

أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال وانعكاسها على قيمة المنشأة - دراسة تطبيقية على المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية

د. محمد صابر حموده السيد

مدرس في قسم المحاسبة كلية التجارة - جامعة المنوفية

أولاً: مقدمة

يشير قرار تحديد هيكل رأس المال إلى اختيار مزيج من مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية، حيث تتمثل مصادر التمويل الداخلية في حقوق الملكية من خلال الأرباح المحتجزة، الاحتياطات، ورأس مال الأسهم، في حين تتمثل مصادر التمويل الخارجية في الديون من خلال الائتمان المصرفي، الائتمان التجاري، وإصدار السندات (Ward & Price, 2006)، وتحدد المنشأة هيكل رأس المال في ضوء العديد من العوامل التي تتمثل في الحجم، هيكل الأصول، نسبة استغلال الأصول، العمر، الربحية، معدل النمو، أداء سعر السهم، السيولة، المخاطر، معدل الضريبة الفعلي، والمزايا الضريبية من غير الديون.

ويعتبر هدف تعظيم قيمة المنشأة من الأهداف الأساسية للمنشأة الذي يعتمد على اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية بما يضمن استمرار المنشأة في ممارسة أنشطتها المختلفة، وبالتالي يعتبر قرار تحديد هيكل رأس المال الأمثل من القرارات الهامة التي تؤثر على قيمة المنشأة حيث أشارت دراسة (Bhattacharjee & Dash, 2015) إلى أن المنشأة ذات نسبة الديون المرتفعة تكون عرضة لمخاطر أعلى وبالتالي يتم تقييمها بقيمة أقل من المنشآت ذات نسبة الديون المنخفضة، كما يمكن أن تتعرض المنشأة

لارتفاع تكلفة رأس المال نظراً لارتفاع نسبة الديون على الرغم من تساوى مستوى المخاطر مع المنشآت الأخرى، بينما أشارت دراسة (Myers, 2001) إلى أن ارتفاع نسبة الديون يؤدي إلى ارتفاع قيمة المنشأة بمقدار المزايا الضريبية على الرغم من أن ارتفاع مستوى الديون يؤدي إلى زيادة احتمال تعرض المنشأة للمخاطر، وبالتالي لابد من تحقيق التوازن بين المزايا الضريبية وتكاليف الديون عند اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال، ونتيجة لذلك قامت العديد من النظريات بدراسة العوامل المحددة لهيكل رأس المال وتحديد أهم العوامل المؤثرة على اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال الأمثل وما يستتبعه من التأثير على قيمة المنشأة، ومن أهم تلك النظريات نظرية المفاضلة، نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، نظرية توقيت السوق، نظرية الإشارة، ونظرية التدفق النقدي الحر.

وتلعب المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم دوراً كبيراً في تحقيق التنمية الاقتصادية على مستوى دول العالم من خلال تعزيز معدل النمو، خلق فرص العمل، توليد الدخل، الانتاجية، والابتكار، حيث ساهمت تلك المنشآت بنسبة (٤٢,٥%، ٥٦,٤٢%، ٥٠%، ٦٧,٢٥%) من الناتج المحلي الإجمالي في ألمانيا، اليابان، هولندا، البرتغال على الترتيب، وبلغت نسبة عدد العاملين في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في هذه الدول (٧٠,٣٦%، ٧٤,١٣%، ٥٨,٥%، ٨١,٥٥%) على الترتيب (Ayyagari, et al., 2007)، كما بلغت نسبة عدد المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في الصين ما يقرب من (٩٩,١٧%) من إجمالي عدد المنشآت حيث توفر تلك المنشآت نحو (٨٠%) من فرص العمل، وتحقق نحو (٧٠%) من الابتكارات (Jiahui, 2015).

كما تلعب المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم دوراً حيوياً في الاقتصاد المصري حيث ساهمت بنسبة (٧٥%) من النمو الاقتصادي، كما بلغت نسبة عدد العاملين في تلك المنشآت (٨٠%) من إجمالي عدد العاملين (بورصة النيل، ٢٠١٦)، وعلى

الرغم من أهمية المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم إلا أنها تواجه صعوبات عند تلبية احتياجاتها التمويلية للقيام بعمليات النمو والتوسع والوصول إلى أسواق جديدة، مما أدى إلى إنشاء بورصة النيل المصرية في عام ٢٠٠٧م والتي تعتبر أول سوق لتمويل المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في مصر ومنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بغرض مساعدة تلك المنشآت في الحصول على احتياجاتها التمويلية وحمايتها من التعثر وعدم الاستمرار من خلال توفير فرص غير محدودة للنمو والتوسع عن طريق توفير التمويل طويل الأجل في صورة زيادة رأس المال أو طرح جزء من الأسهم للاكتتاب، المساهمة في تحديد القيمة العادلة للمنشأة وحمايتها من المخاطر التي تهدد كيانها واستمرارها في المستقبل، تسهيل عملية اندماج المنشآت الصغيرة بغرض إقامة كيانات اقتصادية لها قدرة تنافسية، فضلاً عن تدعيم مركز المنشأة أمام المتعاملين معها من العملاء والموردين والبنوك.

ثانياً: مشكلة الدراسة

هناك العديد من العوامل المحددة لهيكل رأس المال والتي يمكن تصنيفها إلى عوامل خارجية لا يمكن التحكم فيها من جانب المنشأة مثل الظروف الاقتصادية والسياسية، قوانين الإفلاس، تطوير سوق رأس المال، والقوانين الضريبية (Rajan & Zingales, 1995)، بالإضافة إلى العوامل الداخلية التي يمكن التحكم فيها من جانب المنشأة مثل الحجم، هيكل الأصول، نسبة استغلال الأصول، العمر، الربحية، معدل النمو، أداء سعر السهم، السيولة، المخاطر، معدل الضريبة الفعلي، والمزايا الضريبية من غير الديون، إلا أن تلك العوامل تختلف من دولة إلى أخرى كما تختلف في درجة تأثيرها من منشأة إلى أخرى نظراً لوجود تأثير مباشر وغير مباشر لهذه العوامل على هيكل رأس المال (De Jong, et al., 2008)، كما لوحظ اختلاف نظريات هيكل رأس المال ونتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين

العوامل المحددة وهيكل رأس المال مما يتطلب ضرورة دراسة هذه العوامل وتحديد تأثيرها على هيكل رأس المال في البيئة المصرية.

ويعتبر قرار اختيار هيكل رأس المال من القرارات الاستراتيجية الحاسمة التي تؤثر على قيمة المنشأة وما يستتبعه من التأثير على ثروة المساهمين، ولذلك قامت العديد من النظريات بتفسير كيفية تأثير هيكل رأس المال على قيمة المنشأة، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف بين تلك النظريات حول مدى تأثير هيكل رأس المال على قيمة المنشأة مما أدى إلى تعدد التفسيرات حول قرار تحديد هيكل رأس المال نظراً لتركيز كل نظرية على أحد العوامل المحددة لهيكل رأس المال، كما لوحظ اختلاف الدراسات السابقة حول مدى صلاحية نظريات هيكل رأس المال ولم تتفق على النظرية التي يمكن من خلالها تحديد هيكل رأس المال الأمثل، حيث أشارت دراسة (Myers, 2001) إلى عدم وجود نظرية شاملة لتفسير هيكل رأس المال وبالتالي يمكن تحقيق التكامل بين مختلف النظريات لتفسير هيكل رأس المال، بالإضافة إلى وجود اختلاف بين نتائج الدراسات السابقة حول مدى تأثير هيكل رأس المال على قيمة المنشأة، مما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل مدى تأثير هيكل رأس المال على قيمة المنشأة في البيئة المصرية.

وتختلف المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم عن المنشآت الكبيرة في العديد من الجوانب والتي تتمثل في هيكل الملكية، مصادر التمويل المحدودة، فضلاً عن توافر بعض الخصائص التي تحد من قدرتها على فرص الدخول في أسواق رأس المال كما في المنشآت الكبيرة (Uyar & Guzelyurt, 2015)، حيث تعتمد المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم على مصادر التمويل الداخلية والديون قصيرة الأجل ومن ثم فإنها تكون أقل نسبة مديونية، أكثر تقلباً، وأكثر تعرضاً للإفلاس (López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008)، إلا أن تلك المصادر تكون غير كافية لتلبية احتياجات المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم لعمليات النمو والتوسع (Hussain, et al., 2006) مما يؤدي إلى حاجة تلك المنشآت إلى مصادر التمويل

الخارجية، ومن ثم يعد الحصول على التمويل الخارجى من أهم القضايا التي تواجه المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم لتمويل أنشطتها التجارية والوصول إلى امكانيات النمو والتوسع، إلا أنه لوحظ اهتمام الدراسات السابقة بالمنشآت كبيرة الحجم ولم تحظى المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم بنفس الاهتمام حول مدى صلاحية نظريات هيكل رأس المال للتطبيق في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم، مما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل مدى صلاحية تلك النظريات في تفسير هيكل رأس المال في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم بغرض توجيه تلك المنشآت إلى أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومدى تأثيرها على قيمة المنشأة.

وبالتالى تتمثل مشكلة الدراسة فى عدم وجود اتفاق حول العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومدى تأثيرها على قيمة المنشأة وخاصة فى ظل عدم وجود نظرية شاملة لتحديد هيكل رأس المال الأمثل، فضلاً عن عدم الاهتمام الكافى بمدى صلاحية نظريات هيكل رأس المال لتحديد هيكل رأس المال الأمثل فى المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم، وبالتالى تسعى الدراسة الحالية إلى تحديد هيكل رأس المال الأمثل فى المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة فى بورصة النيل المصرية فى ضوء العوامل المحددة لهيكل رأس المال وما يستتبعه من تعظيم قيمة المنشأة، وتثير مشكلة الدراسة العديد من التساؤلات تعكس جوهر المشكلة والتي تتمثل فى التالى:

١. هل هناك تأثير للعوامل المحددة لهيكل رأس المال (الحجم، هيكل الأصول، نسبة استغلال الأصول، العمر، الربحية، معدل النمو، أداء سعر السهم، السيولة، تقلب الأرباح، معدل الضريبة الفعلى، والمزايا الضريبية من غير الديون) على مقاييس هيكل رأس المال (نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالى الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالى الأصول، ونسبة إجمالى

- الديون إلى إجمالي الأصول) في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية.
٢. هل هناك تأثير للعوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية.
٣. هل هناك تأثير لمقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية.
٤. هل هناك تأثير للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية.

ثالثاً: أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الأساسي للدراسة في تحديد أثر العوامل المحددة على هيكل رأس المال وانعكاسها على قيمة المنشأة بغرض تعظيم قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية، ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال الأهداف الفرعية التالية:

١. تحديد تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال على مقاييس هيكل رأس المال في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية.
٢. التعرف على تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية.
٣. تحديد تأثير مقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية.
٤. التعرف على تأثير العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية.

رابعاً: أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من مجموعة المساهمات التالية:

١. مساعدة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم على اتخاذ قرار اختيار هيكل رأس المال الأمثل من خلال تحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال.
٢. المساهمة في تقدير القيمة العادلة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم من خلال صياغة نموذج مقترح مكون من أهم العوامل المؤثرة في قيمة المنشأة مما يؤدي إلى حمايتها من المخاطر التي تهدد استمرارها في المستقبل.
٣. إجراء الدراسة التطبيقية على المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم التي تساهم بشكل كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية.

خامساً: حدود الدراسة

تقتصر الدراسة على ما يلي:

١. الديون كأحد عناصر هيكل رأس المال دون حقوق الملكية وذلك بغرض التعرف على أثر هيكل رأس المال وفقاً لأجل الديون على قيمة المنشأة.
٢. المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة والمتداول أسهمها في بورصة النيل المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٠م إلى عام ٢٠١٥م.
٣. تجميع البيانات المنشورة بالتقارير المالية لمنشآت العينة خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٠م إلى عام ٢٠١٥م.

سادساً: خطة الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة فقد تم تقسيمها إلى ثلاثة عشر جزءاً رئيسياً حيث تناول القسم الأول المقدمة، وتناول القسم الثاني مشكلة الدراسة، بينما تناول القسم الثالث أهداف الدراسة، وتناول القسم الرابع أهمية الدراسة، أما القسم الخامس فتناول حدود الدراسة، وتناول القسم السادس خطة الدراسة، وخصص القسم السابع للإطار النظري للدراسة الذي تناول مفهوم ومقاييس هيكل رأس المال، قيمة المنشأة وعلاقتها بهيكل رأس المال، نظريات هيكل رأس المال، والعوامل المحددة لهيكل رأس المال، وتناول القسم الثامن الدراسات السابقة ونتائجها وموقع الدراسة الحالية منها، كما تناول القسم التاسع فرضيات الدراسة، أما القسم العاشر فتناول منهجية الدراسة من خلال عرض مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة وطريقة قياسها، مصادر جمع البيانات، فضلاً عن الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة، وتناول القسم الحادي عشر تحليل نتائج الدراسة، وخصص القسم الثاني عشر إلى عرض نتائج الدراسة، في حين خصص القسم الثالث عشر إلى عرض توصيات الدراسة.

سابعاً: الإطار النظري للدراسة**١- مفهوم ومقاييس هيكل رأس المال**

باستقراء العديد من الدراسات السابقة حول مفهوم هيكل رأس المال (Abor & Biekpe, 2009; Uyar & Guzelyurt, 2015; Nirajini & Priya, 2013) يتضح أنه عبارة عن مزيج من مصادر التمويل المستخدمة في تمويل أنشطة المنشأة والذي يتحقق عنده تعظيم قيمة المنشأة، ويمكن تصنيف مصادر التمويل إلى مصادر التمويل الداخلية التي تتمثل في حقوق الملكية (الأرباح المحتجزة، الاحتياطيات، ورأس مال الأسهم)، ومصادر التمويل الخارجية التي تتمثل في الديون (الائتمان المصرفي، الائتمان التجاري، وإصدار السندات).

ويمكن التعبير عن هيكل رأس المال من خلال العديد من المقاييس حيث أشارت دراسة (Titman & Wessels, 1988) إلى أنه يمكن قياس هيكل رأس المال من خلال الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل، ونسبة الديون القابلة للتحويل إلى القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، كما قامت دراسة كل من (Jiahui, 2015; Chen & Chen, 2011) بقياس هيكل رأس المال عن طريق نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وقامت دراسة (Abor & Biekpe, 2009) بقياس هيكل رأس المال من خلال نسبة الديون قصيرة الأجل، ونسبة الديون طويلة الأجل، في حين قامت دراسة كل من (Al-Taani, 2013; Alipour, et al., 2015) بقياس هيكل رأس المال من خلال نسبة الديون إلى إجمالي الأصول والتي تم تقسيمها إلى ثلاثة مقاييس هي نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وذلك بغرض التعرف على أثر هيكل رأس المال وفقاً لأجل الديون.

وتعتمد الدراسة الحالية في قياس هيكل رأس المال على ثلاثة مقاييس والتي تتمثل في نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة

الأجل إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ويرجع السبب في الاعتماد على نسبة الديون قصيرة الأجل إلى أهميتها في حصول المنشأة على الديون حيث أشارت دراسة (Nguyen & Ramachandran, 2006) إلى قيام المقرضين بالتحقق من مستوى الديون قصيرة الأجل قبل منح القروض إلى المنشأة، كما تم الاعتماد على نسبة الديون طويلة الأجل لأنها أكثر مكونات هيكل رأس المال ثباتاً واستخداماً (Cassar & Holmes, 2003)، كما تمثل نسبة إجمالي الديون المقياس الأساسي لسياسة التمويل وهيكل رأس المال حيث أشارت دراسة (Drobtetz & Fix, 2003) إلى أنه على الرغم من اختلاف الدراسات السابقة حول المقياس الأكثر ملائمة لقياس هيكل رأس المال إلا أن نسبة إجمالي الديون تعتبر المقياس الأكثر استخداماً من جانب العديد من الدراسات.

٢- قيمة المنشأة وعلاقتها بهيكل رأس المال:

يتمثل الهدف الأساسي للمنشأة في تعظيم ثروة المساهمين حيث أن ارتفاع قيمة المنشأة يؤدي إلى زيادة ثراء المساهمين واستمرار استثماراتهم في تلك المنشأة (Ross, et al., 2013)، ويتم تحقيق هذا الهدف من خلال اتخاذ نوعين من القرارات الهامة هما قرارات الاستثمار، وقرارات التمويل حيث يشير قرار الاستثمار إلى التخطيط، إدارة الاستثمارات طويلة الأجل، والتعرف على الفرص الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد ممكن للمنشأة، في حين يشير قرار التمويل أو هيكل رأس المال إلى الاختيار بين مزيج من مصادر التمويل الداخلية والخارجية لتمويل كافة الأنشطة الخاصة بالمنشأة بما يساعد على تعظيم قيمتها (Ross, et al., 2013).

ونظراً لأهمية قيمة المنشأة في التعبير عن كفاءة أداء المنشأة، العائد المتوقع من الاستثمارات، وتقييم كفاءة الاستثمارات فقد قامت العديد من الدراسات بمحاولة تحسين دقة تقدير قيمة المنشأة، حيث تم قياس قيمة المنشأة من خلال قائمة المركز المالي بالاعتماد على قيمة الأصول أو نسبة القيمة السوقية للأصول إلى قيمتها

الدفترية (Putu, et al., 2014)، كما تم تقدير قيمة المنشأة من خلال قائمة الدخل بالاعتماد على المبيعات، الأرباح، وغيرها من المؤشرات الأخرى مثل ربحية السهم، ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى ربحية السهم (Mathanike, et al., 2015; Mohohlo, 2013)، واعتمدت دراسة (Chen & Chen, 2011) على مؤشرين لتقدير قيمة المنشأة هما القيمة الدفترية للسهم معبراً عنها بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المتداولة، والقيمة السوقية للسهم معبراً عنها بسعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية، كما اعتمدت دراسة (Bae, et al., 2008) على إجمالي كل من القيمة السوقية للأسهم العادية، القيمة الدفترية للأسهم الممتازة، والقيمة الدفترية للديون مقسوماً على إجمالي الأصول، في حين خلصت دراسة (Kohli & Saha, 2008) إلى أن القيمة السوقية من أفضل المقاييس لتقدير قيمة المنشأة حيث تعكس الثمن الذي يدفعه المستثمر كقيمة لأصول المنشأة معبراً عنها بسعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية مضروباً في عدد الأسهم المتداولة، كما أشارت دراسة (Kristianti, 2013) إلى أنه يمكن تقدير قيمة المنشأة من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، كما استخدمت العديد من الدراسات نموذج Tobin's Q الذي يعبر عن قيمة المنشأة من خلال تكلفة الإستبدال المطلوبة للحصول على نفس أصول المنشأة والتي تساعد في التعرف على ما إذا كانت قيمة المنشأة أكبر من تكلفة الأصول اللازمة لتوليد التدفقات النقدية (Hovey, et al., 2003).

وقد قدم نموذج Tobin's Q من جانب James Tobin في عام ١٩٦٩م حيث خلص إلى أنه إذا كانت نسبة Q أكبر من الواحد الصحيح فهذا يعني أن القيمة السوقية لأصول المنشأة أكبر من تكلفتها الفعلية وأن المنشأة لديها حافز جيد للاستثمار وتحقيق معدلات نمو مرتفعة، أما إذا كانت نسبة Q أقل من الواحد الصحيح فهذا يعني انخفاض حافز الاستثمار وتكون المنشأة هدفاً للاستحواذ حيث يحصل المستثمرون على أصول المنشأة بسعر أقل من ثمن البيع (Widjaja & Maghviroh,

(2011)، ويمكن تقدير قيمة المنشأة باستخدام نموذج Tobin's Q من خلال المعادلة التالية (Lindenberg & Ross, 1981):

$$\text{قيمة المنشأة} = (\text{القيمة السوقية} + \text{القيمة الدفترية لإجمالي الديون}) \div \text{تكلفة استبدال الأصول}$$

حيث أن:

القيمة السوقية = سعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية مضروباً في عدد الأسهم المتداولة
 تكلفة استبدال الأصول = إجمالي الأصول + صافي قيمة المعدات والآلات بتكلفة الإستهبال + صافي
 قيمة المعدات والآلات التاريخية + قيمة المخزون بتكلفة
 الإستهبال + قيمة المخزون التاريخية

إلا أنه في الواقع العملي يصعب الحصول على العديد من المعلومات الخاصة بتكلفة الإستهبال مما يعقد من عملية تحديد قيمة Tobin's Q، وبالتالي اقترحت العديد من الدراسات استخدام التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة استبدالها، ومن ثم يمكن تقدير قيمة المنشأة من خلال المعادلة التالية (Bae, et al., 2008):

قيمة المنشأة = (القيمة السوقية + القيمة الدفترية لإجمالي الديون) ÷ التكلفة التاريخية للأصول
 وسوف تعتمد الدراسة الحالية على نموذج Tobin's Q حيث أنه من أكثر النماذج دقة واستخداماً من جانب الدراسات المحاسبية حيث تم استخدامه في دراسة الفرص الاستثمارية، دراسة العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة المنشأة، دراسة العلاقة بين الأداء والأرباح، التمويل، والتوزيعات النقدية (Chung & Pruitt, 1994)، فضلاً عن اعتماده على عدد محدود من المتغيرات المطلوبة والتي يمكن الحصول عليها من التقارير المالية، كما أنه من أكثر النماذج قبولاً لسهولة تقدير قيمة المنشأة وتفسيرها (Bonna, 2012).

وتعتبر دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة من الجوانب الهامة لتقدير قيمة المنشأة ولذلك قامت نظريات هيكل رأس المال بدراسة وتحليل العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف بين تلك النظريات حول هذه العلاقة حيث أشارت نظرية Modigliani & Miller في عام ١٩٥٨م إلى عدم

وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، في حين خلصت نظريات هيكل رأس المال الأخرى إلى وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة في ظل فروض محددة، كما لوحظ اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة حيث خلصت دراسة كل من (Bhattacharjee & Dash, 2015; Mathanika, et al., 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، في حين خلصت دراسة كل من (Myers, 2001; Kontesa, 2015) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، بينما توصلت دراسة (Mohohlo, 2013) إلى عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، ونظراً لاختلاف نظريات هيكل رأس المال ونتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة فإن الدراسة الحالية تسعى إلى دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة في البيئة المصرية والتي قد تختلف عن البيئة الأجنبية.

٣- نظريات هيكل رأس المال

تناولت العديد من النظريات هيكل رأس المال بهدف دراسة العوامل المحددة لهيكل رأس المال وتحديد أهم العوامل التي يمكن من خلالها اتخاذ قرار اختيار هيكل رأس المال الأمثل وما يستتبعه من التأثير على قيمة المنشأة، ويمكن تناول أهم نظريات هيكل رأس المال كما يلي:

١/٣ نظرية المفاضلة The Trade-Off Theory

في عام ١٩٥٨م قدمت دراسة (Modigliani & Miller, 1958) أول نظرية لهيكل رأس المال وخلصت إلى عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة في ظل عدد من الفروض تتمثل في عدم وجود ضرائب، كفاءة سوق الأوراق المالية، تماثل المعلومات لكافة الأطراف الداخلية والخارجية، عدم وجود تكاليف للمعاملات أو تكاليف للإفلاس، فضلاً عن عدم وجود علاقة للاختيار بين الديون وحقوق الملكية.

