

محددات الهيكل المالي: دليل من المملكة العربية السعودية

عبدالله عويد طويرش

جامعة أربد الأهلية

المملكة الأردنية الهاشمية

الملخص

هدف الدراسة هو التعرف إلى أهم محددات الهيكل المالي للشركات السعودية، المدرجة في السوق المالي السعودي؛ باستخدام بيانات متوازنة للفترة من عام ٢٠٠٤م إلى ٢٠١٢م، وعلى عينة مكونة من ٨٠ شركة، باستخدام تحليل البيانات الطويلة، وفق نموذج التأثيرات الثابتة. ولتحقيق هذا الهدف، تم تصميم واختبار سبع فرضيات، تتعلق بمحددات الهيكل المالي للشركات السعودية، وهذه الفرضيات ترتبط بالمتغيرات المستقلة الربحية، والأصول الملموسة، والسيولة، والحجم، والنمو، والخطر، والعمر، وأثرها في الرفع المالي؛ الذي تم قياسه بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: بلغ معدل الرفع المالي لدى الشركات السعودية (٢٤٪)، ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية معنوية بين كل من ربحية الشركات، والسيولة والرفع المالي، وأيضاً وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية معنوية بين الأصول الملموسة، وحجم الشركة، والنمو والرفع المالي، بينما دلت نتائج الدراسة على عدم وجود علاقة بين متغيرات الخطر، وعمر الشركة، والرفع المالي.

أوصت الدراسة إدارات الشركات في المملكة العربية السعودية، باستغلال مصادر التمويل المتوافرة قليلة التكلفة، كالقروض التي توفرها المصارف المحلية، والعمل على زيادة نسبة الرفع المالي لديها؛ نظراً لما تتمتع به من ارتفاع في مقدار الأصول الملموسة، وهو الأمر الذي يضمن نمو الشركات واستقرارها.

وقرارات التمويل. ويتعلق قرار الاستثمار بتحديد، واختيار المشاريع الاستثمارية الرأسمالية المجدية اقتصادياً؛ ليصار بعدها

تركز وظيفة الإدارة المالية في الشركات على نوعين أساسيين من القرارات هما: قرارات الاستثمار

تم تسلم البحث في ديسمبر ٢٠١٣، وأجيز للنشر في أبريل ٢٠١٤.

مفادها: إن الدين يؤدي إلى تحقيق وفورات ضريبية، وإن استخدام الدين في هيكل رأس المال؛ يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة. ويمكن القول بأن عمل مودقلياني وميلر؛ كان بمثابة انطلاقة لإسهامات كثير من الباحثين في موضوع هيكل رأس المال، وتقديم نظريات وتفسيرات لهيكل رأس المال، وذلك بإجراء تعديلات على الافتراضات التي بنيت عليها نظريتهما.

قدم (Scott, 1977) نظرية المفاضلة (Trade-off Theory)، القائمة على أساس: أن نسبة التمويل المثلى تقوم على المفاضلة بين تكاليف الإفلاس (Cost Bankruptcy)، ومنافع استخدام الدين في رأس المال؛ من خلال الوفر الضريبي (Shield Tax). ووفقاً لهذه النظرية، فإن الشركات تستمر بالاعتماد على الدين في هيكل رأس المال، حتى تصل إلى نقطة تتساوى فيها احتمالية الإفلاس المالي (التعثر المالي) مع ميزة المنافع الضريبية.

وقدم (Myer and Majuluf 1984) نظريتهما (Pecking order theory)، التي تركز على مفهوم عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) بين المديرين (Insider) والمستثمرين (Outsider)، وتأثيرها على القرارات التمويلية والاستثمارية. وبناء عليه فإن الشركات تعتمد على هيكله معينة لتمويل نشاطاتها تبدأ بالأرباح المحتجزة ثم الدين، وبعد ذلك يتم إصدار الأسهم بوصفها الخيار الأخير؛ فالأرباح المحتجزة لا تتضمن تكاليف الصفقات مقارنة مع المصادر الأخرى.

إلى تحديد الحجم الأمثل للموازنة الرأسمالية. أما قرار التمويل فإنه يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل لاستثمارات الشركة؛ أي مزيج التمويل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى، مقللاً بذلك من المخاطر، وتعظيم ثروة الملاك (الميداني، ١٩٩٩م). ولهذا تعد القرارات التي تمارسها الإدارة المالية المتعلقة بتحديد هيكل تمويل شركات الأعمال من أصعب وأعقد القرارات الهادفة لاختيار هيكل التمويل الأمثل؛ لأجل تعظيم ثروة الملاك ولتحقيق الحد الأدنى لكلفة التمويل (الزبيدي، ٢٠٠١). والذي يدل على ذلك الدراسات، والبحوث الكثيرة التي أجريت في كثير من البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، في محاولة لإيجاد إطار نظري يُبنى عليه تحديد العوامل الأساسية، التي تساعد على تحديد المزيج الأمثل لهيكل رأس المال، وقد أظهرت كثير من النظريات التي تحاول تفسير هيكل رأس المال.

تعود بداية نظرية هيكل رأس المال إلى الورقة العلمية التي قدمها كل من (Modigliani and Miller 1958) بما يسمى نظرية اللاعلاقة (Irrelevance Theory). وتقوم نظريتهما على عدة افتراضات: وجود عالم بدون ضرائب، وعدم وجود تكلفة صفقات، وعدم وجود تكاليف إفلاس، وعلى أن قيمة الشركة وتكلفة رأس المال لا يتأثران بمصدر التمويل، وهيكل رأس المال. وقام (Modigliani and Miller 1963) بإجراء تعديل على نظريتهما، بإضافة عنصر الضرائب إليها، وتوصلاً إلى نتيجة

يمكن أن تنطبق فيه نظريات هيكل رأس المال على مثل هذه السوق. ومن ثم فإن الدراسة الحالية تحاول الإجابة عن هذا السؤال.

على الرغم من أن موضوع هيكل رأس المال ليس موضوعاً حديثاً، فإنه لا يزال يجذب اهتمام كثير من الباحثين الاقتصاديين والماليين؛ لأنه من أكثر الموضوعات إثارة للاهتمام، وإثارة للبحث في نظرية التمويل؛ على الرغم من ظهور كثير من الأبحاث في موضوع هيكل رأس المال. إن دراسة ما يحدد هيكل رأس المال في الأسواق المالية الناشئة كسوق الأسهم السعودية، لم تدرس أو تبحث بشكل راسخ في الأدبيات المالية، علاوة على ذلك فقد تضمنت الدراسات عن الأسواق الناشئة نتائج متضاربة؛ لهذا جاءت الدراسة الحالية لتسهم في الأدبيات المالية؛ من خلال تسليط المزيد من الضوء على العوامل التي تحدد هيكل رأس المال للشركات في الأسواق المالية الناشئة؛ كالمملكة العربية السعودية.

مشكلة الدراسة

يكتسب موضوع الهيكل التمويلي للشركات أهمية كبيرة في الأدبيات المالية؛ ولا سيما بعد ظهور نظرية مودقلياني ميلر في عام (١٩٥٨م)، تلك التي تعد نقطة انطلاق لكثير من الدراسات والنظريات، التي ركزت جميعها على تحديد العوامل التي قامت بدور رئيس في اختيار هيكل رأس المال المثالي، الذي يحافظ على مبدأ

وقدم (Wurgler and baker (2002)، نظرية توقيت السوق (MarketTiming)، ومفادها أن الشركات تحدد وقت إصدار الأسهم في ضوء التغير في أسعارها، فعندما يكون سعر السهم مسعراً بأعلى من القيمة (Overvalue) تقوم بالإصدار، وعندما يكون سعر السهم مسعراً بأقل من القيمة تقوم بالشراء (Undervalue)، وخلاصة النظرية: إن هيكل رأس المال للشركات هي نتيجة لمحاولات توقيت السوق.

في الاتجاه نفسه تأتي هذه الدراسة لمعرفة العوامل المحددة لهيكل رأس المال في الشركات السعودية المدرجة في السوق المالي، ومن المعلوم أن الشركات في دول مجلس التعاون الخليجي بشكل عام (GCC)، والسعودية بشكل خاص، تعمل في بيئة فريدة نوعاً ما؛ فعلى سبيل المثال لا توجد ضرائب شخصية على المواطنين؛ وإنما توجد الزكاة؛ وهي تكليف شرعي، وضرائب الشركات منخفضة نسبياً، والشركات التي لديها قيود أو محددات مالية أقل من نظيراتها في الأسواق الناشئة الأخرى (عبدالله والصادق، ٢٠٠٢). إن الأسواق الناشئة بما فيها المملكة العربية السعودية، تتميز بتركز الملكية وضعف الإفصاح، والنظام المالي يركز على البنوك بدلاً من القائمة على السوق، وفي هذه الحالة يمكن للبنوك أن تقوم بدور مهم في سد فجوة المعلومات بين إدارة الشركة والسوق. إن هذه الاختلافات والخصوصيات التي تميز السوق السعودية، يطرح سؤالاً حول المدى الذي

١ - تحديد العوامل التي لها تأثير واضح ومباشر في هيكل رأس المال في الشركات المساهمة السعودية.

٢ - إعطاء تصور كامل وشامل لإدارة الشركات لأهمية التمويل بالدين، وتحديد أكثر العوامل التي لها تأثيرها المباشر في نسبة الرفع المالي لهيكل رأس المال في الشركات المساهمة السعودية.

٣ - معرفة أي من نظريات الهيكل التمويلي تنطبق على الشركات السعودية في السوق المالي السعودي.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في معرفة أهم العوامل التي تؤثر في هيكل التمويل المناسب للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، لمساعدتها على اختيار المزيج التمويلي المناسب، الذي يمكنها من تعظيم قيمة الشركة. وتعد هذه الدراسة امتداداً لمجموعة دراسات سابقة في مجال الهيكل التمويلي للشركات.

