٩٥	٠.١٣٧	١	Y <sub>1</sub>
٠.٢٠٥	-	٠.١٠٥	٠.٠٦٩	٠.٠٩٣	**٠.٣١٩	١	-	Y <sub>2</sub>
٠.١٩٥	-	٠.٢٠٧	٠.١١٢	*٠.٢٦٩	١	**٠.٣١٩	**٠.٨٩٥	Y <sub>3</sub>
٠.١٠٢-	٠.٠٧٥-	٠.١٩٦	٠.١٧٢	١	*٠.٢٦٩	٠.٠٩٣	*٠.٢٣٧	GX <sub>1</sub>
٠.١٠٤-	-	*٠.٢٥٩	١	٠.١٧٢	٠.١١٢	٠.٠٩٦	٠.٠٨٥	GX <sub>2</sub>
٠.٠٧١	-	١	*٠.٢٨٣-	٠.١٩٦	٠.٢٠٧	٠.١٠٥	٠.١٦٧	GX <sub>3</sub>
٠.١٠٧	١	٠.١٥٧	*٠.٢٥٩-	٠.٠٧٥	٠.٢٠٨	٠.١٠٧	٠.١٦٧	GX <sub>4</sub>
١	٠.١٠٧	٠.٠٧١	٠.١٠٤-	٠.١٠٢	٠.١٩٥	٠.٢٠٥	٠.١٠٧	GX <sub>5</sub>

\*\* معنوي عند مستوى ١% \* معنوي عند مستوى ٥%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

وقد أظهرت نتائج الجدول رقم (٦) وجود علاقة ارتباط معنوية طردية بين هيكل الملكية الإدارية والتمويل بالديون قصير الأجل ومعدل إجمالي الديون في المرحلة الأولى من مراحل عمر الشركة وهي مرحلة التقديم والنمو، وقد يرجع سبب ذلك إلى رغبة إدارة الشركة في الحفاظ على أموالهم وتحقيق مصالحهم الشخصية وعدم الخوف من المخاطرة في بداية تأسيس الشركة، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة Shoab & Yasushi, (2016) والتي خلّصت إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين الملكية الإدارية ومعدل الديون قصيرة الأجل.

كما أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين أي من أنواع هيكل الملكية الأخرى (المؤسسية والمركزة والمشتتة والأجنبية) والإعتماد على أي من مصادر التمويل الخارجية المتمثلة في الديون قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، وهذا يعني أن الشركات في بداية إنشائها ونموها تميل إلى الإعتماد على التمويل بالملكية من جانب المساهمين تجنباً للمخاطرة ولإنخفاض حجم عملياتها وبداية تقدمها في السوق، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Rashid,2015 ; ودراسة الكيلاني، ٢٠١٠) في عدم وجود تأثير معنوي لهيكل الملكية على هيكل رأس مال الشركات.

٣-٣-١١ دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية في ضوء مرحلة النضوج وتنوع مصادر التمويل

تهدف الدراسة إلى تحديد أكثر أنواع هيكل الملكية ارتباطاً من حيث قوة واتجاه العلاقة مع مصادر تمويل هيكل رأس المال في شركات قطاع العقارات وذلك في ضوء مرحلة النضوج من مراحل دورة حياة الشركة، ويوضح الجدول رقم (٧) معاملات الارتباط بين أنواع هيكل الملكية الخمسة المختلفة في مرحلة النضوج ومصادر التمويل الخارجية قصيرة وطويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون على النحو التالي:

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلطا

جدول رقم (٧) معاملات الارتباط بين هيكل الملكية في ضوء دورة حياة الشركة (مرحلة  
النضوج) وهيكل رأس المال في شركات قطاع العقارات

MX <sub>5</sub>	MX <sub>4</sub>	MX <sub>3</sub>	MX <sub>2</sub>	MX <sub>1</sub>	Y <sub>3</sub>	Y <sub>2</sub>	Y <sub>1</sub>	
٠.١١٦	**٠.٣٧٨	٠.١٠٣	٠.٠٥٣	*٠.٢٤٦	**٠.٨٩٥	٠.١٣٧	١	Y <sub>1</sub>
*٠.٢٤٠	٠.٢٠٨	٠.٠٥٠	٠.١١٧	٠.٠٥٧	**٠.٣١٩	١	٠.١٣٧	Y <sub>2</sub>
٠.٢١٩	**٠.٤٥٦	٠.١٢١	٠.١٠٣	*٠.٢٦١	١	**٠.٣١٩	**٠.٨٩٥	Y <sub>3</sub>
-	-	-	-	١	*٠.٢٦١	٠.٠٥٧	*٠.٢٤٦	MX <sub>1</sub>
٠.١١٩	*٠.٢٥٨	*٠.٢٩٧	٠.١٧٠	١	*٠.٢٦١	٠.٠٥٧	*٠.٢٤٦	MX <sub>1</sub>
-	-	-	١	٠.١٧٠	٠.١٠٣	٠.١١٧	٠.٠٥٣	MX <sub>2</sub>
٠.١١٠	٠.٠٤٩	٠.١١٣	١	٠.١٧٠	٠.١٠٣	٠.١١٧	٠.٠٥٣	MX <sub>2</sub>
-	-	١	٠.١١٣	*٠.٢٩٧	٠.١٢١	٠.٠٥٠	٠.١٠٣	MX <sub>3</sub>
٠.٠٢٦	*٠.٢٥٢	١	٠.١١٣	*٠.٢٩٧	٠.١٢١	٠.٠٥٠	٠.١٠٣	MX <sub>3</sub>
٠.٠١٢	١	*٠.٢٥٢	٠.٠٤٩	*٠.٢٥٨	**٠.٤٥٦	٠.٢٠٨	**٠.٣٧٨	MX <sub>4</sub>
٠.٠١٢	١	*٠.٢٥٢	٠.٠٤٩	*٠.٢٥٨	**٠.٤٥٦	٠.٢٠٨	**٠.٣٧٨	MX <sub>4</sub>
١	٠.٠١٢	٠.٠٢٦	٠.١١٠	٠.١١٩	٠.٢١٩	*٠.٢٤٠	٠.١١٦	MX <sub>5</sub>

\*\* معنوي عند مستوى ١% \* معنوي عند مستوى ٥% المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

وقد أظهرت نتائج الجدول رقم (٧) وجود علاقة ارتباط معنوية طردية بين الملكية الإدارية والإعتماد على الديون قصيرة الأجل في تمويل هيكل رأس مال الشركة خلال مرحلة نضوج الشركة، كما أشارت النتائج إلي وجود علاقة ارتباط معنوية عكسية بين الملكية حرة التداول (تشنت الملكية) ومعدل الديون قصيرة الأجل ومعدل إجمالي الديون خلال مرحلة نضوج الشركة، وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة ( Firdaus & Kusumastuti,2012) والتي أشارت إلي وجود علاقة معنوية إيجابية بين تركيز هيكل الملكية ومعدل العائد على الأصول خلال مرحلة النضوج بينما التأثير كان معنوي وسلبى خلال مرحلة النمو، أيضاً توجد علاقة معنوية سلبية بين الملكية المؤسسية مع معدل العائد على الأصول ككل بينما كانت العلاقة معنوية إيجابية خلال مرحلة النضوج.

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

### ١١-٣-٤ دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية في ضوء مرحلة التدهور والإنسحاب وتنوع مصادر التمويل

تهدف الدراسة إلى تحديد أكثر أنواع هيكل الملكية ارتباطاً من حيث قوة وإتجاه العلاقة مع مصادر تمويل هيكل رأس المال في شركات قطاع العقارات وذلك في ضوء مرحلة التدهور والإنسحاب من مراحل دورة حياة الشركة، ويوضح الجدول رقم (٨) معاملات الارتباط بين أنواع هيكل الملكية الخمسة المختلفة في مرحلة التدهور والإنسحاب ومصادر التمويل الخارجية قصيرة وطويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون على النحو التالي:

وقد أظهرت نتائج الجدول رقم (٨) وجود علاقة ارتباط معنوية عكسية بين الملكية حرة التداول (تشتت الملكية) ومعدل الديون قصيرة الأجل ومعدل إجمالي الديون والتي تشير إلى الإعتماد على مصادر الديون في تمويل هيكل رأس مال الشركة. كذلك أشارت النتائج إلى وجود علاقة ارتباط معنوية طردية بين الملكية الأجنبية ومعدل الديون طويلة الأجل، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة ( Le,2015: Murtaza & Azam,2019، أبو العلاء، ٢٠١٩) وقد يعني ذلك أن خوف المستثمرين الأجانب في هذه المرحلة نتيجة تدهور الشركة وتفكيرهم في الإنسحاب من السوق قد تدفعهم إلى تمويل هيكل رأس مال الشركة اعتماداً على التمويل طويل الأجل.

وبناء على هذه النتائج يمكن رفض فرض العدم الثاني وقبول الفرض البديل وجوهره توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنوع هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة (مرحلة التقديم والنمو، ومرحلة النضوج، ومرحلة التدهور والإنسحاب) وهيكل رأس مال شركات قطاع العقارات المقيدة بالبورصة المصرية.