وفى عام ١٩٦٣م قامت دراسة (Modigliani & Miller, 1963) بانتقاد النظرية السابقة واعتبار المزايا الضريبية محدداً أساسياً لهيكل رأس المال وخلصت الدراسة إلى ميل المنشآت لاستخدام الديون للاستفادة من المزايا الضريبية وتعظيم قيمة المنشأة، كما توصلت دراسة (Myers, 2001) إلى قيام المنشآت بالحصول على مستويات مرتفعة من الديون للاستفادة بأكبر قيمة ممكنة من المزايا الضريبية وما يستتبعه من زيادة الربحية على الرغم من أن ارتفاع مستوى الديون يؤدي إلى زيادة احتمال تعرض المنشأة للإفلاس، ومن ثم تعتمد نظرية المفاضلة على التوازن بين المزايا الضريبية وتكاليف الديون التي تتمثل فى تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة فى تفسير اختلاف قرار التمويل بين المنشآت المختلفة (Harris & Raviv, 1990).

وتقضى هذه النظرية بأن زيادة مستوى الديون يؤدي إلى زيادة تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة وما يستتبعه من انخفاض قيمة المنشأة، وبالتالي تسعى المنشأة إلى تحديد هيكل رأس المال الأمثل من خلال التوازن بين المزايا الضريبية للديون وتكاليف الديون، ويتحقق هذا التوازن عن طريق تحديد مستوى الدين الذى عنده تتساوى المزايا الضريبية للدين مع كافة التكاليف المرتبطة به (Karadeniz, et al., 2011).

ويمكن تصنيف تكاليف الإفلاس إلى تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة حيث تتمثل التكاليف المباشرة فى التكاليف المرتبطة بإفلاس المنشأة نتيجة لبيع أصولها بسعر أقل من القيمة الحالية فى بداية إجراءات الإفلاس، بالإضافة إلى التكاليف الإدارية والقانونية (Odit & Gobardhun, 2011)، فى حين تتمثل التكاليف غير المباشرة فى تكاليف الموظفين، تكاليف العملاء، تكاليف الموردين، تكاليف المستثمرين، وتكاليف المديرين والمساهمين (Odit & Gobardhun, 2011)، أما تكاليف الوكالة فتحدث نتيجة لتضارب المصالح بين المديرين والمساهمين أو بين المساهمين وحملة السندات.

٢/٣ نظرية تسلسل مصادر التمويل The Pecking Order Theory

تعتمد هذه النظرية في تفسير هيكل رأس المال والاختيار بين مصادر التمويل المختلفة على عدم تماثل المعلومات حيث يتم اختيار مصادر التمويل الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات نظراً لارتباط تكاليف التمويل بعدم تماثل المعلومات حيث يؤدي ارتفاع عدم تماثل المعلومات إلى زيادة تكاليف التمويل، وقد ساهمت دراسة كل من (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) في وضع فروض نظرية تسلسل مصادر التمويل حيث أشارت كل منهما إلى أن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى اختلاف تكلفة مصادر التمويل مما يؤثر على قرار المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة، كما وضعت دراسة (Myers & Majluf, 1984) تسلسل مصادر التمويل على النحو التالي:

١. مصادر التمويل الداخلية، حيث تعتبر الأرباح المحتجزة البديل الأول لمصادر التمويل لدى المديرين نظراً لعدم تأثرها بعدم تماثل المعلومات، كما أنها توفر حرية أكبر لاستخدامها.
 ٢. مصادر التمويل الخارجية المتمثلة في الديون في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية لتلبية الاحتياجات التمويلية.
 ٣. إصدار الأسهم في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة والديون لتلبية الاحتياجات التمويلية.
- ويرجع تسلسل مصادر التمويل إلى اختلاف تكلفة هذه المصادر نتيجة لعدم تماثل المعلومات مما يؤدي إلى تفضيل المنشأة لمصادر التمويل الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات، ومحاولة تجنب اللجوء إلى إصدار الأسهم ذات درجة الحساسية العالية لعدم تماثل المعلومات والاعتماد عليه كبديل أخير للتمويل.

وقد قامت العديد من الدراسات التطبيقية باختبار مدى اتفاق فروض هذه النظرية مع الواقع العملي حيث دعمت دراسة (Shyam-sunder & Myers, 1999) فروض هذه

النظرية من خلال التطبيق على عدد من القطاعات المقيدة في سوق الأوراق المالية بنيويورك خلال الفترة ١٩٧١-١٩٨٩، كما دعمت دراسة (Farnk & Goyal, 2003) فروض هذه النظرية من خلال التطبيق على الشركات العامة الأمريكية خلال الفترة ١٩٧١-١٩٩٨، وتوصلت دراسة (Seifert & Gonenc, 2008) إلى وجود اتفاق دولي حول فروض هذه النظرية في الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، وألمانيا خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠٠٤ حيث يرجع عدم تماثل المعلومات إلى ملكية الأسهم واسعة النطاق، وتوافر المزيد من المعلومات للأطراف الداخلية أكثر من الأطراف الخارجية، كما توصلت دراسة (Ni & Yu, 2008) إلى وجود اتفاق حول فروض هذه النظرية بين الشركات الصينية المقيدة في سوق الأوراق المالية خلال عام ٢٠٠٤م، إلا أن هذا الاتفاق يكون للمنشآت كبيرة الحجم حيث أشارت الدراسة إلى عدم اتفاق فروض هذه النظرية مع المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم، وتوصلت دراسة (Fama & French, 2005) إلى اختلاف فروض هذه النظرية مع قرارات التمويل لعدد من المنشآت الفردية، فضلاً عن قيام معظم المنشآت بإصدار نوعاً من الأسهم في كل عام على الرغم من أن إصدار الأسهم يعتبر البديل الأخير لمصادر التمويل. كما خلصت دراسة (Ibbotson, et al., 2001) إلى وجود ارتباط بين فروض هذه النظرية وطبيعة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم حيث أن ارتفاع عدم تماثل المعلومات في تلك المنشآت يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل عن طريق إصدار الأسهم، وتوصلت دراسة (Chittenden, et al., 1996) إلى ميل المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم إلى السيطرة الكاملة من خلال استخدام المدخرات الخاصة والأرباح المحتجزة كمصدر أساسي، وفي حالة عدم كفاية تلك الموارد فإنها تلجأ إلى الديون قصيرة الأجل ثم الديون طويلة الأجل.

٣/٣ نظرية الوكالة The Agency Theory

تعتمد نظرية الوكالة على دراسة صراع المصالح بين مختلف أصحاب المصلحة في المنشأة حيث حددت دراسة (Jensen & Meckling, 1976) نوعين من صراع المصالح يتمثل النوع الأول في الصراع بين المساهمين والمديرين والذي ينشأ نتيجة لرغبة المديرين إلى استخدام موارد المنشأة لتحقيق مصالحهم مما يؤثر بالسلب على ثروة المساهمين، فقد يقوم المديرين بالاستثمار في المشروعات التي تعزز من سيطرتهم على الموارد إلا أنها تؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة (Harris & Raviv, 1990)، في حين يتمثل النوع الثاني في الصراع بين المساهمين وحملة السندات والذي ينشأ نتيجة لمسألة المخاطر الأخلاقية حيث يكون لكل منهما مستحقات مختلفة على المنشأة.

وقد قامت العديد من الدراسات بدراسة صراع المصالح بين المساهمين والمديرين حيث خلصت دراسة (Harris & Raviv, 1990) إلى وجود صراع بين المساهمين والمديرين حول قرارات التشغيل بالمنشأة حيث يميل المديرين إلى تفضيل استمرار المنشأة في ممارسة عملياتها حتى في حالة ميل المساهمين إلى تصفية المنشأة، كما توصلت دراسة (Stulz, 1990) إلى وجود صراع بين المساهمين والمديرين حول قرارات الاستثمار حيث يتطلع المديرين إلى استثمار كافة الأموال المتاحة حتى لو ترتب على ذلك دفع مبالغ نقدية من جانب المساهمين، بينما يتطلع المساهمون إلى الحصول على جزء من تلك الأموال وخاصة في حالة عدم القدرة على الاستثمار بمعدل أكبر من تكلفة رأس المال.

كما أشارت دراسة (Anderson & Reeb, 2003) إلى أن تكاليف الوكالة في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم تكون مساوية للصفر حيث يتوافر لدى تلك المنشآت الدافع لتخفيض مستوى الصراع بين أصحاب المصلحة في المنشأة، إلا أن المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم قد تعاني من تكاليف الوكالة في حالة انفصال الملكية عن الإدارة بالإضافة إلى العديد من المشاكل المتعلقة بعدم تماثل المعلومات.

٤/٣ نظرية توقيت السوق The Market Timing Theory

تعتمد هذه النظرية على المقترح الذي قدمته دراسة (Baker & Wurgler, 2002) والتي أشارت إلى أنه يمكن تحديد هيكل رأس المال الأمثل وتعظيم ثروة المساهمين من خلال اختيار مصدر التمويل المناسب الذي يتفق مع توقيت الحاجة إلى التمويل حيث يتم الاعتماد على الديون أو إصدار الأسهم في حالة ملائمة ظروف السوق لكل مصدر من مصادر التمويل، وبالتالي يتم إصدار الأسهم في الوقت الذي تكون فيه أسعار الأسهم مساوية أو أعلى من قيمتها الحقيقية، إلا أنها يتم الاعتماد على الديون في الوقت الذي تكون فيه أسعار الأسهم أقل من قيمتها الحقيقية، كما خلصت الدراسة إلى وجود علاقة بين هيكل رأس المال الحالي وأسعار الأسهم التاريخية حيث يمكن للمنشأة إصدار الأسهم في ضوء تقييم السوق.

٥/٣ نظرية الإشارة The Signal Theory

تفترض هذه النظرية أن هيكل رأس المال يمكن أن يرسل اشارات تعبر عن الوضع المالي للمنشأة في المستقبل بما يسمح بالحصول على العديد من المعلومات واتخاذ القرار المناسب، حيث يمكن لنسبة الديون أن ترسل اشارات للمستثمرين عن الوضع المالي للمنشأة في المستقبل، ففي حالة قيام المنشأة بزيادة نسبة الديون فهذا يعطى إشارة ايجابية عن المركز المالي الجيد للمنشأة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها في المستقبل وأنها تحقق تدفقات نقدية من المزايا الضريبية، أما في حالة تجنب زيادة نسبة الديون فهذا يعطى إشارة سلبية عن المركز المالي للمنشأة واحتمال تعرضها لأزمات مالية قد تؤدي بها إلى الإفلاس، كما أن قيام المنشأة بإصدار أسهم جديدة يساعد على توفير معلومات بأن أسعار الأسهم أعلى من قيمتها الحقيقية (Ojo, 2012) مما يرسل اشارات سلبية بأن قرار إصدار الأسهم الجديدة بغرض مساهمة المستثمرين الجدد في الخسارة التي تعرضت لها المنشأة مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم في السوق (البدران & ناصح، ٢٠١٤).

٦/٣ نظرية التدفق النقدي الحر The Free Cash Flow Theory

تشير نظرية التدفق النقدي الحر إلى صراع المصالح بين المساهمين والمديرين حول السياسة النقدية للمنشأة ففي حالة تحقق تدفق نقدي حر لدى المنشأة يكون الصراع حول كيفية تحفيز المديرين لتوزيع تدفق نقدي حر على المساهمين بدلاً من الاستثمار بمعدل أقل من تكلفة رأس المال، وقد خلصت دراسة (Jensen, 1986) إلى أنه يمكن استخدام الديون كأداة للرقابة من خلال إلزام المديرين لدفع تدفق نقدي حر للمساهمين في حالة عدم قدرة المنشأة على الاستثمار بشكل مربح، كما توصلت دراسة (Stretcher & Johnson, 2011) إلى أنه يمكن استخدام الديون في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال الحد من التدفق النقدي الحر وخلق الدافع لدى المديرين لاتخاذ قرارات استثمارية أفضل والعمل بكفاءة أكبر لخدمة الديون والحد من مخاطر الإفلاس، وأشارت دراسة (Myers, 2001) إلى أن ارتفاع مستوى الديون يمكن أن يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة في حالة زيادة التدفقات النقدية التشغيلية عن الفرص الاستثمارية المربحة.

يتضح من العرض السابق وجود اختلاف بين نظريات هيكل رأس المال حول العوامل المحددة لهيكل رأس المال حيث ركزت نظرية المفاضلة على المزايا الضريبية، وركزت نظرية تسلسل مصادر التمويل على عدم تماثل المعلومات، في حين ركزت نظرية توقيت السوق على توقيت الحاجة إلى التمويل، بينما ركزت نظرية التدفق النقدي الحر على تكاليف الوكالة، كما لوحظ اختلافات نظريات هيكل رأس المال حول العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة حيث خلصت نظرية Modigliani & Miller في عام ١٩٥٨م إلى عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، في حين خلصت نظريات هيكل رأس المال الأخرى إلى وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة في ظل فروض محددة.

٤ - العوامل المحددة لهيكل رأس المال

يمكن تحديد هيكل رأس المال الأمثل من خلال مجموعتين من العوامل هما العوامل الخارجية والعوامل الداخلية حيث تتمثل العوامل الخارجية في العوامل التي تنشأ من البيئة المحيطة بالمنشأة والتي لا يمكن التحكم فيها من جانب المنشأة مثل الظروف الاقتصادية والسياسية، قوانين الإفلاس، تطوير سوق رأس المال، والقوانين الضريبية (Rajan & Zingales, 1995)، في حين تتمثل العوامل الداخلية في خصائص المنشأة التي يمكن التحكم فيها من جانب المنشأة مثل الحجم، هيكل الأصول، نسبة استغلال الأصول، العمر، الربحية، معدل النمو، أداء سعر السهم، السيولة، المخاطر، معدل الضريبة الفعلية، والمزايا الضريبية من غير الديون، ويمكن عرض العوامل المحددة لهيكل رأس المال وفقاً لنظريات هيكل رأس المال المختلفة كما يلي:

١/٤ الحجم Size

يعتبر حجم المنشأة أحد العوامل المحددة الهامة لهيكل رأس المال، إلا أنه لوحظ اختلاف نظريات هيكل رأس المال حول العلاقة بين حجم المنشأة وهيكل رأس المال حيث أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين الحجم وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن المنشآت كبيرة الحجم تتميز بأنها أكثر تنوعاً، أكثر استقراراً في التدفقات النقدية، أكثر قدرة على تحمل زيادة نسبة الديون وسداد مدفوعات الفوائد، أعلى إفصاحاً عن المعلومات، أقل تقلباً في الأرباح السنوية، أقل تعرضاً لمخاطر الإفلاس، أسهل وصولاً إلى سوق الائتمان، انخفاض تكاليف الوكالة، فضلاً عن أنها تتطلب المزيد من الديون لتحقيق الاستفادة الكاملة من المزايا الضريبية (Zingales, 1995; Deesomsak, et al., 2004; Bhattacharjee & Dash, 2015)، في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة عكسية بين الحجم وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن عدم تماثل المعلومات يكون أقل حدة في المنشآت

كبيرة الحجم مما يجعلها أقل اعتماداً على الديون نظراً لقدرتها على إصدار أسهم ذات درجة حساسية عالية للمعلومات (Zou & Xiao, 2006).

كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين حجم المنشأة وهيكل رأس المال حيث أشارت دراسة كل من (Modigliani & Miller, 1958; Karadeniz, et al., 2009) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين حجم المنشأة وهيكل رأس المال في ظل فرض كفاءة السوق، كما خلصت دراسة كل من (Sogorb-Mira, 2005; Fama & French, 2002) إلى وجود علاقة طردية بين الحجم وهيكل رأس المال وأن المنشآت صغيرة الحجم أكثر اعتماداً على حقوق الملكية، بينما تعتمد المنشآت الأكبر حجماً على الديون، في حين خلصت دراسة (Mateev, et al., 2013) إلى وجود علاقة عكسية بين الحجم وهيكل رأس المال، كما توصلت دراسة كل من (Cassar & Holmes, 2003; Benkraiem & Gurau, 2013) إلى وجود علاقة طردية بين الحجم والديون طويلة الأجل وعلاقة عكسية مع الديون قصيرة الأجل، وأشارت دراسة (Michaelas, et al., 1999) إلى أن المنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم تميل إلى استخدام الديون قصيرة الأجل أكثر من الديون طويلة الأجل، وقد يرجع ذلك إلى أن المنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم تعاني من ارتفاع تكاليف المعاملات في حالة الاعتماد على الديون أو إصدار الأسهم على المدى الطويل.

أما فيما يتعلق بالعلاقة بين الحجم وقيمة المنشأة فإن المنشآت كبيرة الحجم تمتلك القدرة على التنويع، انخفاض تكاليف الإفلاس، فضلاً عن ارتفاع تصنيفها الائتماني ومن ثم فإنها تتميز بانخفاض تكاليف الديون وارتفاع أسعار الأسهم المصدرة، وبالتالي فإن قيمة المنشآت كبيرة الحجم تكون أعلى من المنشآت الأصغر حجماً (Himmelberg, et al., 1999)، ومن ثم فإن حجم المنشأة يمكن أن يؤثر بشكل ايجابي على قيمة المنشأة.

٢/٤ هيكل الأصول Asset Structure

يعتبر هيكل الأصول أحد العوامل المحددة الهامة التي تساهم في تحديد هيكل رأس المال ويلعب دوراً هاماً في اتخاذ قرار التمويل، حيث أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة يؤدي إلى زيادة قيمة تصفية المنشأة وزيادة الأمان للدائنين في حالة التصفية (Harris & Raviv, 1991) وما يستتبعه من زيادة قدرة المنشأة للحصول على القروض بأقل معدل فائدة من خلال استخدام تلك الأصول كضمان للقروض الخارجية (Anuar & Chin, 2016)، كما خلصت دراسة (Fraser, 2004) بأن البنوك تفضل في كثير من الحالات تقديم القروض إلى المنشآت التي لديها نسبة مرتفعة من الأصول الملموسة لتأمين تمويلها، إلا أنه لوحظ اختلاف نظريات هيكل رأس المال حول العلاقة بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال حيث أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال حيث يرتبط هيكل الأصول ارتباطاً وثيقاً بمفهوم تكلفة الإفلاس من خلال استخدام الأصول الملموسة كضمان لتمويل الديون في حالة تعرض المنشأة للإفلاس، فضلاً عن الحماية من مخاطر سوء الاختيار والمخاطر الأخلاقية الناتجة عن الصراع بين المساهمين والدائنين حيث تتميز تلك الأصول بأنها أكثر ملائمة كضمان، بالإضافة إلى قدرتها على تحقيق أعلى ربحية (Dewatripont, et al., 2002)، في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى أن المنشآت التي تحتفظ بنسبة مرتفعة من الأصول الملموسة ستكون أقل عرضه لمشاكل عدم تماثل المعلومات، وبالتالي أقل اعتماداً على الديون (Chen & Chen, 2011).

كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال حيث أشارت دراسة (AL-Fayoumi & Abuzayed, 2009) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال، كما خلصت دراسة (Tang & Jang, 2007) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول وهيكل رأس

المال حيث يمكن استخدام الأصول الملموسة كضمان لتخفيض تكاليف الوكالة المرتبطة باستخدام الدين، في حين خلصت دراسة (Ezeoha, 2008) إلى وجود علاقة عكسية بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال حيث أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة يؤدي إلى زيادة نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف نتيجة لارتفاع تكلفة أهلاك تلك الأصول وما يستتبعه من ارتفاع درجة الرفع التشغيلي وزيادة حساسية أرباح المنشأة لأي تغير في حجم المبيعات، وفي هذه الحالة يؤدي الإقتراض إلى زيادة درجة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح، ومن ثم تردد المقرضين في تقديم قروض للمنشأة حيث يؤدي ذلك إلى زيادة مخاطر تقلب أرباح المنشأة.

كما توصلت دراسة (Esperanca, et al., 2003) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول وكل من نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل، وأشارت دراسة (Viviani, 2008) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول ونسبة إجمالي الديون، كما أشارت دراسة (Sogorb-Mira, 2005) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل، في حين خلصت دراسة كل من (Mateev, et al., 2013; Hall, et al., 2004) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل وعلاقة عكسية بين هيكل الأصول ونسبة الديون قصيرة الأجل، بينما توصلت دراسة (Booth, et al., 2001) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل وعلاقة عكسية بين هيكل الأصول ونسبة إجمالي الديون، كما أشارت دراسة كل من (Jordan, et al., 1998; Michaelas, et al., 1999; Cassar & Holmes, 2003) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال في المنشآت كبيرة الحجم، فضلاً عن اختلاف العلاقة بالنسبة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم حيث لوحظ وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول وكل من نسبة إجمالي الديون ونسبة الديون طويلة الأجل، بينما لوحظ وجود علاقة عكسية بين هيكل الأصول ونسبة الديون قصيرة الأجل.

٣/٤ نسبة استغلال الأصول Asset Utilization Ratio

تعتبر نسبة استغلال الأصول من العوامل المحددة الهامة لهيكل رأس المال في حالة اعتماد المنشأة على الديون حيث أشارت نظرية التدفق النقدي الحر بأن ارتفاع نسبة استغلال الأصول يشير إلى زيادة كفاءة المديرين في استغلال الأصول (Eldomiaty & Azim, 2008)، كما أشارت نظرية الوكالة بأن ارتفاع هذه النسبة دلالة على انخفاض التكاليف وارتفاع كفاءة عمليات التشغيل (Jermias, 2008)، وبالتالي فمن المتوقع وجود علاقة عكسية بين نسبة استغلال الأصول وهيكل رأس المال حيث يشير ارتفاع تلك النسبة إلى زيادة كفاءة المنشأة في الاستفادة من أصولها وما يستتبعه من زيادة التدفقات النقدية وكفاية مصادر التمويل الداخلية لتلبية الاحتياجات التمويلية وعدم حاجة المنشأة إلى مصادر التمويل الخارجية.

٤/٤ العمر Age

يعتبر عمر المنشأة من العوامل المحددة الهامة لهيكل رأس المال ومقياساً أساسياً لسمعة المنشأة في نماذج هيكل رأس المال والذي يؤثر على مستوى المديونية (Bhaird, 2010)، فمن خلال منظور دورة حياة المنشأة فإن المنشأة تضع نفسها على أنها نشاط مستمر مع مرور العديد من السنوات مما يزيد من قدرتها على تحمل المزيد من الديون (Odit & Gobardhun, 2011)، كما تقوم المؤسسات المالية بتقييم الجدارة الائتمانية قبل منح القروض وخاصة بالنسبة للمشروعات ذات المخاطر العالية، وللتغلب على المشاكل المرتبطة بتقييم الجدارة الائتمانية فقد اقترح (Diamond, 1989) الاعتماد على سمعة المنشأة التي تعبر عن اسم جيد قامت المنشأة بتكوينه على مدار العديد من السنوات ويعكس مدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها في الوقت المناسب، كما خلصت دراسة (Abor & Biekpe, 2009) بأن عمر المنشأة يعتبر عاملاً أساسياً للحصول على التمويل حيث تمتلك المنشآت الأقدم عمراً المزيد من الضمانات لتقديمها للبنوك في حالة عدم الوفاء بالتزاماتها.