ويمكن تحديد أهمية الدراسة بما يأتي:

- مساعدة مديري الشركات وتحديداً المديرين الماليين، للتعرف إلى أهم العوامل الداخلية المؤثرة في هيكل رأس المال، وتحديد السياسة التمويلية التي تؤدي إلى اختيار المزيج التمويلي الأفضل.

المبادلة بين العائد والمخاطر، والإسهام في تعظيم ثروة الملاك. وقد تنوعت نتائج الدراسات فيما يتعلق بالعوامل التي تؤثر في الهيكل التمويلي للشركات، وتمثلت هذه العوامل في: (هيكل أصول الشركة، وربحياتها، والمخاطر التي ترغب الإدارة في تحملها، ونسب النمو والاستقرار من المبيعات، وحجم الأصول)، وعلى ذلك فإن معرفة هذه العوامل أو تحديدها يساهم إسهاماً كبيراً في تحديد مقدار أو نسبة الديون في الهيكل التمويلي في الشركات. وعلى ضوء ذلك يمكن طرح عدد من التساؤلات تشكل مشكلة الدراسة:

١ - ما العوامل على المستوى الجزئي (العوامل الخاصة بالشركة)، التي لها أثر ذو دلالة إحصائية في درجة الرفع المالي، ومن ثم في تحديد هيكل رأس المال في الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية؟

٢ - هل تستطيع الإدارة المالية في الشركات السعودية إدراك مجموعة العوامل التي تحدد هيكل رأس المال الأمثل لديها؛ والذي يضمن مزيجاً أمثل من عناصر التمويل المختلفة؟

٣ - هل تنطبق نظريات هيكل رأس المال على الشركات في السوق المالي السعودي؟

أهداف الدراسة

في ضوء مشكلة البحث، وطبيعة الأسئلة الخاصة بذلك، حدد الباحث أهداف دراسته بما يأتي:

(جانب المطلوبات، وحقوق المساهمين)؛ الذي يبين جميع وسائل التمويل الذي تستخدمه الشركة. وهنا يفرق الميداني بينه وبين هيكل رأس المال، الذي يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة، (كالديون طويلة الأجل، والأسهم العادية، والأرباح المحتجزة). على الرغم من تعدد المفاهيم للهيكل المالي؛ لكنها بينت أنها خليط أموال الدين طويلة الأجل، أو الملاءمة ما بين أموال الدين، وأموال الملكية (حقوق المساهمين).

نظريات هيكل رأس المال

١ - نظرية (Modigliani & Miller (MM) (1958)

تنص هذه النظرية على: أنه في ظل ظروف معينة فإن قيمة الشركة مستقلة عن هيكل رأس المال. وتعد نظريتهما البذرة الأولى لانطلاقة النظرية الحديثة لهيكل رأس المال، ففي سوق رأس المال الكفاء. يفترض Modigliani and Miller، أن تكاليف المعاملات وتكلفة الإفلاس والضرائب، ليس لها ارتباط أو تأثير في القرارات التمويلية، وفي هيكل رأس المال، ومن ثم فإن قرار الاستثمار له تأثير على قيمة الشركة، في حين أن أثر قرار التمويل ثانوي؛ على الرغم من استناد النظرية إلى افتراضات نظرية سوق رأس مال كفاء، وهي غير واقعية في العالم الحقيقي، لكنها وفرت قاعدة نظرية استندت إليها كثير من النظريات الأخرى.

وفي عام (١٩٦٣م) وضع الباحثان الأثر الإيجابي للضريبة على الدخل من

- مساعدة الجهات التمويلية المختلفة في تقدير حجم الطلب المتوقع على أموالهم، من قبل الشركات السعودية المتمثلة بعينة الدراسة.

- محاولة تسليط الأضواء على السلوك التمويلي للشركات، من خلال تطبيق الدراسة على عينة من الشركات؛ التي تعمل في سوق مالي ناشئ، وهذه الأسواق لها من الخصائص المختلفة عن تلك الموجودة في الأسواق المالية المتطورة، مثل عدم الكفاءة والتداول الضعيف، وضعف الإفصاح.

مفهوم هيكل رأس المال Concept of Capital Structure

يعد قرار هيكل رأس المال (الهيكل المالي) من القرارات الأساسية التي تتخذها الإدارة المالية، فالطريقة التي تتخذ بها قرارات هيكل رأس المال من أكثر الأمور التي تم بحثها بحثاً مكثفاً في حقل الإدارة المالية، على الرغم من قلة التوافق بين هذه الدراسات.

وجدت مفاهيم عدة للهيكل المالي، فقد عرف الهندي (١٩٨٩م) الهيكل المالي: بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على جميع العناصر التي تتكون منها الخصوم؛ سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل. وعرفه الميداني (١٩٩٩م): بأنه كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات الشركة، المتمثل بالجانب الأيسر للميزانية

العوامل المحددة لقرار التمويل. تتوقع النظرية أن الشركات التي لديها أصول ملموسة أكثر، ودخل خاضع للضريبة سيكون لها نسبة دين عالية، وبالمقابل فإن الشركات ذات الأصول الخطرة ستلجأ للتمويل عن طريق الأسهم، وستلجأ الشركات ذات فرص النمو المرتفع للتمويل عن طريق الأسهم لتجنب انخفاض القيمة في حالة العسر المالي.

٣ - نظرية تسلسل التمويل (Pecking order theory)

نظرية تسلسل التمويل التي قدمها (Myers and Majluf, 1984)، وتنص النظرية على أن الشركات تتبع تسلسلاً هرمياً للقرارات المالية، عندما تضع هيكل رأسمالها في البداية. إن الشركات تفضل استخدام التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) لتمويل مشاريعها، وفي حال حاجتها للتمويل الخارجي فإنها تلجأ للتمويل من القروض المصرفية، والدين العام عن طريق السندات، وكما لا يخفى فإن الشركة تلجأ لإصدار أسهم لتمويل مشروعها. ووفقاً لهذه النظرية فإن الشركات ذات الربحية المرتفعة لا تلجأ للدين لتمويل مشاريعها؛ لأن لديها الأموال الداخلية المتاحة لهذا الغرض، والسبب وراء امتناع الشركات عن إصدار الأسهم، هو المعلومات غير المتماثلة بين الإدارة وحركة الأسهم. وقد أشار (Myers and Majluf, 1984) إلى أن تسعير السهم بأقل من القيمة (Underprice)؛ نتيجة قلة المعلومات لدى المستثمرين المحتملين، بعكس الإدارة فيما

خلال الوفر الضريبي، وهو الأمر الذي من شأنه رفع القيمة السوقية للمنشأة. وقد تم وضع هذه النظرية على أساس عدة افتراضات. وفي عام (١٩٨٨م) قام "Miller" بعمل دراسة خلصت إلى أن المنشأة التي يجب أن تحصل على التمويل عن طريق الاقتراض - كلما تمكنت من ذلك، لتتمكن من التمتع بمزايا الوفر الضريبي- قد يؤدي إلى ارتفاع مخاطر الإفلاس بسبب كلفة الاقتراض المرتفعة.

٢ - نظرية المبادلة Trade-off Theory

تفترض نظرية المبادلة: أن الشركة تضع نسبة الديون إلى حقوق الملكية المستهدفة، وتسعى في نهاية المطاف لتحقيق هذه النسبة. ويستند قرار التمويل إلى تحليل التكاليف، والفوائد من التمويل بالدين مقابل التمويل بإصدار الأسهم، والتكلفة المرتبطة بكل خيار هي المحدد الرئيس لقرار التمويل. وترى هذه النظرية أن وجود هيكل رأس مال أمثل للشركة، يمكن الوصول إليه من خلال الموازنة بين خطط الاستثمار والتمويل؛ فعلى سبيل المثال دخل الأسهم المرتبطة بالتمويل عن طريق الأسهم يخضع للضريبة، في حين أن مصاريف الفوائد المرتبطة بالتمويل بالدين غير خاضعة للضرائب. ومن هذه العوامل المرتبطة بهذا القرار تكلفة الإفلاس، فعند استخدام الشركة للديون بشكل كبير لتمويل عملياتها فإنها قد تتخلف عن سداد الدين، ومن ثم تتعرض لتكاليف الإفلاس، وإلى التعثر أو العسر المالي. وتعد الربحية وهيكل الأصول من

الثابتة الملموسة أقدر على الحفاظ على قيمتها عند تسيلها من الأصول غير الملموسة، ومن ثم يمكن استخدامها ضمناً للقروض الخارجية لذلك فإن نظريتي المبادلة (Trade-off theory) وتسلسل التمويل (Pecking order theory) تقترحان وجود علاقة إيجابية بين نسبة الأصول الملموسة الثابتة ونسبة المديونية في هيكل رأس المال، كما أكد Bradley et al. (1984) في دراسته أن الشركات التي لها استثمارات كبيرة في أصولها الملموسة، لها نسبة دين أعلى من الشركات التي لا تستخدم أصولاً ملموسة. ووجد، كذلك، أن الشركات التي لها مستوى عالٍ من الأصول الملموسة تقتصر الأموال بمعدل فائدة أقل، والسبب هو أن الأموال المقترضة مضمونة بقيمة الأصول الملموسة للشركة؛ وبهذا، فإن الدين يكون مستعملاً بسهولة أكثر، إذا كانت هناك أصول ملموسة للشركة؛ لذلك يعتقد أن هناك علاقة إيجابية بين الموجودات الثابتة والرفع المالي (Shah and Khan, 2007).

٢ - الربحية profitability

تؤثر ربحية الشركة تأثيراً قوياً في المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة؛ فكلما زادت ربحية الشركة انخفض احتمال فشلها، وزادت قدرتها على الاقتراض، وزادت قدرتها على تحقيق الوفر الضريبي؛ هذا من ناحية. من ناحية أخرى فكلما زادت ربحية الشركة استطاعت تمويل أنشطتها وتمويل التوسع من أرباحها ومن ثم قل اعتمادها على المصادر الخارجية للتمويل.

