

أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة الكويتية وانعكاسها علي قيمة المنشأة كأحد متطلبات تحقيق التنمية المستدامة "دراسة تطبيقية"

Impact of the determinants of the capital structure of Kuwaiti
SMEs and their reflection on the value of the enterprise as a
requirement for sustainable development- applied study.

إعداد

الباحث/ محمد بداي نور العبدلي

تحت إشراف

أ.د/ ياسر ابراهيم داود

د/ علاء الدين عبد العزيز فهمي

أستاذ مساعد بقسم الاقتصاد والمالية العامة
وكيل الكلية لشئون التعليم والطلاب
كلية التجارة - جامعة مدينة السادات

مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة مدينة السادات

مستخلص

تهدف الدراسة إلي تحديد أثر العوامل المحددة علي هيكل رأس المال وانعكاسها علي قيمة المنشأة بغرض تعظيم قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة الكويت

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

١. وجود علاقة ارتباط معنوي بين قيمة المنشأة وكل من هيكل الأصول ، معدل الضريبة الفعلي ، والربحية ، مما يشير إلي أهمية الاعتماد علي تلك العوامل في تقدير قيمة المنشأة ، فضلا عن امكانية صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة استناداً إلي العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة في قيمة المنشأة والتي تتمثل في نسبة استغلال الأصول ، السيولة ، هيكل الأصول ، معدل الضريبة الفعلي ، الربحية ، والحجم ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٣٦,١٪).

٢. وجود علاقة ارتباط معنوي بين قيمة المنشأة ونسبة الديون طويلة الأجل ، بالإضافة إلي امكانية صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة استناداً إلي 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٪).

Abstract

The study aims to determine the impact of the determining factors on the capital structure and its reflection on the value of the enterprise in order to maximize the value of small and medium- sized enterprises listed in the Kuwait Stock Exchange.

The study reached the following results:

1. The existence of a significant correlation between the value of the enterprise and each of the assets structure and the effective tax rate and profitability, which indicates the importance of relying on these factors in estimating the value of the enterprise, as well as the possibility of formulating a model for estimating the value of the enterprise based on the specific factors of the capital structure affecting the value of the enterprise, which is represented in the ratio of Exploitation of assets, liquidity, asset structure, effective tax rate and profitability, as the value of its coefficient of determination reached (36.1%).
2. There is a significant correlation between the value of the enterprise and the ratio of long- term debts, in addition to the possibility of formulating a model to estimate the value of the enterprise based on the capital structure measures affecting the value of the enterprise, namely the ratio of total debt, the ratio of long- term debt and the ratio of short- term debt, where the value of the coefficient of determination reached (76.4%).

أولاً: الإطار العام للدراسة

المقدمة

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، الاحتياطيات، ورأس مال الأسهم، في حين تتمثل مصادر التمويل الخارجية في الديون من خلال الإئتمان المصرفي، الإئتمان 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 الديون على الرغم من تساوي مستوي 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 مستوي الديون يؤدي إلى زيادة احتمال تعرض المنشأة للمخاطر، وبالتالي لا بد 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

المفصلة، نظرية تسلسل مصادر التمويل ، نظرية الوكالة ، نظرية توقيت السوق، نظرية الإشارة ، ونظرية التدفق النقدي الحر.

وتلعب المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم دورًا كبيرًا في تحقيق التنمية الاقتصادية علي مستوي دول العالم من خلال تعزيز معدل النمو ، خلق فرص العمل ، توليد الدخل، الإنتاجية، والابتكار ، حيث ساهمت تلك المنشآت نسبة (٤٢,٥٪ ، ٥٦,٤٢٪ ، ٥٠٪ ، ٦٧,٢٥٪) من الناتج المحلي الإجمالي في ألمانيا ، اليابان ، هولندا، البرتغال علي الترتيب ، وبلغت نسبة عدد العاملين في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في هذه الدول (٧٠,٣٦٪ ، ٧٤,١٣٪ ، ٥٨,٥٪ ، ٨١,٥٥٪) علي 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).