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

**جدول رقم (٨) معاملات الارتباط بين هيكل الملكية في ضوء دورة حياة الشركة (مرحلة الإنحسار والتدهور) وهيكل رأس المال في شركات قطاع العقارات**

DX <sub>5</sub>	DX <sub>4</sub>	DX <sub>3</sub>	DX <sub>2</sub>	DX <sub>1</sub>	Y <sub>3</sub>	Y <sub>2</sub>	Y <sub>1</sub>	
٠.٠٩٧	*٠.٢٥١	٠.٠٢٣	٠.٠٩١	٠.٢١١	**٠.٨٩٥	٠.١٣٧	١	Y <sub>1</sub>
*٠.٢٣٢	٠.١٤٣	٠.٠٥٢	٠.٠٦٢	٠.٠٤١	**٠.٣١٩	١	٠.١٣٧	Y <sub>2</sub>
٠.١٩٧	**٠.٣٠٤	٠.٠٤٥	٠.١١٥	٠.٢٢٠	١	**٠.٣١٩	**٠.٨٩٥	Y <sub>3</sub>
-	٠.٠٩٣	-	-	١	٠.٢٢٠	٠.٠٤١	٠.٢١١	DX <sub>1</sub>
-	-	-	١	٠.١٦١	٠.١١٥	٠.٠٦٢	٠.٠٩١	DX <sub>2</sub>
*٠.٢٥٩	٠.٠٧٣	١	**٠.٣٣٣	٠.١٦١	٠.٠٤٥	٠.٠٥٢	٠.٠٢٣	DX <sub>3</sub>
*٠.٢٤٥	١	-	-	٠.٠٩٣	-	٠.١٤٣	*٠.٢٥١	DX <sub>4</sub>
١	*٠.٢٤٥	*٠.٢٥٩	٠.١٠٥	٠.٠٩٩	٠.١٩٧	*٠.٢٣٢	٠.٠٩٧	DX <sub>5</sub>

\*\* معنوي عند مستوى ١% \* معنوي عند مستوى ٥%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

**٤-١١ اختبار مدى تأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال**

لاختبار مدى تأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال فقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المرحلي Stepwise Regression لتحديد أهم العوامل المؤثرة على هيكل رأس مال الشركات في ضوء تنوع هيكل الملكية والعوامل الحاكمة التي تمثل محددات هيكل رأس المال لغرض صياغة نموذج مكون من أهم العوامل التي يمكن من خلالها تقدير هيكل رأس المال للشركات، بهدف إختبار الفرض الثالث للدراسة والذي ينص على أنه لا يوجد تأثير لتنوع هيكل الملكية على تنوع هيكل رأس مال شركات قطاع العقارات وذلك على النحو التالي على النحو التالي:

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

## ١١-٤-١ تأثير تنوع هيكل الملكية على معدل الديون قصيرة الأجل

يمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتقييم تأثير تنوع هيكل الملكية على معدل الديون قصيرة الأجل ، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٩): نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير أنماط هيكل الملكية على هيكل رأس المال معبراً عنه بمعدل الديون قصيرة الأجل

الترتيب	المتغير	معامل الانحدار	الخطأ القياسي	المعنوية	تضخم التباين	التباين المسموح به	رمز المتغير
١	حجم الشركة	٠.١٨٧	٠.٨٠٥	٠.٠٠٠	١.١٩٦	٠.٨٣٦	X <sub>6</sub>
٢	معدل هيكل الأصول	- ٠.٢٧٨	- ٠.٣١٧	٠.٠٠٠	١.٢٨٤	٠.٧٧٩	X <sub>10</sub>
٣	معدل إستغلال الأصول	٠.٢٨٦	٠.٣٣٦	٠.٠٠٠	١.٢٩٩	٠.٧٧٠	X <sub>11</sub>
٤	الملكية الإدارية	٠.٢٢٢	٠.١٨٠	٠.٠٠١	١.٢٦٨	٠.٧٨٩	X <sub>1</sub>
٥	معدل العائد على الأصول	- ١.١٧٦	- ٠.٢٢٤	٠.٠٠٠	١.٥٣٦	٠.٦٥١	X <sub>8</sub>
٦	الملكية المؤسسية	٠.٢٨٤	٠.١٨٧	٠.٠٠١	١.٤٦٣	٠.٦٨٤	X <sub>2</sub>
٠.٧٣٨-							الثابت
مقاييس تقييم دقة تقدير معدل الديون قصيرة الأجل							
٠.٩٢٨							معامل الارتباط المتعدد (R)
%٨٦.٢							معامل التحديد (R <sup>2</sup> )
% ٨٤.٩							معامل التحديد المعدل (adj.R <sup>2</sup> )
١.٠٨٠							قيمة (Durbin-Watson)
(٦,٦٥)							درجات الحرية (df)
**٦٧.٥٩٨							F المحسوبة
٩.١٢							F الجدولية
٠.٠٠٠							(sig.) المعنوية

\*\* معنوى عند مستوى ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٩) لوحظ أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة على قرار الشركات في الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية بإستخدام الديون معبراً عنها بمعدل الديون قصيرة الأجل وتتمثل هذه العوامل في (حجم الشركة، معدل هيكل الأصول، ومعدل إستغلال الأصول، الملكية الإدارية،

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

معدل العائد على الأصول، الملكية المؤسسية) وقد يرجع ذلك إلى تغير تلك العوامل من شركة إلى أخرى خلال فترة الدراسة، وتشير النتائج إلى تأثير كل من الملكية الإدارية والمؤسسية في الإعتماد على مصادر التمويل قصير الأجل وهو ما يتناسب مع نظرية المفاضلة ونظرية أولويات التمويل من حيث رغبة إدارة الشركات في الحفاظ على مصالحهم الشخصية في الأجل القصير ونتيجة علاقة المساهمين المؤسسين وقدرتهم على إبرام التعاقدات، كما استبعد تحليل الانحدار عوامل (معدل السيولة، ومعدل النمو، ومعدل الخسائر وخبرة الشركة)، بالإضافة إلى أنواع هيكل الملكية المتمثلة في (تركيز وتشنت الملكية والملكية الأجنبية) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل وضعف المساهمة النسبية لها في تقدير معدل الديون قصيرة الأجل فضلاً عن عدم وجود ارتباط معنوي مع معدل الديون قصيرة الأجل، ويمكن صياغة نموذج الانحدار لتقدير تأثير هيكل الملكية على هيكل رأس المال في ضوء محددات هيكل رأس المال على النحو التالي:

$$Y = -0.783 + 0.187 X_6 - 0.278 X_{10} + 0.286 X_{11} + 0.222 X_1 - 1.176 X_8 + 0.284 X_2$$

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرهلي على تقدير معدل الديون قصيرة الأجل أن النموذج المقترح يحظى بمعنوية عالية جداً عند مستوي معنوية ١% بالإضافة لكون النموذج لا يعاني من مشاكل الارتباط الذاتي، حيث تشير نتائج اجراء اختبار التداخل الخطي Multicollinearity إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع، وتم اجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics بحيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) وقيمة التباين المسموح به Tolerance، فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (١٠) وقيمة التباين المسموح به أكبر من (٠.٠٥) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة (O'Brien, 2007).

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل قد بلغت (٠.٩٢٨) والمساهمة النسبية لها

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

بلغت (٨٦.٢%)، وقد يرجع ذلك إلى التغييرات في العوامل التي تم إختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٨٦.٢%) مع قيمة معامل التحديد المعدل والتي بلغت (٨٤.٩%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للإعتماد عليه في تحليل النتائج ويمكن تعميمها، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٦٧.٥٩٨) وهي أكبر من قيمة F الجدولية والتي بلغت (٩.١٢) عند مستوي معنوية ١% وهو مؤشر على دقة النموذج وإستقلالية العوامل المؤثرة على معدل الديون قصيرة الأجل،

#### ١١-٤-٢ تأثير تنوع هيكل الملكية على معدل الديون طويلة الأجل

يمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتقييم تأثير تنوع هيكل الملكية على معدل الديون طويلة الأجل، ويوضح جدول رقم (١٠) نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال معبراً عنه بمعدل الديون طويلة الأجل، وذلك على النحو التالي:

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وصيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

جدول رقم (١٠): نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال  
معبراً عنه بمعدل الديون طويلة الأجل

الترتيب	المتغير	معامل الانحدار	الخطأ القياسي	المعنوية	تضخم المتباين	المتباين المسموح به	رمز المتغير
١	معدل هيكل الأصول	٠.٢٢٠	٠.٥٣١	٠.٠٠٠	١.٢١٣	٠.٨٢٥	X <sub>10</sub>
٢	معدل سيولة الشركة	-٠.٠١٤	٠.٣٠٩	٠.٠٠٠	١.٠٧١	٠.٩٣٤	X <sub>9</sub>
٣	معدل العائد على الأصول	١.٠٢١	٠.٤١٣	٠.٠٠٧	١.٣٢٠	٠.٧٥٧	X <sub>8</sub>
٤	معدل إستغلال الأصول	٠.١١٤	٠.٢٨٥	٠.٠٠١	١.١٨٧	٠.٨٤٣	X <sub>11</sub>
٥	الملكية الإدارية	٠.١٣٦	٠.٢٣٤	٠.٠٠٢	١.٢٢٧	٠.٨١٥	X <sub>1</sub>
٠.٥٦							الثابت
مقاييس تقييم دقة تقدير معدل الديون طويلة الأجل							
٠.٦٤١							معامل الارتباط المتعدد (R)
%٤١.١							معامل التحديد (R <sup>2</sup> )
%٣٦.٧							معامل التحديد المعدل (adj.R <sup>2</sup> )
١.٠١٤							قيمة (Durbin-Watson)
(٥,٦٦)							درجات الحرية (df)
**٩.٢٢٩							F المحسوبة
٧.٢٣							F الجدولية
٠.٠٠٠							(sig.) المعنوية