يتعلق بالتدفقات النقدية المتوقعة من أصول الشركة. وبناءً على هذا اللاتماثل في المعلومات، فإن المستثمر سيستنتج أن الإدارة ستصدر الأسهم فقط، عندما تكون الأسعار مقيمة بأعلى من قيمتها (Overpriced). ومن ثم يمكن أن تباع هذه الأسهم الصادرة حديثاً بسعر مخفض، ويعد هذا العمل بمثابة نقل للملكية من المستثمرين الحاليين إلى المستثمرين الجدد. ويمكن تجنب هذه المشكلة عن طريق استخدام الشركة للموارد المولدة داخلياً، كالأرباح المحتجزة بشكل عام. وعند حاجة هذه الشركات للتمويل الخارجي؛ فإنها تتبع نظام التسلسل التمويلي التفضيلي وعلى النحو الآتي: الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل، ومن ثم إصدار الأسهم.

Determinants of المالي الهيكل financial structure

تمثل المتغيرات الآتية أهم المحددات، الحاكمة للمدى الذي تذهب إليه المنشأة في اعتمادها على القروض في التمويل:

١ - هيكل الأصول "بنية الموجودات" Asset structure

تؤدي زيادة نسبة الأصول الثابتة الملموسة في الشركة إلى زيادة القيمة التصفوية للشركة (Harris and Raviv, 1991)، وهو الأمر الذي يستخدم لتحسين وضع الشركة التفاوضي للحصول على قروض بتكاليف أقل، حيث إن الأصول

ويتوقع الباحث ان تكون العلاقة سلبية بين مستوى الأرباح والرفع المالي.

٣ - الحجم size

تعد تكلفة تمويل الشركات الصغيرة الحجم مرتفعة بالمقارنة مع الشركات الكبيرة. ويرجع السبب في ذلك إلى عدم تماثل المعلومات في الشركات الصغيرة، ولاسيما المعلومات التي يحتاجها المقرضون والموردون. فمن غير المحتمل أن يكون عند المقرضين البيانات المالية الكافية والموثوق فيها. وفي هذه الحالة، ستواجه الشركات صغيرة الحجم صعوبات أكثر في الحصول على القروض من المؤسسات المالية؛ أي أن عدم تماثل المعلومات في الشركات الصغيرة يعوق التمويل الخارجي. من جهة أخرى فإن الشركات الصغيرة تتميز بارتفاع تكلفة المعاملات، بالمقارنة مع الشركات كبيرة الحجم، كما أن ارتفاع تكلفة المعاملات المرتبطة مع التمويل يؤثر في اختيارات التمويل (Wald, 1999; Titman and Wessels, 1988) والشركات الصغيرة الحجم تكون معرضة إلى الإفلاس أكثر من الشركات الكبيرة، وهومن الأسباب التي تجعل الشركات الصغيرة الحجم ذات دين قليل، وذلك تجنباً لتكلفة الإفلاس الذي يؤدي إلى تصفية الشركة في حال عجزها عن سداد الدين، في حين نجد أن الشركات الكبيرة أكثر تنوعاً وتتميز بسهولة دخولها إلى أسواق رأس المال، وتقترض الأموال بأسعار فائدة مناسبة، لذا، فإن احتمال الإفلاس للشركات الكبرى أقل بالنسبة إلى

لذلك وبسبب أن الشركات التي تحقق أرباحاً كبيرة لديها القدرة الأكبر على الاقتراض وتستطيع الاستفادة بشكل أفضل من الوفرة الضريبية الناتج عن الاقتراض، فإن نظرية المبادلة (Trade-off theory) ترى وجود علاقة إيجابية بين أرباح الشركة ونسبة المديونية في هيكل رأسمالها. في حين أن نظرية تسلسل التمويل (Pecking order theory) ترى أن الشركات التي تحقق أرباحاً كبيرة تستطيع الاستفادة من هذه الأرباح لتمويل مشاريعها دون اللجوء إلى مصادر خارجية للتمويل، لذا فإنها تقترح وجود علاقة عكسية بين ربحية الشركة ونسبة المديونية في هيكل رأس المال. وقد تباينت نتائج الدراسات فيما يتعلق بطبيعة العلاقة، ففي حين أن دراسة Fama and French (2002) ودراسة Wald (1999) خلصت إلى أن الربحية هي العامل الأهم في قرار تمويل الشركة، وأن هناك علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين الربحية ونسبة المديونية، كذلك فإن دراسة Titman and Wessels (1988) ودراسة Barton et al. (1989) خلصت إلى أن الشركات التي لديها نسب ربحية مرتفعة، مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، عادة ما يكون لديها نسبة مديونية منخفضة بسبب قدرة هذه الشركات على التمويل الذاتي، كما أن دراسة Solberg and Zorn (1992) توصلت إلى أن زيادة الربحية تعطي الشركة قدرة لزيادة نسبة المديونية، ولذلك فإن هناك علاقة طردية بين الربحية ونسبة المديونية.

فرص النمو والرفع المالي. (Barclay *et al.*, 1995; Rajan and Zingales, 1995; Titman and Wessels, 1988).

٥ - تذبذب الأرباح RISK

يرتبط تذبذب الأرباح عادة بمخاطر الأعمال، أو نتيجة لممارسات الإدارة غير الفاعلة أو غير الكفاء، وفي كلتا الحالتين فإن تذبذب الأرباح يكون مقياساً للصعوبات التي قد تواجهها الشركة، ويتوجب على الشركة التي يوجد بها تذبذب عال في أرباحها، أن تدفع علاوة في أسعار الفائدة للمقرضين الخارجيين، وهو ما يؤدي بها إلى محاولة اللجوء إلى أموال الملكية المولدة داخلياً أولاً، ثم إلى التمويل الخارجي حسب نظرية *pecking order*، ويعني ذلك أن تذبذب الأرباح يرتبط سلبياً بالرفع المالي (Shah and Khan, 2007).

٦ - السيولة liquidity

تعبر السيولة عن قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل؛ (عقل، ١٩٩٥م) المتوقع، وغير المتوقع منها، وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها، وتحصيل ذممها "سيولة المؤسسة" في المقام الأول، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى في المقام الثاني؛ أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها "سيولة الأصل". إن السيولة لها تأثير مزدوج على هيكل رأس المال (OZKAN, 2001) بحيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو

الشركات الصغرى (Myers and Majluf, 1984) كما أن وفورات الحجم الكبير التي تتمتع بها الشركات الكبيرة تؤدي إلى انخفاض التكاليف الثابتة؛ حيث تكون تكلفة الوحدة الواحدة أقل، وهذا ما يشجع الشركات الأكبر على زيادة نسبة الدين (Titman and Wessels, 1988) وعليه يمكن توقع أن تكون العلاقة موجبة بين حجم الشركة والرفع المالي.

٤ - نمو الشركة Growth

يوجد كثير من الجدل حول العلاقة بين معدل النمو ومستوى الرفع المالي في الشركة. وحسب نظرية (*Pecking order theory*)، تستخدم الشركة أموال الملكية التي يتم توليدها داخلياً أولاً، وهذه قد تكون غير كافية لنمو الشركات، فتلجأ إلى الخيار الثاني المتمثل في استخدام الديون للتمويل. فالشركات التي لديها نمو، سيكون لديها رفع مالي كبير (Drobtz and Fix, 2003). إن تكاليف الوكالة للشركات النامية من المتوقع أن تكون عالية؛ لأن هذه الشركات لها مرونة عالية فيما يتعلق بالمشاريع المستقبلية. والسبب الذي يدعو المقرضين للتحوف من هذه الشركات أنها قد تذهب إلى مشاريع ذات مخاطر عالية. ولوجود هذا الاحتمال فإن المقرضين سوف يطالبون بفائدة أكبر على قروضهم لتلك الشركات النامية، وهذا يجعل الشركات تتجنب مثل هذه التكاليف العالية؛ عن طريق تقليل الاعتماد على أموال الاقتراض ضمن هيكل رأسمالها. واتساقاً مع هذه الرؤية فإنه يتوقع أن تكون هناك علاقة سلبية بين

من أقدم وأهم الدراسات التي تتعلق بهيكل رأس المال دراسة (Modigliani & Miller, 1958)، وقد قامت هذه الدراسة بفحص العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، وتوصلت إلى أن قيمة الشركة لا يتأثر بهيكل رأس مال الشركة؛ بشرط توافر سوق مالي كفء، مع توفير المعلومات للجميع، وأيضاً عدم وجود ضرائب من أي نوع، وافترض أن سعر الفائدة ثابت على الدين بغض النظر عن نسبته. ولكن في دراسة أخرى لهما في عام (Modigliani, & Miller 1963) - وكانت نتائجها مغايرة لدراستهما السابقة - استنتج الباحثان أن قيمة الشركة تزداد كلما اعتمدت على الدين؛ نتيجة لانخفاض الضرائب على الدخل، وهو ما يؤدي إلى زيادة الدخل ومن ثم زيادة قيمة الشركة.

دراسة (Thian Lim 2012)، وهدف هذه الدراسة، هو الكشف عن محددات الهيكل التمويلي لشركات الخدمات المالية في الصين، باستخدام البيانات المحاسبية لشركات الخدمات المالية خلال الفترة (٢٠٠٥م - ٢٠٠٩م)، وذلك باستخدام الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة. وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها: أن كلا من (متغيرات الربحية، وحجم الشركة، والوفر الضريبي، وتذبذب الأرباح)، لها الأثر القوي في الهيكل التمويلي لشركات الخدمات المالية، كما وجدت الدراسة، أن الخصائص المؤسسية للشركات تؤثر في اختيار الهيكل التمويلي، وأن العوامل التي تؤثر في الهيكل التمويلي

سالبة؛ فالمنشآت التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، وهو الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض. وهنا نتوقع العلاقة الموجبة بينهما، أما من ناحية أخرى في ظل عدم تماثل المعلومات المتوافرة للمنشآت والأسواق المالية، فقد تستخدم المنشآت التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها؛ وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها، ويترتب على ذلك وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون.