مشكلة الدراسة

هناك العديد من العوامل المحددة لهيكل رأس المال والتي يمكن تصنيفها إلي 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 إلي العوامل الداخلية التي يمكن التحكم فيها من جانب المنشأة مثل الحجم ، هيكل الأصول ، نسبة استغلال الأصول ، العمر، الربحية، معدل النمو، أداء سعر الأسهم ، السيولة ، المخاطر، معدل الضريبة الفعلي، والمزايا الضريبية من غير الديون ، إلا أن تلك العوامل تختلف من دولة إلي أخرى كما تختلف في درجة تأثيرها من منشأة إلي أخرى نظرًا لوجود تأثير مباشر وغير مباشر لهذه العوامل علي 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 علي هيكل رأس المال في البيئة المصرية.

وتختلف المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم عن المنشآت الكبيرة في العديد من الجوانب والتي تتمثل في هيكل الملكية، مصادر التمويل المحدودة، فضلا عن توافر بعض الخصائص التي تحد من قدرتها علي فرص الدخول في أسواق رأس المال كما في المنشآت الكبيرة (Uyar & Guzelyurt, 2015) ، حيث تعتمد المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم علي مصادر التمويل الداخلية والديون قصيرة الأجل ومن ثم فإنها تكون أقل نسبة مديونية ، أكثر تقلبًا، وأكثر تعرضًا للإفلاس (Lo'pez- 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 إلي حاجة تلك المنشآت إلي مصادر التمويل الخارجية، ومن ثم يعد الحصول علي التمويل الخارجي من أهم القضايا التي تواجه المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم لتمويل أنشطتها التجارية والوصول إلي امكانيات النمو والتوسع، إلا أنه لوحظ اهتمام الدراسات السابقة بالمنشآت كبيرة الحجم ولم تحظى المنشآت الصغيرة ومتوسطو الحجم بنفس الاهتمام حول مدي صلاحية نظريات هيكل رأس المال للتطبيق في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم ، مما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل مدي صلاحية تلك النظريات في تفسير هيكل رأس المال في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم بغرض توجيه تلك المنشآت إلي أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومدي تأثيرها علي قيمة المنشأة.

وبالتالي تتمثل مشكلة الدراسة في عدم وجود اتفاق حول العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومدي تأثيرها علي قيمة المنشأة وخاصة في ظل عدم وجود نظرية شاملة لتحديد هيكل رأس المال الأمثل ، فضلاً عن عدم الاهتمام الكافي بمدي صلاحية نظريات هيكل رأس المال لتحديد هيكل رأس المال الأمثل في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم، وبالتالي تسعى الدراسة الحالية إلي تحديد هيكل رأس المال الأمثل في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة الكويت في ضوء العوامل المحددة لهيكل رأس المال وما يستتبعه من تعظيم قيمة المنشأة، وتثير مشكلة الدراسة العديد من التساؤلات تعكس جوهر المشكلة والتي تتمثل في التالي:

١. هل هناك تأثير للعوامل المحددة لهيكل رأس المال (الحجم ، هيكل الأصول ، نسبة استغلال الأصول، العمر، الربحية، معدل النمو، أداء سعر الأسهم، السيولة، تقلب الأرباح ، معدل الضريبة الفعلي، والمزايا

- الضريبية من غير الديون) علي مقاييس هيكل رأس المال (نسبة الديون قصيرة الأجل إلي إجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلي إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلي إجمالي الأصول) في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة الكويت.
٢. هل هناك تأثير للعوامل المحددة لهيكل رأس المال علي قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة الكويت.
٣. هل هناك تأثير لمقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة الكويت.
٤. هل هناك تأثير للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة الكويت.

الدراسات السابقة:

أولاً: الدراسات التي تناولت هيكل رأس المال

- دراسة (Albart, et al., 2020): بعنوان السيطرة على الملكية على العلاقة بين الأداء المالي وهيكل رأس المال هدفت الدراسة إلي اختبار العلاقة بين الأداء المالي وهيكل رأس المال في الشركات المدرجة في بورصة اندونيسيا وتختبر الدراسة ما إذا كانت الملكية تلعب دور المتغير الضابط في العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي. وتوصلت الدراسة إلي أن الربحية مقاسة بالعائد علي الأصول (ROA) لها تأثير ايجابي علي الرفع المال، بينما لها تأثير سلبي علي الرفع المال عند قياسها بالعائد علي حقوق المساهمين (ROE)، كما يؤثر حجم الشركة علي هيكل رأس المال، وأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات محل الاختبار، كما أن الملكية المؤسسية والادارية لها تأثير ذو دلالة احصائية علي العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي.
- دراسة (Ejike, 2020): بعنوان: دراسة تجريبية لتأثير هيكل رأس المال علي بنوك أموال الودائع هدفت الدراسة إلي اختبار محددات هيكل رأس المال في البنوك الودائع النقدية في نيجيريا، وتستكشف الدراسة تأثير هيكل رأس المال حيث تكون مجتمع الدراسة من كل بنوك الودائع النقدية المدرجة في عام ٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلي أن هيكل رأس المال في البنوك هو محرر النشاط المصرفي، وبالتالي إذا تم تحديد هيكل رأس المال في البنوك بصورة صحيحة فسوف يدعم أداء البنوك في عملياتها المختلفة من خلال توفير الفائض لاستيعاب الخسائر غير المتوقعة من أنشطتها، وأن أهم محددات هيكل رأس والتي تساهم في مستوي الرفع المالي للصناعة المصرفية في نيجيريا هي حجم البنك، النمو، عمر البنك، الأصول الملموسة، العائد علي الاستثمار، ومعدل الفائدة.
- دراسة (Obuboi, et, al, 2020): بعنوان: العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء البنك هدفت الدراسة إلي اختبار تأثير هيكل رأس المال علي الأداء المالي للبنوك المدرجة في غانا، والتعرف علي طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للبنوك المدرجة في بورصة غانا وذلك باستخدام نسبة الدين كمقياس لهيكل رأسمال البنوك، العائد علي الأصول، العائد علي حقوق المساهمين، والأرباح لكل سهم لقياس أداء البنوك. وتوصلت الدراسة إلي أن هناك علاقة سلبية وذات دلالة احصائية بين هيكل رأس المال وأداء البنوك، حيث أنه نسبة الديون تؤثر علي العائد علي الأصول والعائد علي حقوق المساهمين والأرباح لكل سهم.
- دراسة (Timilsina, 2020): بعنوان: أبحاث المحددات هدفت الدراسة إلي محددات هيكل رأس المال في البنوك التجارية في نيبال، حيث استخدمت الدراسة نسبة الدين الكلي إلي إجمالي الأصول ونسبة الدين الكلي إلي إجمالي حقوق المساهمين كمتغيرات تابعة، واستخدمت العائد علي الأصول وحجم البنك والأصول الملموسة ونمو الأصول والسيولة كمتغيرات مستقلة. وتوصلت الدراسة إلي أن حجم البنك والأصول الملموسة ترتبط ايجابيا بنسبة الدين الكلي إلي إجمالي الأصول، في حين أن العائد علي الأصول ونمو الأصول والسيولة ترتبط سلبيا بنسبة الدين الكلي إلي إجمالي الأصول والسيولة ترتبط

سلبيا بنسبة الدين الكلي إلي حقوق المساهمين الكلية، واستنتجت الدراسة أن العائد علي الأصول وحجم البنك والأصول الملموسة هي أكثر العوامل تأثيرًا، في حين أن نمو الأصول والسيولة هي أقل العوامل تأثيرًا علي هيكل رأس المال البنوك التجارية في نيبال.