\*\* معنوى عند مستوى ١%  
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (١٠) لوحظ أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة على قرار الشركات في الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية بإستخدام الديون معبراً عنها بمعدل الديون طويلة الأجل وتتمثل هذه العوامل في ( معدل هيكل الأصول، ومعدل سيولة الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل إستغلال الأصول، والملكية الإدارية) وقد يرجع ذلك إلى تغير تلك العوامل من شركة إلى أخرى خلال فترة الدراسة، وتشير النتائج إلى تأثير الملكية الإدارية في الإعتماد على مصادر التمويل طويل الأجل وهو ما يتناسب مع نظرية أولويات التمويل من حيث رغبة إدارة الشركات في الحفاظ على ملكية الشركة والرغبة في التمويل طويل

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكّل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

الأجل تجنباً للمخاطرة بأموال إدارة الشركة، كما إستبعد تحليل الإنحدار عوامل (حجم الشركة، ومعدل النمو، ومعدل الخسائر وخبرة الشركة) ، بالإضافة إلي أنواع هيكل الملكية الأخرى المتمثلة في ( الملكية المؤسسية وتركيز وتشتت الملكية والملكية الأجنبية) وذلك لوجود إرتباط ذاتي بين تلك العوامل ولضعف المساهمة النسبية لها في تقدير معدل الديون طويلة الأجل فضلاً عن عدم وجود إرتباط معنوي مع معدل الديون طويلة الأجل، ويمكن صياغة نموذج الإنحدار لتقدير تأثير هيكل الملكية على معدل الديون طويلة الأجل في ضوء محددات هيكل رأس المال على النحو التالي:

$$Y_2 = 0.060 + 0.220 X_{10} - 0.014 X_9 + 1.021 X_8 + 0.114 X_{11} + 0.136 X_1$$

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الإنحدار المرحلي على تقدير معدل الديون طويلة الأجل أن النموذج المقترح يحظى بمعنوية عالية جداً عند مستوي معنوية ١% بالإضافة لكون النموذج لا يعاني من مشاكل الإرتباط الذاتي، حيث تشير نتائج اجراء اختبار التداخل الخطي Multicollinearity إلي عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع، وتم اجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics بحيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) وقيمة التباين المسموح به Tolerance، فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (١٠) وقيمة التباين المسموح به أكبر من (٠.٠٥) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة (O'Brien, 2007).

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الإنحدار أن قيمة معامل الإرتباط المتعدد لعوامل تقدير نسبة الديون طويلة الأجل قد بلغت (٠.٦٤١) والمساهمة النسبية لها بلغت (٤١.١%)، وقد يرجع ذلك إلي التغييرات في العوامل التي تم إختيارها في تحليل الإنحدار المرحلي خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٤١.١%) مع قيمة معامل التحديد المعدل والتي بلغت (٣٦.٧%) مما يشير إلي أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للإعتماد عليه في تحليل النتائج ويمكن تعميمها، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٩.٢٢٩) وهي أكبر من قيمة F الجدولية والتي

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

بلغت (٧.٢٣) عند مستوي معنوية ١% وهو مؤشر علي دقة النموذج وإستقلالية العوامل المؤثرة علي معدل الديون طويلة الأجل.

#### ١١-٤-٢ تأثير تنوع هيكل الملكية علي معدل إجمالي الديون

يمكن توضيح نتائج تحليل الإنحدار المرحلي لتقييم تأثير تنوع هيكل الملكية علي معدل إجمالي الديون ، ويوضح جدول رقم (١١) نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير أنماط هيكل الملكية علي هيكل رأس المال معبراً عنه بإجمالي الديون كما يلي:

جدول رقم (١١): نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير أنماط هيكل الملكية علي هيكل رأس المال معبراً عنه بإجمالي الديون

الترتيب	المتغير	معامل الانحدار	الخطأ القياسي	المعنوية	تضخم التباين	المسموح به	المتغير	رمز المتغير
١	حجم الشركة	٠.١٧٦	٠.٧٢٦	٠.٠٠٠	١.٩٨٠	٠.٥٠٥	X <sub>6</sub>	
٢	معدل سيولة الشركة	٠.٠٢٤-	٠.٢٣٠-	٠.٠٠٤	٢.١٠٧	٠.٤٧٥	X <sub>9</sub>	
٣	تركيز هيكل الملكية	٠.٤٨٣-	٠.٤٥٤-	٠.٠٠٠	١.٨٥٨	٠.٥٣٨	X <sub>3</sub>	
٤	الملكية حرة التداول	٠.٤١٢-	٠.٣٧٥-	٠.٠٠٠	١.٩٦٧	٠.٥٠٨	X <sub>4</sub>	
الثابت								
- ٠.١٤٩								
مقاييس تقييم دقة تقدير معدل إجمالي الديون								
٠.٩٠٠								معامل الارتباط المتعدد (R)
%٨٠.٩								معامل التحديد (R <sup>2</sup> )
%٧٩.٨								معامل التحديد المعدل (adj.R <sup>2</sup> )
١.١٥٩								قيمة (Durbin-Watson)
(٤,٦٧)								درجات الحرية (df)
**٧١.١١٥								F المحسوبة
٩.٢٢								F الجدولية
٠.٠٠٠								(sig.) المعنوية

\*\* معنوى عند مستوى ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (١١) لوحظ أن تحليل الإنحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة علي قرار الشركات في الإعتماد علي مصادر التمويل الخارجية

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

باستخدام الديون معبراً عنها بمعدل إجمالي الديون وتتمثل هذه العوامل في (حجم الشركة، ومعدل سيولة الشركة، وتركيز هيكل الملكية، والملكية حرة التداول) وقد يرجع ذلك إلى تغير تلك العوامل من شركة إلى أخرى خلال فترة الدراسة، وتشير النتائج إلى تأثير تركيز وتشتت هيكل الملكية في الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي معبراً عنه بإجمالي الديون وهو ما يتناسب مع نظرية أولويات التمويل من حيث رغبة إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق الملكية والرغبة في التمويل من المصادر الخارجية نظراً لسيطرة كبار المساهمين على قرارات الشركة من ناحية، وتجنباً للمخاطرة بأموال المساهمين في حالة تشتت الملكية، كما إستبعد تحليل الانحدار عوامل (حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل النمو، وهيكل الأصول، ومعدل إستغلال الأصول، ومعدل الخسائر، وخبرة الشركة)، بالإضافة إلى أنواع هيكل الملكية الأخرى المتمثلة في (الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل ولضعف المساهمة النسبية لها في تقدير معدل إجمالي الديون فضلاً عن عدم وجود ارتباط معنوي مع معدل إجمالي الديون، ويمكن صياغة نموذج الانحدار لتقدير تأثير هيكل الملكية على معدل إجمالي الديون في ضوء محددات هيكل رأس المال على النحو التالي:

$$Y_3 = -0.149 + 0.176 X_6 - 0.024 X_9 - 0.483 X_3 - 0.412 X_4$$

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرهني على تقدير معدل إجمالي الديون أن النموذج المقترح يحظى بمعنوية عالية جداً عند مستوي معنوية 1% بالإضافة لكون النموذج لا يعاني من مشاكل الارتباط الذاتي، حيث تشير نتائج إجراء اختبار التداخل الخطي Multicollinearity إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع، وتم إجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics بحيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) وقيمة التباين المسموح به Tolerance، فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (10) وقيمة التباين

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

المسموح به أكبر من (0.05) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطى في نموذج الدراسة (O'Brien, 2007).

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الإنحدار أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل قد بلغت (0.900) والمساهمة النسبية لها بلغت (80.9%)، وقد يرجع ذلك إلى التغييرات في العوامل التي تم إختيارها في تحليل الإنحدار المرحلي خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (80.9%) مع قيمة معامل التحديد المعدل والتي بلغت (79.8%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للإعتماد عليه في تحليل النتائج ويمكن تعميمها، كما بلغت قيمة F المحسوبة (67.115) وهي أكبر من قيمة F الجدولية والتي بلغت (9.22) عند مستوي معنوية 1% وهو مؤشر على دقة النموذج وإستقلالية العوامل المؤثرة على معدل إجمالي الديون.

في ضوء نتائج تحليل الإنحدار السابقة لنماذج معدل الديون قصيرة الأجل ومعدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون يمكن رفض الفرض العدم الثالث وقبول الفرض البديل وجوهره يوجد تأثير لتنوع هيكل الملكية على تنوع هيكل رأس المال مقاساً بمعدل الديون قصيرة الأجل ومعدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون.