الدراسات السابقة

كان موضوع هيكل التمويل المثالي للشركات، ولا يزال محور اهتمام كثير من الباحثين في هذا المجال. وفي الوقت الحاضر يوجد كثير من الدراسات والنظريات التي تحاول أن تحدد العوامل المحددة للهيكل التمويلي للشركات، وظهرت هذه المحاولات والنقاشات مع ظهور أول نظرية للهيكل التمويلي. نظرية اللاعلاقة (Irrelevant) لـ (Modigliani & Miller, 1958)، وتنص هذه النظرية على أن قيمة الشركة لا تتأثر بمصادر التمويل المعتمد عليه؛ سواء كان هذا المصدر عن طريق الدين أو إصدار الأسهم، ومنذ ذلك الوقت والباحثون يحاولون تحديد أكثر العوامل تأثيراً على الهيكل التمويلي.

وفيما يأتي نستعرض بعضاً من هذه الدراسات:

التناوب المعدلة؛ والتي تجمع بين عناصر النظريات الأخيرة هي أكثر تفسيراً لسلوك الهيكل التمويلي في الشركات اليابانية.

دراسة عبدالله والصادق (٢٠٠٢م)، والهدف الرئيس منها، التعرف إلى العوامل المحددة للهيكل التمويلي، ومدى تأثير كل عامل في مقدرة المنشأة في الحصول على التمويل، ومن ثم في العمل على الاهتمام بهذه العوامل مستقبلاً؛ لتتمكن من كسب ثقة مؤسسات التمويل المختلفة. بالإضافة إلى أن التعرف إلى تلك العوامل من شأنه تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المنشآت، ومعرفة مدى قدرتها على اقتراض الأموال، من الجهات التمويلية. تبين من خلال نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون (وهو المتغير التابع)، وكل من نسبة الديون السابقة، وحجم المنشأة من جانب آخر، ووجود علاقة سالبة بين نسبة الديون من جهة، وكل من الربحية، والسيولة، وحجم الضمانات المقدمة، وفرص النمو، من جهة أخرى. وهذه العلاقة معنوية فيما يتعلق بالربحية، وفرص النمو، وغير معنوية بالنسبة للسيولة والضمانات. وتبين أن العلاقة بين نسبة الديون وحجم المنشأة وربحياتها تتوافق مع فرضيات الدراسة، في حين أن النتائج المتعلقة بالعلاقة بين نسبة الديون، ونسبة الديون السابقة، وحجم الضمانات، وفرص النمو تتناقض مع فرضيات الدراسة.

وهدفنا دراسة (Ali et al. 2013) إلى تحديد ما إذا كانت محددات الهيكل التمويلي

للشركات المالية هي نفسها العوامل التي تؤثر في الهيكل التمويلي للقطاعات الأخرى.

وهدفنا دراسة Cortez and Susanto (2012) إلى تحديد العلاقة بين العوامل الخاصة بالشركة، ومستوى الدين (الرفع المالي) في الشركات اليابانية، وذلك بالتطبيق على الشركات الإنتاجية؛ لأن هذا القطاع يعد من القطاعات الحيوية في الاقتصاد الياباني من جهة، والاقتصاد العالمي من جهة أخرى. كما هدفت الدراسة إلى إسهام في الأدبيات المالية من خلال دراسة محددات الهيكل التمويلي للشركات في اليابان؛ وهي واحدة من الأسواق المتقدمة الرئيسة، تم استخدام البيانات المقطعية والانحدار المتعدد لتحليل العلاقات بين المتغير التابع؛ وهو الرفع المالي والمتغيرات المستقلة وهي الملموسية، والربحية، والوفر الضريبي، والنمو في حجم الأصول الثابتة، والنمو في إجمالي الموجودات. وقد بينت نتائج الدراسة، أن الحجم والنمو في الأصول الثابتة، والنمو في إجمالي الموجودات ليست معنوية إحصائياً، وأن متغير الملموسية والربحية، والوفر الضريبي ذات دلالة إحصائية، وأن الملموسية ترتبط بعلاقة إيجابية مع مستوى الديون، في حين أن الربحية والوفر الضريبي يرتبطان بعلاقة سلبية مع مستوى الديون. قورنت هذه النتائج بنظرية التناوب الساكنة، ونظرية سلم التمويل ولكنهما لم تظهراً قدرة على التنبؤ، في حين كانت نظرية

المالي للشركات المدرجة في سوق سيريلانكا للأوراق المالية، باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. تم تحليل سلوك الرفع المالي (هيكل رأس المال) للشركات الصناعية المدرجة في سوق سيريلانكا خلال الفترة (٢٠٠٣ م - ٢٠٠٧ م)، وعلى عينة مؤلفة من ١٩ شركة، حيث تم قياس الرفع المالي؛ وهو المتغير التابع من خلال نسب الدين، وهي نسبة الدين طويلة الأجل إلى الأصول، ونسبة الدين قصير الأجل إلى الأصول، وإجمالي الدين إلى الأصول. أما محددات الهيكل المالي فقد تم الاعتماد على متغير كثافة رأس المال، والأصول الملموسة، والربحية، وحجم الشركة، والوفر الضريبي من الدين، وهي المتغيرات المستقلة أو محددات هيكل رأس المال. وقد بينت نتائج الدراسة أن تفسيرات المتغيرات: (الأصول الملموسة، الربحية، حجم الشركة، والوفر الضريبي من الدين بالنسبة للرفع المالي)، تتوافق مع تفسيرات نظرية (trade-off theory) وتثبت النتائج السابقة في هذا الخصوص.

دراسة الساعدي (٢٠١٢)، هدفت الدراسة إلى التحقق من مستويات الرفع المالي، وأثر طبيعة النشاط الاقتصادي وبعض المتغيرات على تلك المستويات. استخدمت الدراسة أسلوب الـ Panel Data لعينة مؤلفة من ٥٣ شركة مدرجة في سوق أبوظبي ودبي للأوراق المالية لمدة ست سنوات (من ٢٠٠٥ ولغاية ٢٠١٠) باتباع نموذج fixed-effect (within) regression. وقد توصلت الدراسة إلى أن

للشركة - على مستوى الشركة في السوق التركي الناشئ - تؤيد نظريات هيكل رأس المال؛ التي طورت لشرح محددات الهيكل التمويلي للشركات في الاقتصاديات المتقدمة. وقد حاولت الدراسة الإجابة عن الأسئلة الآتية:

أولاً: هل محددات هيكل رأس المال المرتبطة بالرفع المالي (الهيكل التمويلي)، التي تم تحديد ارتباطها بالهيكل التمويلي في الاقتصاديات المتقدمة تظهر الارتباط نفسه في السوق التركي الناشئ أيضاً؟

ثانياً: هل نظريات هيكل رأس المال الحديثة (trade-off and pecking-order hypothesis) تنطبق على هيكل رأس المال للشركات التركية. وقد تم إجراء الدراسة على عينة مكونة من (٢٤٢) شركة في مختلف القطاعات المدرجة في سوق إسطنبول للأوراق المالية (ISE)، خلال الفترة (٢٠٠٠ م - ٢٠٠٩ م). وتوصلت الدراسة بناء على تحليل البيانات المقطعية (panel data analysis) إلى عدد من النتائج أهمها: أن الشركات التركية لا يوجد لديها نسبة رفع مالي مستهدفة، وأن نظرية (trade-off theory)، أقل نجاحاً من نظرية (pecking order hypothesis) في تفسير الهيكل التمويلي للشركات التركية، بمعنى أن الشركات التركية تتبع نظرية تسلسل التمويل في سياساتها التمويلية (pecking order hypothesis).

دراسة B. Prahalathan (2010) هدفت الدراسة إلى تحديد العلاقة بين محددات الهيكل التمويلي، ومستوى الرفع

١٪. ونتيجة لهذه العلاقة العكسية بين الرافعة المالية والربحية. أوصت الدراسة بأن يعتمد قطاع الخدمات على الأرباح المحتجزة عند البحث عن التمويل، وعند ارتفاع معدلات الربحية في الشركة؛ للاعتماد على التمويل الداخلي في حالة وجود فرصة استثمارية معينة، بدلا من اللجوء إلى الاقتراض الذي يحمل مخاطر عالية، وللتجاوب مع الوضع الاقتصادي الحالي الذي يتميز بعدم الاستقرار.

دراسة (Ali Shubiri (2012)، تقوم الدراسة على تحليل القوة التفسيرية لبعض النظريات الحديثة لهيكل رأس المال الأمثل، وفحص محددات هيكل رأس المال مثل: (عمر الشركة، حجم الشركة، هيكل الأصول (السيولة - الملموسية)، مخاطر الأعمال، معدل النمو، معدل الإيرادات (العائد على الأصول)، والضريبة)، كمتغيرات مستقلة مع درجة الدين التشغيلي، وذلك للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (٢٠٠٤م - ٢٠٠٧م). وقد تم استخدام اختبار الانحدار المتعدد، والبسيط لتحليل محددات هيكل رأس المال كمتغيرات مستقلة مع الدين، وتضمنت نتائج الانحدار المتعدد عدداً من النتائج منها: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو، والضريبة، مع درجة الدين؛ وذلك عند مستويات مختلفة ١٪ و ٥٪، كما أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول، ودرجة

هناك أثراً لنوع النشاط الذي تمارسه الشركة على مستويات هيكل رأس المال، وأن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الموجودات الثابتة وحجم الشركة مع الرفع المالي، وعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة والرفع المالي وهوما يعني أن الشركات التي تمتلك موجودات ثابتة كبيرة تسعى إلى الرفع المالي من أجل زيادة نشاطها التشغيلي، ولكنها في الوقت نفسه تلجأ إلى الاقتراض كخيار ثان بعد أن تستخدم أموال الملكية كخيار أول.