إلا أنه لوحظ اختلاف نظريات هيكل رأس المال حول العلاقة بين عمر المنشأة وهيكل رأس المال حيث أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين عمر المنشأة وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن المنشآت الحديثة تتميز بانخفاض تنوعها، قلة أرباحها، زيادة الاحتياجات التمويلية، فضلاً عن انخفاض جدارتها الائتمانية وبالتالي انخفاض قدرتها في الحصول على الديون (Pacheco & Tavares, 2015)، في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة وهيكل رأس المال حيث أن عدم تماثل المعلومات يكون أكثر حدة في المنشآت الحديثة مما يجعلها تعتمد بشكل كبير على مصادر التمويل ذات درجة حساسية منخفضة للمعلومات والتي تتمثل في الديون (Pacheco & Tavares, 2015).

كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين عمر المنشأة وهيكل رأس المال حيث أشارت دراسة (Dollinger, 2008) إلى وجود علاقة طردية بين عمر المنشأة وهيكل رأس المال حيث أنه كلما زاد عمر المنشأة كلما زادت درجة الاعتماد على المصادر الخارجية نظراً لوجود ضمانات كافية لمواجهة عدم الوفاء بالالتزامات، وتوصلت دراسة (Hall, et al., 2004) إلى وجود علاقة طردية بين عمر المنشأة ونسبة الديون طويلة الأجل، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة ونسبة الديون قصيرة الأجل، بينما توصلت دراسة (Ramalho & Silva, 2013) إلى وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة وهيكل رأس المال حيث أن المنشآت الحديثة تعتمد بشكل كبير على الديون نظراً لعدم كفاية الأرباح المحتجزة لتلبية الاحتياجات التمويلية، كما أن المنشآت الأقدم عمراً قادرة على توليد موارد داخلية كافية لتلبية احتياجات التوسع والنمو، وأشارت دراسة (Gregory, et al., 2005) إلى وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة ونسبة الديون طويلة الأجل، كما أشارت دراسة (Esperanca, et al., 2003) إلى وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة وكل من نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل، في حين خلصت دراسة

(Serrasqueiro,2011) إلى وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة ونسبة الديون قصيرة الأجل في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم البرتغالية.

٥/٤ الربحية Profitability

يرتبط قرار هيكل رأس المال باختيار مصدر التمويل الملائم للحصول على الأموال اللازمة لتلبية الاحتياجات الاستثمارية بما يساعد في الحصول على أكبر عائد متوقع، فوفقاً لتسلسل مصادر التمويل (Myers & Majluf, 1984) تعتبر الأرباح المحتجزة المصدر الأول الذي تعتمد عليه المنشآت كمصدر للتمويل، يليه بعد ذلك الديون، ثم إصدار أسهم جديدة، وبالتالي فإن المنشآت المربحة تعتمد في المقام الأول على الأرباح المحتجزة مما يجعل نسبة الديون منخفضة، بينما تعتمد المنشآت منخفضة أو عديمة الربحية على التمويل الخارجي من خلال الديون قبل إصدار أسهم جديدة.

إلا أنه لوحظ اختلاف نظريات هيكل رأس المال حول العلاقة بين الربحية وهيكل رأس المال حيث أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين الربحية وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن زيادة الربحية تؤدي إلى انخفاض مخاطر الإفلاس وارتفاع معدلات الضرائب المتوقعة مما يدفع المنشآت إلى الحصول على مستويات أعلى من الديون (Ooi, 1999)، كما تميل المنشآت المربحة إلى امتلاك المزيد من التدفق النقدي الحر مما يحقق لها أرباح تزيد عن الأرباح الناتجة عن الاستثمارات (Mateev, et al., 2013)، في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية وهيكل رأس المال حيث تفضل المنشآت المربحة مصادر التمويل الداخلية لتلبية احتياجاتها التمويلية أكثر من الديون وإصدار أسهم جديدة (Lemmon & Zender, 2010).

كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين الربحية وهيكل رأس المال حيث أشارت دراسة (Ezeoha, 2008) إلى وجود علاقة عكسية بين

الربحية وهيكل رأس المال، كما توصلت دراسة كل من (Hall, et al., 2004; Abor & Biekpe, 2009; Sogrob-Mira, 2005) إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية وكل من نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل، في حين توصلت دراسة (Margaritis & Psillaki, 2007) إلى وجود علاقة طردية بين الربحية وهيكل رأس المال، كما خلصت دراسة (Pacheco & Tavares, 2015) بأن المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم التي يتوافر لديها موارد داخلية كافية تعتمد على الديون قصيرة الأجل وينخفض اعتمادها على الديون طويلة الأجل، بينما توصلت دراسة (Abor, 2005) إلى وجود علاقة طردية بين الربحية ونسبة الديون قصيرة الأجل، وعلاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون طويلة الأجل، في حين أشارت دراسة (Tang & Jang, 2007) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الربحية وهيكل رأس المال، كما أشارت دراسة (Chittenden, et al., 1996) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الربحية والديون طويلة الأجل، بينما كانت هناك علاقة عكسية بين الربحية وكل من الديون قصيرة الأجل ونسبة إجمالي الديون.

أما فيما يتعلق بالعلاقة بين الربحية وقيمة المنشأة فقد خلصت دراسة (Yang, et al., 2010) إلى أن ارتفاع ربحية المنشأة يؤدي إلى زيادة فائض العائد للمساهمين وزيادة الطلب على أسهم المنشأة وما يستتبعه من ارتفاع قيمة المنشأة.

٦/٤ معدل النمو Growth Rate

تتمثل فرص النمو في القدرة على القيام بمشروعات التوسع وزيادة الطاقة الإنتاجية، إضافة خطوط إنتاج جديدة، الاستحواذ على المنشآت الأخرى، فضلاً عن استبدال الأصول القائمة، وبالتالي فإن المنشآت التي يتوافر لديها فرص النمو في حاجة إلى مزيد من الاحتياجات النقدية المستقبلية، بالإضافة إلى الحاجة إلى الاحتفاظ بمزيد من الأرباح، ومن ثم فإن فرص النمو المستقبلية تؤدي إلى زيادة

الطلب على الأموال المتولدة داخلياً وزيادة رغبة المنشآت إلى المزيد من التمويل الخارجي، وما يستتبعه من ارتفاع مستوى الديون (Hall, et al., 2004). إلا أنه لوحظ اختلاف نظريات هيكل رأس المال حول العلاقة بين معدل النمو وهيكل رأس المال حيث أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن زيادة فرص النمو تكون في شكل أصول رأسمالية التي لا يمكن استخدامها كضمان مما يجعل المنشآت مرتفعة النمو تعتمد بشكل أقل على الديون من المنشآت التي لديها أصول ملموسة (Sheikh & Wang, 2011)، في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة طردية بين معدل النمو وهيكل رأس المال حيث يترتب على وجود فرص نمو مرتفعة زيادة الطلب على مصادر التمويل الخارجية وخاصة بعد استنفاد الأموال الداخلية وعدم كفايتها للقيام بعمليات النمو (Bhattacharjee & Dash, 2015)، كما يؤدي وجود فرص النمو المستقبلية إلى زيادة الاعتماد على مصادر التمويل منخفضة الحساسية للمعلومات وما يستتبعه من زيادة الطلب على الديون وانخفاض الاعتماد على إصدار الأسهم ذات درجة الحساسية المرتفعة للمعلومات (Viviani, 2008)، كما أشارت نظرية الوكالة إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن ارتفاع مرونة الاستثمار لدى المنشآت مرتفعة النمو يؤدي إلى تحويل الثروة من أصحاب الديون إلى المساهمين مما يجعلها تعتمد بصورة أقل على الديون لتخفيض صراع المصالح بين أصحاب الديون والمساهمين (Sheikh & Wang, 2011).

كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين معدل النمو وهيكل رأس المال حيث أشارت دراسة (Abor & Biekpe, 2006) إلى أن المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في جنوب أفريقيا التي تتميز بارتفاع معدلات النمو تميل إلى مستويات مرتفعة من الديون، كما توصلت دراسة (Michaelas, et al., 1999) إلى وجود علاقة طردية بين معدل النمو ونسبة الديون قصيرة الأجل، وخلصت دراسة كل

من (Cassar & Holmes, 2003; Hall, et al., 2004; Sogrob-Mira, 2005) إلى وجود علاقة طردية بين معدل النمو وكل من الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل حيث تحتاج المنشآت مرتفعة النمو إلى مزيد من الديون لتوسيع استثماراتها وخاصة بعد استفاد الأرباح المحتجزة وعدم كفايتها لعمليات التوسع والنمو مما يضطرها إلى البحث عن مصادر تمويل خارجية، بينما توصلت دراسة كل من (Ooi, 1999; Rajan & Zingales, 1995) إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال حيث تميل المنشآت مرتفعة النمو إلى التمويل من خلال زيادة حقوق الملكية واستخدام مستويات منخفضة من الديون في قرارات التمويل المستقبلية، كما خلصت دراسة (Harris & Raviv, 1990) إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال حيث أن الاعتماد على الديون في تمويل الفرص الاستثمارية يحتوى على درجة عالية من المخاطر، كما أن الفرص الاستثمارية تكون في صورة أصول رأسمالية والتي تؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة ولكن في المدى الطويل ولا تحقق عائد في الوقت الحالي، بالإضافة إلى عدم امكانية استخدام تلك الأصول كضمان وتعرض قيمتها للانخفاض في حالة إفلاس المنشأة، في حين أشارت دراسة (Karadeniz, et al., 2009) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين معدل النمو وهيكل رأس المال.

أما فيما يتعلق بالعلاقة بين معدل النمو وقيمة المنشأة فقد خلصت دراسة (Myers, 1977) إلى أن المنشآت مرتفعة النمو ستتخلى عن برامج الاستثمار ذات صافي القيمة الحالية الموجبة بغرض زيادة قيمة المنشأة وزيادة ثروة المساهمين، وبالتالي فهناك تأثير ايجابي لمعدل النمو على قيمة المنشأة، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة (Maury, 2006).

٧/٤ أداء سعر السهم Share Price Performance

يعتبر أداء سعر السهم مقياساً أساسياً لدى المديرين عند اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال حيث أشارت نظرية توقيت السوق إلى أن هيكل رأس المال هو نتاج تراكمي لأسعار الأسهم التاريخية في السوق (Alipour, et al., 2015)، كما أشارت هذه النظرية بأن تقلبات أسعار الأسهم لها تأثير على هيكل رأس المال حيث تقوم المنشأة بإصدار الأسهم في حالة ارتفاع قيمتها السوقية عن قيمتها الدفترية، أما في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم فإنها تقوم بإعادة شراء أسهمها (Baker&Wurgler,2002). يتضح مما سبق وجود علاقة عكسية بين أداء سعر السهم وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أنه في حالة ارتفاع سعر السهم للمنشأة فإنها تقوم بإصدار الأسهم كمصدر للتمويل والاعتماد بشكل أقل على الديون، أما في حالة انخفاض سعر السهم فإنها تلجأ إلى الديون، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Antoniou, et al., 2008; Deesomsak, et al., 2004) التي خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين أداء سعر السهم وهيكل رأس المال.

٨/٤ السيولة Liquidity

تعتبر السيولة عن مدى كفاية الأصول المتداولة للوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل المتوقعة وغير المتوقعة من خلال التدفق النقدي الناتج من المبيعات، تحصيل المستحق من المدينين، وتحويل بعض الأصول إلى نقد خلال فترة زمنية قصيرة دون تحمل أى خسارة (Saarani & Shahadan, 2013).

وقد لوحظ اختلاف نظريات هيكل رأس المال حول العلاقة بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أن المنشآت التي لديها نسبة سيولة عالية يكون لديها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل مما يسهل الحصول على الديون، فضلاً عن تجنب عدم الاستخدام الكفء للتدفقات النقدية (Gomez, et al., 2014)، في حين أشارت كل

من نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر إلى وجود علاقة عكسية بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أن المنشآت التي لديها نسبة سيولة عالية تميل إلى الاعتماد على الأموال المتولدة داخلياً دون الحاجة إلى الإقتراض (Alipour, et al., 2015).

كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أشارت دراسة كل من (Sheikh & Wang, 2011; Deesomsak, et al., 2004) إلى وجود علاقة عكسية بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أن المنشآت عالية السيولة تفضل التمويل الداخلى على التمويل الخارجى وما يستتبعه من انخفاض نسب الديون، كما أشارت دراسة (Eldomiati & Azim, 2008) إلى أن نسبة التداول كمقياس لتقييم السيولة ذات علاقة عكسية مع نسب الديون عند كافة مستويات المخاطر، وأن نسبة النقدية ذات علاقة عكسية مع نسب الديون عند مستوى منخفض من المخاطر، كما خلصت دراسة (Pacheco & Tavares, 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون طويلة الأجل، فى حين توصلت دراسة (Mateev, et al., 2013) إلى وجود علاقة طردية بين السيولة ونسبة الديون قصيرة الأجل.

٩/٤ المخاطر Risk

تعتبر المخاطر إحدى العوامل المحددة لهيكل رأس المال والتي تتمثل فى الاعتماد على التصدير، الحاجة المستمرة إلى الابتكار، شدة المنافسة فى السوق، التغير فى البيئة الاقتصادية، التقلب فى سعر البيع، الطلب على المنتجات، وتكلفة لمدخلات، ويؤدى زيادة تقلب تلك العوامل إلى انخفاض قدرة المنشأة على الإقتراض (Pacheco & Tavares, 2015) حيث يأخذ المقرضين فى الاعتبار مدى تعرض المنشأة لتلك المخاطر قبل اتخاذ قرار الإقراض.

وقد لوحظ اتفاق كل من نظرية المفاضلة، ونظرية تسلسل مصادر التمويل حول العلاقة بين مستوى المخاطر وهيكل رأس المال حيث أشارت كل منهما إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى المخاطر وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن ارتفاع مستوى المخاطر يشير إلى زيادة احتمال تعرض المنشأة للإفلاس وانخفاض قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وبالتالي انخفاض جدارتها الائتمانية (Alipour, et al., 2015). إلا أنه لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين مستوى المخاطر وهيكل رأس المال حيث أشارت دراسة كل من (Sheikh & Wang, 2009; Abor & Biekpe, 2011) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى المخاطر وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن ارتفاع مستوى المخاطر يؤدي إلى تجنب استخدام التمويل الخارجي والاعتماد على التمويل الداخلي لمنع التعرض للإفلاس، كما توصلت دراسة (Thies & Klock, 1992) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى المخاطر ونسبة الديون طويلة الأجل، وعلاقة طردية بين مستوى المخاطر ونسبة الديون قصيرة الأجل، في حين خلصت دراسة (Jordan, et al., 1998) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى المخاطر وهيكل رأس المال، كما خلصت دراسة (Esperanca, et al., 2003) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى المخاطر وكل من نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل، وخلصت دراسة (Omran & Pointon, 2009) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى المخاطر ونسبة الديون طويلة الأجل، بينما خلصت دراسة كل من (Vivian, 2008; Cassar & Holmes, 2003) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى المخاطر وهيكل رأس المال.

وقد قامت العديد من الدراسات بقياس مستوى المخاطر من خلال تقلب الأرباح، الإنحراف المعياري للأرباح السنوية، الإنحراف المعياري للمبيعات، الإنحراف المعياري للعائد على الأصول، ونسبة الملاءة، واتفاقاً مع دراسة كل من (Alipour, et al., 2015; Gonenc, 2005) تعتمد الدراسة الحالية على تقلب

الأرباح لقياس مستوى المخاطر حيث أشارت نظرية المفاضلة إلى أن ارتفاع تقلب الأرباح يؤدي إلى زيادة التكاليف غير المباشرة للإفلاس وانخفاض قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها مما يقلل من كفاءة المنشأة في الحصول على القروض وبالتالي انخفاض نسبة الديون، كما أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى أن ارتفاع تقلب الأرباح يؤدي إلى زيادة مشكلة عدم تماثل المعلومات حيث لا يستطيع المستثمر التنبؤ بالأرباح المستقبلية للمنشأة باستخدام المعلومات المتاحة مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الديون (Drobetz & Fix, 2003).

كما خلصت نتائج الدراسة التطبيقية لكل من (De Jong, et al., 2008; Fama & French, 2002) إلى وجود علاقة عكسية بين تقلب الأرباح وهيكل رأس المال حيث أن ارتفاع تقلب الأرباح يعكس عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها وما يستتبعه من انخفاض قدرتها في الحصول على القروض، كما خلصت دراسة (Gonenc, 2005) بأن انخفاض تقلب الأرباح لدى المنشآت التركية، البريطانية، والألمانية يؤدي إلى زيادة قدرة تلك المنشآت على الإقتراض وزيادة نسبة الديون نتيجة لانخفاض خطر الإفلاس وارتفاع مستوى السيولة.

١٠/٤ معدل الضريبة الفعلي Effective Tax Rate

يعبر معدل الضريبة الفعلي عن نسبة الضرائب المدفوعة إلى صافي الربح قبل الضرائب (Karadeniz, et al., 2009)، حيث تميل المنشآت ذات معدل الضريبة الفعلي المرتفع إلى مزيد من الديون للاستفادة من المزايا الضريبية نتيجة لفرض الضريبة على دخل المنشأة بعد خصم فوائد الديون باعتبارها ضمن المصروفات، وقد توصلت دراسة (Antoniou, et al., 2008) إلى ميل المنشآت للديون أكثر من مصادر التمويل الأخرى نظراً لخصم فوائد الديون من الدخل الخاضع للضريبة مما يزيد من مكاسب الإقتراض، ويتفق ذلك مع نظرية المفاضلة التي أشارت إلى وجود علاقة طردية بين معدل الضريبة الفعلي وهيكل رأس المال نظراً لخصم فوائد الديون من

الدخل الخاضع للضريبة مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الديون، وبالتالي يزداد التمويل من خلال الديون مع زيادة معدلات الضريبة (Brigham & Houston, 2009)، إلا أن نظرية تسلسل مصادر التمويل لم تتناول تفسير العلاقة بين معدل الضريبة الفعلي ومستوى الديون.

كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين معدل الضريبة الفعلي وهيكل رأس المال حيث أشارت دراسة (Mackie-Mason, 1990) إلى وجود تأثير معنوي للضرائب على الاختيار بين الديون وحقوق الملكية، فضلاً عن وجود تأثير للتغيرات في معدل الضريبة الفعلي على قرارات هيكل رأس المال، كما توصلت دراسة (Graham, 1996) إلى وجود علاقة طردية بين معدل الضريبة الفعلي ونسبة الديون طويلة الأجل، وخلصت دراسة (Handoo & Sharma, 2014) إلى وجود تأثير معنوي لمعدل الضريبة الفعلي على هيكل رأس المال، في حين خلصت دراسة كل من (Antoniou, et al., 2008; Sogrob-Mira, 2005) إلى وجود علاقة عكسية بين معدل الضريبة الفعلي وهيكل رأس المال نظراً لأن تأثير هذا المعدل على هيكل رأس المال يتوقف على القوانين الضريبية في كل دولة، بينما خلصت دراسة Huang & Song (2006) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين معدل الضريبة الفعلي وقيمة الديون في هيكل رأس المال.

١١/٤ المزايا الضريبية من غير الديون Non-Debt Tax Shields

تشير المزايا الضريبية من غير الديون إلى انخفاض المسؤولية الضريبية المستحقة على المنشأة من خلال كافة المزايا الضريبية التي يمكن أن تحصل عليها المنشأة من مصادرها المتنوعة بخلاف فوائد الديون وتمثل خصماً من الدخل الخاضع للضريبة، حيث يمكن للمنشأة تخفيض نسبة الديون في هيكل رأس المال والاستفادة من الفرص البديلة لتحقيق مزايا ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد الديون والتي تتمثل في الاهلاك، الخصومات الضريبية الناتجة عن تنفيذ استثمارات

جديدة تشجعها الدولة (عبد الحميد، ٢٠١١)، وقد توصلت دراسة (Ozkan, 2001) إلى أن ارتفاع المزايا الضريبية من غير الديون تؤدي إلى انخفاض نسبة الديون في هيكل رأس المال، ويتفق ذلك مع كل من نظرية المفاضلة، ونظرية تسلسل مصادر التمويل التي أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين المزايا الضريبية من غير الديون وهيكل رأس المال.

إلا أنه لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين المزايا الضريبية من غير الديون وهيكل رأس المال حيث خلصت دراسة (Deesomsak, et al., 2004) إلى وجود علاقة عكسية بين المزايا الضريبية من غير الديون وهيكل رأس المال، كما خلصت دراسة (Viviani, 2008) إلى وجود علاقة عكسية بين المزايا الضريبية من غير الديون ونسبة الديون قصيرة الأجل، في حين خلصت دراسة (Bathala, et al., 1994) إلى وجود علاقة طردية بين المزايا الضريبية من غير الديون وهيكل رأس المال، بينما خلصت دراسة (Titman & Wessels, 1988) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين المزايا الضريبية من غير الديون وهيكل رأس المال.

يتضح من العرض السابق اختلاف نظريات هيكل رأس المال ونتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين العوامل المحددة وهيكل رأس المال مما يؤدي إلى تعدد التفسيرات حول أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال، فضلاً عن اختلاف التفسيرات حول درجة تأثير تلك العوامل على اتخاذ قرار اختيار هيكل رأس المال الأمثل وما يستتبعه من التأثير على قيمة المنشأة.

ثامناً: الدراسات السابقة

تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال بغرض التعرف على أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال والتي تؤثر على اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال الأمثل، كما تناولت

دراسات أخرى العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة بغرض التعرف على أثر هيكل رأس المال على قيمة المنشأة، ويمكن عرض ملخص لأهداف ومتغيرات وأهم نتائج تلك الدراسات بغرض توصيف منهج الدراسة الحالية وتحديد متغيراتها وبناء نموذجها، فضلاً عن التعرف على موقع الدراسة الحالية وتحديد أهم ما يميزها عن الدراسات السابقة كما يلي:

١- الدراسات السابقة حول العلاقة بين العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس

المال

أجريت العديد من الدراسات السابقة حول العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال بغرض تحديد أهم العوامل المحددة المؤثرة في هيكل رأس المال وما يستتبعه من تحديد هيكل رأس المال الأمثل حيث استهدفت دراسة (Abor & Biekpe, 2009) اختبار محددات هيكل رأس المال للمنشآت الصغيرة والمتوسطة في غانا والتي تساهم بشكل كبير في نمو الاقتصاد الغاني، وقد اعتمدت الدراسة على ستة عوامل تتمثل في العمر، الحجم، هيكل الأصول، الربحية، النمو، ومخاطر السوق بغرض تحديد أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٦٠) منشأة من المنشآت الصغيرة والمتوسطة والتي تمثل ٣٢% من إجمالي عدد المنشآت الصغيرة والمتوسطة في غانا خلال الفترة ١٩٩٨-٢٠٠٣ حيث توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

١. ارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل في المنشآت الصغيرة والمتوسطة حيث بلغت ٣٦% من إجمالي ديون المنشآت الصغيرة والمتوسطة في غانا.
٢. وجود علاقة طردية بين نسبة الديون طويلة الأجل وبعض محددات هيكل رأس المال والتي تتمثل في هيكل الأصول، والنمو، بينما لوحظ وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل والربحية.