#### ١١-٥ اختبار مدى تأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال في ضوء دورة حياة الشركة

لاختبار مدى تأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال في ضوء المتغير المعدل مراحل دورة حياة الشركة فقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المرحلي Stepwise Regression لتحديد تأثير تنوع هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة بهدف تحديد أهم العوامل المؤثرة على هيكل رأس مال الشركات في ضوء العوامل الحاكمة التي تمثل محددات هيكل رأس المال لغرض صياغة نموذج مكون من أهم العوامل التي يمكن من خلالها تقدير هيكل رأس المال للشركات، بغرض إختيار الفرض الثالث للدراسة والذي ينص على أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

إحصائية لتنوع هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة على تنوع هيكل رأس المال بشركات قطاع العقارات المصري. وذلك على النحو التالي:

### ١-٥-١١ تأثير تنوع هيكل الملكية على معدل الديون قصيرة الأجل في ضوء دورة حياة الشركة

يمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتقييم تأثير تنوع هيكل الملكية على معدل الديون قصيرة الأجل في ضوء دورة حياة الشركة، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (١٢): نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال معبراً عنه بمعدل الديون قصيرة الأجل في ضوء دورة حياة الشركة

الترتيب	المتغير	رمز المتغير	معامل الانحدار	الخطأ القياسي	المعنوية	تضخم التباين	التباين المسموح به
١	حجم الشركة	X <sub>6</sub>	٠.١٨٧	٠.٨٠٧	٠.٠٠٠	١.١٩٦	٠.٨٣٦
٢	معدل هيكل الأصول	X <sub>10</sub>	-٠.٢٧٩	-٠.٣١٧	٠.٠٠٠	١.٢٧٢	٠.٧٨٦
٣	معدل إستغلال الأصول	X <sub>11</sub>	٠.٢٩٩	٠.٣٥١	٠.٠٠٠	١.٢٧٨	٠.٧٨٢
٤	الملكية الإدارية في مرحلة النمو	MX <sub>1</sub>	٠.٢٢٨	٠.١٨٨	٠.٠٠١	١.٢٦٩	٠.٧٨٨
٥	معدل العائد على الأصول	X <sub>8</sub>	-١.١٧٨	-٠.٢٢٤	٠.٠٠٠	١.٥٥٢	٠.٦٤٤
٦	الملكية المؤسسية في مرحلة النمو	MX <sub>2</sub>	٠.١٤٥	٠.١٨٩	٠.٠٠١	١.٣٩٩	٠.٧١٥
الثابت			٠.٧٤٥-				
مقاييس تقييم دقة تقدير معدل الديون قصيرة الأجل							
معامل الارتباط المتعدد (R)			٠.٩٣٠				
معامل التحديد (R <sup>2</sup> )			%٨٦.٥				
معامل التحديد المعدل (adj.R <sup>2</sup> )			%٨٥.٣				
قيمة (Durbin-Watson)			١.١٠٧				
درجات الحرية (df)			(٦٠٦٥)				
F المحسوبة			**٦٩.٦٦٣				
F الجدولية			٩.١٢				
(sig.) المعنوية			٠.٠٠٠				

\*\* معنوى عند مستوى ١%  
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

بفحص نتائج الجدول رقم (١٢) لوحظ أن تحليل الانحدار المرهلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة على قرار الشركات في الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية بإستخدام الديون معبراً عنها بمعدل الديون قصيرة الأجل في ضوء مراحل دورة حياة الشركة، وتتمثل هذه العوامل في (حجم الشركة، معدل هيكل الأصول، ومعدل إستغلال الأصول، الملكية الإدارية في مرحلة النضوج، معدل العائد على الأصول، الملكية المؤسسية في مرحلة النضوج) وقد يرجع ذلك إلى تغير تلك العوامل من شركة إلى أخرى خلال فترة الدراسة، وتشير النتائج إلى تأثير كل من الملكية الإدارية والمؤسسية في الإعتماد على مصادر التمويل قصيرة الأجل في مرحلة نضوج الشركة وهو ما يتناسب مع نظرية المفاضلة ونظرية أولويات التمويل من حيث رغبة إدارة الشركات في الحفاظ على مصالحهم الشخصية في الأجل القصير ونتيجة علاقة المساهمين المؤسسين وقدرتهم على إبرام التعاقدات، كما إستبعد تحليل الانحدار عوامل (معدل السيولة، ومعدل النمو، ومعدل الخسائر وخبرة الشركة) ، بالإضافة إلى أنواع هيكل الملكية المتمثلة في (تركيز وتشتت الملكية والملكية الأجنبية) وذلك لوجود إرتباط ذاتي بين تلك العوامل ولضعف المساهمة النسبية لها في تقدير معدل الديون قصيرة الأجل في ضوء مراحل دورة حياة الشركة فضلاً عن عدم وجود إرتباط معنوي مع معدل الديون قصيرة الأجل، ويمكن صياغة نموذج الانحدار لتقدير تأثير هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة على هيكل رأس المال في ضوء محددات هيكل رأس المال على النحو التالي:

$$Y_1 = -0.745 + 0.187 X_6 - 0.279 X_{10} + 0.299 X_{11} + 0.228 MX_1 - 1.178 X_8 + 0.145 MX_2$$

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرهلي على تقدير معدل الديون قصيرة الأجل في ضوء مراحل دورة حياة الشركة أن النموذج المقترح يحظى بمعنوية عالية جداً عند مستوي معنوية ١% بالإضافة لكون النموذج لا يعاني من مشاكل الإرتباط الذاتي، حيث تشير نتائج اجراء اختبار التداخل الخطي Multicollinearity إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

المشكلة إلى ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع، وتم إجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics بحيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor وقيمة التباين المسموح به Tolerance، فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (١٠) وقيمة التباين المسموح به أكبر من (٠.٠٥) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة (O'Brien, 2007).

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل قد بلغت (٠.٩٣٠) والمساهمة النسبية لها بلغت (٨٦.٥%)، وقد يرجع ذلك إلى التغييرات في العوامل التي تم إختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٨٦.٥%) مع قيمة معامل التحديد المعدل والتي بلغت (٨٥.٣%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للإعتماد عليه في تحليل النتائج ويمكن تعميمها، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٦٩.٦٦٣) وهي أكبر من قيمة F الجدولية والتي بلغت (٩.١٢) عند مستوي معنوية ١% وهو مؤشر على دقة النموذج وإستقلالية العوامل المؤثرة على معدل الديون قصيرة الأجل، كما يلاحظ بعد إدخال المتغير المعدل تحسن مؤشرات دقة النموذج عن ما قبل إدخال دورة حياة الشركة في النموذج.

#### ١١-٥-٢ تأثير تنوع هيكل الملكية على معدل الديون طويلة الأجل في ضوء دورة حياة الشركة

يمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتقييم تأثير تنوع هيكل الملكية على معدل الديون طويلة الأجل في ضوء مراحل دورة حياة، وذلك على النحو التالي:

يوضح جدول رقم (١٣) نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال معبراً عنه بمعدل الديون طويلة الأجل في ضوء دورة حياة الشركة، وذلك على النحو التالي:

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

جدول رقم (١٣): نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال معبراً عنه بمعدل الديون طويلة الأجل في ضوء دورة حياة الشركة

الترتيب	التباين المسموح به	تضخم التباين	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الانحدار	المتغير	رمز المتغير
١	٠.٨٤٦	١.١٨٣	٠.٠٠٠	٠.٥٠٩	٠.٢١١	معدل هيكل الأصول	X <sub>10</sub>
٢	٠.٩١٠	١.٠٩٨	٠.٠٠٦	٠.٢٧٥-	٠.٠١٣-	معدل سيولة الشركة	X <sub>9</sub>
٣	٠.٧٦٥	١.٣٠٨	٠.٠٠٠	٠.٤٢٢	١.٠٤٤	معدل العائد على الأصول	X <sub>8</sub>
٤	٠.٨٤١	١.١٩٠	٠.٠٠٨	٠.٢٧٥-	٠.١١٠-	معدل إستغلال الأصول	X <sub>11</sub>
٥	٠.٨٢٨	١.٢٠٨	٠.٠١٠	٠.٢٦٨	٠.١٢٩	الملكية الإدارية في مرحلة النمو	GX <sub>1</sub>
٦	٠.٩٤٦	١.٠٥٧	٠.٠٤٩	٠.١٩٠	١.٣٥٦	الملكية الأجنبية في مرحلة النضوج	MX <sub>5</sub>
٠.٠٤٧						الثابت	
مقاييس تقييم دقة تقدير معدل الديون طويلة الأجل							
٠.٦٧٠						معامل الارتباط المتعدد (R)	
%٤٥						معامل التحديد (R <sup>2</sup> )	
%٣٩.٩						معامل التحديد المعدل (adj.R <sup>2</sup> )	
١.٠٧٨						قيمة (Durbin-Watson)	
(٦.٦٥)						درجات الحرية (df)	
**٨.٨٤٧						F المحسوبة	
٧.٢٣						F الجدولية	
٠.٠٠٠						المعنوية (sig.)	