دراسة (Al Shaher(2012)، هدفت الدراسة إلى تحليل المحددات التي تؤثر في هيكل رأس المال للشركات الخدمية الأردنية خلال الفترة (٢٠٠٢م - ٢٠٠٨م). وقد شملت هذه الدراسة عينة مقدارها (٦) شركات، وكان الرفع المالي هو المتغير التابع، أما المتغيرات المستقلة فكانت: (الربحية والسيولة، وإجمالي المطلوبات، والديون طويلة الأجل ورأس المال العامل). وقد تم في هذه الدراسة الاعتماد على تحليل الانحدار المتعدد، وتحليل التباين؛ لبيان أثر المتغيرات المستقلة في المتغير التابع (الرفع المالي). توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها: أن هناك علاقات إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي المتمثل: (بالرفع المالي والمطلوبات، رأس المال العامل، والديون طويلة الأجل)، على المستوى الإحصائي ١٪، كما أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي والربحية والسيولة على مستوى

إحصائية للمتغيرات (الربحية، والأصول الملموسة، والسيولة، والحجم، والنمو، والخطر، والعمر) في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

ويتفرع عن هذه الفرضية عدد من الفرضيات الفرعية وهي:

الفرضية الفرعية الأولى

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الربحية في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

الفرضية الفرعية الثانية

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الأصول الملموسة في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

الفرضية الفرعية الثالثة

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير السيولة في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

الفرضية الفرعية الرابعة

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الحجم في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

الفرضية الفرعية الخامسة

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير النمو في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

الدين عند مستوى دلالة ٥٪. كما أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة، ودرجة الدين عند مستوى دلالة مرتفع ١٪. وأخيرا أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة، وهيكل الأصول ومخاطر الشركة، كمتغيرات مستقلة مع درجة الدين. أوصت الدراسة بضرورة اهتمام اتجاه السياسات التمويلية في الشركات - من خلال التأكيد على التسهيلات في ملكية رأس المال، وبخاصة أنها تؤثر على الاقتراض - للتقليل من حساسية الأعمال للدورات الاقتصادية، والتركيز على هيكل الملكية للشركات الأردنية وذلك لفحص كيفية قيام الشركة باتخاذ القرارات المالية.

وتتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بعدة جوانب؛ إذ إن هذه الدراسة تطبق على الشركات السعودية. والاقتصاد السعودي لا يعتمد على الفائدة الربوية باعتبارها محرمة، ولأن الزكاة هي المطبقة على الدخل وليست الضريبة، وأيضا الدراسات السابقة كانت تغطي قطاعا معينا، بينما هذه الدراسة سوف تطبق على مستوى السوق إجمالا.

فرضيات الدراسة

وفق مضمون البحث ومشكلته والأسئلة المطروحة، يعرض الباحث فرضية رئيسية وعددا من الفرضيات الفرعية على النحو الآتي:

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة

الفرضية الفرعية السادسة

Ho: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الخطر في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية

الفرضية الفرعية السابعة

Ho: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير عمر الشركة في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

منهجية الدراسة

اعتمد الباحث على منهج التحليل الوصفي، باعتماده على مجموعة من الأدوات البحثية؛ لغرض استكمال متطلبات البحث في جوانبه النظري والتطبيقي على الوجه الآتي:

الجانب النظري: اعتمد في هذا الجانب على ما هو متوافر من مصادر عربية وأجنبية، من بحوث ودراسات، ونشرات صادرة عن مؤسسة النقد السعودي تم الحصول عليها من المكتبات، وقواعد البيانات الإلكترونية، وشبكات الإنترنت، والبيانات المنشورة على موقع تداول.

الجانب الميداني: اعتمد في هذا الجانب على القوائم المالية (مركز مالي وقائمة دخل) للشركات السعودية؛ المدرجة في السوق المالي السعودي، بالإضافة إلى التقارير السنوية للشركات الدراسة.

مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات السعودية المدرجة أسهمها في السوق المالي السعودي خلال الفترة (٢٠٠٤م - ٢٠١٢م)، والتي بلغ عددها (١٦١) شركة في نهاية عام (٢٠١٢م)، بينما بلغ حجم العينة (٨٠). وقد تم اختيار عينة الدراسة بناءً على المعايير الآتية:

١ - أن تكون الشركة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة.

٢ - أن تتوافر البيانات عن الشركة خلال فترة الدراسة.

٣ - أن لا تكون الشركة قد أوقفت عن التداول خلال فترة الدراسة.

٤ - أن لا تكون الشركة من الشركات المالية.

تم جمع البيانات من القوائم المالية: (قائمة المركز المالي، قائمة الدخل)، وذلك بالرجوع إلى قوائم الشركات المنشورة في موقع تداول، والرجوع إلى التقارير السنوية للشركات.

وبناءً على عينة الدراسة سيتم تحليل البيانات لمدة ٩ سنوات خلال الفترة (٢٠٠٤م - ٢٠١٢م)، ويستند التحليل على البيانات السنوية، حيث بلغ عدد المشاهدات (٧٢٠) مشاهدة، (٨٠ شركة × ٩ سنوات).

قياس المتغيرات

اعتمد الباحث على الصيغ الآتية لقياس وتحديد المتغيرات:

المتغير التابع: هيكل رأس المال معرّفًا بنسبة الدين، أو الرفع المالي. ويمثل نسبة مقدار إجمالي الديون إلى مجموع الأصول، وهذه تبين مدى اعتماد الشركة على الديون في تمويل عملياتها، أو موجوداتها، وهذا المقياس مستخدم في كثير من الدراسات (Lim, 2012; Al Shaher, 2012; Al-najjar, 2011; Al-ajmi *et al.*, 2009).

المتغيرات المستقلة: تم في هذه الدراسة اختيار سبعة متغيرات، كمحددات لهيكل رأس المال في الشركات المدرجة في السوق المالي، والبالغ عددها (٨٣) شركة للفترة (٢٠٠٤م - ٢٠١٢م)، وهذه المتغيرات تشمل: (الربحية، هيكل الأصول، السيولة، الحجم، نمو الشركة، الخطر، عمر الشركة)، وقد تم اختيار المتغيرات بناء على الدراسات السابقة، التي أجريت على هيكل رأس مال الشركات (Bevan and Danbolt, 2002; Huang and Song, 2002; Rajan and Zingales, 1995; Harris and Raviv, 1991; Titman and Wessels, 1988). وقد تم قياس المتغيرات على الوجه الآتي:

١ - **الربحية:** وتم قياس هذا المتغير بالعائد على الأصول في الشركات السعودية (ROA)، وذلك بقسمة صافي الربح على إجمالي الموجودات. وهذا المقياس مستخدم في كثير من الدراسات:

(Al-najjar, 2011; Al-ajmi *et al.*, 2009; Omet and Mashharawe, 2003)

٢ - **الأصول الملموسة (Tangibility):** وتم قياسه بنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، وهذا المقياس مستخدم في الدراسات السابقة (Al-najjar, 2011; Rajan and Zingales, 1995; Titman and Wessels, 1988).

٣ - **السيولة:** تم قياس هذا المتغير بنسبة التداول من خلال قسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة، (Al-ajmi *et al.*, 2009; Jong *et al.*, 2008; Ozkan, 2001).

٤ - **حجم الشركة:** وتم قياسه باستخراج اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الموجودات، وهذا المقياس مستخدم في كثير من الدراسات (Lim, 2012; Al-najjar, 2011; Chen, 2004; Titman and Wessels, 1988).

٥ - **النمو:** تم قياس هذه المتغير من خلال نسبة التغير في إجمالي الأصول؛ حسب دراسة كل من (Kiran, 2013; Hossain and Ali, 2012; Khan, 2007).

٦ - **الخطر:** تم قياس هذا المتغير بقسمة الانحراف المعياري للأرباح قبل الزكاة على إجمالي الموجودات، وهذا المقياس مستخدم في الدراسات مثل (Kiran, 2013; Al-najjar, 2011; Al-ajmi *et al.*, 2009; Khan, 2007) مع مراعاة أن الدراسات في الدول الغربية تستخدم الربح قبل الفائدة، والضريبة بدل الربح قبل الزكاة.

١ - نموذج الانحدار التجميعي Pooled Ordinary Least Square (POLS).

٢ - نموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model

٣ - نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model

وبناء على تحليل البيانات الطولية، وتعريف متغيرات الدراسة، تم تحديد النموذج الرياضي لغايات اختبار الفرضيات على الوجه الآتي:

$$Lev_{it} = \alpha + \beta_1 Profit_{it} + \beta_2 Tang_{it} + \beta_3 Liq_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 Risk_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \epsilon'$$

حيث تعني

Lev_{it} : الرفع المالي للشركة i في الوقت t
 α = المقطع الثابت، $Profit_{it}$: ربحية الشركة i في الوقت t ، $Tang_{it}$: الأصول الملموسة للشركة i في الوقت t ، Liq_{it} : سيولة الشركة i في الوقت t ، $Size_{it}$: حجم الشركة i في الوقت t ، $GROW$ = النمو للشركة i في الوقت t ، $Risk_{it}$: المخاطرة للشركة i في الوقت t ، Age : عمر الشركة i في الوقت t .
 $(\beta_1 - \beta_7)$ معالم المتغيرات المستقلة.

التحليل الوصفي للبيانات

يعرض الجدول (١) نتائج التحليل الوصفي لقيم المتغيرات في النموذج الذي تم اعتماده لاختبار العلاقة بين متغيرات البحث.