- **دراسة (Alphonsus, 2021): بعنوان: هيكل رأس المال وربحية البنك التجاري هدفت الدراسة إلي** اختبار تأثير هيكل رأس المال علي ربحية البنوك التجارية في نيجريا وذلك باستخدام مدخل التكامل المشترك، واستخدمت الدراسة الدين الكلي وحقوق المساهمين الكلية لقياس هيكل رأس المال، كما استخدمت الدراسة صافي ربح البنوك التجارية في نيجريا لقياس ربحية البنوك ، وتكونت عينة الدراسة من إجمالي ١٤ بنكا تجاريا خلال الفترة من ٢٠٠٨ إلي ٢٠١٩. **وتوصلت الدراسة إلي أن هيكل رأس المال يؤثر ايجابيا وبصورة ذات دلالة احصائية علي ربحية البنوك التجارية في نيجريا خلال الفترة محل الدراسة ، حيث تبين نتائج الدراسة أن حقوق المساهمين الكلية والدين الكلي ترتبط ايجابيا وبعلاقة ذات دلالة احصائية بصافي ربح البنوك التجارية.**
- **دراسة (Nenu, et al., 2018): بعنوان: تأثير هيكل رأس المال على المخاطر وأداء الشركة هدفت** الدراسة إلي اختبار تأثير هيكل رأس المال علي المخاطر وعلي أداء الشركات المدرجة في بورصة بوخارست، وتقوم الدراسة بتحليل تطور النظريات الرئيسية لهيكل رأس المال، وتختبر تأثيره علي المخاطر وأداء الشركات ، كما تختبر محركات هيكل رأس مال الشركات من السوق الرومانية. **وتوصلت الدراسة إلي أن الرفع المالي يرتبط ايجابيا بحجم الشركة وتذبذب أسعار الأسهم، وأن هيكل الدين له تأثير مختلف علي أداء الشركات سواء تم حسابه باستخدام المقاييس المحاسبية أو من منظور تقييم أسعار أسهم السوق، حيث أن اربحية ترتبط سلبيا بنسبة الدين طويلة وقصيرة الأجل**
- **دراسة (Orichom and Omeke, 2021): بعنوان: هيكل رأس المال, إدارة المخاطر الائتمانية والأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر هدفت الدراسة إلي اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال وإدارة** مخاطر الائتمان والأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر في أوغندا وذلك ارتكازًا علي نظرية الوكالة. **وتوصلت الدراسة إلي أن إدارة مخاطر الائتمان تساهم بصورة ذات دلالة احصائية في تحسين الأداء المالي للشركات وأن تقييم مخاطر الائتمان ، مراقبة مخاطر الائتمان، وتخفيض مخاطر الائتمان تمثل عوامل بالغة الأهمية في تحقيق الأداء المالي السليم للمؤسسات محل الاختبار في حين أن هيكل الدين أو هيكل حقوق المساهمين لا يؤثر بالضرورة علي الأداء المالي للشركات.**
- **دراسة (Mateev, et al., 2013): بعنوان: دراسة على هيكل رأس المال الشركات الصغيرة والمتوسطة هدفت الدراسة إلي اختبار مدى تأثير بعض خصائص المنشآت الصغيرة والمتوسطة علي** هيكل رأس المال في أوروبا الشرقية والوسطى بالتطبيق علي عينة مكونة من (٣١٧٥) منشأة من المنشآت الصغيرة والمتوسطة من سبع دول في أوروبا الشرقية والوسطى خلال الفترة ٢٠٠١ – ٢٠٠٥، وقد اعتمدت الدراسة علي ثمانية عوامل تتمثل في العمر، الحجم، هيكل الأوصل، الربحية، نمو المبيعات ، السيولة ، نسبة التدفق النقدي، وفرص النمو المستقبلي بغرض تحديد أثر تلك العوامل علي هيكل رأس المال مبعزًا عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل **وتوصلت الدراسة إلي وجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال ونسبة التدفق النقدي في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم حيث تميل المنشآت كبيرة الحجم والأطول عمرًا والتي يتوافر لديها الأموال الداخلية إلي التمويل الخارجي 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 علي هيكل رأس المال ، وأن هذا التأثير يختلف إلي حد كبير وفقًا لحجم المنشآت أو أعمارها.**
- **دراسة (Handoo & Sharma, 2014): بعنوان: دراسة حول محددات هيكل رأس المال في الهند هدفت الدراسة إلي التعرف علي أهم محددات هيكل رأس المال في الشركات الهندية بالتطبيق علي 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 علي

عشرة عوامل تتمثل في الربحية، معدل النمو، هيكل الأصول، الحجم، تكلفة الديون، السيولة، التعثر المالي، معدل الضريبة، القدرة علي خدمة الدين، والمر بغرض فهم سلوك التمويل في الشركات الهندية فضلا عن التعرف علي أثر تلك العوامل علي هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة إجمالي الديون.