\*\* معنوي عند مستوى ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (١٣) لوحظ أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة على قرار الشركات في الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية بإستخدام الديون معبراً عنها بمعدل الديون طويلة الأجل في ضوء مراحل دورة حياة الشركة وتتمثل هذه العوامل في (معدل هيكل الأصول، ومعدل سيولة الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل إستغلال الأصول، والملكية الإدارية في مرحلة النمو، والملكية الأجنبية في مرحلة النضوج) وقد يرجع ذلك إلى تغير تلك العوامل من شركة إلى أخرى خلال فترة الدراسة، وتشير النتائج إلى تأثير الملكية الإدارية في الإعتماد على مصادر التمويل طويل الأجل في ضوء دورة حياة الشركة وهو ما

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

يتناسب مع نظرية أولويات التمويل من حيث رغبة إدارة الشركات في الحفاظ على ملكية الشركة والرغبة في التمويل طويل الأجل تجنباً للمخاطرة بأموال إدارة الشركة، كما إستبعد تحليل الإنحدار عوامل (حجم الشركة، ومعدل النمو، ومعدل الخسائر وخبرة الشركة)، بالإضافة إلى أنواع هيكل الملكية الأخرى المتمثلة في ( الملكية المؤسسية وتركيز وتشتت الملكية) في المراحل الأخرى المختلفة من مراحل دورة حياة الشركة وذلك لوجود إرتباط ذاتي بين تلك العوامل ولضعف المساهمة النسبية لها في تقدير معدل الديون طويلة الأجل فضلاً عن عدم وجود إرتباط معنوي مع معدل الديون طويلة الأجل، وأيضاً عدم وجود تأثير لدورة حياة الشركة في المراحل التي إستبعدتها نموذج الإنحدار المرحلي في العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال، ويمكن صياغة نموذج الإنحدار لتقدير تأثير هيكل الملكية في مراحل دورة حياة الشركة على معدل الديون طويلة الأجل في ضوء محددات هيكل رأس المال كما يلي

$$Y_2 = 0.047 + 0.211 X_{10} - 0.013 X_9 + 1.044 X_8 - 0.110 X_{11} + 0.129 GX_1 + 1.356 MX_5$$

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الإنحدار المرحلي على تقدير معدل الديون طويلة الأجل أن النموذج المقترح يحظى بمعنوية عالية جداً عند مستوي معنوية ١% بالإضافة لكون النموذج لا يعاني من مشاكل الإرتباط الذاتي، حيث تشير نتائج اجراء اختبار التداخل الخطي Multicollinearity إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع، وتم اجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics بحيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor وقيمة التباين المسموح به Tolerance، فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (١٠) وقيمة التباين المسموح به أكبر من (٠.٠٥) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة (O'Brien, 2007).

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الإنحدار أن قيمة معامل الإرتباط المتعدد لعوامل تقدير نسبة الديون طويلة الأجل قد بلغت (٠.٦٧٠) والمساهمة النسبية لها

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

بلغت (٤٥%)، وقد يرجع ذلك إلى التغييرات في العوامل التي تم إختيارها في تحليل الإنحدار المرحلي خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٤٥%) مع قيمة معامل التحديد المعدل والتي بلغت (٣٩.٩%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للإعتماد عليه في تحليل النتائج ويمكن تعميمها بالإضافة إلى تحسن دقة النموذج بعد إدخال المتغير المعدل (دورة حياة الشركة) وزيادة القوة التفسيرية للعلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٨.٨٤٧) وهي أكبر من قيمة F الجدولية والتي بلغت (٧.٢٣) عند مستوي معنوية ١% وهو مؤشر على دقة النموذج وإستقلالية العوامل المؤثرة على معدل الديون طويلة الأجل.

### ٣-٥-١١ تأثير تنوع هيكل الملكية على معدل إجمالي الديون في ضوء دورة حياة الشركة

يمكن توضيح نتائج تحليل الإنحدار المرحلي لتقييم تأثير تنوع هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة على معدل إجمالي الديون، ذلك على النحو التالي:

يوضح جدول رقم (١٤) نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال معبراً عنه بمعدل إجمالي الديون في ضوء دورة حياة الشركة، وذلك على النحو التالي:

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمد الله زلط

جدول رقم (١٤): نتائج تحليل الانحدار المرحلي لتأثير تنوع هيكل الملكية على هيكل رأس المال  
معبراً عنه بمعدل إجمالي الديون في ضوء دورة حياة الشركة

الترتيب	المتغير	معامل الانحدار	الخطأ القياسي	المعنوية	تضخم التباين	التباين المسموح به	رمز المتغير
١	حجم الشركة	٠.١٧٨	٠.٧٣٣	٠.٠٠٠	١.٩٩٤	٠.٥٠١	X <sub>6</sub>
٢	معدل سيولة الشركة	٠.٠٢٣-	٠.٢٢٣-	٠.٠٠٢	١.٨٩٠	٠.٥٢٩	X <sub>9</sub>
٣	الملكية الإدارية في مرحلة النضوج	٠.٣٧٩	٠.٢٩٩	٠.٠٠٠	١.١٠٦	٠.٩٠٤	MX <sub>1</sub>
٤	الملكية المؤسسية في مرحلة التدهور	٠.٣٥٦	٠.٢٣٧	٠.٠٠٠	١.٣٤٤	٠.٧٤٤	DX <sub>2</sub>
٥	معدل إستغلال الأصول	٠.١٤١	٠.١٥٩	٠.٠٠٨	١.٢٩٦	٠.٧٧١	X <sub>11</sub>
٠.٦٣١-							الثابت
مقاييس تقييم دقة تقدير معدل الديون طويلة الأجل							
٠.٩٠٩							معامل الارتباط المتعدد (R)
%٨٢.٧							معامل التحديد (R <sup>2</sup> )
%٨١.٤							معامل التحديد المعدل (adj.R <sup>2</sup> )
١.٠٠٥							قيمة (Durbin-Watson)
(٥.٦٦)							درجات الحرية (df)
**٦٣.١٦٥							F المحسوبة
٩.٢٢							F الجدولية
٠.٠٠٠							(sig.) المعنوية

\*\* معنوى عند مستوى ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (١٤) لوحظ أن تحليل الإنحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة على قرار الشركات في الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية بإستخدام الديون معبراً عنها بمعدل إجمالي الديون في ضوء دورة حياة الشركة وتتمثل هذه العوامل في (حجم الشركة، ومعدل سيولة الشركة، والملكية الإدارية في مرحلة النضوج، والملكية المؤسسية في مرحلة التدهور والإنسحاب) وقد يرجع ذلك إلى تغير تلك العوامل من شركة إلى أخرى خلال فترة الدراسة، وتشير النتائج إلى تأثير دورة حياة الشركة على هيكل الملكية حيث تلجأ الشركات ذات الملكية الإدارية في مراحل النضوج إلى التوجه نحو مصادر التمويل الخارجية تجنباً للمخاطرة

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمد الله زلط

ولأغراض التوسعات الإستثمارية التي تجعل الإدارة في موقف قوي بالشكل الذي يحافظ على مصالحهم الشخصية وأيضاً تشير النتائج إلي أن الشركات ذات الملكية المؤسسية تلجأ في مراحل التدهور والانسحاب إلي إستغلال علاقاتها بالمؤسسات المالية لإبرام تعاقدات من أجل تعديل الموقف المالي للشركة والحفاظ علي إستثماراتهم في رأس مال الشركة وعدم المغامرة بحقوق ملكية الشركة تحسباً للانسحاب من السوق، كما إستبعد تحليل الإنحدار عوامل (حجم الشركة، ومعدل العائد علي الأصول، ومعدل النمو، وهيكل الأصول، ومعدل الخسائر، وخبرة الشركة) ، بالإضافة إلي أنواع هيكل الملكية الأخرى المتمثلة في (تركيز الملكية، والملكية حرة التداول، والملكية الأجنبية) وذلك لوجود إرتباط ذاتي بين تلك العوامل ولضعف المساهمة النسبية لها في تقدير معدل إجمالي الديون فضلاً عن عدم وجود إرتباط معنوي مع معدل إجمالي الديون، ويمكن صياغة نموذج الإنحدار لتقدير تأثير دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين هيكل الملكية علي معدل إجمالي الديون في ضوء محددات هيكل رأس المال علي النحو التالي:

$$Y_3 = -0.631 + 0.178 X_6 - 0.023 X_9 - 0.379 MX_1 + 0.356 DX_2 + 0.141 X_{11}$$

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الإنحدار المرحلي علي تقدير معدل إجمالي الديون أن النموذج المقترح يحظى بمعنوية عالية جداً عند مستوي معنوية 1% بالإضافة لكون النموذج لا يعاني من مشاكل الإرتباط الذاتي، حيث تشير نتائج اجراء اختبار التداخل الخطي Multicollinearity إلي عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلي ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع، وتم اجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics بحيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) وقيمة التباين المسموح به Tolerance، فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (10) وقيمة التباين المسموح به أكبر من (0.05) فهذا يشير إلي عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة (O'Brien, 2007).