يلاحظ من الجدول، أن الوسط الحسابي لنسبة الرفع المالي للشركات

٧ - عمر الشركة: تم قياسه بطرح تاريخ بداية الدراسة (٢٠٠٤م) من تاريخ تأسيس الشركة لكل سنة من سنوات الدراسة، وهذا المقياس مستخدم في دراسة (Al-najjar, 2011).

الأساليب الإحصائية

من أجل تحديد العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال في الأسواق المالية الناشئة - وتحديدًا في المملكة العربية السعودية - تم استخدام نموذج تحليل البيانات الطولية أسلوباً للتحليل القياسي لنموذج الدراسة (Panel Data Analysis). وتعرف البيانات الطولية: بأنها مشاهدات مقطعية مقيسة في فترات زمنية معينة، وتشمل المشاهدات المقطعية الدول، والشركات، والأفراد.... الخ (Gujarati, 2003)، وتمتاز نماذج البيانات الطولية في استخدامها، مقارنة باستخدام نماذج البيانات المقطعية، أو نماذج بيانات السلسلة الزمنية - كل على حدة - بكثير من المزايا، منها: (Blatagi, 2005) التحكم في عدم تجانس التباين الخاص؛ الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية، أو حالة البيانات الزمنية، أن البيانات الطولية تعطي كفاءة أفضل، وزيادة في درجات الحرية، وكذلك هي أقل تعديدية خطية بين المتغيرات، وذات محتوى معلوماتي أكثر، إذا ما تم استخدام البيانات المقطعية أو الزمنية.

وهناك ثلاثة أساليب لتحليل البيانات الطولية من خلال نموذج Panel data analysis هي:

جدول ١
التحليل الوصفي

	Obs	Mean	Median	Max	Min	SD.
LEV	720	0,238621	0,225420	0,98335	0,020966	0,205028
PROF	720	0,076270	0,066219	0,597306	-1,309683	0,117625
TANG	720	0,638228	0,664849	1,000000	0,076219	0,206966
LIQ	720	2,529511	1,750394	14,27218	0,028887	11,17159
SIZE	720	6,159747	6,119398	8,529474	4,728248	0,705169
GROW.	720	0,212218	0,065348	55,54590	-0,998992	2,066991
RISK	720	0,082968	0,045998	5,662137	0,002550	0,299117
AGE	720	25,75904	23,00000	62,00000	1,000000	12,88829

Obs = number of observations. Min=minimum. Max =maximum. SD=standard deviation.

بالنسبة للأصول. أما الوسط الحسابي لعمر الشركة فقد بلغ تقريبا (٢٦) سنة.

تحليل الارتباط بين المتغيرات

تشير مصفوفة الارتباط بين المتغيرات - كما هي مبينة في الجدول (٢)، إلى أن أكبر قيمة للارتباط بين المتغير التابع الرفع المالي (LEV)، والمتغيرات المستقلة، قد بلغت (٠,١٨٢٠) وهي لمتغير الحجم، وأن أصغر قيمة ارتباط قد بلغت (٠,١٦٦-)، وهي لمتغير هيكل الأصول. كما بلغت أكبر قيمة ارتباط بين المتغيرات المستقلة (٠,١٢٢) بين متغير هيكل الأصول. وحجم الشركة، وأقل قيمة ارتباط بلغت (٠,١٢٤-)، بين متغير هيكل الأصول والسيولة. وبناءً على ذلك يلاحظ انخفاض قيمة معاملات الارتباط بين المتغيرات، وعدم وجود مشكلة التعددية الخطية بين المتغيرات.

السعودية عينة الدراسة، بلغ (٠,٢٤) وهو ما يعني أن درجة اعتماد الشركات السعودية على الديون منخفضة نوعا ما. وبلغ الوسط الحسابي للأصول الملموسة (٠,٦٤)، وهو ما يعني اتجاه الشركات نحو الاستفادة من الرفع التشغيلي؛ ولو بدرجات منخفضة، في حين بلغ الوسط الحسابي لربحية الشركات (٠,٧٦٪). أما سيولة الشركات فقد بلغ الوسط الحسابي (٢,٥)، وهذا يعني أن المطلوبيات المتداولة مغطاة بضعف قيمتها من قبل الموجودات المتداولة، وارتفاع هذه النسبة يدل على حالة اليسر المالي، واستبعاد تعرض الشركات إلى عسر مالي. وقد بلغ الوسط الحسابي للحجم باللوغاريتم الطبيعي حوالي (٦,١١)، أما الوسط الحسابي للمخاطرة فقد بلغ (٠,٠٨٣)، وهذا يعني أن تذبذب الدخل قبل الفائدة والزكاة

جدول ٢

معاملات الارتباط بين المتغيرات

	LEV	PROF	TANG	LIQ	SIZE	GROWTH	RISK	AGE
LEV	1,000000							
PROF	0,004647	1,000000						
TANG	-0,16018	-0,04325	1,000000					
LIQ	-0,16652	-0,01461	-0,12431	1,000000				
SIZE	0,182026	0,131217	0,12220	-0,0436	1,000000			
GROWTH	0,014663	-0,01683	0,036420	0,009654	0,008442	1,000000		
RISK	-0,00243	-0,01432	-0,00237	-0,01007	-0,06328	-0,006291	1,000000	
AGE	0,000710	0,075127	-0,0836	-0,03645	-0,00341	0,022266	0,074917	1,000000

LEV = الرفع المالي وهو المتغير التابع، Profit = الربحية، Tang = الأصول الملموسة، Liq = السيولة، Size = الحجم، GROW = النمو، Risk = المخاطرة، Age = عمر الشركة.

تحليل النتائج واختبار الفرضيات

تم تقدير نموذج الدراسة باستخدام نماذج تحليل البيانات الطولية الثلاثة وهي:

١ - نموذج الانحدار التجميعي Pooled

Ordinary Least Square (OLS)

٢ - نموذج التأثيرات العشوائية

Random Effect Model

٣ - نموذج التأثيرات الثابتة Fixed

Effect Model

ولغرض المفاضلة بين نماذج

تحليل البيانات الطويلة؛ لاختيار أكثر

النماذج ملاءمة لتحليل بيانات الدراسة،

واختبار البيانات، تم الاعتماد على إحصائية

(F-test)، للمفاضلة بين نموذج الانحدار

التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، بحيث

إذا كانت قيمة (F-test) المحسوبة أكبر من

المجدولة (أو إذا كانت قيمة p-value أقل من

أو تساوي ٠,٠٥)، عندئذ فإن نموذج

التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة (Greene 2012)، وحيث إن قيمة p-value (أقل من أو تساوي ٠,٠٥)، فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم، وبعد ذلك تتم المفاضلة بين النموذج الثابت ونموذج التأثيرات العشوائية؛ لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة من خلال استخدام اختبار (Hausman test) حيث تكون الفرضية العدمية على الوجه الآتي:

H0: نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

وهذا الاختبار يتبع توزيع (Chi-Square)، فإذا كانت القيمة الإحصائية أكبر من قيمة كاي، فإن النموذج الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج التأثيرات العشوائية Hausman (١٩٧٩م). وإن كانت القيمة

معنوية عالية عند مستوى معنوية ٥٪. لمتغير الربحية على الرفع المادي. وهذه النتيجة تتفق مع نظرية التدرج في استخدام مصادر التمويل، والتي ترى أن منشآت الأعمال تفضل استخدام مصادر التمويل الداخلية - إذا أُتيح لها فرصة احتجاز الأرباح - قبل اللجوء إلى المصادر الخارجية وأولها الديون. والسبب في ذلك أن مصادر التمويل الداخلية، قد تكون أقل تكلفة مقارنة بإصدار سندات الدين والأسهم أو الاستئجار، وبناء على ذلك تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية

الإحصائية أكبر من مربع كاي، فإن نموذج التأثيرات الثابت هو الملائم لبيانات الدراسة، والذي يعتمد على تحليل النتائج، واختبار الفرضيات، وبناء على اختبار (F) وإحصائية (Hausman) فإن نموذج التأثيرات الثابت هو الملائم لتحليل بيانات الدراسة.

الفرضية الأولى: تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الربحية في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

يظهر نتائج التحليل في الجدول (٣) وجود أثر سالب وذو دلالة إحصائية

جدول ٣

نتائج تحليل الانحدار المتعدد باستخدام نماذج البيانات الطولية

Dependent Variable: leverage(TLEV)		
Independent Variables	Fixed Effect	
Constant	0,62067-	(0,0000)
PROF	0,06977- **	(0,0310)
TANG	0,212102 ****	(0,0000)
LIQ	0,00061- *	(0,0921)
SIZE	0,13674 ****	(0,0000)
GROWTH	0,00498 **	(0,0376)
RISK	0,008553	(0,5140)
AGE	0,00640	(0,9031)
Number of observations	720	
R-adjusted	0,79405	
F-statistic	16,96592	(0,0000)
Hausman test	34,059773	(0,0000)

Lev = الرفع المالي وهو المتغير التابع، Profit = الربحية، Tang = الأصول الملموسة، Liq = السيولة، Size = الحجم، GROWTH = النمو، Risk = المخاطرة، Age = عمر الشركة، ****، **، * تعني إحصائية معنوية عند مستوى ١٪، ٥٪، ١٠٪ على التوالي.

السيولة على الرفع المالي، وتفسير هذه العلاقة السلبية على نظرية التدرج في استخدام مصادر التمويل المتاحة، بحيث كلما توافرت لدى المنشأة سيولة كافية فإنها ستعتمد على مصادر التمويل الداخلية، وهو ما يؤدي إلى تدني مستوى الديون. ويرجع سبب سلبية العلاقة إلى الصراع المتوقع بين أصحاب الديون والمساهمين، حيث يمكن للمساهمين استغلال الأصول السائلة على حساب أصحاب الديون، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصل إليه (عبد الله والصدیق، ٢٠٠١).