٣. وجود علاقة طردية بين نسبة الديون قصيرة الأجل والعمر، وعلاقة عكسية بين نسبة الديون قصيرة الأجل وكل من هيكل الأصول والربحية.

كما استهدفت دراسة (Odit & Gobardhun, 2011) اختبار محددات هيكل رأس المال للمنشآت الصغيرة والمتوسطة في موريشيوس، فضلاً عن اختبار مدى ملاءمة نظريات هيكل رأس المال المختلفة لتفسير اختيار هيكل رأس المال، وقد اعتمدت الدراسة على ستة عوامل تتمثل في العمر، الحجم، هيكل الأصول، الربحية، النمو، ومخاطر السوق لتحديد أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٢٥) منشأة من المنشآت الصغيرة والمتوسطة في موريشيوس خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٨ حيث خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

١. تمثل الديون قصيرة الأجل نسبة عالية نسبياً من إجمالي ديون المنشآت الصغيرة والمتوسطة في موريشيوس.
٢. وجود علاقة طردية بين نسبة الديون طويلة الأجل وكل من هيكل الأصول، نمو المبيعات، والحجم، بينما لوحظ وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل وكل من العمر، الربحية، ومخاطر السوق.
٣. وجود علاقة طردية بين نسبة الديون قصيرة الأجل وكل من العمر، والحجم، إلا أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الديون قصيرة الأجل وكل من هيكل الأصول، الربحية، النمو، ومخاطر السوق.

وفي دراسة أخرى قام بها (Ibrahim & Masron, 2011) فقد استهدفت اختبار أثر محددات هيكل رأس المال في المنشآت الصغيرة والمتوسطة بالتطبيق على عينة مكونة من (١٥٣٢٣) منشأة من المنشآت الصغيرة والمتوسطة الواقعة في منطقة شمال شبة جزيرة ماليزيا خلال عام ٢٠٠٧، وقد اعتمدت الدراسة على أربعة عوامل تتمثل في الحجم، الربحية، هيكل الأصول، والسيولة بغرض التعرف على أثر تلك

العوامل على الديون طويلة الأجل، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الديون طويلة الأجل وكل من الحجم وهيكل الأصول، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين الديون طويلة الأجل والربحية حيث لوحظ أن المنشآت الصغيرة والمتوسطة عالية الربحية لا تعتمد على الديون طويلة الأجل في اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال، بينما لوحظ عدم وجود علاقة بين الديون طويلة الأجل والسيولة. وفي دراسة (Mateev, et al., 2013) التي استهدفت اختبار مدى تأثير بعض خصائص المنشآت الصغيرة والمتوسطة على هيكل رأس المال في أوروبا الشرقية والوسطى بالتطبيق على عينة مكونة من (٣١٧٥) منشأة من المنشآت الصغيرة والمتوسطة من سبع دول في أوروبا الشرقية والوسطى خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٥، وقد اعتمدت الدراسة على ثمانية عوامل تتمثل في العمر، الحجم، هيكل الأصول، الربحية، نمو المبيعات، السيولة، نسبة التدفق النقدي، وفرص النمو المستقبلي بغرض تحديد أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال ونسبة التدفق النقدي في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم حيث تميل المنشآت كبيرة الحجم والأطول عمراً والتي يتوافر لديها الأموال الداخلية إلى التمويل الخارجى بشكل أقل مقارنة بالمنشآت صغيرة الحجم، كما أنه عند التحكم في بعض خصائص المنشأة والتي تتمثل في الحجم، هيكل الأصول، السيولة، نمو المبيعات، وفرص النمو المستقبلي فإن التدفق النقدي يؤثر بشكل كبير على هيكل رأس المال، وأن هذا التأثير يختلف إلى حد كبير وفقاً لحجم المنشآت أو أعمارها. كما استهدفت دراسة (Handoo & Sharma, 2014) التعرف على أهم محددات هيكل رأس المال في الشركات الهندية بالتطبيق على عينة مكونة من (٨٧٠) شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في الهند والتي تتضمن شركات من القطاع الخاص وشركات حكومية وذلك خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١٠، وقد اعتمدت

الدراسة على عشرة عوامل تتمثل في الربحية، معدل النمو، هيكل الأصول، الحجم، تكلفة الديون، السيولة، التعثر المالي، معدل الضريبة، القدرة على خدمة الدين، والعمر بغرض فهم سلوك التمويل في الشركات الهندية فضلاً عن التعرف على أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة إجمالي الديون، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

١. وجود تأثير معنوي لكل من الربحية، هيكل الأصول، الحجم، معدل الضريبة، والقدرة على خدمة الدين على نسبة الديون قصيرة الأجل.
٢. وجود تأثير معنوي لكل من الربحية، معدل النمو، هيكل الأصول، تكلفة الديون، معدل الضريبة، والقدرة على خدمة الدين على نسبة الديون طويلة الأجل.
٣. وجود تأثير معنوي لكل من الربحية، معدل النمو، هيكل الأصول، الحجم، معدل الضريبة، والقدرة على خدمة الدين على نسبة إجمالي الديون.

في حين استهدفت دراسة (Gomez, et al., 2014) تحديد العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال في بيرو حيث اعتمدت الدراسة على سبعة عوامل تتمثل في هيكل الأصول، الربحية، الحجم، مخاطر السوق، النمو، الوفر الضريبي من غير الديون، والسيولة بغرض تحديد أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون طويلة الأجل، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٦٤) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأوراق المالية في ليما ببيرو خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٨، وقد توصلت الدراسة إلى أن هيكل الأصول، الربحية، الحجم، والوفر الضريبي من غير الديون من أهم العوامل المحددة لنسبة الديون طويلة الأجل للشركات الصناعية في بيرو.

بينما استهدفت دراسة (الزبيدي & سلامة، ٢٠١٤) اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة لهيكل رأس المال في الشركات المساهمة السعودية، وقد اعتمدت

الدراسة على ستة عوامل تتمثل في هيكل الأصول، الحجم، المخاطرة، الربحية، السيولة، والزكاة بغرض تحديد أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون طويلة الأجل، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٦٤) شركة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي والتي تعادل ٦٩,٧% من إجمالي الشركات المساهمة السعودية وذلك خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

١. وجود تأثير معنوي لكل من هيكل الأصول، الحجم، والربحية على نسبة الديون طويلة الأجل.
٢. انخفاض نسبة الاعتماد على الديون طويلة الأجل في الشركات المساهمة السعودية مما يشير إلى وجود فرص تمويلية متوفرة غير مستغلة يمكن استغلالها لزيادة فرص النمو الاستثماري.
٣. امكانية زيادة نسبة الديون طويلة الأجل في الشركات المساهمة السعودية نظراً لما تتمتع به من ارتفاع في قيمة مبيعاتها وزيادة التدفقات النقدية، وما يستتبعه من ضمان النمو والاستقرار في تلك الشركات على الرغم من الظروف المالية التي تمر بها.

وفي دراسة أخرى قام بها (Bhattacharjee & Dash, 2015) فقد استهدفت التعرف على المحددات الأساسية لهيكل رأس المال في قطاع السكر الهندي ودور تلك المحددات في اتخاذ قرار هيكل رأس المال حيث أجريت دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (٢٥) شركة في قطاع السكر الهندي خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١١، وقد اعتمدت الدراسة على خمسة عوامل تتمثل في هيكل الأصول، الحجم، الوفر الضريبي من غير الديون، النمو، والربحية بغرض تحديد أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، بالإضافة إلى فهم كيفية اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال في قطاع السكر الهندي، وقد اشارت نتائج

الدراسة إلى وجود ارتباط طردى بين هيكل رأس المال وهيكل الأصول فضلاً عن وجود ارتباط عكسى بين هيكل رأس المال والربحية، مما يشير إلى اعتماد شركات قطاع السكر والتي تعتبر من الصناعات كثيفة رأس المال على التمويل الداخلى ثم الديون يليها إصدار الأسهم.

أما الدراسة التى قام بها (Pacheco & Tavares, 2015) فقد استهدفت دراسة محددات هيكل رأس المال فى المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم العاملة فى قطاع صناعة الأحذية بالبرتغال، فضلاً عن تأثير تلك المحددات على هيكل رأس المال بالتطبيق على عينة مكونة من (٧٠) منشأة من المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٣، وقد اعتمدت الدراسة على تسعة عوامل تتمثل فى الربحية، هيكل الأصول، النمو، الحجم، السيولة، الوفرة الضريبى من غير الديون، العمر، المخاطر، والتواجد فى الأسواق الأجنبية بغرض تحديد أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة إجمالى الديون، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة الديون قصيرة الأجل، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

١. وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالى الديون وكل من الربحية، والتواجد فى الأسواق الأجنبية، فضلاً عن وجود علاقة طردية بين نسبة إجمالى الديون وكل من النمو، والمخاطر.
٢. وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل وكل من هيكل الأصول، النمو، السيولة، والعمر، فضلاً عن وجود علاقة طردية بين نسبة الديون طويلة الأجل وكل من المخاطر، والتواجد فى الأسواق الأجنبية.
٣. وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون قصيرة الأجل وكل من الربحية، المخاطر، والتواجد فى الأسواق الأجنبية، فضلاً عن وجود علاقة طردية بين نسبة الديون قصيرة الأجل والنمو.

٤. يعتبر كل من الربحية، النمو، السيولة، المخاطر، والتواجد في الأسواق الأجنبية من المحددات الأساسية المؤثرة على هيكل رأس المال في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم العاملة في قطاع صناعة الأحذية بالبرتغال.

وفي دراسة (Alipour, et al., 2015) التي استهدفت التعرف على أهم محددات هيكل رأس المال في الشركات الإيرانية حيث أجريت الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأوراق المالية بطهران خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧ حيث بلغ عدد الشركات (٣٢٧) شركة في عام ٢٠٠٣، في حين بلغ عدد الشركات (٤١٢) شركة في عام ٢٠٠٧، وقد اعتمدت الدراسة على احد عشر عامل يتمثل في معدل الضريبة، الحجم، السيولة، المرونة المالية، أداء سعر السهم، هيكل الأصول، النمو، المخاطر، الربحية، نسبة استغلال الأصول، وهيكل الملكية بغرض تحديد أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة إجمالي الديون، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة الديون قصيرة الأجل، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

١. تمثل الديون قصيرة الأجل نسبة عالية نسبياً من إجمالي ديون الشركات الإيرانية حيث بلغت نسبة الديون قصيرة الأجل ٦١% من إجمالي التمويل.
٢. وجود علاقة عكسية بين كافة مقاييس هيكل رأس المال وكل من الحجم، والنمو.
٣. وجود علاقة عكسية معنوية بين كافة مقاييس هيكل رأس المال وكل من المرونة المالية، أداء سعر السهم، النمو، والربحية.
٤. وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون قصيرة الأجل وهيكل الأصول، بينما لوحظ وجود علاقة طردية بين نسبة الديون طويلة الأجل وهيكل الأصول.
٥. وجود علاقة طردية بين كافة مقاييس هيكل رأس المال ونسبة استغلال الأصول.
٦. وجود علاقة عكسية معنوية بين كافة مقاييس هيكل رأس المال والسيولة

٧. وجود علاقة طردية بين نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة ملكية الدولة وبالتالي فإن نسبة ملكية الدولة تعزز من امكانية حصول الشركات على الديون طويلة الأجل.

وفي الدراسة التي قام بها (Anuar & Chin, 2016) فقد استهدفت تطوير نموذج هيكل رأس المال في ماليزيا من خلال التحقق من العوامل التي تساهم في تطوير نموذج هيكل رأس المال، وقد اعتمدت الدراسة على ستة عوامل تتمثل في النمو، هيكل الأصول، الربحية، الحجم، السيولة، والعمر، وقد خلصت الدراسة إلى امكانية استخدام نموذج هيكل رأس المال من جانب مديري الشركات عند تحديد هيكل رأس المال من مصادر التمويل المختلفة مما يساعد على الحد من المخاطر الكلية للشركة، إلا أن هذه الدراسة لم تقدم دليلاً عملياً على مدى امكانية استخدام نموذج هيكل رأس المال المقترح.

٢- الدراسات السابقة حول العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة

أجريت العديد من الدراسات السابقة حول العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة وتعتبر دراسة (Modigliani & Miller, 1958) من الدراسات الرائدة التي تناولت العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة في ظل عدد من الفروض تتمثل في عدم وجود ضرائب، كفاءة سوق الأوراق المالية، تماثل المعلومات لكافة الأطراف الداخلية والخارجية، عدم وجود تكاليف للمعاملات أو تكاليف للإفلاس، فضلاً عن عدم وجود علاقة للاختيار بين الديون وحقوق الملكية، وقد خلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، إلا أن هذه الدراسة تعرضت للانتقادات من جانب دراسة (Modigliani & Miller, 1963) نظراً لعدم واقعية فرضية عدم وجود ضرائب حيث تم دراسة وتحليل أثر فرض الضرائب على قيمة الشركة، وقد توصلت الدراسة إلى أنه في حالة أخذ المزايا الضريبية في الاعتبار فإن قيمة الشركة تكون

أكبر من قيمتها في حالة عدم أخذ هذا العامل في الاعتبار حيث كان الفرق بين القيمتين يعادل قيمة المزايا الضريبية.

كما قامت دراسة (Miller, 1977) بإجراء تعديل في دراسة (Modigliani & Miller, 1963) من خلال أخذ تأثير الضرائب الشخصية والتي تم تصنيفها إلى مجموعتين تتمثل المجموعة الأولى في الضريبة على الدخل من ملكية الأسهم، بينما تتمثل المجموعة الثانية في الضريبة على الدخل من ضمانات الديون، وعلى الرغم من ذلك فقد اشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، أما دراسة (Myers & Majluf, 1984) فقد اشارت إلى وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة حيث يمكن زيادة قيمة الشركة في حالة استخدام النموذج الأمثل لهيكل رأس المال، ومن ثم فإنها تتفق مع نتائج دراسة (Modigliani & Miller, 1963)، إلا أنها تختلف مع نتائج دراسة كل من (Miller, 1977; Modigliani & Miller, 1958). وفي محاولة للتغلب على الاختلاف بين نتائج تلك الدراسات فقد استهدفت العديد من الدراسات المعاصرة التحقق من العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة في ظل بيئات اقتصادية مختلفة، حيث استهدفت دراسة (Chowdhury & Chowdhury, 2010) اختبار أثر هيكل رأس المال على قيمة المنشأة في بنجلادش والتي تساعد على فهم الممارسات العامة لهيكل رأس المال وتعتبر بمثابة دليل للمديرين الماليين لتعظيم قيمة المنشأة، وقد اعتمدت الدراسة على ثمانية عوامل تتمثل في الحجم، الربحية، هيكل الملكية، نسبة استغلال الأصول، معدل النمو، السيولة، مخاطر السوق، وهيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول بغرض تحديد أثر تلك العوامل على قيمة المنشأة معبراً عنها بسعر السهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٧٧) شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بكل من داكا وشيتاجونج في بنجلادش خلال الفترة ١٩٩٩-٢٠٠٣ حيث تمثل عينة الدراسة أربعة قطاعات هامة تتمثل في الصناعات الهندسية، المواد

الغذائية، الوقود والطاقة، والمواد الكيميائية والدوائية، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

١. امكانية تعظيم ثروة المساهمين من خلال تكوين مزيجاً مثالياً من الديون وحقوق الملكية، كما أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمنشأة عن طريق تغيير تركيبة هيكل رأس المال.

٢. وجود علاقة طردية بين قيمة المنشأة وكل من الربحية، نسبة استغلال الأصول، والسيولة، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين قيمة المنشأة وكل من الحجم، هيكل الملكية، معدل النمو، وهيكل رأس المال.

واستهدفت دراسة (Chen & Chen, 2011) تقديم أدلة تطبيقية على محددات هيكل رأس المال وقيمة المنشأة في الدول الصناعية الجديدة حيث قامت الدراسة بتحليل خصائص الشركة كمحددات لهيكل رأس المال في ضوء نظريات هيكل رأس المال المختلفة، وقد اعتمدت الدراسة على خمسة عوامل تتمثل في الربحية، معدل النمو، هيكل الأصول، الحجم، وهيكل رأس المال بغرض تحديد أثر تلك العوامل على قيمة المنشأة معبراً عنها بالقيمة الدفترية، والقيمة السوقية للسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٦٤٧) شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في تايوان خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٩ حيث تم تقسيم تلك الشركات إلى مجموعتين تتمثل المجموعة الأولى في الشركات الالكترونية والتي بلغ عددها (٣٠٢) شركة، في حين تتمثل المجموعة الثانية في الشركات غير الالكترونية والتي بلغ عددها (٣٤٥) شركة، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

١. وجود علاقة طردية بين قيمة الشركة وكل من الربحية، معدل النمو، والحجم، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين قيمة الشركة وكل من هيكل رأس المال، وهيكل الأصول.

٢. وجود تأثير ايجابي للحجم على القيمة الدفترية لكل من الشركات الالكترونية والشركات غير الالكترونية، إلا أن هذا التأثير أقوى في الشركات الالكترونية.
٣. وجود تأثير ايجابي لمعدل النمو على قيمة الشركة بالنسبة للشركات الالكترونية، إلا أنه ليس له تأثير على قيمة الشركة بالنسبة للشركات غير الالكترونية.
٤. وجود تأثير سلبي لهيكل رأس المال على القيمة السوقية بالنسبة للشركات الالكترونية، إلا أنه ليس له تأثير على القيمة السوقية بالنسبة للشركات غير الالكترونية.
٥. تتمثل محددات القيمة السوقية في الشركات الالكترونية في الربحية، هيكل رأس المال، هيكل الأصول، والحجم، بينما تتمثل محددات القيمة السوقية في الشركات غير الالكترونية في الربحية، معدل النمو، هيكل الأصول، والحجم.
- وفي دراسة (Maxwell & Kehinde, 2012) التي استهدفت تقديم دليل على أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركة في نيجيريا بالتطبيق على عينة مكونة من (١٢٤) شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في نيجيريا والتي تعادل ٥٥,١% من إجمالي عدد الشركات وذلك خلال السنة المالية المنتهية في عام ٢٠٠٧، وقد اعتمدت الدراسة على متغيرين لقياس هيكل رأس المال هما حقوق الملكية، والديون طويلة الأجل، وقد كشفت نتائج الدراسة أنه في الاقتصاديات النامية مثل نيجيريا فإن حقوق الملكية كعنصر من عناصر هيكل رأس المال ليس لها علاقة بقيمة الشركة، إلا أن الديون طويلة الأجل تعتبر من المحددات الأساسية لقيمة المنشأة، ومن ثم أوصت الدراسة بضرورة اعتماد الشركات على الديون طويلة الأجل في تمويل عملياتها لما له من تأثير ايجابي على قيمة الشركة.
- أما الدراسة التي قام بها (Mohohlo, 2013) فقد استهدفت التحقق من العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، فضلاً عن التحقق من العوامل المحددة لهيكل رأس المال للشركات في جنوب أفريقيا، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة

من (٨٢) شركة من الشركات غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية في جوهانسبرج خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠١١، وقد اعتمدت الدراسة على خمسة عوامل تتمثل في الحجم، الربحية، هيكل الأصول، الوفرة الضريبي من غير الديون، وهيكل رأس المال بغرض تحديد أثر تلك العوامل على قيمة الشركة معبراً عنها بربحية السهم، وقد اشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، بالإضافة إلى ميل الشركات غير المالية في جنوب أفريقيا إلى استخدام الديون طويلة الأجل أكثر من الديون قصيرة الأجل، كما لوحظ وجود اختلاف في نسبة الديون طويلة الأجل بين الصناعات حيث كانت صناعة الرعاية الصحية ذات أعلى مستوى من المديونية، في حين كانت صناعة التكنولوجيا ذات أدنى مستوى من المديونية.

وفي دراسة أخرى قام بها (Putu, et al., 2014) فقد استهدفت اختبار وتحليل أهم العوامل المؤثرة على قيمة الشركة بالتطبيق على عينة مكونة من (٤٢) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأوراق المالية في أندونيسيا خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١١، وقد اعتمدت الدراسة على ثلاثة عوامل تتمثل في المسؤولية الاجتماعية، حوكمة الشركات، والحجم، فضلاً عن استخدام عامل الربحية كمتغير وسيط بغرض التعرف على أثر تلك العوامل على قيمة الشركة، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير ايجابي لكل من المسؤولية الاجتماعية، حوكمة الشركات، والحجم على الربحية، بالإضافة إلى وجود تأثير ايجابي لكل من المسؤولية الاجتماعية، حوكمة الشركات، والحجم، والربحية على قيمة الشركة.

كما استهدفت دراسة (Klimenok, 2014) تحديد العلاقة بين القيمة السوقية للشركة ومحددات هيكل رأس المال لشركات الغاز والبتترول في أوروبا، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٧) شركات من شركات البترول الأوروبية في إنجلترا، روسيا، هولندا، فرنسا، والنرويج خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٢، وقد اعتمدت

الدراسة على ثلاثة عوامل تتمثل في نسبة الديون، الضرائب، والحجم بغرض تحديد أثر تلك العوامل على القيمة السوقية للشركة معبراً عنها بسعر السهم، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لكل من نسبة الديون والحجم على القيمة السوقية للشركة حيث كان لحجم الشركة تأثير ايجابي على القيمة السوقية للشركة في المتوسط لجميع شركات العينة، في حين كانت لنسبة الديون تأثير سلبي على القيمة السوقية للشركة.

واستهدفت دراسة (Hasbi, 2015) اختبار أثر كل من هيكل رأس المال، النمو، والربحية على قيمة الشركة في أندونيسيا حيث أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٥٢) شركة من شركات التمويل الإسلامية في أندونيسيا خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٤، وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة هامة مؤداها وجود علاقة قوية وتأثير ايجابي لكل من هيكل رأس المال، النمو، والربحية على قيمة الشركة.

بينما استهدفت دراسة (Kontesa, 2015) اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال، الربحية، وقيمة الشركة للشركات الصناعية في أندونيسيا بالتطبيق على عينة مكونة من (١٣٠) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأوراق المالية في أندونيسيا خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٤، وقد اعتمدت الدراسة على عاملين هما الربحية، وهيكل رأس المال للتعرف على أثرهما على قيمة الشركة معبراً عنها بقيمة Tobin's Q، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير ايجابي لكل من هيكل رأس المال، والربحية على قيمة الشركة.

وفي دراسة (Mathanika, et al., 2015) التي استهدفت التحقق من أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركات الصناعية في سيريلانكا حيث أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٥) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأوراق المالية في كولومبو بسيريلانكا والتي تعادل ٣٤,٨% من إجمالي عدد الشركات الصناعية في سيريلانكا، وقد اعتمدت الدراسة على ثلاثة عوامل تتمثل في

هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون إلى حقوق الملكية، ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول، هيكل الأصول، والحجم بغرض تحديد أثر تلك العوامل على قيمة الشركة معبراً عنها بربحية السهم، ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى ربحية السهم، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية وربحية السهم وذلك عند مستوى معنوية ١%، فضلاً عن وجود تأثير سلبي معنوي لكل من نسبة الديون إلى حقوق الملكية، ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول على قيمة الشركة.