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محمدالله زلط

كما تبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل قد بلغت (٠.٩٠٩) والمساهمة النسبية لها بلغت (٨٢.٧%)، وقد يرجع ذلك إلى التغييرات في العوامل التي تم إختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٨٢.٧%) مع قيمة معامل التحديد المعدل والتي بلغت (٨١.٤%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للإعتماد عليه في تحليل النتائج ويمكن تعميمها، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٦٣.١٦٥) وهي أكبر من قيمة F الجدولية والتي بلغت (٩.٢٢) عند مستوي معنوية ١% وهو مؤشر علي دقة النموذج وإستقلالية العوامل المؤثرة علي معدل إجمالي الديون، ويجدر الإشارة إلى أن إدخال المتغير المعدل أدي إلي تحسين القوة التفسيرية للنموذج .

وبناء علي ما سبق يمكن رفض الفرض العدم الرابع وقبول الفرض البديل وجوهره يوجد تأثير لتنوع هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة علي تنوع هيكل رأس المال وفقاً لمعدل الديون قصيرة الأجل ومعدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون.

#### ١١. نتائج الدراسة

استهدفت الدراسة تحديد أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال ممثلاً في معدل الديون قصيرة الأجل ومعدل الديون طويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون، ولتحقيق هذا الهدف تم دراسة طبيعة العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال لشركات قطاع العقارات بالبورصة المصرية، ودراسة طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية في ضوء مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس المال، بالإضافة إلي تقييم وفحص مدي تأثير تنوع هيكل الملكية علي هيكل رأس المال في ضوء دورة حياة الشركة، وفي ضوء ذلك توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تناولها على النحو التالي:

١-١١ وجود علاقة إرتباط معنوية طردية بين الملكية الإدارية والاعتماد علي مصادر التمويل الخارجية قصيرة وطويلة الأجل ومعدل إجمالي الديون، كما

أثر دور حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

- أشارت النتائج إلي وجود علاقة إرتباط عكسية عالية المعنوية بين تشتت هيكل الملكية ومعدل الديون قصيرة الأجل بمعنى أنه كلما زاد عدد الأسهم حرة التداول كلما إنخفض الإعتماد علي مصادر التمويل الخاجية من الديون قصيرة الأجل.
- ٢-١١ وجود علاقة إرتباط معنوية طردية بين الملكية الأجنبية ومعدل الديون طويلة الأجل وقد يرجع ذلك إلي خبرة المستثمرين الأجانب وعدم الخوف من عنصر المخاطرة، بالإضافة إلي وجود علاقة إرتباط عكسية عالية المعنوية بين إجمالي الديون وتشتت هيكل الملكية.
- ٣-١١ وجود علاقة إرتباط معنوية طردية بين هيكل الملكية الإدارية والتمويل بالديون قصير الأجل ومعدل إجمالي الديون، وقد يرجع سبب ذلك إلي رغبة إدارة الشركة في الحفاظ علي أموالهم وتحقيق مصالحهم الشخصية وعدم الخوف من المخاطرة في بداية تأسيس الشركة.
- ٤-١١ وجود علاقة إرتباط معنوية طردية بين الملكية الإدارية والإعتماد علي الديون قصيرة الأجل في تمويل هيكل رأس مال الشركة خلال مرحلة نزوح الشركة، أيضاً وجود علاقة إرتباط معنوية عكسية بين الملكية حرة التداول (تشتت الملكية) ومعدل الديون قصيرة الأجل ومعدل إجمالي الديون خلال مرحلة نزوح الشركة.
- ٥-١١ وجود علاقة إرتباط معنوية عكسية بين الملكية حرة التداول (تشتت الملكية) ومعدل الديون قصيرة الأجل ومعدل إجمالي الديون والتي تشير إلي الإعتماد علي مصادر الديون في تمويل هيكل رأس مال الشركة، بالإضافة إلي وجود علاقة إرتباط معنوية طردية بين الملكية الأجنبية ومعدل الديون طويلة الأجل، وقد يعني ذلك أن خوف المستثمرين الأجانب في هذه المرحلة نتيجة تدهور الشركة وتفكيرهم في الإنسحاب من السوق قد تدفعهم إلي تمويل هيكل رأس مال الشركة إعتماًداً علي التمويل طويل الأجل.
- ٦-١١ إمكانية صياغة نموذج بدقة عالية لتقدير العوامل المؤثرة علي قرار الشركات في الإعتماد علي مصادر التمويل الخارجية بإستخدام الديون معبراً عنها بمعدل الديون قصيرة الأجل وقد تمثلت هذه العوامل المؤثرة في القوة التفسيرية للنموذج

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكّل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

في ستة عوامل أساسية وهي حجم الشركة، معدل هيكل الأصول، ومعدل إستغلال الأصول، الملكية الإدارية، معدل العائد على الأصول، الملكية المؤسسية، حيث بلغت قيمة معامل التحديد للنموذج (٨٦.٢%) وهي نسبة عالية مقارنة بمعدل الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون والتي بلغ معامل التحديد في نموذجها على ٤١.١% ، ٨٠.٩% التوالي.

٧-١١ زيادة القوة التفسيرية لنموذج تقدير العوامل المؤثرة على قرار الشركات في الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية بإستخدام الديون معبراً عنها بمعدل الديون قصيرة الأجل وذلك بعد إدخال متغير مُعدّل للعلاقة وهو متغير دورة حياة الشركة، وقد تمثلت هذه العوامل المؤثرة في القوة التفسيرية للنموذج في ستة عوامل أساسية وهي حجم الشركة، معدل هيكل الأصول، ومعدل إستغلال الأصول، الملكية الإدارية في مرحلة التقديم والنمو، معدل العائد على الأصول، الملكية المؤسسية في مرحلة التقديم والنمو، حيث بلغت قيمة معامل التحديد للنموذج (٨٦.٥%) وهي نسبة عالية مقارنة بمعدل الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون والتب بلغ معامل التحديد في نموذجها ٤٥% ، ٨٢.٧% التوالي والتي تحسنت القوة التفسيرية فيها أيضاً بعد إدخال متغير دورة حياة الشركة.

## ١٢. توصيات الدراسة

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة فإنه يمكن تقديم مجموعة التوصيات التالية:

١-١٢ ضرورة إهتمام الشركات كبيرة الحجم بتنوع مصادر تمويل هيكل رأس المال وعدم الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية وبصفة خاصة التمويل قصير الأجل خاصة الشركات ذات الملكية الإدارية والملكية المؤسسية، والتوجه نحو زيادة مصادر التمويل طويلة الأجل لتنوع مصادر التمويل من ناحية وتخفيض المخاطر التي تواجهها الشركة في حالة التمويل بالديون من ناحية أخرى.

٢-١٢ تنوع الشركات ذات الملكية الأجنبية لمصادر تمويلها خاصة أن إدارات الشركات تستغل عدم خوف المستثمرين الأجانب من المخاطرة وإستغلال المزايا

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

التي تمنحها لها الحكومة في زيادة الإعتماد علي التمويل طويل الأجل بدلاً من التمويل بالملكية.

٣-١٢ ضرورة تنوع الشركات ذات الملكية حرة التداول لمصادر التمويل وعدم الإعتماد علي التمويل طويل الأجل في تمويل هيكل رأس المال نظراً للمخاطر الكبيرة التي يواجهها حملة الأسهم في المراحل المتقدمة من دورة حياة الشركة وخاصة في مرحلة التدهور والإنسحاب.

٤-١٢ ضرورة تنوع الشركات ذات الملكية الإدارية والملكية المؤسسية وخاصة في مرحلة التقديم والنمو أي في بدايات إنشاء الشركة وممارسة عملياتها التشغيلية لمصادر التمويل ومحاولة إستغلال خبرة المساهمين المؤسسين في بناء علاقات مع البنوك ومؤسسات التمويل لإبرام تعاقدات قروض طويلة الأجل من أجل توفير الموارد المالية اللازمة للشركة لعمل التوسعات الإستثمارية اللازمة لتطوير هيكل الشركة في مرحلة النضوج لضمان سرعة إنتشار الشركة وضمان والحفاظ علي أموال المساهمين وحمايتهم في الأجل القصير بما يضمن لهم توزيعات أرباح.

٥-١٢ ضرورة الإهتمام بإدارة وإستغلال أصول الشركة وخاصة في المراحل الأولى من مراحل دورة حياة الشركة وخاصة مرحلة التقديم والنمو والتي تضمن تطوير أداء الشركات نحو الوصول إلي مرحلة النضوج التي توفر للشركة الزيادة المضطردة في حجم عملياتها والتي تنعكس في زيادة مبيعاتها وبالشكل الذي يحقق لإدارات الشركات فرصة توزيع أرباح علي المساهمين نتيجة تحقيق أرباح.

٦-١٢ ضرورة إهتمام إدارات الشركات بمعدل سيولة الشركة بالشكل الذي يضمن للشركة توفير الحد الأدنى من النقدية الذي يساعد في سداد إلتزامات الشركة قصيرة الأجل في حالة الإعتماد علي الديون قصيرة الأجل في التمويل.