الفرضية الرابعة: تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الحجم في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

تبين نتائج التحليل في الجدول (٣) وجود أثر موجب وذي دلالة إحصائية معنوية عالية عند مستوى معنوية (١٪) لمتغير الحجم في الرفع المالي، ويعني ذلك أن الشركات الكبيرة لديها القدرة على الاقتراض أكبر من الشركات الصغيرة، وهذا يتفق مع نظرية المفاضلة (Trade-off theory)، التي تنص على أن الشركات الكبيرة تستطيع أن تقتض بدرجة أكبر من الشركات الصغيرة؛ لأن المقرضين لديهم الرغبة في إقراض الشركات الكبرى. أما نظرية تسلسل التمويل (Pecking order)، فإن دوافع إصدار أسهم لغايات التمويل ستكون كبيرة؛ لأن اللاتماثل في المعلومات بين المديرين والمستثمرين ستكون قليلة، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Bhaduri،

البديلة بوجود أثر لمتغير الربحية على الرفع المالي في الشركات السعودية. وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (عبدالله والصدیق، ٢٠٠١؛ OSKAN, 2001; WESSELS and TITMAN, 1988).

الفرضية الثانية: وتنص هذه الفرضية على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الأصول الملموسة في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

تبين نتائج التحليل في الجدول (٣)، وجود أثر موجب وذي دلالة إحصائية معنوية عالية عند مستوى معنوية (١٪) لمتغير الأصول الملموسة في الرفع المالي. ويعني هذا أن الشركات التي لديها أصول ثابتة كبيرة تستطيع أن تعتمد على الديون في تمويل عملياتها، وتستطيع أن تستخدم هذه الأصول كضمانات للدائنين؛ إذا رغبت في الحصول على أموال عن طريق الدين، وهذا يعني صلاحية انطباق نظرية المبادلة (TRADE-OFF)، التي ترى أن الشركات التي لديها أصول ثابتة كبيرة، تستطيع أن تستخدم نسبة رفع مالي مرتفعة. وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (HALL, et al., 2004; ZINGALES et al., 2002; RAJAN & BHADURI, 1995; TITMAN 1988).

الفرضية الثالثة: تنص هذه الفرضية على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير السيولة في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

وقد بين التحليل في الجدول (٣) وجود أثر سالب وذي دلالة إحصائية معنوية عند مستوى معنوية (١٠٪) لمتغير

تشير نتائج التحليل في الجدول (٣)، إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمتغير الخطر على الرفع المالي، كما بين التحليل قيمة معلم المتغير وقيمة (t) الإحصائية، وفسرت هذه النتيجة بأن أرباح الشركات السعودية لا تتصف بتذبذب كبير؛ ولا سيما أن معدل ربحية الشركات خلال الفترة قد بلغ تقريباً (٨٪)، وهو معدل جيد، وبخاصة مع حدوث الأزمة المالية عام (٢٠٠٨م). وتلك الأزمة التي أثرت على أداء الاقتصاد العالمي. كما أظهرت نتائج الدراسات في هذا المجال تبايناً في طبيعة العلاقة بين الخطر ودرجة الرفع المالي، وبينت بعض الدراسات أن العلاقة بين الخطر والرفع المالي هي علاقة عكسية، على اعتبار أن الشركات التي لديها تذبذب كبير في أرباحها لن يكون لديها القدرة على الحصول على الدين لتمويل عملياتها، بعكس الشركات التي تشهد نوعاً من الاستقرار في الأرباح. والسبب في ذلك أن هذه الشركات ستواجه صعوبات في خدمة الدين، نتيجة للتكاليف المرتفعة. ومن هذه الدراسات Kim *et al.* 1998; Titman and Wessels, 1988; Bradley *et al.* 1984 وبالمقابل هنالك دراسات بينت أن العلاقة بين الخطر والرفع المالي، هي علاقة موجبة. ومن هذه الدراسات (Esperança *et al.* 2003; Michaelas *et al.*, 1999).

الفرضية السابعة: تنص على عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمتغير حجم الشركة في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

2002; Booth *et al.*, 2001; Rajan and Zingales, 1995)

الفرضية الخامسة: تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير النمو في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

وقد بين التحليل وجود علاقة موجبة بين معدل النمو والرفع المالي عند مستوى معنوية (٥٪). وهذه النتيجة لا تتفق مع ما افترضه Titman & Wessels (1988)، من وجود علاقة عكسية بين نمو الشركات والرفع؛ نتيجة لاتجاه الشركات - في هذه الحالة - للاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نسبياً. وبسبب حرمان الشركات من بعض الاستثمار بها؛ لوجود أقساط تقوم الشركة بتسديدها على قروضها طويلة الأجل. هذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت إليها دراسة عبد الله والصدیق، (٢٠٠١)، والتي طبقت على الشركات السعودية، في حين اتفقت النتيجة مع دراسة Ozkan, (2001) في أن العلاقة طردية؛ لأن الفرص الاستثمارية الراجعة المستقبلية تعمل على استنفاد الأرباح المحتجزة، وهو ما يدعو المنشأة للبحث عن مصادر التمويل الخارجية، ومن ثم نرفض الفرضية الصفريية بعدم وجود أثر لمتغير نمو الشركة في الرفع المالي. وهذه النتيجة تتفق مع نظرية (Trade-off theory) ونظرية (Pecking order).

الفرضية السادسة: تنص على عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمتغير الخطر في درجة الرفع المالي في الشركات السعودية.

تشير نتائج التحليل في الجدول (٣) إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمتغير عمر الشركة في الرفع المالي، كما بين التحليل قيمة معلم المتغير وقيمة (t) الإحصائية، وهذه النتيجة لا تتفق مع دراسة Peterson and Rajan (1994) التي أظهرت أن الشركات القديمة تستطيع أن تحصل على الدين من المؤسسات التمويلية؛ لأنها قدمت - مع الوقت - سمعة ومكانة تؤهلها للحصول على الأموال؛ بطريقة أسهل وبشروط أفضل. وعلى ذلك فإن الدراسة تبين أن عمر الشركة لا يعد عاملاً مهماً فيما يتعلق بهيكل رأس المال، وأن الشركات القديمة غير مهتمة بالحصول على الدين لتمويل عملياتها.

النتائج والتوصيات

هدفت الدراسة إلى معرفة العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال في الشركات السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي؛ باستخدام بيانات متوازنة خلال الفترة (٢٠٠٤م - ٢٠١٢م). وتم التعبير عن رأس المال بالرفع المالي، وتم قياسه بنسبة الدين إلى إجمالي الأصول، وتم اعتماد نموذج التأثيرات الثابتة، كأحد نماذج البيانات الطولية (Panel data analysis). وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها:

١ - وجود علاقة عكسية ومعنوية إحصائية بين متغير الربحية في الشركات السعودية، والرفع المالي المقيس بنسبة الدين.

٢ - وجود علاقة موجبة ومعنوية إحصائية بين متغير الأصول الملموسة ومتغير الرفع المالي في الشركات السعودية.

٣ - وجود علاقة عكسية ومعنوية إحصائية بين متغير السيولة في الشركات السعودية والرفع المالي المقيس بنسبة الدين.

٤ - وجود علاقة موجبة ومعنوية إحصائية بين متغير حجم الشركة ومتغير الرفع المالي في الشركات السعودية.

٥ - وجود علاقة معنوية إحصائية بين متغير النمو ومتغير الرفع المالي في الشركات السعودية.

٦ - عدم وجود علاقة معنوية إحصائية بين متغير الخطر ومتغير الرفع المالي في الشركات السعودية.

٧ - عدم وجود علاقة معنوية إحصائية بين متغير عمر الشركة ومتغير الرفع المالي في الشركات السعودية.

وعلى ذلك فإن الدراسة توصي بما يأتي:

١ - إن ضعف نسبة الرفع المالي المستخدمة من قبل الشركات السعودية؛ والتي لا يتجاوز معدلها لمشاهدات الدراسة ٢٤٪ يعني أن هناك فرصاً للتمويل متوافرة وغير مستغلة، ويمكن استغلالها لزيادة فرص النمو الاستثماري في هذه الشركات. لذلك يمكن التوصية للشركات في المملكة العربية السعودية بأن تستغل مصادر

العكسية بين الربحية والرفع المالي. إن أول ملجأ للشركات في حالة الاحتياجات المالية سيكون الأرباح المحتجزة، وهي مصدر تمويل داخلي، بعدها تلجأ إلى مصادر التمويل الخارجي.

٤ - ضرورة إجراء المزيد من الدراسات المتعمقة في مجال محددات الهيكل المالي لتشمل القطاعات الاقتصادية الأخرى؛ كالبنوك التي بدأت بعد عام (١٩٩٨م)، والتي أخذت مكانة مميزة في القطاعات الاقتصادية في سوق المال السعودي، وأيضاً التأمين للوقوف على مدى التباين لمحددات الهيكل المالي في هذه القطاعات.

التمويل المتوافرة وقليلة التكلفة، كالقروض الذي توفرها المصارف المحلية.

٢ - إن أغلب الشركات السعودية تستطيع أن تضمن زيادة في نسبة الرفع المالي لديها؛ نظراً لما تتمتع به من ارتفاع في مقدار الأصول الملموسة، وزيادة التدفقات النقدية لديها. وحسب ما يعتقد الباحث، فإن هذه الزيادة في الرفع المالي سوف تضمن النمو والاستقرار في الشركات برغم الظروف المالية التي تمر بها.

٣ - يوصي الباحث بضرورة قيام إدارة الشركات - محل الدراسة - بترتيب احتياجاتها المالية، حسب فرضية التسلسل (Pecking Order theory)، وذلك للعلاقة

المراجع

العون، ٢٠٠٨، "العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (١٩٩٧ - ٢٠٠١)، المنارة، المفرق، المجلد ١٤، العدد (١): ٤٥-٨١.