٣- موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

- يتضح من استعراض نتائج الدراسات السابقة مجموعة من الدلالات والتي تبين أهم ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، ويمكن عرض ذلك على النحو التالي:
١. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة حول العوامل المحددة لهيكل رأس المال حيث لوحظ اختلاف تلك العوامل من دولة إلى أخرى، فضلاً عن اختلاف تأثيرها من منشأة إلى أخرى مما يتطلب ضرورة دراسة العوامل المحددة لهيكل رأس المال في البيئة المصرية.
 ٢. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة حول أثر العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة مما يتطلب ضرورة دراسة أثر العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة في البيئة المصرية.
 ٣. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة حول مقاييس هيكل رأس المال مما يتطلب ضرورة دراسة مقاييس هيكل رأس المال والتعرف على المقياس الأكثر ملائمة للتعبير عن هيكل رأس المال.
 ٤. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة حول تقدير قيمة المنشأة مما يتطلب ضرورة دراسة طرق تقدير قيمة المنشأة والتعرف على الطريقة الأكثر دقة لتقدير القيمة العادلة للمنشأة.

٥. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة التي قامت باختبار مدى صلاحية نظريات هيكل رأس المال حول النظرية التي يمكن من خلالها تحديد هيكل رأس المال الأمثل مما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل مدى صلاحية نظريات هيكل رأس المال للتطبيق في البيئة المصرية.
٦. ركزت بعض الدراسات السابقة على المنشآت كبيرة الحجم ولم تحظى المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم بنفس القدر من الاهتمام مما يتطلب ضرورة الاهتمام بالمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المصرية التي تساهم بدور كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية في مصر.
٧. جميع الدراسات التي تناولت أثر العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة كانت دراسات أجنبية مما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل أثر العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة عملياً في البيئة المصرية والتي قد تختلف عن البيئة الأجنبية، ولذلك قامت الدراسة الحالية بالتطبيق على المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية وصياغة نموذج مقترح لتقدير قيمة المنشأة مكون من أهم العوامل ذات المساهمة النسبية المرتفعة والمؤثرة على قيمة المنشأة.

تاسعاً: فرضيات الدراسة

باستقراء نظريات هيكل رأس المال لوحظ اختلاف التقديرات النظرية حول العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال حيث تتوقع نظرية المفاضلة وجود علاقة طردية بين (الحجم، هيكل الأصول، العمر، الربحية، السيولة، ومعدل الضريبة الفعلي) وهيكل رأس المال (Pacheco & Tavares, 2015; Brigham & Houston, 2009; Bhattacharjee & Dash, 2015)، ووجود علاقة عكسية بين (معدل النمو، المخاطر، والمزايا الضريبية من غير الديون) وهيكل رأس المال (Alipour, et al., 2015; Sheikh & Wang, 2011)، بينما تتوقع نظرية تسلسل

مصادر التمويل وجود علاقة طردية بين معدل النمو وهيكل رأس المال (Bhattacharjee & Dash, 2015)، ووجود علاقة عكسية بين (الحجم، هيكل الأصول، العمر، الربحية، السيولة، المخاطر، والمزايا الضريبية من غير الديون) وهيكل رأس المال (Pacheco & Tavares, 2015; Alipour, et al., 2015)، في حين تتوقع نظرية الوكالة وجود علاقة عكسية بين (نسبة استغلال الأصول، معدل النمو، والسيولة) وهيكل رأس المال (Sheikh & Wang, 2011; Alipour, et al., 2015; Jermias, 2008) وتتوقع نظرية التدفق النقدي الحر وجود علاقة عكسية بين (نسبة استغلال الأصول، والسيولة) وهيكل رأس المال (Alipour, et al., 2015; Eldomiaty & Azim, 2008)، كما تتوقع نظرية توقيت السوق وجود علاقة عكسية بين أداء سعر السهم وهيكل رأس المال (Baker & Wurgler, 2002).

كما لوحظ اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال حيث خلصت دراسة (Ibrahim & Masron, 2011) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل رأس المال وكل من الحجم، وهيكل الأصول، ووجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال والربحية، فضلاً عن عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال والسيولة، كما خلصت دراسة (Bhattacharjee & Dash, 2015) إلى وجود علاقة طردية بين هيكل رأس المال وهيكل الأصول، ووجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال والربحية، وتوصلت دراسة (Handoo & Sharma, 2014) إلى وجود تأثير معنوي لكل من الربحية، هيكل الأصول، ومعدل الضريبة على نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل، ووجود تأثير معنوي لكل من الربحية، معدل النمو، هيكل الأصول، الحجم، ومعدل الضريبة على نسبة إجمالي الديون، كما توصلت دراسة (Pacheco & Tavares, 2015) إلى وجود تأثير معنوي لكل من الربحية، النمو، السيولة، والمخاطر على هيكل رأس المال.

كما لوحظ اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة حيث خلصت دراسة (Chowdhury & Chowdhury, 2010) إلى وجود علاقة طردية بين قيمة المنشأة وكل من الربحية، نسبة استغلال الأصول، والسيولة، ووجود علاقة عكسية بين قيمة المنشأة وكل من الحجم، معدل النمو، وهيكل رأس المال، كما خلصت دراسة (Maxwell & Kehinde, 2012) إلى أن الديون طويلة الأجل كعنصر من عناصر هيكل رأس المال تعتبر من العوامل المحددة الأساسية لقيمة المنشأة، وكشفت دراسة (Mohohlo, 2013) إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، وأشارت دراسة (Chen & Chen, 2011) إلى وجود علاقة طردية بين قيمة الشركة وكل من الربحية، معدل النمو، والحجم، ووجود علاقة عكسية بين قيمة الشركة وكل من هيكل رأس المال، وهيكل الأصول، فضلاً عن وجود تأثير إيجابي لكل من الحجم، معدل النمو على قيمة الشركة، ووجود تأثير سلبي لهيكل رأس المال على قيمة الشركة، واطهرت دراسة (Putu, et al., 2014) وجود تأثير إيجابي لكل من الحجم، والربحية على قيمة الشركة، كما اظهرت دراسة (Klimenok, 2014) وجود تأثير إيجابي للحجم على قيمة الشركة، ووجود تأثير سلبي لنسبة الديون على قيمة الشركة، وتوصلت دراسة (Hasbi, 2015) إلى وجود تأثير إيجابي لكل من هيكل رأس المال، النمو، والربحية على قيمة الشركة، كما توصلت دراسة (Kontesa, 2015) إلى وجود تأثير إيجابي لكل من هيكل رأس المال، والربحية على قيمة الشركة، وخلصت دراسة (Mathanika, et al., 2015) إلى وجود تأثير سلبي لنسبة الديون على قيمة الشركة.

يتضح مما سبق أنه يمكن صياغة فرضيات الدراسة الحالية على النحو التالي:

١. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة على مقاييس هيكل رأس المال.
٢. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة المنشأة.

٣. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة.
٤. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة.

عاشراً: منهجية الدراسة

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

١- مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة والمتداول أسهمها في بورصة النيل المصرية والبالغ عددها (٢٨) منشأة وفقاً للبيانات المعلنة من جانب بورصة النيل المصرية في إبريل ٢٠١٦م، وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

١. استمرار قيد وتداول أسهم المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في بورصة النيل المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٠م إلى عام ٢٠١٥م.
 ٢. توافر التقارير المالية للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم خلال الفترة من عام ٢٠١٠م إلى عام ٢٠١٥م.
 ٣. توافر بيانات عن السعر السوقي للسهم للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم خلال الفترة من عام ٢٠١٠م إلى عام ٢٠١٥م.
- وبتطبيق المعايير السابقة بلغ عدد منشآت العينة (٩) منشآت بنسبة (٣٢,١%) من منشآت مجتمع الدراسة، ويمكن توضيح منشآت عينة الدراسة من خلال الجدول رقم (١) التالي:

جدول رقم (١)
منشآت عينة الدراسة

م	المنشأة	م	المنشأة
١	البدر للبلاستيك	٦	المؤشر للبرمجيات ونشر المعلومات
٢	بى أى جى للتجارة والاستثمار	٧	المصرية الكويتية للاستثمار والتجارة
٣	يونوبيا للاستثمار العقارى والسياحى	٨	مصر انتركونتيننتال لصناعة الجرانيت والرخام
٤	اميكو ميديكال للصناعات الطبية	٩	فيركيم مصر للأسمدة والكيماويات
٥	الدولية للأسمدة والكيماويات		

المصدر: إعداد الباحث

٢- متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

اعتمدت الدراسة على عدد من العوامل المحددة لهيكل رأس المال البالغ عددها احد عشر متغير والتي تمثل المتغيرات المستقلة، كما اعتمدت الدراسة على عدد من مقاييس هيكل رأس المال البالغ عددها ثلاثة متغيرات والتي تمثل المتغيرات الوسيطة، وقد تم تحديد وتوصيف هذه العوامل فى ضوء نظريات هيكل رأس المال، الدراسات السابقة حول العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال، فضلاً عن الدراسات السابقة حول العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، ويمكن توضيح تلك العوامل التى تمثل المتغيرات المتوقع تأثيرها على قيمة المنشأة وطريقة قياسها من خلال الجدول رقم (٢) التالى:

جدول رقم (٢)
عوامل تقدير قيمة المنشأة

رمز المتغير	المتغير	طريقة القياس	المصدر
المتغيرات المستقلة			
X ₁	الحجم	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	(Cassar & Holmes, 2003) (De Jong, et al., 2008) (Abor, 2008)
X ₂	هيكل الأصول	الأصول الثابتة ÷ إجمالي الأصول	(De Jong, et al., 2008) (Ibrahim & Masron, 2011) (Karadeniz, et al., 2009)
X ₃	نسبة استغلال الأصول	المبيعات ÷ إجمالي الأصول	(Alipour, et al., 2015)
X ₄	العمر	اللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات العمل منذ تاريخ التأسيس	(Ezeoha, 2008)
X ₅	الربحية	صافي الربح قبل الضرائب ÷ إجمالي الأصول	(Ibrahim & Masron, 2011) (Abor & Biekpe, 2009) (Sheikh & Wang, 2011)
X ₆	معدل النمو	$\frac{(المبيعات_t - المبيعات_{t-1})}{المبيعات_{t-1}}$	(Chen & Chen, 2011) (Pacheco & Tavares, 2015) (Abor & Biekpe, 2009)
X ₇	أداء سعر السهم	$\frac{(سعر السهم_t - سعر السهم_{t-1})}{سعر السهم_{t-1}}$	(Antoniou, et al., 2008) (Deesomsak, et al., 2004)
X ₈	السيولة	الأصول المتداولة ÷ الالتزامات المتداولة	(Sheikh & Wang, 2011) (Deesomsak, et al., 2004) (Gomez, et al., 2014)

المصدر: إعداد الباحث

تابع: جدول رقم (٢)

عوامل تقدير قيمة المنشأة

رمز المتغير	المتغير	طريقة القياس	المصدر
المتغيرات المستقلة			
X ₉	تقلب الأرباح	(الربح - الربح _{t-1}) ÷ الربح _{t-1}	(Cassar & Holmes, 2003) (Benkraiem & Gurau, 2013) (Alipour, et al., 2015)
X ₁₀	معدل الضريبة الفعلية	الضرائب المدفوعة ÷ صافي الربح قبل الضرائب	(Karadeniz, et al., 2009) (Antoniu, et al., 2008)
X ₁₁	المزايا الضريبية من غير الديون	إجمالي الاستهلاكات ÷ إجمالي الأصول	(Pacheco & Tavares, 2015) (Gomez, et al., 2014) (Eldomiaty, 2007)
المتغيرات الوسيطة			
Y ₁	نسبة الديون قصيرة الأجل	إجمالي الديون قصيرة الأجل ÷ إجمالي الأصول	(Mateev, et al., 2013) (Handoo & Sharma, 2014)
Y ₂	نسبة الديون طويلة الأجل	إجمالي الديون طويلة الأجل ÷ إجمالي الأصول	(Mateev, et al., 2013) (Ezeoha, 2008)
Y ₃	نسبة إجمالي الديون	إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول	(Mateev, et al., 2013) (Handoo & Sharma, 2014) (Ezeoha, 2008)

المصدر: إعداد الباحث

أما المتغير التابع فيتمثل في قيمة المنشأة ويرمز له بالرمز (Q)، وقد اعتمدت الدراسة الحالية في تقدير قيمة المنشأة على نموذج Tobin's Q، ويمكن تقدير قيمة المنشأة باستخدام هذا نموذج من خلال المعادلة التالية (Bae, et al., 2008):
 قيمة المنشأة = (القيمة السوقية + القيمة الدفترية لإجمالي الديون) ÷ التكلفة التاريخية للأصول

٣- مصادر جمع البيانات

تم الحصول على البيانات اللازمة لاختبار فروض الدراسة عن طريق العديد من التقارير الصادرة من المنشآت محل الدراسة وبورصة النيل المصرية عن الفترة المالية من عام ٢٠١٠م إلى عام ٢٠١٥م، وتتمثل تلك التقارير في التالي:

١. التقارير المالية الصادرة عن المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم محل الدراسة، وتتمثل تلك التقارير في قائمة الدخل، قائمة المركز المالي، قائمة التدفقات النقدية، والإيضاحات المتممة للقوائم المالية.
٢. التقارير الصادرة عن بورصة النيل المصرية للحصول عن السعر السوقي للسهم معبراً عنه بسعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية.

٤- الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة

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

١. التحليل الوصفي Descriptive Analysis لاختبار مدى تبعية بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي ومدى امكانية تعميم النتائج على مجتمع الدراسة.
٢. تحليل ارتباط بيرسون Pearson Correlation لتحديد اتجاه وقوة العلاقة بين قيمة المنشأة وكل من العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال، فضلاً عن تحديد اتجاه وقوة العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال.
٣. تحليل الانحدار المرحلي Stepwise Regression لبناء نموذج لتقدير قيمة المنشأة مكون من أهم عوامل التقدير المؤثرة في قيمة المنشأة.

حادى عشر: تحليل نتائج الدراسة

قامت الدراسة بتوظيف البيانات التي تم الحصول عليها بهدف تحديد أثر العوامل المحددة على هيكل رأس المال ومدى انعكاسها على قيمة المنشأة وذلك من خلال

استخدام الأساليب الإحصائية المتمثلة في أسلوب تحليل الارتباط، وأسلوب تحليل الانحدار المرحلي بغرض تحليل البيانات واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة واستخلاص نتائجها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

١- اختبار صلاحية بيانات الدراسة

يمكن اختبار مدى تبعية بيانات المتغيرات المستقلة، الوسيطة، والمتغير التابع للتوزيع الطبيعي وامكانية تعميم النتائج على مجتمع الدراسة بالإعتماد على نسبة الخطأ القياسي إلى المتوسط حيث يتبع المتغير التوزيع الطبيعي عندما لا يزيد الخطأ القياسي له عن ١٥% من قيمة المتوسط (عبدريه، ٢٠٠٨)، ويوضح الجدول رقم (٣) نتائج التحليل الوصفي حول مدى تبعية بيانات العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة للتوزيع الطبيعي ومدى امكانية تعميم النتائج على مجتمع الدراسة.

جدول رقم (٣)

نتائج التحليل الوصفي لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة

رمز المتغير	المتغير	المتوسط	الخطأ القياسي	الخطأ القياسي / المتوسط (%)	أقل قيمة	أعلى قيمة
X ₁	الحجم	١٦,٨٩	٠,١٩	١,١٢	١٤,٥٤	١٨,٩٣
X ₂	هيكل الأصول	٠,٥٠	٠,٠٤	٨	٠,٠٤	٠,٩٠
X ₃	نسبة استغلال الأصول	٠,٨١	٠,٠٤	٤,٩٤	٠,٢٢	١,٦٥
X ₄	العمر	٠,٦٩	٠,٠٥	٧,٢٥	٠,٢٤	١,٣٤
X ₅	الربحية	٠,١٨	٠,٠٢	١١,١١	٠,٠٠	١,٠٩
X ₆	معدل النمو	٠,٣٥	٠,٠٥	١٤,٢٩	٠,٠٠	٢,١٧
X ₇	أداء سعر السهم	٠,١٤	٠,٠٢	١٤,٢٩	٠,٠٠	١,٢٩
X ₈	السيولة	١,٩٦	٠,٢٨	١٤,٢٩	٠,٥١	٩,٩٢
X ₉	تقلب الأرباح	٠,٥١	٠,٠٧	١٣,٧٣	٠,٠٠	٤,٢٦
X ₁₀	معدل الضريبة الفعلية	٠,٢٨	٠,٠٤	١٤,٢٩	٠,٠٠	٠,٧٦
X ₁₁	المزايا الضريبية من غير الديون	٠,١٨	٠,٠٢	١١,١١	٠,٠٣	٠,٦٣
Y ₁	نسبة الديون قصيرة الأجل	٠,٦٥	٠,٠٦	٩,٢٣	٠,٠٨	١,٦٨
Y ₂	نسبة الديون طويلة الأجل	٠,١٨	٠,٠٢	١١,١١	٠,٠٠	٠,٦٨
Y ₃	نسبة إجمالي الديون	٠,٧٢	٠,٠٦	٨,٣٣	٠,٠٨	١,٦٨
Q	قيمة المنشأة	١,٩٤	٠,١٩	٩,٧٩	٠,٩٣	٣٧,٤٢

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

باستقراء بيانات الجدول رقم (٣) لوحظ أن البيانات الخاصة بالعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة وهي (الحجم، هيكل الأصول، نسبة استغلال الأصول، العمر، الربحية، معدل النمو، أداء سعر السهم، السيولة، تقلب الأرباح، معدل الضريبة الفعلية، المزايا الضريبية من غير الديون، نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، نسبة إجمالي الديون، وقيمة المنشأة) لا يزيد الخطأ القياسي لها عن ١٥% من قيمة المتوسط مما يشير إلى اقتراب تلك المتغيرات من التوزيع الطبيعي وصلاحيتها للتحليل الإحصائي وامكانية تعميم النتائج على مجتمع الدراسة.

كما يتبين من نتائج الجدول رقم (٣) ارتفاع متوسط نسبة إجمالي الديون في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم حيث بلغ متوسط نسبة إجمالي الديون (٠,٧٢)، مما يشير إلى أهمية الديون في تلبية الاحتياجات التمويلية لتلك المنشآت وعدم كفاية مصادر التمويل الداخلية، وبمقارنة متوسط نسبة إجمالي الديون للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط نسبة إجمالي الديون (٠,٧٣) في دراسة (Alipour, et al., 2015)، أما في دراسة (Sheikh&Wang,2011) فبلغ (٠,٦١)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف بين الدراسة الحالية وبعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط نسبة إجمالي الديون (٠,٣٨) في دراسة (Chen&Chen,2011)، وبلغ (٠,٣٦) في دراسة (Benkraiem & Gurau,2013).

كما لوحظ زيادة اعتماد المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم على الديون قصيرة الأجل أكثر من الديون طويلة الأجل حيث بلغ متوسط نسبة الديون قصيرة الأجل (٠,٦٥)، بينما بلغ متوسط نسبة الديون طويلة الأجل (٠,١٨) مما يشير إلى أهمية الديون قصيرة الأجل في تمويل المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في مصر، فضلاً عن صعوبة حصول تلك المنشآت على الديون طويلة الأجل نتيجة لارتفاع المخاطر المرتبطة بها وعدم وجود الضمانات الكافية للحصول على الديون طويلة الأجل.

كما بلغ متوسط قيمة المنشأة (١,٩٤) وهي أكبر من الواحد مما يشير إلى أن القيمة السوقية للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل أكبر من قيمتها الدفترية مما يعنى وجود امكانيات نمو عالية لتلك المنشآت، وجود فرص أفضل للاستثمار، فضلاً عن الأداء الجيد لإدارة تلك المنشآت (Widjaja & Maghviroh, 2011) وبمقارنة متوسط قيمة المنشأة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة يتضح أن متوسط قيمة المنشأة بلغ (٢,٠٤) في دراسة (Putu, et al., 2014)، كما بلغ (١,٠٧) في دراسة (Bae, et al., 2008)، ومن ثم فإن هناك تقارب بين متوسط قيمة المنشأة للدراسة الحالية والذي بلغ (١,٩٤) والدراسات السابقة مما يشير إلى قبول متوسط قيمة المنشأة للدراسة الحالية.

في حين بلغ متوسط هيكل الأصول خلال فترة الدراسة (٠,٥٠) مما يشير إلى أن الأصول الثابتة تمثل (٥٠%) من قيمة إجمالي الأصول، وتتقارب تلك النسبة مع دراسة كل من (Sheikh & Wang, 2011; Benkraiem & Gurau, 2013) حيث بلغ متوسط هيكل الأصول (٥١,٩%، ٥٤,٧%) على الترتيب، بينما بلغ متوسط نسبة استغلال الأصول (٨١%) مما يشير إلى أن متوسط مبيعات المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم هو ٨١ مرة مثل أصولها، وتتقارب تلك النسبة مع دراسة (Alipour, et al., 2015) حيث بلغ متوسط نسبة استغلال الأصول (٨٥,٤٢%)، كما بلغ متوسط معدل الربحية خلال فترة الخمس سنوات (١٨%) وهي نسبة مرتفعة مقارنة بالعديد من الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط معدل الربحية (١١,٨٩%) في دراسة (Gomez, et al., 2014)، كما بلغ (٧,٦٢%) في دراسة (الزبيدي & سلامة، ٢٠١٤)، وقد يرجع ذلك إلى الأداء الجيد لإدارة تلك المنشآت وهو ما يؤكد ارتفاع القيمة السوقية لتلك المنشآت عن قيمتها الدفترية، كما بلغ متوسط معدل الضريبة الفعلى (٢٨%) مما يشير إلى أن المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم تساهم بما يعادل (٢٨%) من الضرائب في المتوسط وهي نسبة مرتفعة مقارنة بالدراسات السابقة

حيث بلغ متوسط معدل الضريبة الفعلية (٧,٩%) فى دراسة (Alipour, et al., 2015).