٧-١٢ ضرورة إهتمام إدارات الشركات بالعوامل المؤثرة في تحديد هيكل التمويل الأمثل مثل حجم الشركة ومعدل العائد علي الأصول ومعدل إستغلال الأصول ومعدل هيكل الأصول، وإجراء مزيد من الدراسات والبحوث حول تأثير عوامل

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبداللّه زلط

أخري في تحديد هيكل رأس المال مثل إلترام الشركات بمسئولياتها الإلتراماعية أو إدرار الشركات بمؤشر الإلتراماعية أو تطبقها لقواعد الحوكمة.

### ١٣. مآلات الدراسة المستقبلية المقترحة

في ضوء ما توصلت إليه نتائج الدراسة يمكن اقترار العديد من المآلات التي تمثل أساساً لدراسات مستقبلية والتي تتمثل في التالي:

١٣-١ تقييم دور دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين إلترام الشركات بمسئولياتها الإلتراماعية وهيكل رأس المال.

١٣-٢ تقييم العلاقة بين الملكية العائلية ودورة حياة الشركة وإنعكاساتها علي إستدامة الأرباح المحاسبية.

١٣-٣ دراسة دور هيكل الملكية في تفسير العلاقة بين هيكل رأس المال وإلترامارية الأرباح المحاسبية.

١٣-٤ أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين الإنفاق علي البحوث والتطوير والأداء المستقبلي للشركة.

١٣-٥ الدور المعدل لدورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين حوكمة الشركات وإدارة مخاطر المنظمة.

## المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- إبراهيم، فريد محرم فريد، (٢٠١٩)، " أثر دورة حياة الشركة علي العلاقة بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية – دراسة تطبيقية علي الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المآلد الثالث والعشرون، العدد الثاني، ص ص ٦١٨-٦٨٢.
- أبو العلا، أسامه مجدي فؤاد محمد، (٢٠١٩)، " أثر هيكل الملكية وهيكل التمويل علي إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المآلد الثالث والعشرون، العدد الرابع، ص ص ٤١-٣.
- البورصة المصرية، (٢٠١٨).

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكّل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور محب الله زلط

Available at: <http://www.egx.com.eg>

- السيد، محمد صابر حموده، (٢٠١٧)، " أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال وإنعكاسها على قيمة المنشأة – دراسة تطبيقية على المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية"، **المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد السابع والأربعون، العدد الأول، ص ص ٣٩٣-٤٩٢.
- العامري، أحمد بن محمد، (٢٠١٨)، " أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي: دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي"، **المجلة العربية للإدارة**، المجلد الثامن والثلاثون، العدد الثاني، ص ص ١٥١-١٦٦.
- الكيلاني، قيس أديب، (٢٠١٠)، "العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية: دراسة تطبيقية للفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٨"، **مجلة تنمية الرافدين**، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة الموصل، المجلد الثاني والثلاثون، ص ص ١٧٧-١٨٨.
- بالانت، جولى، (٢٠١٥)، "التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS"، ترجمة: خالد العامري، دار الفاروق، القاهرة.
- خلف، محمد سامي سلامة، (٢٠٢٠)، " أثر تقلب الأرباح والتدفقات النقدية على هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الرابع والعشرون، العدد الأول، ص ص ٥١٦-٥٦١.
- حسين، علاء علي أحمد، (٢٠٢٠)، " تأثير الخصائص المحاسبية لمراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين كثافة الإنفاق على البحث والتطوير وتقلبات عوائد الأسهم: دليل تطبيق من الشركات غير المالية المتداول أسهمها ضمن مؤشر EGX100"، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الرابع والعشرون، العدد الثاني، ص ص ٩٤٢-٩٩٤.
- عبداللطيف، يزيد صالح & الدبعي، مأمون محمد، (٢٠١٩)، " أثر دورة حياة المنشأة على هيكل رأس مالها: دليل من الأردن"، **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**، المجلد الخامس عشر، العدد الرابع، ص ص ٤٤٥-١٦٥.
- كعموش، شريف علي خميس إبراهيم، (٢٠١٧)، " أثر تبني المعايير الدولية للمحاسبة ومراحل دورة حياة المشروع على مستوي التحفظ المحاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودي، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الثاني والعشرون، العدد السادس، ص ص ٦٢٥-٦٦٧.

ثانياً : المراجع باللغة الإنجليزية

- Abdullah, A. Q. & Mohd-Saleh, (2014), "Impact of Firm's Life Cycle on Conservatism: the Malaysian Evidence", **Procedia- Social and Behavioral Sciences**, Vol. 145, PP.18-28.
- Al-Najjar, B., & Taylor, P., (2008), "The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data", **Managerial Finance Journal**, Vol. 34, No. 12, PP. 919-933.
- Alzoubi, T., (2019), "Firm's Life Cycle Stage and Cash Holding", **Academy of Accounting and Finance Studies Journal**, Vol.23, No.1, PP.1-8.
- Balogh, A., (2016), "Professional Expertise on Boards, Corporate Life Cycle, and Firm Performance", **Corporate Governance & Finance eJournal**, available at: DOI:10.2139/ssrn.2802417.
- Bayat, A. & Noshahir, Z. B., (2018), "The Effect of Firm Life Cycle on Corporate Policies", **Journal of Organizational Behavior Research**, Vol. 8, No. 2, PP.1-17.
- Carneiro, M. S., (2016), "Investors along the Company Life – Cycle", Master Thesis, university of Catolica, Potugal.
- Castro, P., Tascón, M. & Amor-Tapia, B., (2014), "The Role of Life Cycle on the Firm's Capital Structure", PP. 131-155, available at <http://www.researchgate.com/doi:10.18002/pec.v0i19.3585>.
- Cempakasari, E. P., Firdaus, M., & Hardiyanto, A. T., (2019), "Dynamics of Firm's Capital Structure along the Life Cycle of Indonesian Manufacturing Firms", **Indonesia Journal of Business and Entrepreneurship**, Vol. 5, No. 1, PP. 21-31.
- Ceylan, I. E., (2019), "Impact of Ownership Concentration on Capital Structures: A Case of Turkish Banking Sector", **Journal of Economics and Management Sciences**, Vol. 5, No. 2, PP. 193-204.
- Chen, T., (2016), "Internal Control, Life Cycle and Earnings Quality", **Journal of Business and Management**, Vol. 4, PP. 301-311.
- Choi, P. M., Choi, J. H., Chung, C. Y., and An, Y. J., (2020), "Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Sustainable

- Institutional Ownership”, **Journal of Sustainability**, Vol. 12, available at; doi: 10.3390/su12104190.
- Choi, J., Choi, W., & Lee E., (2016), “Corporate Life Cycle and Earnings Benchmarks”, **Australian Accounting Review**, Vol. 26, No. 79, PP. 415-428.
  - Dehan, C. P., (2014),” Capital Structure over the Life Cycle”, **Advances in Business Research**, Vol. 5, PP. 16-32.
  - Demere, B. W., (2017), “Institutional Ownership and Long-Term Investments across the Corporate Life Cycle”, **Doctoral Thesis**, Michigan State University.
  - Dickinson, V., (2011), “Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle”, **The Accounting Review**, Vol.86, No.6, pp.1969-1994.
  - Eeckhout, A., (2017), “The Impact of the Business Life Cycle on the Board of Directors”, **Master Thesis**, Faculty of Economic, Gent University.
  - Esqueda, O. A., & O’Connor, (2020), “Corporate Governance and Life Cycles in emerging Markets”, **Research in International Business and Finance**, **available** at: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101077>.
  - Firdaus, N., & Kusumaastuti, R., (2012), “How Ownership Structure Influences Firm Performance in Relation ti it’s Life Cycle”, **International Research Journal of Business Studies**, Vol. 5, No. 3, PP. 1-14.
  - Franks, J., Mayer, C., Volpin, P., & Wagner, H.F., (2012),” The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence”, **Review of Financial Studies**, Vol. 25, No. 6, PP. 1675–1712.
  - Frielinghaus, A., Mostert, B., & Firer, C., (2005), “Capital structure and the firm’s Life Stage”, **Scientific Journal of Business and Management**, Vol. 6, No. 4, PP. 9-18.
  - Fuady, M., Safiri, J., Rita, M. R., Pagestuti, I. R., & Wahyudi, S., (2019), “How Companies at Mature Stage Choose their Capital Structure?: Evidence from Indonesian Data Panel”, **International Journal of Scientific & Technology Research**, Vol. 8, No. 9, PP. 491-499.