عبد القادر عبد الله وبابكر الصديق، ٢٠٠٢، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة. الرياض، المجلد ٤٢، العدد (٤): ٧٢٣-٧٤٥.

منير إبراهيم هندي، ١٩٩٧، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ص ٥٧٤-٥٨١

حمزة الزبيدي، ٢٠٠١، الإدارة المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

علاء عبد الحسين الساعدي، ٢٠١٢، هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد (٢٣): ١٣٦-١٥٨.

محمد أيمن الميداني، ٢٠٠٨، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، ص ٥٩١-٦٢٦.

رسلان ديرانية، ١٩٩٢، محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية.

سليمان شلاش وعلي البقوم، وسالم

- Abdullah, A. M. 2005. "Capital Structure and Debt Maturity: Evidence from Listed companies in Saudi Arabia." *Journal of Business & Economics*. Vol.11 (5):15-33.
- Abdulla, J. 1994. "An empirical investigation of the pecking order hypothesis; the case of Kuwait". *Arab Journal of Administrative*. Vol. 1(2):407-423.
- Al Shaher, TH. 2012. " The Impact of Determinants of Leverage on Capital Structure of Service Companies in Jordan". *International Research Journal of Finance and Economics*. ISSN 1450-2887 (96):6-14.
- Ali, B., Ege, I. and Yazici, N. 2013. A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: Empirical Results from Turkish Capital Market. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 5(4):131-140.
- AL- Shubiri, F. 2010. "Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies". *An-Najah Univ. J. of Res. (Humanities)*. Vol. 24(8):2457-2494.
- Al-Ajmi, J., Abo Hussain, H. and Al-saleh, N. 2009. "Decisions on capital structure in a Zakat environment with prohibition of riba: the case of Saudi Arabia". *The journal of risk finance*. Vol.10(5):460-476.
- Al-Najjar, B. 2011."Empirical modeling of capital structure: Jordanian Evidence". *Journal of emerging market finance*. 10(1):1-19.
- Al-Sakran,S. A. 2001. "Leverage determinants in the absence of corporate tax system: The case of non-financial publicly traded corporations in Saudi Arabia". *Managerial Finance*. 27(10/11): 58-86.
- Baker, M. and Wurgler, J. 2002. Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*. Vol. 57(1):1-32.
- Baltagi, B. 2005, "Econometric Analysis of Panel Data", Third Edition, John Wiley & Sons Ltd, England.
- Barkley, M., Smith, C. and Watts, W. 1995. "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies". *Journal of Applied Corporate Finance* 7:4-19.
- Barton, S.L., C.H. Ned and S. Sundaram. 1989. "An empirical test of stakeholder theory predictions of capital". *Financial Management*. 18(1): 36-44.
- Bevan, A. and Danbolt, J. 2002. Capital Structure and its Determinants in the UK- A Deco Positional Analysis, *Applied Financial Economics*. 12:159-170.
- Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A, and Maksimovic V. 2001. "Capital structures in developing countries". *J Finance*. 56(1):87-130.
- Bradley, M., Gregg A. Jarrell, and E. Han Kim. 1984, "On the Existence

- of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance*. 39: 857-878.
- Chen J.J. 2004. Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies. *Journal of Business Research*. 57: 1341-1351.
- Cortez, M, A. and Susanto, S. 2010. "The Determinants of corporate capital Structure: Evidence from Japanese Manufacturing", *Journal of International Business Research*. Vol. 11:121-134.
- De Jong, A., Kabir, R. and Nguyen, T. 2008." Capital structure around the world: the roles of firm and country-specific determinants". *Journal of bank finance*. Vol. 32(9): 1954-1969.
- Drobtetz, W. and Fix, R. 2003. "What are the Determinants of Capital Structure? Some Evidence from Switzerland". University of Basel, *Working Paper* No. 4/03.
- Esperança, J.P. Ana, P.M.G. & Mohamed, A.G. 2003. "Corporate debt policy of small firms: An empirical (re)examination". *Journal of Small Business and Enterprise Development*. 10(1):62-80
- Fama, E. F., and French, K. R. 2002, "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt". *Review of Financial Studies* 15(1): 1-33.
- Gujarati, D. N. 2003. "Basic econometrics". International edition. 4th ed. McGraw-Hill Companies Boston USA.
- Harris, M. and Raviv, A. 1988. "Corporate Control Contests and Capital Structure". *Journal of Financial Economics*. 20: 55-86.
- Harris, M. and Raviv, A. 1991. "The Theory of Capital Structure". *Journal of Finance*. 46: 297-355.
- Huang, G., and Song, F. M. 2006. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*. 17:14-36.
- Jensen M. C. and Mekling W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs & Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3: 305-360.
- Jensen M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 76: 323-329.
- Kim, C. Mauer, D.C. and Sherman, A. E. 1998. "The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. (33): 335-59.
- Kiran, S. 2013. "Determinants of Capital Structure: A Comparative analysis of Textile, Chemical and Fuel and energy sectors of Pakistan", *International review of management and business research*. Vol. 2 (1):37-47.

- Laurence, Booth, Varouj Aivazian, Asli Demirguc-Kunt, and Vojislav Maksimovic,. 2002. "Capital structures in developing countries", *The Journal of Financ.* 56:87-130.
- Lim, TH. 2012. "Determinants of Capital Structure Empirical structure: Jordanian Evidence from financial services listed firms in china". *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 4(3): 191-202.
- Michaelas, N., Chittenden, F. and Poutziouris, P. 1999. "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data". *Small Business Economics*. 12: 113-130.
- Miller, Merton H. 1977, "Debt and Taxes". *Journal of Finance*. 32: 261-275.
- Modigliani F., and Miller M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 48: 261-297.
- Modigliani F., and Miller M. H. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*. 53:433-443.
- Myers S. C. and Majluf N. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13:187-221.
- Myers S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5:147-176.
- Myers S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. 39:575-592.
- Niu X.Y.2008. Do Institutional Differences Affect Leverage Choice? *International Business Research*. 1:1-1.
- Omet, G. and Mashharawe, F. 2003. "The Capital Structure choice in tax contrasting environment evidence from Jordanian, Kuwait, Oman and Saudi corporate sectors". *Paper presented at the 10th annual conference, Arab economic research conference. morocco*.
- Ozkan, A. 2001. Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data, *Journal of Business Finance & Accounting*. 28(1) & (2).
- Peterson, M. A. and Rajan, R. G. 1994. "The Benefits of Lending Relationships; Evidence From Small Business Data". *Journal of Finance*. 49:3-38.
- Prahalathan, B. 2010."The Determinants of Capital Structure: An empirical Analysis of Listed Manufacturing Companies in Colombo Stock Exchange Market in SriLanka". University of Kelaniya, Sri Lanka.

- Rafiq, M., Iqbal, A., Atiq, M. 2008. The Determinants of Capital Structure of the Chemical Industry in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*. 13(1):139-158.
- Rajan R.G, & Zingales L. 1995. What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*. 50:1421-1460.
- Ross, S. 1977. "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach". *Bell Journal of Economics* 8:23?40.
- Scott, J.H. 1977, "Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure". *Journal of Finance*. 32: 35-53.
- Shah, A. and Khan, S. 2007, "Determinants of Capital Structure: Evidence from Pakistani Panel Data". *International Review of Business Research Papers*. Vol. 3(4): 265-282.
- Song, H.S. 2005. "Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Swedish Companies". *CESIS, Electronic Working Paper Series*, January, 25 pages.
- Titman S. and Wessels R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*. 43:1-19.
- Wald J. K. 1999. How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *Journal of Financial Research*. 22:161-188.

ABSTRACT

Determinants of Capital Structure: Evidence from Saudi Arabia

Abdullah E. Twairesh

Irbid National University

The purpose of this study is to examine the determinants of capital structure of companies listed on the Saudi Stock Exchange (SSE). More specifically, it attempts to determine what factors affect capital structure of those companies. The analysis is based on panel data techniques covering the period from 2004 to 2012 with 720 firm-year observations. The study develops seven testable research hypotheses and uses panel data analysis. We estimate the determinants for a given firm capital structure through fixed effects model. The results show that the average of debt ratio is (24%). The results also show that profitability and liquidity have negative and statistically significant impact on the firm leverage in the Saudi context. However, factors such as tangibility, firm size and growth are found to be positively related to firm leverage. The results also show that risk and firm age are not statistically significant determinants of capital structure in Saudi Arabia.

عبدالله عويد طويرش، (دكتوراه في الإدارة المالية من الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، الأردن، ٢٠٠٦) أستاذ مشارك، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة إربد الأهلية - المملكة الأردنية الهاشمية، له اهتمامات بحثية تتركز على سياسات توزيع الأرباح، والهيكل التمويلي للشركات وكفاءة الأسواق المالية والتحليل المالي للشركات.

مجلة فصلية أكاديمية

محكمة تعنى بنشر البحوث

والدراسات القانونية والشرعية

مجلة الحقوق



تصدر عن مجلس النشر العلمي - جامعة الكويت

رئيس التحرير

الدكتور فيصل عبدالله الكندري



الاشتراكات

في الكويت	في الدول العربية	في الدول الأجنبية
٣ دنانير	٤ دنانير	١٥ دولاراً
١٥ ديناراً	١٥ ديناراً	٦٠ دولاراً
الأفراد		
المؤسسات		

المراسلات

توجه جميع المراسلات إلى رئيس التحرير على العنوان الآتي:

مجلة الحقوق - جامعة الكويت ص.ب: ٦٤٩٨٥ الشويخ - ب 70460 الكويت

تلفون: ٢٤٨٣٥٧٨٩ - ٢٤٨٤٧٨١٤ فاكس: ٢٤٨٣١١٤٣

E.mail: jol@ku.edu.kw

عنوان المجلة في شبكة الإنترنت <http://www.pubcouncil.kuniv.edu.kw/jol>

ISSN 1029 - 6069