٢- اختبار مدى تأثير العوامل المحددة على مقاييس هيكل رأس المال

قبل التعرف على درجة تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال على مقاييس هيكل رأس المال فسوف نتناول الدراسة تحليل علاقات الارتباط وتقدير المساهمات النسبية بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال من خلال الاعتماد على أسلوب تحليل ارتباط بيرسون الذى يهدف إلى تحديد اتجاه وقوة العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال، فضلاً عن تقدير المساهمة النسبية لتلك العوامل، وقد تم تقسيم مقاييس هيكل رأس المال إلى ثلاثة مقاييس وفقاً لأجل الديون والتي تتمثل فى نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة إجمالى الديون، ويوضح الجدول رقم (٤) قيم الارتباط والمساهمة النسبية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال على النحو التالى:

جدول رقم (٤)

قيم الارتباط بين العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال

رمز المتغير	العوامل المحددة لهيكل رأس المال	مقاييس هيكل رأس المال					
		نسبة إجمالى الديون (Y ₃)		نسبة الديون طويلة الأجل (Y ₂)		نسبة الديون قصيرة الأجل (Y ₁)	
		R ² (%)	R	R ² (%)	R	R ² (%)	R
X ₁	الحجم	٠,٠٥٦	٠,٠٧٥-	٧,٢٤	٠,٢٦٩	١,٣٠	٠,١١٤-
X ₂	هيكل الأصول	١٦,٧٣	٠,٤٠٩-	٤,١٢	٠,٢٠٣	٢٦,٦٣	٠,٥١٦-
X ₃	نسبة استغلال الأصول	٣,٣١	٠,١٨٢-	٣,٣١	٠,١٨٢-	٢,٥٩	٠,١٦١-
X ₄	العمر	٨,٤٧	٠,٢٩١	٠,٠٥	٠,٠٢٣	١٠,٧٦	٠,٣٢٨*
X ₅	الربحية	٢,٤٠	٠,١٥٥-	٠,٠٢	٠,٠١٣	٠,٧٤	٠,٠٨٦-
X ₆	معدل النمو	٢,١٩	٠,١٤٨	٠,٠١	٠,٠١١	٣,٢٤	٠,١٨٠
X ₇	أداء سعر السهم	٠,٢٦	٠,٠٥١-	٣,٧٢	٠,١٩٣-	٠,٠٤	٠,٠٢١
X ₈	السيولة	٥٤,٣٢	٠,٧٣٧-	٤,٨٠	٠,٢١٩-	٤٤,٤٩	٠,٦٦٧-
X ₉	تقلب الأرباح	٠,١٧	٠,٠٤١	١,٥٤	٠,١٢٤	٠,١٣	٠,٠٣٦
X ₁₀	معدل الضريبة الفعلية	٨,٣٥	٠,٢٨٩-	١,٠٢	٠,١٠١-	٣,٦١	٠,١٩٠-
X ₁₁	المزايا الضريبية من غير الديون	١٥,٩٢	٠,٣٩٩	١,٤٦	٠,١٢١-	١٤,٥٢	٠,٣٨١

** ارتباط معنوى عند مستوى ١% * ارتباط معنوى عند مستوى ٥%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى

باستقراء بيانات الجدول رقم (٤) لوحظ وجود علاقة ارتباط عكسية بين كل من (السيولة، وهيكل الأصول) ونسبة الديون قصيرة الأجل وذلك عند مستوى ١% بمعامل ارتباط (-٠,٦٦٧، -٠,٥١٦) على الترتيب، وقد ترجع العلاقة العكسية بين السيولة ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى أن المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم التي لديها نسبة سيولة عالية تميل إلى الاعتماد على الأموال المتولدة داخلياً دون الحاجة إلى الإقتراض، ويتفق ذلك مع دراسة (Deesomsak, et al., 2004).

كما ترجع العلاقة العكسية بين هيكل الأصول ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة يؤدي إلى انخفاض تعرض المنشأة لمشاكل عدم تماثل المعلومات مما يجعلها أقل اعتماداً على الديون نظراً لقدرتها على إصدار أسهم ذات درجة حساسية عالية للمعلومات، كما تشير هذه العلاقة إلى اعتماد المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في تمويل أصولها الثابتة على الديون طويلة الأجل وتمويل أصولها المتداولة على الديون قصيرة الأجل، ويتفق ذلك مع دراسة كل من (Cassar & Holmes, 2003; Mateev, et al., 2013)، إلا أنه يختلف مع دراسة (Esperanca, et al., 2003).

بينما لوحظ وجود علاقة ارتباط طردية بين كل من (المزايا الضريبية من غير الديون، والعمر) ونسبة الديون قصيرة الأجل وذلك عند مستوى ١%، ٥% على الترتيب بمعامل ارتباط (٠,٣٨١، ٠,٢٣٨) على الترتيب، وقد يرجع ذلك إلى أنه كلما زاد عمر المنشأة كلما زادت درجة الاعتماد على المصادر الخارجية نظراً لوجود ضمانات كافية لمواجهة عدم الوفاء بالالتزامات، ويختلف ذلك مع دراسة (Serrasqueiro, 2011) التي خلصت إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين عمر المنشأة ونسبة الديون قصيرة الأجل في البرتغال، واليونان على الترتيب.

في حين لوحظ عدم وجود علاقات ارتباط معنوية بين كل من (الحجم، نسبة استغلال الأصول، الربحية، معدل النمو، أداء سعر السهم، تقلب الأرباح، ومعدل الضريبة الفعلية) ونسبة الديون قصيرة الأجل، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير لتلك العوامل بالنسبة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم محل الدراسة التي تعتمد في التمويل على الديون قصيرة الأجل.

كما يوضح الجدول رقم (٤) اختلاف المساهمة النسبية للعوامل المحددة ونسبة الديون قصيرة الأجل حيث تراوحت بين (٠,٠٤% ، ٤٤,٤٩%) مما يشير إلى وجود تباين واضح بينها، حيث لوحظ ارتفاع درجة المساهمة النسبية لكل من (السيولة، وهيكل الأصول) حيث بلغت (٤٤,٤٩% ، ٢٦,٦٣%) على الترتيب، بينما كان كل من (المزايا الضريبية من غير الديون، والعمر) على درجة مساهمة نسبية متوسطة بلغت (١٤,٥٢% ، ١٠,٧٦%) على الترتيب، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معامل الارتباط بينهما وبين نسبة الديون قصيرة الأجل، في حين كان كل من (معدل الضريبة الفعلى، معدل النمو، نسبة استغلال الأصول، الحجم، الربحية، تقلب الأرباح، وأداء سعر السهم) على درجة مساهمة نسبية منخفضة بلغت (٣,٦١% ، ٣,٢٤% ، ٢,٥٩% ، ١,٣٠% ، ٠,٧٤% ، ٠,١٣% ، ٠,٠٤%) على الترتيب، وقد يرجع ذلك إلى عدم معنوية معامل الارتباط بين تلك العوامل ونسبة الديون قصيرة الأجل. يتضح مما سبق وجود أربعة عوامل ترتبط ارتباطاً معنوياً بنسبة الديون قصيرة الأجل وهى (السيولة، هيكل الأصول، المزايا الضريبية من غير الديون، والعمر)، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على هذه العوامل فى تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل بدقة عالية.

كما يتبين من دراسة بيانات الجدول رقم (٤) عدم وجود علاقات ارتباط معنوية بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال ونسبة الديون طويلة الأجل، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير لتلك العوامل بالنسبة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم محل الدراسة التى تعتمد فى التمويل على الديون طويلة الأجل، كما لوحظ انخفاض درجة المساهمة النسبية للعوامل المحددة ونسبة الديون طويلة الأجل المتمثلة فى (الحجم، السيولة، هيكل الأصول، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، تقلب الأرباح، المزايا الضريبية من غير الديون، معدل الضريبة الفعلى، العمر، معدل الربحية، ومعدل النمو) حيث بلغت درجة المساهمة النسبية (٧,٢٤% ، ٤,٨٠% ، ٤,١٢% ، ٣,٧٢% ، ٣,٣١% ، ١,٥٤% ، ١,٤٦% ، ١,٠٢% ، ٠,٠٥% ، ٠,٠٢% ، ٠,٠١%) على الترتيب، وقد يرجع ذلك إلى عدم معنوية معامل الارتباط بين تلك العوامل ونسبة الديون طويلة الأجل، ويتفق ذلك مع دراسة (Al-fayoumi & Abuzayed, 2009).

ويتضح من فحص بيانات الجدول رقم (٤) وجود علاقة ارتباط عكسية بين كل من (السيولة، وهيكل الأصول) ونسبة إجمالي الديون وذلك عند مستوى ١% بمعامل ارتباط (-٠,٧٣٧، -٠,٤٠٩) على الترتيب، وقد ترجع العلاقة العكسية بين السيولة ونسبة إجمالي الديون إلى أن المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم عالية السيولة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي وما يستتبعه من انخفاض نسبة إجمالي الديون، ويتفق ذلك مع دراسة كل من (Sheikh & Wang, 2011; Viviani, 2008).

كما قد ترجع العلاقة العكسية بين هيكل الأصول ونسبة إجمالي الديون إلى أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة يؤدي إلى زيادة نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف نتيجة لارتفاع تكلفة أهلاك تلك الأصول وما يستتبعه من ارتفاع درجة الرفع التشغيلي وزيادة حساسية أرباح المنشأة لأي تغير في حجم المبيعات، ومن ثم تردد المقرضين في تقديم قروض للمنشأة حيث يؤدي ذلك إلى زيادة مخاطر تقلب أرباح المنشأة، ويتفق ذلك مع دراسة (Booth, et al., 2001)، إلا أنه يختلف مع دراسة (Viviani, 2008)، بينما لوحظ وجود علاقة ارتباط طردية بين المزايا الضريبية من غير الديون ونسبة إجمالي الديون وذلك عند مستوى ١% بمعامل ارتباط (٠,٣٩٩)، ويتفق ذلك مع دراسة (Bathala, et al., 1994)، إلا أنه يختلف مع دراسة (Deesomsak, et al., 2004).

في حين لوحظ عدم وجود علاقات ارتباط معنوية بين كل من (الحجم، نسبة استغلال الأصول، العمر، معدل الربحية، معدل النمو، أداء سعر السهم، تقلب الأرباح، ومعدل الضريبة الفعلى) ونسبة إجمالي الديون، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير لتلك العوامل بالنسبة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم محل الدراسة. كما يوضح الجدول رقم (٤) اختلاف المساهمة النسبية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال ونسبة إجمالي الديون حيث تراوحت بين (٠,١٧%، ٥٤,٣٢%) مما

يشير إلى وجود تباين واضح بينها، حيث لوحظ ارتفاع درجة المساهمة النسبية للسيولة التي بلغت (٥٤,٣٢%)، بينما كان كل من (هيكل الأصول، والمزايا الضريبية لتمويل الديون) على درجة مساهمة نسبية متوسطة بلغت (١٦,٧٣%)، (١٥,٩٢%) على الترتيب، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معامل الارتباط بينهما وبين نسبة إجمالي الديون، في حين كان كل من (العمر، معدل الضريبة الفعلى، نسبة استغلال الأصول، معدل الربحية، معدل النمو، الحجم، أداء سعر السهم، وتقلب الأرباح) على درجة مساهمة نسبية منخفضة بلغت (٨,٤٧%)، (٨,٣٥%)، (٣,٣١%)، (٢,٤٠%)، (٢,١٩%)، (٠,٥٦%)، (٠,٢٦%)، (٠,١٧%) على الترتيب، وقد يرجع ذلك إلى عدم معنوية معامل الارتباط بين تلك العوامل ونسبة إجمالي الديون. يتضح مما سبق وجود ثلاثة عوامل ترتبط ارتباطاً معنوياً بنسبة إجمالي الديون وهى (السيولة، هيكل الأصول، والمزايا الضريبية لتمويل الديون)، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على هذه العوامل في تقدير نسبة إجمالي الديون بدقة عالية.

ولاختبار مدى تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال على مقاييس هيكل رأس المال يتم التحقق من صحة الفرض الرئيسى الأول القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة على مقاييس هيكل رأس المال".

وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المرحلي Stepwise Regression لتحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على مقاييس هيكل رأس المال بغرض صياغة نموذج مكون من أهم العوامل التي يمكن من خلالها تقدير هيكل رأس المال بدقة عالية، ويعتمد هذا الأسلوب على اختيار العوامل ذات المساهمة النسبية المرتفعة مع هيكل رأس المال ولا يوجد ارتباط ذاتى بينها، وبالتالي فإن العوامل التي تظهر بالنموذج هي متغيرات مستقلة معنوياً يمكن من خلالها تقدير هيكل رأس المال بمستوى عالى المعنوية (خواجة، وبشير، ٢٠٠٣)، وقد تم تقسيم الفرض الرئيسى الأول إلى ثلاثة فروض فرعية يعبر كل منها عن مقياس من مقاييس هيكل رأس المال، ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم

العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على نسبة الديون قصيرة الأجل من خلال الجدول رقم (٥) التالي:

جدول رقم (٥)

نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على نسبة الديون قصيرة الأجل

الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الانحدار	عوامل تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل (Y ₁)	رمز المتغير
١	٠,٠٠١	٠,٣٦٦	١,٣٧٥	المزايا الضريبية من غير الديون	X ₁₁
٢	٠,٤١٩	٠,٠٩٥	٠,٠٧٨-	أداء سعر السهم	X ₇
٣	٠,٣١٢	٠,٠٩٤	٠,٠٩٧-	نسبة استغلال الأصول	X ₃
٤	٠,٠٠٠	٠,٠٢٠	٠,٠٨٢-	السيولة	X ₈
٥	٠,١٣٠	٠,٠٣١	٠,٠٤٨-	تقلب الأرباح	X ₉
٦	٠,٠٠٠	٠,١٢٨	٠,٩٥٤-	هيكل الأصول	X ₂
٧	٠,٢١١	٠,٠٣١	٠,٠٤٠-	الحجم	X ₁
			١,٨٣٣	الثابت	
مقاييس تقييم دقة تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل					
			٠,٩٠٩	معامل الارتباط المتعدد (R)	
			% ٨٢,٦	معامل التحديد (R ²)	
			% ٧٩,١	معامل التحديد المعدل (R ² adj.)	
			(٧,٣٤)	درجات الحرية (df)	
			**٢٣,١٢٠	F المحسوبة	
			٣,٢١	F الجدولية	
			٠,٠٠٠	المعنوية (sig.)	

** معنوي عند مستوى ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٥) لوحظ أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة على نسبة الديون قصيرة الأجل التي لا يوجد بينها ارتباط ذاتي لبناء النموذج وهي (المزايا الضريبية من غير الديون، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، السيولة، تقلب الأرباح، هيكل الأصول، والحجم)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات الخاصة بتلك العوامل من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من زيادة المساهمة النسبية لها في تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل، كما استبعد تحليل الانحدار المرحلي كل من (العمر، معدل الربحية، معدل النمو، ومعدل الضريبة الفعلية) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوى وجوهري مع نسبة الديون قصيرة الأجل، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير الخاص بتلك المتغيرات من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من ضعف المساهمة النسبية لها في تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل، ويمكن صياغة نموذج الإنحدار بين العوامل المؤثرة على نسبة الديون قصيرة الأجل كما يلي:

$$Y_1 = 1.833 + 1.375 X_{11} - 0.078 X_7 - 0.097 X_3 - 0.082 X_8 - 0.048 X_9 - 0.954 X_2 - 0.040 X_1$$

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرحلي على تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل بلغت (٠,٩٠٩) والمساهمة النسبية لها بلغت (٨٢,٦%)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات في العوامل التي تم اختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة والمتمثلة في (المزايا الضريبية من غير الديون، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، السيولة، تقلب الأرباح، هيكل الأصول، والحجم)، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد التي بلغت (٨٢,٦%) مع قيمة معامل التحديد المعدل التي بلغت (٧٩,١%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للاعتماد عليه في تحليل النتائج وتعميمها، فضلاً عن دقة النموذج واستقلالية العوامل المحددة

المؤثرة على نسبة الديون قصيرة الأجل، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٢٣,١٢٠) وهى أكبر من قيمة F الجدولية التى بلغت (٣,٢١) عند مستوى ١% مما يشير إلى أنه يمكن رفض الفرض الفرعى الأول القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال على نسبة الديون قصيرة الأجل"، حيث أثبتت الدراسة أن هناك سبعة عوامل أساسية تؤثر على نسبة الديون قصيرة الأجل وبالتالي يمكن الاعتماد عليها فى صياغة نموذج لتقدير نسبة الديون قصيرة الأجل بمستوى عالى المعنوية، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على تلك العوامل فى تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل بدقة عالية.

كما يمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلى لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على نسبة الديون طويلة الأجل من خلال الجدول رقم (٦) التالى:

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل الانحدار المرحلى لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة

على نسبة الديون طويلة الأجل

الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسى	معامل الانحدار	عوامل تقدير نسبة الديون طويلة الأجل (Y ₂)	رمز المتغير
١	٠,١٠١	٠,٤١٥	٠,٧٠٢-	المزايا الضريبية من غير الديون	X ₁₁
٢	٠,٦٣٧	٠,١١٠	٠,٠٥٣-	أداء سعر السهم	X ₇
٣	٠,٠٥٧	٠,١٢٠	٠,٢٣٧-	نسبة استغلال الأصول	X ₃
٤	٠,٣٢٢	٠,٠٢٧	٠,٠٢٧-	السيولة	X ₈
٥	٠,٥٠١	٠,٠٣٦	٠,٠٢٤	تقلب الأرباح	X ₉
٦	٠,٠٦٩	٠,١٦٠	٠,٣٠٠	هيكل الأصول	X ₂
٧	٠,٢٩٧	٠,٢٤١	٠,٢٥٥-	معدل الضريبة الفعلية	X ₁₀
٨	٠,١٧١	٠,٠٤٤	٠,٠٦١	الحجم	X ₁
			٠,٥٦٧-	الثابت	
مقاييس تقييم دقة تقدير نسبة الديون طويلة الأجل					

معامل الارتباط المتعدد (R)	٠,٦٠٨
معامل التحديد (R^2)	% ٣٧
معامل التحديد المعدل (R^2 adj.)	% ٢١,٧
درجات الحرية (df)	(٨,٣٣)
F المحسوبة	*٢,٤٢٠
F الجدولية	٢,٢٥
المعنوية (sig.)	٠,٠٣٥

* معنوى عند مستوى ٥%
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتبين من دراسة نتائج الجدول رقم (٦) أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة على نسبة الديون طويلة الأجل التي لا يوجد بينها ارتباط ذاتي لبناء النموذج وهي (المزايا الضريبية من غير الديون، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، السيولة، تقلب الأرباح، هيكل الأصول، معدل الضريبة الفعلي، والحجم)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات الخاصة بتلك العوامل من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من زيادة المساهمة النسبية لها في تقدير نسبة الديون طويلة الأجل، كما استبعد تحليل الانحدار المرحلي كل من (العمر، معدل الربحية، معدل النمو) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوى وجوهري مع نسبة الديون طويلة الأجل، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير الخاص بتلك المتغيرات من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من ضعف المساهمة النسبية لها في تقدير نسبة الديون طويلة الأجل، ويمكن صياغة نموذج الإنحدار بين العوامل المؤثرة على نسبة الديون طويلة الأجل كما يلي:

$$Y_2 = -0.567 - 0.702 X_{11} - 0.053 X_7 - 0.237 X_3 - 0.027 X_8 \\ + 0.024 X_9 + 0.3 X_2 - 0.255 X_{10} + 0.061 X_1$$

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرحلي على تقدير نسبة الديون طويلة الأجل أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير نسبة الديون طويلة الأجل بلغت (٠,٦٠٨) والمساهمة النسبية لها بلغت (٣٧%)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات في العوامل التي تم اختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة والمتمثلة في (المزايا الضريبية من غير الديون، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، السيولة، تقلب الأرباح، هيكل الأصول، معدل الضريبة الفعلي، والحجم)، كما لوحظ تباعد قيمة معامل التحديد التي بلغت (٣٧%) مع قيمة معامل التحديد المعدل التي بلغت (٢١,٧%) مما يشير إلى أن العوامل المحددة لنسبة الديون طويلة الأجل تفسر (٣٧%) من التباين في نسبة الديون طويلة الأجل وبالتالي فإن (٦٣%) من التباين في نسبة الديون طويلة الأجل ترجع إلى عوامل لم يتناولها نموذج الانحدار المرحلي، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٢,٤٢٠) وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (٢,٢٥) عند مستوى ٥% مما يشير إلى أنه يمكن رفض الفرض الفرعي الثاني القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال على نسبة الديون طويلة الأجل"، حيث أثبتت الدراسة أن هناك ثمانية عوامل أساسية تؤثر على نسبة الديون طويلة الأجل وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في صياغة نموذج لتقدير نسبة الديون طويلة الأجل، إلا أن تلك العوامل تفسر (٣٧%) فقط من التباين في نسبة الديون طويلة الأجل. ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على نسبة إجمالي الديون من خلال الجدول رقم (٧) التالي:

جدول رقم (٧)

نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على نسبة إجمالي الديون

الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الانحدار	عوامل تقدير نسبة إجمالي الديون (٧ ₃)	رمز المتغير
١	٠,٠٠٢	٠,٣٤٤	١,١٢٩	المزايا الضريبية من غير الديون	X ₁₁
٢	٠,٢٦٠	٠,١٠٤	٠,١١٩-	أداء سعر السهم	X ₇
٣	٠,١٠٧	٠,١٠٦	٠,١٧٥-	نسبة استغلال الأصول	X ₃
٤	٠,٠٠٠	٠,٠١٩	٠,٠٨٥-	السيولة	X ₈
٥	٠,١٧٤	٠,٠٣٣	٠,٠٤٦-	تقلب الأرباح	X ₉
٦	٠,٠٠٠	٠,١٣٨	٠,٧٨٢-	هيكل الأصول	X ₂
٧	٠,٢٣٧	٠,١٨٢	٠,٢١٩-	معدل الضريبة الفعلية	X ₁₀
١,٣٢١			الثابت		
مقاييس تقييم دقة تقدير نسبة إجمالي الديون					
٠,٨٩			معامل الارتباط المتعدد (R)		
% ٧٩,١			معامل التحديد (R ²)		
% ٧٤,٨			معامل التحديد المعدل (R ² adj.)		
(٧,٣٤)			درجات الحرية (df)		
**١٨,٤١٢			F المحسوبة		
٣,٢١			F الجدولية		
٠,٠٠٠			المعنوية (sig.)		

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

يتبين من فحص نتائج الجدول رقم (٧) أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة على نسبة إجمالي الديون التي لا يوجد بينها ارتباط ذاتي لبناء النموذج وهي (المزايا الضريبية من غير الديون، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، السيولة، تقلب الأرباح، هيكل الأصول، ومعدل الضريبة الفعلية)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات الخاصة بتلك العوامل من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من زيادة المساهمة النسبية لها في تقدير نسبة إجمالي الديون،

كما استبعد تحليل الانحدار المرحلي كل من (الحجم، العمر، معدل الربحية، ومعدل النمو) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوى وجوهري مع نسبة إجمالي الديون، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير الخاص بتلك المتغيرات من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من ضعف المساهمة النسبية لها في تقدير نسبة إجمالي الديون، ويمكن صياغة نموذج الانحدار بين العوامل المؤثرة على نسبة إجمالي الديون كما يلي:

$$Y_3 = 1.321 + 1.129 X_{11} - 0.119 X_7 - 0.175 X_3 - 0.085 X_8 - 0.046 X_9 - 0.782 X_2 - 0.219 X_{10}$$

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرحلي على تقدير نسبة إجمالي الديون أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير نسبة إجمالي الديون بلغت (٠,٨٩) والمساهمة النسبية لها بلغت (٧٩,١%)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات في العوامل التي تم اختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة والمتمثلة في (المزايا الضريبية من غير الديون، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، السيولة، تقلب الأرباح، هيكل الأصول، ومعدل الضريبة الفعلي)، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد التي بلغت (٧٩,١%) مع قيمة معامل التحديد المعدل التي بلغت (٧٤,٨%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للاعتماد عليه في تحليل النتائج وتعميمها، فضلاً عن دقة النموذج واستقلالية عوامل التقدير المؤثرة على نسبة إجمالي الديون، كما بلغت قيمة F المحسوبة (١٨,٤١٢) وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (٣,٢١) عند مستوى ١% مما يشير إلى أنه يمكن رفض الفرض الفرعي الثالث القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال على نسبة إجمالي الديون"، حيث أثبتت الدراسة أن هناك سبعة عوامل أساسية تؤثر على نسبة إجمالي الديون وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في صياغة نموذج لتقدير نسبة إجمالي الديون بمستوى عالي

المعنوية، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على تلك العوامل في تقدير نسبة إجمالي الديون بدقة عالية.