- Galego, A., Mira, N., & Silva, J. V., (2018),” Ownership, Productivity and Firms’ Life Cycle”, **European Journal of Family Business**, Vol. 8, PP. 139-150.
- Ganguli, S.K. (2013), “Capital structure - does Ownership Structure Matter?: Theory and Indian Evidence”, **Studies in Economics and Finance**, Vol. 30 No. 1, pp. 56-72.
- Gujarati, D., (2004), "**Basic Econometrics**", Fourth Edition, New York, the McGraw–Hill Companies.
- Harvey, C. R., Lins, K. V., & Roper, A. H., (2004), “ The Effect of Capital Structure when Expected Agency Costs are Extreme”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 74, pp. 3-30.
- Hasan, M. M., & Cheung, A., (2018), “Organization Capital and Firm Life Cycle”, **Journal of Corporate Finance**, Vol. 48, pp. 556-578.
- Hastuti, T. D., Ghazali, & Yuyetta, E. N., (2017), “ The Effect of Company Life Cycles on the Accruals Earnings Management with Internal Control System as Moderating Variable”, **Polish Journal of Management Studies**, Vol. 15, No. 1, PP.66-75.
- Hayat, M., Wang, M., & Ma, J. (2016),” The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Financing: Evidence from the Manufacturing Sector of Pakistan”, the Internationall **Journal of Management Theory and Practices**, Vol. 17, PP.92-109.
- Huang, X., Kabir, R., & Zhang, L., (2016), “Government Ownership, Concentration, and the Capital Structure of firms: Empirical Analysis of an Institutional Context from China”, **Asia Pacific Management Review**, <http://doi.org/10.1016/j.apmr/2018.07/002>.
- Kouser, R., Luqman, R. & Azeem, M., (2015),”Dividend Payout Policy and Financial Crisis: Evidence from the Life Cycle Theory”, **Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences**, Vol. 9, No.2, pp.583-597.
- Kulathunga, K., Perera, L., & Anagipura, G. (2017),” The Relationship between Capitall Structure and Ownership Structure: Evidence from Listed Companies in Hotel and Manufacturing Sectors in Sri Lanka”, **Kelaniya Journal of Management**, Vol. 6, NO. 2, PP. 33-51.

- Lakshmi, K. (2009), "Ownership structure and capital structure: Evidence from Indian firms", **working paper**, King Saud University, Riyadh, available at: <http://ssrn.com/abstract=1344113>.
- La Rocca, T., La Rocca, M., Cariola, A., (2011), "Capital Structure Decisions during a Firm's Life Cycle", **Small Business and Economic Journal**, Vol. 37, PP. 107-130.
- Le, T. P. V., (2015), "Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance: A Study of Vietnamese Listed Firms", Doctoral dissertation, University of Western Sydney.
- Liu, C. L., &Chou, H., (2017), "Corporate Life Cycle and CEO Compensation Structure", available at: <http://www.efmaefm.org>.
- Lobo, G. J., Hasan, M. M., Amin, A., & Tresl, J., (2017), "Firm Life Cycle and Loan Contract Terms", PP. 1-45, available at: <http://www.ideas.repec.org>.
- Mabrouk, L., & Boubaker, A., (2020), "Investigation of the association between Entrepreneurship Life Cycle, Ownership Structure and Market timing Theory", **Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship**, Vol. 14, No. 1, PP. 107-122.
- Mehrani, S., & Bagheri, B., (2009), "The Effect of Free Cash Flow and Institutional Shareholders on the Management of Profit Firms Listed in Tehran Stock Exchange", **Accounting Research**, Vol. 2, pp. 51-64
- Miletic, M., (2015), "Applicability of the Firm Life Cycle Theory of Dividends on Croatian Capital Market", **International Academic Conference Proceedings**, p 1-7
- Murtaza S., & Azam, S., (2019), "The Relationship between Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from Chemical Sector of Pakistan", **SEISENSE Journal of Management**, Vol. 2, No. 4, PP. 51-64.
- Nagar, N., & Sen, K., (2016), "Classification Shifting: Impact of Firm Life Cycle", **Journal of Financial Reporting and Accounting**, Vol. 15, No. 2, PP.180-197.
- Namazi, M. & Hosseini-Nia, S., (2017), "The Moderating Role of Corporate Governance on the Relationship between a Firm's Product

- Life Cycle and Risk-Taking”, **Asian Journal of Accounting and Governance**, Vol. 8, PP. 87-100.
- Nenu, E. A., Vintila, G., & Gherghina, C., (2018), ”The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies”, **International Journal of Financial Studies**, Vol. 6, No. 41, PP. 1-29.
  - Nidar, S. R., & Utomo, R. A., (2017), “Company Life Cycle and Capital Structure of Manufacturing Sector in the Consumer Goods Industry”, **Journal of Business & Management**, Vol. 10, No. 1, PP. 46-54.
  - O'Brien, R., (2007), "A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors", **Quality & Quantity**, Vol. 41, No. 5, October, PP. 673-690.
  - Omet, G., (2006), “Ownership Structure and Capital Structure: Evidencw from the Jordanian Capital Market (1995-2003)”, **Corporate Ownershp & Control Journal**, Vol.3, NO.4, PP. 99-107.
  - Pinkova P., & Kaminkova, P., (2012), “Corporate Life Cycle as Determinant of Capital Structure in Companies of Czech Automotive Industry”, **Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis**, Vol.60, No. 2, PP. 255-260.
  - Quang, D.X., Xin, W.Z. (2014), ”The impact of Ownership Structure and Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Firms”, **International Business Research**, Vol. 7, No. 2, PP. 64–71.
  - Rahmatillah, I. & Prasetyo, A. D., (2016),” Determinants of Capital Structure Analysis: Emprical Study of Telecommunication Industry in Indonesia 2008-2015”, **Journal of Business and Management**, Vol. 5, No. 3, PP. 414-435.
  - Rasyid, A. (2015), “Effects of Ownership Structure, Capital Structure, Profitability and Company’s Growth towards Firm Value”, **International Journal of Business and Management Invention**, Vol. 4, NO.4, PP. 25–31.
  - Rehman, A. U., Wang, M., & Yu, H., (2016), “Dynamics of Financial Leverage across Firm Life Cycle in Chinese Firms: An Empirical

- Investigation Using Dynamic Panel Data Model”, **China Finance and Economic Review**, Vol. 4, No. 19, PP. 1-22.
- Roshan, B., (2009), “Capital Structure and Ownership Structure: A Review of Literature”, **Journal of Online Education**, Available at <https://ssrn.com/abstract=1337041>.
  - Salehi, M., Valipour, H. & Moradi, J., (2013),”Moderating Effect on the Relationship between A Company’s Life Cycle and the Relevance of Accounting Practices Intangible Assets”, **Asian Economic and Finance Review**, Vol. 3, No. 8, PP. 1096-1109.
  - Shahzad, F., Nazir, M. R., & Amin W., (2017),” Does Ownership Structure Impact Capital Structure?”, **International Journal of Management, Accounting and Economics**, Vol. 4, No. 6, PP. 629 - 639.
  - Shoaib, K., & Yasushi, S., (2016), “Ownership Structure and Capital Structure of Pakistani Non-Financial Firms”, **Financial Internet Quarterly Journal**, Vol. 12, No. 1, PP.57-67.
  - Sridharan, S., & Joshi, M., (2018),” Impact of Ownership Patterns and Firm Life-Cycle Stages on Firm Performance: Evidence from India”, **Journal of Corporate Accounting & Finance**, Vol. 29, No. 1, PP. 117-136.
  - Suyono, E., Yarram, S. R., & Riswan, R., (2017), “Capital Structure, Corporate Performance and Life Cycle: Evidence from Indonesia”, **Corporate Ownership & Control**, Vol. 14, No. 4, PP. 3-14.
  - Thanatawee, Y., (2011),” Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand”, **International Journal of Financial Research**, Vol. 2, No. 2, pp. 151-169.
  - Tian, L., Han, L. and Zhang, S. (2015), “Business Life Cycle and Capital Structure: Evidence from Chinese Manufacturing Firms”, **China & World Economy**, Vol. 23 No. 2, pp. 22-39.
  - Valante, B. A. R., (2017), “Capital Structure and Firm’s Life Cycle: An Iberian Study”, **Master Thesis**, Uporto University, Spain.

أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع ...  
د/ علاء عاشور عبد الله زلطا

---

- Vorst, P. & Yohn, T. L., (2017), “Life Cycle Models and Forecasting Growth and Profitability “, **The Accounting Review**, Vol. 93, No. 6, PP. 357-381.
- Wang, Z., Akbar, M. & Akbar, H., (2020), “The Interplay between Working Capital Management and a Firm’s Financial Performance across the Corporate Life Cycle”, **Sustainability Journal**, Vol. 12, No. 66, PP.1-16.
- Widyasari, P. A., Sutanto, C., & Hastuti, M. E., (2019), “Corporate Life Cycle, Corporate Governance Structure, and Corporate Social Responsibility Disclosure”, **Journal Keuangan dan Perbankan**, Vol. 23, No. 3, PP. 385-402.
- Yang, y., (2014),” Dividend Decision and the Earned Contributed Capital Mix”, **Master Thesis**, Tilburg University.
- Yoo, J., Lee, S. & Park, S., (2019), “The Effect of Firm Life Cycle on the Relationship between R&D Expenditures and Future Performance, Earnings Uncertainly, and Sustainable Growth”, **Sustainability Journal**, Vol. 11, pp.2-19.
- Yuliani, S., Hanafi, A., & Dewi, A., (2018), “The Effect of Stock Ownership Structure, Capital Structure, and Profitabilty to Firm Value in Manufacturing Company Sector in Indonesia Stock Exchange”, **International Journal of Scientific & Technology Research**, Vol. 7, NO. 11, PP. 187-192.
- Zhang, L. (2013), “The Impact of Ownership Structure on Capital Structure: Evidence from Listed Firms in China”, **Master Thesis**, University of Twente, Enschede.