يتبين من العرض السابق أنه يمكن رفض الفرض الرئيسي الأول القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة على مقاييس هيكل رأس المال"، حيث أثبتت الدراسة أن هناك عوامل أساسية تؤثر على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة إجمالي الديون، وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في صياغة نموذج لتقدير هيكل رأس المال بمستوى عالي المعنوية، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على تلك العوامل في تقدير هيكل رأس المال بدقة عالية.

٣- اختبار مدى تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة المنشأة

قبل التعرف على درجة تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة المنشأة فسوف نتناول الدراسة تحليل علاقات الارتباط وتقدير المساهمات النسبية بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة من خلال الاعتماد على أسلوب تحليل ارتباط بيرسون الذي يهدف إلى تحديد اتجاه وقوة العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة، فضلاً عن تقدير المساهمة النسبية لتلك العوامل، ويوضح الجدول رقم (٨) قيم الارتباط والمساهمة النسبية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة على النحو التالي:

جدول رقم (٨)

قيم الارتباط بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة

قيمة المنشأة (Q)		العوامل المحددة لهيكل رأس المال	رمز المتغير
R ² (%)	R		
٤,٦٧	٠,٢١٦-	الحجم	X ₁
٢٥,٢٠	**٠,٥٠٢	هيكل الأصول	X ₂
١,١٠	٠,١٠٥	نسبة استغلال الأصول	X ₃
٦,٣٠	٠,٢٥١-	العمر	X ₄
١٢,٨٩	*٠,٣٥٩-	الربحية	X ₅
٧,٠٨	٠,٢٦٦-	معدل النمو	X ₆
١,٣٧	٠,١١٧-	أداء سعر السهم	X ₇
١,٠٨	٠,١٠٤	السيولة	X ₈
٣,٨٠	٠,١٩٥-	تقلب الأرباح	X ₉
١٥,٠٥	**٠,٣٨٨-	معدل الضريبة الفعلية	X ₁₀
٦,٦٠	٠,٢٥٧	المزايا الضريبية من غير الديون	X ₁₁

** ارتباط معنوي عند مستوى ١ % * ارتباط معنوي عند مستوى ٥ %

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص بيانات الجدول رقم (٨) لوحظ وجود علاقة ارتباطية بين هيكل الأصول وقيمة المنشأة وذلك عند مستوى ١% بمعامل ارتباط (٠,٥٠٢)، وقد ترجع العلاقة الطردية بين هيكل الأصول وقيمة المنشأة إلى أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة وقت التصفية وزيادة الثقة في قدرة المنشأة على سداد ديونها في حالة تعرضها للإفلاس، كما أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة التي تتميز بقدرتها على تحقيق عائد مرتفع يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم المنشأة وما يستتبعه من ارتفاع قيمة المنشأة.

بينما لوحظ وجود علاقة ارتباط عكسية بين كل من (معدل الضريبة الفعلية، والربحية) وقيمة المنشأة وذلك عند مستوى ١%، ٥% على الترتيب بمعامل ارتباط

(-٠,٣٨٨، -٠,٣٥٩) على الترتيب، إلا أن ذلك يختلف مع دراسة (Chen & Chen, 2011) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين قيمة المنشأة وكل من معدل الضريبة الفعلى والربحية.

فى حين لوحظ عدم وجود علاقات ارتباط معنوية بين كل من (الحجم، نسبة استغلال الأصول، العمر، معدل النمو، أداء سعر السهم، السيولة، تقلب الأرباح، والمزايا الضريبية لتمويل الديون) وقيمة المنشأة، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير لتلك العوامل بالنسبة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم محل الدراسة.

كما يوضح الجدول رقم (٨) اختلاف المساهمة النسبية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة حيث تراوحت بين (١,٠٨%، ٢٥,٢٠%) مما يشير إلى وجود تباين واضح بينها، حيث لوحظ ارتفاع درجة المساهمة النسبية لهيكل الأصول التى بلغت (٢٥,٢٠%)، بينما كان كل من (معدل الضريبة الفعلى، والربحية) على درجة مساهمة نسبية متوسطة بلغت (١٥,٠٥%، ١٢,٨٩%) على الترتيب، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معامل الارتباط بينهما وبين قيمة المنشأة، فى حين كان كل من (معدل النمو، المزايا الضريبية لتمويل الديون، العمر، الحجم، تقلب الأرباح، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، والسيولة) على درجة مساهمة نسبية منخفضة بلغت (٧,٠٨%، ٦,٦٠%، ٦,٣٠%، ٤,٦٧%، ٣,٨٠%، ١,٣٧%، ١,١٠%)، وقد يرجع ذلك إلى عدم معنوية معامل الارتباط بين تلك العوامل وقيمة المنشأة.

يتبين مما سبق وجود ثلاثة عوامل ترتبط ارتباطاً معنوياً بقيمة المنشأة وهى (هيكل الأصول، معدل الضريبة الفعلى، والربحية) مما يشير إلى أهمية الاعتماد على هذه العوامل فى تقدير قيمة المنشأة بدقة عالية.

ولاختبار مدى تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة المنشأة يتم التحقق من صحة الفرض الثانى القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة المنشأة".

وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المرحلي Stepwise Regression لتحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة لغرض صياغة نموذج مكون من أهم العوامل التي يمكن من خلالها تقدير قيمة المنشأة بدقة عالية، ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة من خلال الجدول رقم (٩) التالي:

جدول رقم (٩)
نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة

الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الانحدار	العوامل المحددة لهيكل رأس المال	رمز المتغير
١	٠,٢٩٤	٠,٧٠٧	٠,٧٥٣	نسبة استغلال الأصول	X ₃
٢	٠,٢٢٨	٠,١٣٥	٠,١٦٦	السيولة	X ₈
٣	٠,٣٠١	٠,٨٧٦	٠,٩١٩	هيكل الأصول	X ₂
٤	٠,١١٧	١,٢٩٧	٢,٠٨٥-	معدل الضريبة الفعلي	X ₁₀
٥	٠,٠٥٨	١,٢١٠	٢,٣٦٧-	الربحية	X ₅
٦	٠,٢٦١	٠,٢٢٥	٠,٢٥٧	الحجم	X ₁
			٢,٧٨٣-	الثابت	
مقاييس تقييم دقة تقدير قيمة المنشأة					
			٠,٦٠١	معامل الارتباط المتعدد (R)	
			% ٣٦,١	معامل التحديد (R ²)	
			% ٢٥,٢	معامل التحديد المعدل (R ² adj.)	
			(٦,٣٥)	درجات الحرية (df)	
			*٣,٣٠١	F المحسوبة	
			٢,٣٨	F الجدولية	
			٠,٠١١	المعنوية (sig.)	

* معنوى عند مستوى ٥%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٩) لوحظ أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة التي لا يوجد بينها ارتباط ذاتي لبناء النموذج وهي (نسبة استغلال الأصول، السيولة، هيكل الأصول، معدل الضريبة الفعلية، الربحية، والحجم)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات الخاصة بتلك العوامل من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من زيادة المساهمة النسبية لها في تقدير قيمة المنشأة، كما استبعد تحليل الانحدار المرحلي كل من (العمر، معدل النمو، أداء سعر السهم، تقلب الأرباح، والمزايا الضريبية من غير الديون) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوى وجوهري مع قيمة المنشأة، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير الخاص بتلك المتغيرات من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من ضعف المساهمة النسبية لها في تقدير قيمة المنشأة، ويمكن صياغة نموذج الانحدار بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة كما يلي:

$$Q = -2.783 + 0.753 X_3 + 0.166 X_8 + 0.919 X_2 - 2.085 X_{10} - 2.367 X_5 + 0.257 X_1$$

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرحلي على تقدير قيمة المنشأة أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير قيمة المنشأة بلغت (٠,٦٠١) والمساهمة النسبية لها بلغت (٣٦,١%)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات في العوامل التي تم اختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة والمتمثلة في (نسبة استغلال الأصول، السيولة، هيكل الأصول، معدل الضريبة الفعلية، الربحية، والحجم)، كما لوحظ تباعد قيمة معامل التحديد التي بلغت (٣٦,١%) مع قيمة معامل التحديد المعدل التي بلغت (٢٥,٢%) مما يشير إلى أن العوامل المحددة لهيكل رأس المال تفسر (٣٦,١%) من التباين في قيمة المنشأة وبالتالي فإن (٦٣,٩%) من التباين في قيمة المنشأة ترجع إلى عوامل لم يتناولها نموذج الانحدار

المرحلي، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٣,٣٠١) وهى أكبر من قيمة F الجدولية التى بلغت (٢,٣٨) عند مستوى ٥% مما يشير إلى أنه يمكن رفض الفرض الثانى القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة المنشأة"، حيث أثبتت الدراسة أن هناك ستة عوامل أساسية تؤثر على قيمة المنشأة وبالتالي يمكن الاعتماد عليها فى صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة.

٤ - اختبار مدى تأثير مقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة

قبل التعرف على درجة تأثير مقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة فسوف نتناول الدراسة تحليل علاقات الارتباط وتقدير المساهمات النسبية بين مقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة من خلال الاعتماد على أسلوب تحليل ارتباط بيرسون الذى يهدف إلى تحديد اتجاه وقوة العلاقة بين مقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، فضلاً عن تقدير المساهمة النسبية لتلك المقاييس، ويوضح الجدول رقم (١٠) قيم الارتباط والمساهمة النسبية لمقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة على النحو التالى:

جدول رقم (١٠)

قيم الارتباط بين مقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة

رمز المتغير	مقاييس هيكل رأس المال	قيمة المنشأة (Q)	
		R	R ² (%)
Y ₁	نسبة الديون قصيرة الأجل	٠,٢٥١-	٦,٣٠
Y ₂	نسبة الديون طويلة الأجل	**٠,٥٣٦	٢٨,٧٣
Y ₃	نسبة إجمالي الديون	٠,٠١٢	٠,٠١

** ارتباط معنوى عند مستوى ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى

بفحص بيانات الجدول رقم (١٠) لوحظ وجود علاقة ارتباط طردية بين نسبة الديون طويلة الأجل وقيمة المنشأة وذلك عند مستوى ١% بمعامل ارتباط (٠,٥٣٦)

على الترتيب، وقد ترجع العلاقة الطردية بين نسبة الديون طويلة الأجل وقيمة المنشأة إلى أن ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل يؤدي إلى زيادة قيمة المزايا الضريبية وما يستتبعه من زيادة قيمة المنشأة بمقدار المزايا الضريبية، إلا أن ذلك يختلف مع دراسة (Chowdhury & Chowdhury, 2010) التي خلصت إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل وقيمة المنشأة، بينما لوحظ عدم وجود علاقات ارتباط معنوية بين كل من (نسبة الديون قصيرة الأجل، ونسبة إجمالي الديون) وقيمة المنشأة، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير لتلك العوامل بالنسبة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم محل الدراسة.

كما يوضح الجدول رقم (١٠) اختلاف المساهمة النسبية لمقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة حيث تراوحت بين (٠,٠١%، ٢٨,٧٣%) مما يشير إلى وجود تباين واضح بينها، حيث لوحظ ارتفاع درجة المساهمة النسبية لنسبة الديون طويلة الأجل التي بلغت (٢٨,٧٣%)، في حين كان كل من (نسبة الديون قصيرة الأجل، ونسبة إجمالي الديون) على درجة مساهمة نسبية منخفضة بلغت (٦,٣٠%، ٠,٠١%) على الترتيب، وقد يرجع ذلك إلى عدم معنوية معامل الارتباط بين تلك المقاييس وقيمة المنشأة.

ولاختبار مدى تأثير مقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة يتم التحقق من صحة الفرض الثالث القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة".

وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المرحلي Stepwise Regression لتحديد مقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة لغرض صياغة نموذج مكون من أهم العوامل التي يمكن من خلالها تقدير قيمة المنشأة بدقة عالية، ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلي لمقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة من خلال الجدول رقم (١١) التالي:

جدول رقم (١١)

نتائج تحليل الانحدار المرحلي لمقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة

الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الانحدار	مقاييس هيكل رأس المال	رمز المتغير
١	٠,٠٠٠	١,٨٤٩	١٦,٤٣٣	نسبة إجمالي الديون	Y ₃
٢	٠,٠٠٠	١,٠١٣	٥,٣٧٤-	نسبة الديون طويلة الأجل	Y ₂
٣	٠,٠٠٠	١,٨٠٠	١٦,٣٥٢-	نسبة الديون قصيرة الأجل	Y ₁
			١,٦٩٦	الثابت	
مقاييس تقييم دقة تقدير قيمة المنشأة					
			٠,٨٧٤	معامل الارتباط المتعدد (R)	
			% ٧٦,٤	معامل التحديد (R ²)	
			% ٧٤,٧	معامل التحديد المعدل (R ² adj.)	
			(٣,٤١)	درجات الحرية (df)	
			** ٤٤,٣٦١	F المحسوبة	
			٤,٣١	F الجدولية	
			٠,٠٠٠	المعنوية (sig.)	

** معنوي عند مستوى ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (١١) لوحظ أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد مقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة التي لا يوجد بينها ارتباط ذاتي لبناء النموذج وهي (نسبة إجمالي الديون، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة الديون قصيرة الأجل)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات الخاصة بتلك العوامل من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من زيادة المساهمة النسبية لها في تقدير قيمة المنشأة، ويمكن صياغة نموذج الانحدار بين مقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة كما يلي:

$$Q = 1.696 + 16.433 Y_3 - 5.374 Y_2 - 16.352 Y_1$$

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرحلي على تقدير قيمة المنشأة أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير قيمة المنشأة بلغت (٠,٨٧٤) والمساهمة النسبية لها بلغت (٧٦,٤%)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات في مقاييس هيكل رأس المال خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد التي بلغت (٧٦,٤%) مع قيمة معامل التحديد المعدل التي بلغت (٧٤,٧%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للاعتماد عليه في تحليل النتائج وتعميمها، فضلاً عن دقة النموذج واستقلالية مقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٤٤,٣٦١) وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (٤,٣١) عند مستوى ١% مما يشير إلى أنه يمكن رفض الفرض الثالث القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة"، حيث أثبتت الدراسة تأثير مقاييس هيكل رأس المال المتمثلة في (نسبة إجمالي الديون، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة الديون قصيرة الأجل) على قيمة المنشأة وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة بمستوى عالي المعنوية.

٥- اختبار مدى تأثير العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة

لاختبار مدى تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة يتم التحقق من صحة الفرض الرابع القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة".

وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المرحلي Stepwise Regression لتحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة لغرض صياغة نموذج مكون من أهم العوامل التي يمكن من خلالها

تقدير قيمة المنشأة بدقة عالية، ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة من خلال الجدول رقم (١٢) التالي:

جدول رقم (١٢)

نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة

الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الانحدار	عوامل تقدير قيمة المنشأة	رمز المتغير
١	٠,٠٠٠	١,٦٩٣	١٤,٥٥١	نسبة إجمالي الديون	Y ₃
٢	٠,٠٤٢	٠,٣٠١	٠,٦٣٥	نسبة استغلال الأصول	X ₃
٣	٠,٠٠١	٠,٩٦٤	٣,٣٩٢-	نسبة الديون طويلة الأجل	Y ₂
٤	٠,٠٠٢	٠,٣٨٢	١,٢٨١	هيكل الأصول	X ₂
٥	٠,٠٠١	٠,٠٦٥	٠,٢٤٢	السيولة	X ₈
٦	٠,٠٠٠	١,٧٧٥	١٣,٠٩١-	نسبة الديون قصيرة الأجل	Y ₁
			١,٠٦٢-	الثابت	
مقاييس تقييم دقة تقدير قيمة المنشأة					
			٠,٩٣٤	معامل الارتباط المتعدد (R)	
			% ٨٧,٢	معامل التحديد (R ²)	
			% ٨٥	معامل التحديد المعدل (R ² adj.)	
			(٦,٣٥)	درجات الحرية (df)	
			**٣٩,٧٩٣	F المحسوبة	
			٣,٣٨	F الجدولية	
			٠,٠٠٠	المعنوية (sig.)	

** معنوي عند مستوى ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (١٢) لوحظ أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة التي لا يوجد بينها ارتباط ذاتي لبناء النموذج وهي (نسبة إجمالي الديون، نسبة استغلال الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل، هيكل الأصول، السيولة، ونسبة الديون قصيرة الأجل)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات الخاصة بتلك العوامل من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من زيادة المساهمة النسبية لها في تقدير قيمة المنشأة، كما استبعد تحليل الانحدار المرحلي كل من (العمر، الربحية، معدل النمو، أداء سعر السهم، معدل الضريبة الفعلي، والمزايا الضريبية من غير الديون) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوى وجوهري مع قيمة المنشأة، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير الخاص بتلك المتغيرات من منشأة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من ضعف المساهمة النسبية لها في تقدير قيمة المنشأة، ويمكن صياغة نموذج الانحدار بين العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة كما يلي:

$$Q = -1.062 + 14.551 Y_3 + 0.635 X_3 - 3.392 Y_2 + 1.281 X_2 + 0.242 X_8 - 13.091 Y_1$$

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرحلي على تقدير قيمة المنشأة أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير قيمة المنشأة بلغت (٠,٩٣٤) والمساهمة النسبية لها بلغت (٨٧,٢%)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات في العوامل التي تم اختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة والمتمثلة في (نسبة إجمالي الديون، نسبة استغلال الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل، هيكل الأصول، السيولة، ونسبة الديون قصيرة الأجل)، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد التي بلغت (٨٧,٢%) مع قيمة معامل التحديد المعدل التي بلغت (٨٥%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للاعتماد عليه في تحليل النتائج

وتعميمها، فضلاً عن دقة النموذج واستقلالية العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة على قيمة المنشأة، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٣٩,٧٩٣) وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (٣,٣٨) عند مستوى ١%، كما لوحظ ارتفاع قيمة معامل التحديد للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال إلى (٨٧,٢%) مقارنة بالعوامل المحددة لهيكل رأس المال التي بلغت (٣٦,١%)، ومقاييس هيكل رأس المال التي بلغت (٧٦,٤%)، مما يشير إلى أن العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال والتي تتمثل في (نسبة إجمالي الديون، نسبة استغلال الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل، هيكل الأصول، السيولة، ونسبة الديون قصيرة الأجل) تساهم في تفسير (٨٧,٢%) من التباين في قيمة المنشأة.

يتضح من العرض السابق أنه يمكن رفض الفرض الرابع القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة"، حيث أثبتت الدراسة أن هناك ستة عوامل أساسية تؤثر على قيمة المنشأة وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة بمستوى عالي المعنوية، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على تلك العوامل في تقدير قيمة المنشأة بدقة عالية.

ثاني عشر: نتائج الدراسة

استهدفت الدراسة تحديد أثر العوامل المحددة على هيكل رأس المال وانعكاسها على قيمة المنشأة بغرض تعظيم قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية وذلك من خلال التعرف على تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال على مقاييس هيكل رأس المال، تحديد تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال على قيمة المنشأة، التعرف على تأثير مقاييس هيكل رأس المال على قيمة المنشأة، فضلاً عن تحديد تأثير العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال على

قيمة المنشأة، وفي ضوء ذلك توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تناولها على النحو التالي:

١. زيادة اعتماد المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم على الديون كمصدر أساسي من مصادر التمويل حيث بلغ متوسط نسبة إجمالي الديون (٠,٧٢)، مما يشير إلى أهمية الديون في تلبية الاحتياجات التمويلية لتلك المنشآت.
٢. زيادة اعتماد المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم على الديون قصيرة الأجل أكثر من الديون طويلة الأجل حيث بلغ متوسط نسبة الديون قصيرة الأجل (٠,٦٥)، بينما بلغ متوسط نسبة الديون طويلة الأجل (٠,١٨)، مما يشير إلى أهمية الديون قصيرة الأجل في تمويل المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في مصر، فضلاً عن صعوبة حصول تلك المنشآت على الديون طويلة الأجل نتيجة لارتفاع المخاطر المرتبطة بها وعدم وجود الضمانات الكافية للحصول على الديون طويلة الأجل.
٣. وجود علاقة ارتباط معنوي بين نسبة الديون قصيرة الأجل وكل من السيولة، هيكل الأصول، المزايا الضريبية من غير الديون، والعمر مما يشير إلى أهمية الاعتماد على تلك العوامل في تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل، فضلاً عن إمكانية صياغة نموذج لتقدير نسبة الديون قصيرة الأجل بدقة عالية استناداً إلى سبعة عوامل أساسية مؤثرة في نسبة الديون قصيرة الأجل وتتمثل تلك العوامل في المزايا الضريبية من غير الديون، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، السيولة، تقلب الأرباح، هيكل الأصول، والحجم حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٨٢,٦%).
٤. عدم وجود علاقة ارتباط معنوي بين نسبة الديون طويلة الأجل والعوامل المحددة لهيكل رأس المال، إلا أنه يمكن صياغة نموذج لتقدير نسبة الديون طويلة الأجل استناداً إلى ثمانية عوامل أساسية مؤثرة في نسبة الديون طويلة الأجل

- وتتمثل تلك العوامل في المزايا الضريبية من غير الديون، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، السيولة، تقلب الأرباح، هيكل الأصول، معدل الضريبة الفعلية، والحجم حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٣٧%).
٥. وجود علاقة ارتباط معنوي بين نسبة إجمالي الديون وكل من السيولة، هيكل الأصول، والمزايا الضريبية من غير الديون، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على تلك العوامل في تقدير نسبة إجمالي الديون، فضلاً عن امكانية صياغة نموذج لتقدير نسبة إجمالي الديون بدقة عالية استناداً إلى سبعة عوامل أساسية مؤثرة في نسبة إجمالي الديون وتتمثل تلك العوامل في المزايا الضريبية من غير الديون، أداء سعر السهم، نسبة استغلال الأصول، السيولة، تقلب الأرباح، هيكل الأصول، ومعدل الضريبة الفعلية حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٧٩,١%).
٦. وجود علاقة ارتباط معنوي بين قيمة المنشأة وكل من هيكل الأصول، معدل الضريبة الفعلية، والربحية، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على تلك العوامل في تقدير قيمة المنشأة، فضلاً عن امكانية صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة استناداً إلى العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة في قيمة المنشأة والتي تتمثل في نسبة استغلال الأصول، السيولة، هيكل الأصول، معدل الضريبة الفعلية، الربحية، والحجم، حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٣٦,١%).
٧. وجود علاقة ارتباط معنوي بين قيمة المنشأة ونسبة الديون طويلة الأجل، بالإضافة إلى امكانية صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة استناداً إلى مقاييس هيكل رأس المال المؤثرة في قيمة المنشأة وهي نسبة إجمالي الديون، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة الديون قصيرة الأجل، حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٧٦,٤%).

٨. امكانية صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة بدقة عالية استناداً إلى العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة في قيمة المنشأة والتي تتمثل في ستة عوامل أساسية هي نسبة إجمالي الديون، نسبة استغلال الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل، هيكل الأصول، السيولة، ونسبة الديون قصيرة الأجل حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٨٧,٢%)، وهي نسبة مرتفعة مقارنة بالعوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال التي بلغت (٣٦,١%)، (٧٦,٤%) على الترتيب.

ثالث عشر: توصيات الدراسة

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

١. ضرورة قيام المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم بتخفيض درجة اعتمادها على الديون نظراً لارتفاع تكاليف التمويل الخاصة بها، وزيادة الاعتماد على الأرباح المحتجزة في حالة توافرها.
٢. تقديم المزيد من الدعم من جانب بورصة النيل المصرية لمساعدة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في الحصول على الديون طويلة الأجل بما يساعد على توفير فرص للنمو والتوسع وزيادة القدرة التنافسية وحمايتها من الإفلاس وما يستتبعه من تعظيم قيمة المنشأة.
٣. ضرورة قيام المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم بتحقيق التوازن بين المزايا الضريبية وتكاليف الديون عند تحديد هيكل رأس المال بما يضمن التأثير الإيجابي لهيكل رأس المال على قيمة المنشأة.
٤. تدريب المديرين الماليين في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم بغرض تنمية مهاراتهم في اختيار هيكل رأس المال الأمثل في ضوء العوامل المحددة لهيكل رأس المال وما يستتبعه من ارتفاع قيمة المنشأة.

٥. ضرورة وجود جهة أو هيئة إشرافية تتولى الاهتمام بالمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم وتعمل على إزالة كافة العقبات التي تحول دون قيام تلك المنشآت بدورها فى تنمية الاقتصاد المصرى.
٦. إجراء المزيد من الدراسات حول أثر العوامل المحددة على هيكل رأس المال وانعكاسها على قيمة المنشأة فى قطاعات اقتصادية أخرى مثل البنوك، وشركات التأمين بغرض التعرف على مدى الاختلاف بين تلك القطاعات حول العوامل المحددة لهيكل رأس المال، ومدى الاختلاف حول أثر هيكل رأس المال على قيمة المنشأة.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- البدران، عبد الخالق ياسين & ناصح، عادل حاتم، (٢٠١٤)، "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٤-٢٠١١"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد العاشر، العدد السابع والثلاثون، ص ص ٨١-١١٠.
- الزبيدي، حمزة & سلامة، حسين، (٢٠١٤)، "اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال- دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (٢٠٠٣-٢٠٠٧)"، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد الثامن والعشرون، العدد الأول، ص ص ٢٧-٧٠.
- بورصة النيل، (٢٠١٦)، "نبذة عن بورصة النيل فرصتك للنمو"، إصدار بورصة النيل، ص ص ١-٤.
- خواجه، خالد & بشير، سعد زغلول، (٢٠٠٣)، "دليلك إلى البرنامج الإحصائي SPSS"، بدون ناشر.
- عبد الحميد، علاء محمد شكرى، (٢٠١١) " دراسة محددات الهيكل المالى لشركات الأعمال باستخدام نموذج كمي بالتطبيق على الشركات الصناعية العامة المصرية"، المجلة العلمية، كلية التجارة، جامعة أسيوط، العدد الحادى والخمسون، ديسمبر، ص ص ١٦٤-١٩٩.
- عبدربه، إبراهيم على إبراهيم، (٢٠٠٨)، "مبادئ علم الإحصاء"، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abor, J., (2005), "The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana", **The Journal of Risk Finance**, Vol. 6, No. 5, PP. 438-445.
- —————, (2008), "Agency Theoretic Determinants of Debt Levels: Evidence from Ghana", **Review of Accounting and Finance**, Vol. 7, No. 2, PP. 183-192.
- ————— & Biekpe, N., (2006), "An Empirical Test of the Agency Problems and Capital Structure of South African Quoted SMEs", **SA Journal of Accounting Research**, Vol. 20, No. 1, PP. 51-65.
- ————— & —————, (2009), "How Do We Explain the Capital Structure of SMEs in Sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana", **Journal of Economic Studies**, Vol. 36, No. 1, PP. 83-97.
- Al-Fayoumi, N. & Abuzayed, B., (2009), "Ownership Structure and Corporate Financing", **Applied Financial Economics**, Vol. 19, No. 24, PP. 1975-1986.
- Alipour, M., Mohammadi, M. & Derakhshan, H., (2015), "Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran", **International Journal of Law and Management**, Vol. 57, No. 1, PP. 53-83.
- Al-Taani, K., (2013), "The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Jordan ", **Journal of Finance and Accounting**, Vol. 1, No. 3, PP. 41-45.
- Anderson, R., Reeb, D., (2003), "Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage", **The Journal of Law & Economics**, Vol.46, No. 2, October, PP. 653-684.
- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K., (2008), "The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank-Oriented Institutions", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 43, No. 1, PP. 59-92.
- Anuar, H. & Chin, O., (2016), "The Development of Debt to Equity Ratio in Capital Structure Model: A Case of Micro Franchising", **Procedia Economics and Finance**, Vol. 35, PP. 274-280.

- Ayyagari, M., Beck, T. & Demirguc-Kunt, A., (2007), "Small and Medium Enterprises Across the Globe", **Small Business Economics**, Vol. 29, PP. 415-434.
- Bae, S., Kwon, T. & Lee, J., (2008), "Corporate Diversification, Relatedness, and Firm Value: Evidence from Korean Firms", **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, Vol. 37, No. 6, PP. 1025-1064.
- Baker, M. & Wurgler, J., (2002), "Market Timing and Capital Structure", **The Journal of Finance**, Vol. 57, No. 1, February, PP. 1-32.
- Bathala, C., Moon, K. & Rao, R., (1994), "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective", **Financial Management**, Vol. 23, No. 3, Autumn, PP. 38-50.
- Benkraiem, R. & Gurau, C., (2013), "How Do Corporate Characteristics Affect Capital Structure Decisions of French SMEs?", **International Journal of Entrepreneurial Behaviour Research**, Vol. 19, No. 2, PP. 149-164.
- Bhaird, C., (2010), "The Modigliani-Miller Proposition after Fifty Years and its Relation to Entrepreneurial Finance", **Strategic Change**, Vol. 19, No.1-2, February, PP. 9-28.
- Bhattacharjee, A. & Dash, M., (2015), "Determinants of Capital Structure in the Indian Sugar Sector", **Sky Journal of Business Administration and Management**, Vol. 3, No. 6, November, PP. 63-69.
- Bonna, A., (2012), "**The Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance**", Ph.D. Thesis, College of Management and Technology, Walden University, USA.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V., (2001), "Capital Structure in Developing Countries", **The Journal of Finance**, Vol. 56, No. 1, PP. 87-130.
- Brigham, E. & Houston, J., (2009), "**Fundamentals of Financial Management**", 12th Edition, South- Western Cengage Learning, Mason, USA.

- Cassar, G. & Holmes, S., (2003), "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", **Accounting and Finance**, Vol. 43, PP. 123-147.
- Chen, S. & Chen, L., (2011), "Capital Structure Determinants: An Empirical Study in Taiwan", **African Journal of Business Management**, Vol. 5, No. 27, November, PP. 10974-10983.
- Chittenden, F., Hall, G. and Hutchinson, P., (1996), "Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation", **Small Business Economics**, Vol. 8, No. 1, February, PP. 59-67.
- Chowdhury, A. & Chowdhury, S., (2010), "Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence from Bangladesh", **Business and Economic Horizons**, Vol. 3, No. 3, October, PP. 111-122.
- Chung, K. & Pruitt, S., (1994), "A Simple Approximation of Tobin's Q", **Financial Management**, Vol.23, No.3, Autumn, PP.70-74.
- De Jong, A., Kabir, R. & Nguyen, T., (2008), "Capital Structure around the World: The Roles of Firm-and Country-Specific Determinants", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 32, No. 9, September, PP. 1954-1969.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G., (2004), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region", **Journal of Multinational Financial Management**, Vol. 14, PP. 387-405.
- Dewatripont, M., Legros, P. & Matthews, S., (2002), "Moral Hazard and Capital Structure Dynamics", **Journal of European Economic Association**, Vol. 1, No.4, June, PP. 890-930.
- Diamond, D., (1989), "Reputation Acquisition in Debt markets", **Journal of Political Economy**, Vol. 97, No. 4, August, PP.828-862.
- Dollinger, M. (2008), "**Entrepreneurship: Strategies and Resources**", 4th ed., Lombard, Illinois, U.S.A.
- Drobetz, W. & Fix, R., (2003), "What are the Determinants of the Capital Structure: Some Evidence from Switzerland", **Working Paper**, University of Basel, Basel, April.
- Eldomiaty, T. & Azim, M., (2008), "The Dynamics of Capital Structure and Heterogeneous Systematic risk Classes in Egypt",

- International Journal of Emerging Markets**, Vol. 3 No. 1, PP. 7-37.
- Esperanca, J., Gama, A. & Gulamhussen, M., (2003), "Corporate Debt Policy of Small Firms: An Empirical (Re)examination", **Journal of Small Business and Enterprise Development**, Vol. 10, No. 1, PP. 62-80.
 - Ezeoha, A., (2008), "Firm Size and Corporate Financial-Leverage Choice in a Developing Economy Evidence from Nigeria", **The Journal of Risk Finance**, Vol. 9, No. 4, PP. 351-364.
 - Fama, E. & French, K., (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", **The Review of Financial Studies**, Vol. 15, No. 1, Spring, PP. 1-33.
 - ————— & —————, (2005), "Financing Decisions: Who Issues Stock?", **Journal of Financial Economics**, Vol. 76, No. 3, June, PP. 549-582.
 - Fraser, S., (2004), "**Finance for Small and Medium-Sized Enterprises**", A Report on the 2004 UK Survey of SME Finances, Centre for Small and Medium-Sized Enterprises, Warwick Business School, University of Warwick.
 - Gomez, G., Rivas, A. & Bolanos, E., (2014), "The Determinants of Capital Structure in Peru", **Academia Revista Latinoamericana de Administracion**, Vol. 27, No. 3, PP. 341-354.
 - Gonenc, H., (2005), "Comparison of Debt Financing Between International and Domestic Firms: Evidence from Turkey, Germany and UK", **International Journal of Managerial Finance**, Vol. 1, No.1, PP. 49-68.
 - Graham, J., (1996), "Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate", **Journal of Financial Economics**, Vol.42, No.2, October, PP.187-221.
 - Gregory, B., Rutherford, M., Oswald, S. & Gardiner, L., (2005), "An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing", **Journal of Small Business Management**, Vol. 43, No. 4, October, PP. 382-392.
 - Hall, G., Hutchinson, P. & Michaelas, N., (2004), "Determinants of Capital Structures of Europea SMEs", **Journal of Business**

- Finance and Accounting**, Vol. 31, No 5& 6, June/July, PP. 711-728.
- Handoo, A. & Sharma, K., (2014), "A Study on Determinants of Capital Structure in India", **IIMB Management Review**, Vol. 26, PP. 170-182.
 - Harris, M. & Raviv, A., (1990), "Capital Structure and the Information Role of Debt", **The Journal of Finance**, Vol. 45, No.2, June, PP.321-349.
 - _____ & _____ , (1991), "The Theory of Capital Structure", **The Journal of Finance**, Vol. 46, No.1, March, PP. 297-355.
 - Hasbi, H., (2015), "**Islamic Microfinance Institution: The Capital Structure, Growth, Performance and Value of Firm in Indonesia**", 2nd Global Conference on Business and Social Science, Bali, Indonesia, 17-18 September, PP. 1073-1080.
 - Himmelberg C., Hubbard R. & Palia, D., (1999), "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance", **Journal of Financial Economics**, Vol.53, PP. 353-384.
 - Hovey, M., Li, L. & Naughton, A., (2003), "The Relationship between Valuation and Ownership of Listed Firms in China", **Corporate Governance**, Vol.11, April, PP. 112-122.
 - Huang, G. & Song, F., (2006), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", **China Economic Review**, Vol. 17, No. 1, PP. 14-36.
 - Hussain, J., Millman, C. & Matlay, H., (2006), "SME Financing in the UK and in China: A Comparative Perspective", **Journal of Small Business and Enterprise Development**, Vol. 13, No. 4, PP. 584-599.
 - Ibbotson, R., Sindelar, J. & Ritter, J., (2001), "Initial Public Offerings", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 6, PP. 37-45.
 - Ibrahim, H. & Masron, T., (2011), "**Capital Structure and the Firm Determinants: Evidence from Small and Medium**

- Enterprises (SMEs) in Malaysia"**, International Conference on Economics, Trade and Development, IPEDR Vol. 7, Singapore, PP. 25-28.
- Jensen, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", **The American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, May, PP. 323-329.
 - _____ & Meckling, W., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, October, PP. 305-360.
 - Jermias, J., (2008), "The Relative Influence of Competitive Intensity and Business Strategy on the Relationship between Financial Leverage and Performance", **British Accounting Review**, Vol. 40, PP. 71-86.
 - Jiahui, M., (2015), "Relationship between Capital Structure and Firm Performance, Evidence from Growth Enterprise Market in China", **Management Science and Engineering**, Vol. 9, No. 1, PP. 45-49.
 - Jordan, J., Lowe, J. & Taylor, P., (1998), "Strategy and Financial Management in UK Small Firms", **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 25, No. 1&2, January/March, PP. 1– 27.
 - Karadeniz, E., Kandir, S., Balcilar, M. & Onal, Y., (2009), "Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies", **International Journal of Contemporary Hospitality Management**, Vol. 21, No. 5, PP. 594-609.
 - Karadeniz, E., Kandir, S., Iskenderoğlu, O & Onal, Y., (2011), "Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence From Turkish Lodging Companies", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 1, No.1, PP. 1-11.
 - Klimenok, A., (2014), "**The Influence of Capital Structure on the Value of the Firm: A Study of European Firms**", Master Thesis, Graduate School of Business, University of Nordland, Spring.
 - Kohli, N. & Saha, G., (2008), "Corporate Governance and Valuations: Evidence from Selected Indian Companies", **International Journal of Disclosure and Governance**, Vol.5, No.3, July, PP.236-251.

- Kontesa, M., (2015), "Capital Structure, Profitability, And Firm Value: Whats New?", **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol. 6, No. 20, PP. 185-192.
- Kristianti, R., (2013), "**Determinants of Firm Value and Debt Policy as Moderating Variable at Manufacturing Companies that Distribute Dividend**", International Conference on Entrepreneurship and Business Management, University of Tarumanagara , Sanur, Bali, Indonesia, November, 21-22, PP. 74-79.
- Lemmon, M. & Zender, J., (2010), "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 45, No. 5, PP. 1161-1187.
- Lindenberg, E. & Ross, S., (1981), "Tobin's Q Ratio and Industrial Organization", **The Journal of Business**, Vol. 54, No.1, January, PP.1-32.
- Lo'pez-Gracia, J. & Sogorb-Mira, F., (2008), "Testing Trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs", **Small Business Economics**, Vol. 31, PP. 117-136.
- Mackie-Mason, J., (1990), "Do Taxes Affect Corporate Finance Decisions?", **The Journal of Finance**, Vol. 45, No.5, December, PP.1471-1493.
- Margaritis, D. & Psillaki, M., (2007), "Capital Structure and Firm Efficiency", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 34, No. 9-10, November/December, PP. 1447-1469.
- Mateev, M., Poutziouris, P. & Ivanov, K., (2013), "On the Determinants of SME Capital Structure in Central and Eastern Europe: A Dynamic Panel Analysis", **Research in International Business and Finance**, Vol. 27, No. 1, PP. 28-51.
- Mathanika, T., Vinothini, V. & Paviththira, R., (2015), "**Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Listed Manufacturing Companies on Colombo Stock Exchange (CSE) In Srilanka**", International Conference on Contemporary Mangement, University of Jaffna, Srilanka, PP. 24-35.
- Maury, B., (2006), "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 12, No. 2, January, PP. 321-341.

- Maxwell, O. & Kehinde, E., (2012), "Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Nigeria", **International Journal of Business and Social Science**, Vol.3, No.19, October, PP.252-261.
- Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P., (1999), "Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data", **Small Business Economics**, Vol. 12, No. 2, March, PP. 113-130.
- Miller, M., (1977), "Debt and Taxes", **The Journal of Finance**, Vol. 32, No. 2, May, PP. 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M., (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", **The American Economic Review**, Vol. 48, No. 3, January, PP. 261-297.
- _____ & _____ , (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", **The American Economic Review**, Vol. 53, No. 3, June, PP. 433-443.
- Mohohlo, N., (2013), "**The Capital Structure and its Impact on Firm Value of JSE Securities Exchange Listed Companies**", Master Thesis, Wits Business School, The Witwatersrand University, Johannesburg, March.
- Myers, S., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", **Journal of Financial Economics**, Vol. 5, No. 2, November, PP. 147-175.
- _____ , (1984), "The Capital Structure Puzzle", **The Journal of Finance**, Vol.39, No. 3, July, PP. 574-592.
- _____ , (2001), "Capital structure", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 15, No. 2, Spring, PP. 81-102.
- _____ & Majluf, N., (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, No. 2, PP. 187-221.
- Nguyen, T. & Ramachandran, N., (2006), "Capital Structure in Small and Medium-Sized Enterprises: The Case of Vietnam", **Asean Economic Bulletin**, Vol. 23, No. 2, August, PP. 192-211.

- Ni, J. & Yu, M., (2008), "Testing the Pecking-Order Theory: Evidence from Chinese Listed Companies ", **The Chinese Economy**, Vol. 41, No. 1, PP. 97-113.
- Nirajini, A. & Priya, K., (2013), "Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Listed Trading Companies in Sri Lanka", **International Journal of Scientific and Research Publications**, Vol. 3, No. 5, May, PP. 1-9.
- Odit, M. & Gobardhun, Y., (2011), "The Determinants of Financial Leverage of SME's in Mauritius", **International Business & Economics Research Journal**, Vol. 10, No. 3, March, PP. 113-126.
- Ojo, A., (2012) "The Effect of Financial Leverage on Corporate Performance of Some Selected Companies in Nigeria" **Canadian Social Science**, Vol. 8, No. 1, PP. 85-91.
- Omran, M., & Pointon, J., (2009), "Capital Structure and Firm Characteristics: An Empirical Analysis from Egypt", **Review of Accounting and Finance**, Vol. 8, No. 4, PP. 454-474.
- Ooi, J., (1999), "The Determinants of Capital Structure: Evidence on UK Property Companies", **Journal of Property Investment and Finance**, Vol. 17, No. 5, PP. 464-480.
- Ozkan, A., (2001), 'Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data", **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 28, No. 1-2, January/March, PP. 175-198.
- Pacheco, L. & Tavares, F., (2015), "Capital Structure Determinants of Portuguese Footwear Sector SMEs: Empirical Evidence Using a Panel Data", **Review of Applied Management Studies**, Vol. 13, PP. 145-157.
- Putu, N., Moeljadi, Djumahir & Djazuli, A., (2014), "Factors Affecting Firms Value of Indonesia Public Manufacturing Firms", **International Journal of Business and Management Invention**, Vol. 3, No. 2, February, PP. 35-44.
- Rajan, R. & Zingales, L., (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", **Journal of Finance**, Vol. L, No. 5, December, PP. 1421-1460.

- Ramalho, J. & Silva, J., (2013), "Functional form Issues in the Regression Analysis of Financial Leverage Ratios", **Empirical Economics**, Vol. 44, No. 2, April, PP. 799-831.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jordan, B., (2013), "**Fundamentals of Corporate Finance**", Tenth Edition, McGraw- Hill/Irwin, New York.
- Saarani, A. & Shahadan, F., (2013), "The Determinant of Capital Structure of SMEs in Malaysia: Evidence from Enterprise 50 (E50) SMEs", **Asian Social Science**, Vol. 9, No. 6, PP.64-73.
- Seifert, B. & Gonenc, H., (2008), "The International Evidence on the Pecking Order Hypothesis", **Journal of Multinational Financial Management**, Vol. 18, No. 3, July, PP. 244-260.
- Serrasqueiro, Z., (2011), "Are Capital Structure Decisions of Service SMEs Different? Empirical Evidence from Portugal", **Management Research Review**, Vol. 34, No. 1, PP. 34-57.
- Sheikh, N. & Wang, Z., (2011), "Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan", **Managerial Finance**, Vol. 37, No. 2, PP. 117-133.
- Shyam-Sunder, L. & Myers, S., (1999), "Testing Static Trade off Against Pecking Order Models of Capital Structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 51, PP. 219-244.
- Sogorb-Mira, F., (2005), " How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from A 1994–1998 Spanish Data Panel", **Small Business Economics**, Vol. 25, PP. 447-457.
- Stretcher, R. & Johnson, S., (2011), "Capital structure: professional management guidance", **Managerial Finance**, Vol. 37, No. 8, August, PP. 788-804.
- Stulz, R., (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", **Journal of Financial Economics**, Vol. 26, No.1, July, PP. 3-27.
- Tang, C. & Jang, S., (2007), "Revisit to the Determinants of Capital Structure: A Comparison between Lodging Firms and Software Firms", **International Journal of Hospitality Management**, Vol. 26, No. 1, March, PP. 175-187.
- Thies, C. & Klock, M., (1992), "Determinants of Capital Structure", **Review of Financial Economics**, Vol. 1, No. 2, PP. 40-53.

- Titman, S. & Wessels, R., (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", **The Journal of Finance**, Vol. 43, No.1, March, PP. 1-19.
- Uyar, A. & Guzelyurt, M., (2015), "Impact of Firm Characteristics on Capital Structure Choice of Turkish SMEs", **Managerial Finance**, Vol. 41, No. 3, PP. 286-300.
- Viviani, J. (2008), "Capital Structure Determinants: An Empirical Study of French Companies in the Wine Industry", **International Journal of Wine Business Research**, Vol. 20, No. 2, PP. 171-194.
- Ward, M. & Price, A., (2006), "Turning Vision Into Value: Corporate Finance for Non-Financial Executives", Van Schaik, Pretoria, South Africa.
- Widjaja, F. & Maghviroh, M., (2011), "Analysis of Earnings Differences in Quality and Value Before and After the Existence of the Committee on Banks Go Public in Indonesia", **The Indonesian Accounting Review**, Vol. 3, No. 9, PP. 1-13.
- Yang, C., Lee, C., Gu, Y. & Lee, Y., (2010), "Co-determination of Capital Structure and Stock Returns – A LISREL Approach: An Empirical Test of Taiwan Stock Market", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol. 50, No. 2, May, PP.222-233.
- Zou, H. & Xiao, J., (2006), "The Financing Behavior of Listed Chinese Firms", **The British Accounting Review**, Vol. 38, No. 3, September, PP. 239-258.