وتوصلت الدراسة إلي مجموعة من النتائج التالية:

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

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

• دراسة (الزبيدي & سلامة، ٢٠١٤): بعنوان (اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال) هدفت الدراسة إلي اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة لهيكل رأس المال في الشركات المساهمة السعودية وقد اعتمدت الدراسة علي ستة عوامل تتمثل في هيكل الأصول، الحجم، المخاطرة، الربحية، السيولة، والزكاة بغرض تحديد أثر تلك العوامل علي هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الدين طويلة الأجل، وقد أجريت الدراسة التطبيقية علي 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.

وتوصلت الدراسة إلي مجموعة من النتائج التالية:

١. وجود تأثير معنوي لكل من هيكل الأصول، الحجم، الربحية علي نسبة الديون طويلة الأجل.
٢. انخفاض نسبة الاعتماد علي الديون طويلة الأجل في الشركات المساهمة السعودية مما يشير إلي وجود فرص تمويلية متوفرة غير مستغلة يمكن استغلالها لزيادة فرص النمو الاستثماري.
٣. إمكانية 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 علي الرغم من الظروف المالية التي تمر بها.

• دراسة (Bhattacharjee & Dash, 2015): بعنوان: محددات هيكل رأس المال في قطاع السكر في الهند هدفت الدراسة إلي التعرف علي المحددات الأساسية لهيكل رأس المال في قطاع السكر الهندي ودور تلك المحددات في اتخاذ قرار هيكل رأس المال حيث أجريت دراسة تطبيقية علي عينة مكونة من (٢٥) شركة في قطاع السكر الهندي خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١١، وقد اعتمدت الدراسة علي خمسة عوامل تتمثل في هيكل الأصول، الحجم، الوفر الضريبي من غير الديون، النمو، الربحية بغرض تحديد أثر تلك العوامل علي هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة إجمالي الديون إلي إجمالي الأصول، بالإضافة

إلى فهم كيفية اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال في قطاع السكر الهندي وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط طردي بين هيكل رأس المال وهيكل الأصول فضلاً عن وجود ارتباط عكسي بين هيكل رأس المال والربحية، مما يشير إلى اعتماد شركات قطاع السكر والتي تعتبر من الصناعات كثيفة رأس المال على التمويل الداخلي ثم الديون يليها إصدار الأسهم.

- دراسة (Pacheco & Tavares, 2015): بعنوان: محددات هيكل رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة في قطاع الأحذية البرتغالية هدفت الدراسة إلى محددات هيكل رأس المال في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم العاملة في 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 في الربحية، هيكل الأصول، النمو، الحجم، السيولة، الوفر الضريبي من غير الديون، العمر، المخاطر، والتواجد في الأسواق الأجنبية بغرض تحديد أثر تلك العوامل على هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة إجمالي الديون، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة الديون قصيرة الأجل.
- وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

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

- دراسة (Alipour, et al., 2015): بعنوان: محددات هيكل رأس المال هدفت الدراسة إلى 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.

وتوصلت 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 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 علي الديون طويلة الأجل.

• **دراسة (Anuar & Chin, 2016): بعنوان: نسبة تطوير الدين إلى الأسهم في نموذج رأس المال هدفت الدراسة إلى تطوير نموذج هيكل رأس المال في ماليزيا من خلال التحقق من العوامل التي تساهم في تطوير نموذج هيكل رأس المال، وقد اعتمدت الدراسة علي ستة عوامل تتمثل في النمو، هيكل الأصول، الربحية، الحجم، السيولة، والعمر. وتوصلت الدراسة إلي امكانية استخدام نموذج هيكل رأس المال من جانب مديري الشركات عند تحديد هيكل رأس المال من مصادر التمويل المختلفة مما يساعد علي الحد من المخاطر الكلية للشركة، إلا أن هذه الدراسة لم تقدم دليلا عمليا علي مدي امكانية استخدام نموح هيكل رأس المال المقترح.**

ثانياً: الدراسات التي تناولت العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة

- **دراسة (متولي، ٢٠٢٠): بعنوان أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال علي القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية هدفت الدراسة إلي الحصول علي دليل عملي من واقع بيئة الأعمال السعودية، لأثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال علي القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، اعتمدت الدراسة علي مدخل تحليل المحتوي في فحص التقارير السنوية لعينة من (١١) مصرفاً مقيدا بالبورصة السعودية للفترة (٢٠١٦-٢٠١٩)، بإجمالي مشاهدات (٤٤) مشاهدة، وذلك لاختبار فروض الدراسة، والتي تعكس سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، وانعكاس ذلك علي القيمة السوقية، وقد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فروض الدراسة. وتوصلت الدراسة إلي وجود أثر ذي دلالة معنوية لسياسة توزيع الأرباح علي القيمة السوقية، كما توصلت الدراسة إلي عدم وجود أثر ذي دلالة معنوية لهيكل رأس المال علي القيمة السوقية، في حين يوجد أثر ذو دلالة معنوية لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال علي القيمة السوقية، وذلك بالمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.**
- **دراسة (Noorhayati et al., 2018): بعنوان: تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح هدفت الدراسة إلي تحديد أثر هيكل رأس المال علي مخاطر وأداء الشركات وقيمتها السوقية، وذلك خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٦) باستخدام عينة من الشركات المدرجة في بورصة بوخارست للأوراق المالية. وتوصلت الدراسة إلي وجود ارتباط ايجابي بين الرافعة المالية وحجم الشركة وتقلب سعر السهم، وبالتالي وجود أثر ايجابي لهيكل رأس المال علي القيمة السوقية للشركة، وأن هناك تبايناً بين هيكل الديون وأداء الشركة وقيمتها السوقية تبعاً لطريقة احتساب الأداء المالي سواء بالمقاييس المحاسبية أو المقاييس السوقية والتي تعتمد علي سعر السهم والقيمة المضافة**
- **دراسة (Nagatemin & Erlina, 2018): بعنوان: قيمة الشركة في منظور هيكل رأس المال هدفت الدراسة إلي التحقق من أثر كل من الربحية وحجم الشركة والملكية المؤسسية علي هيكل رأس المال وتأثيرها علي قيمة الشركة، وذلك لعينة من (١٩) شركة سياحية مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٤). وتوصلت الدراسة إلي أن الربحية وحجم الشركة والملكية المؤسسية تؤدي إلي زيادة قيمة الشركة، وأن هناك أثر ايجابي لنسبة المديونية علي قيمة الشركة، كما أن كل زيادة في معدل العائد علي حقوق الملكية والملكية المؤسسية يتبعها زيادة في قيمة الشركة.**
- **دراسة (Chowdhury, 2019): بعنوان: تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات والأداء المالي هدفت الدراسة إلي اختبار أثر هيكل رأس المال علي القيمة السوقية للشركة، وذلك لعينة من (٧٧) شركة غير مالية من أربعة قطاعات مختلفة في سوق رأس المال بينغلاش للفترة (٢٠١٤-٢٠١٨). وتوصلت الدراسة إلي أن تعظيم القيمة السوقية للشركة يحتاج إلي تركيبة مثالية من مكونات هيكل رأس المال، من**

الديون وحقوق الملكية ، بما يعني أن التغيير في تركيبة هيكل رأس المال يزيد من قيمة الشركة، من الديون وحقوق الملكية ، بما يعني أن التغيير في تركيبة هيكل رأس المال يزيد من قيمة الشركة، إذا أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ايجابية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركة.

- **دراسة (Collins et al., 2019): بعنوان: هيكل رأس المال المؤسسي علي القيمة السوقية للشركات هدفت الدراسة إلي إجراء دراسة تجريبية لقياس أثر هيكل رأس المال علي القيمة السوقية ، وقد تم تطبيق الدراسة علي عدد (٣٩) شركة غير مالية في بورصة نيجيريا للفترة (٢٠١٥-٢٠١٩) باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. وتوصلت الدراسة إلي وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال (مقاسا بالديون طويلة الأجل / حقوق الملكية) علي القيمة السوقية للشركة ، في حين يوجد أثر سلبي لهيكل رأس المال (مقاسا بإجمالي الديون / مجموع الديون وحقوق الملكية) علي القيمة السوقية للشركة، مع وجود أثر إيجابي لحجم الشركة علي القيمة السوقية للشركة.**
- **دراسة (Mohohlo, 2013): بعنوان: هيكل رأس المال وتأثيره علي القيمة الثابتة للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية هدفت الدراسة إلي التحقق من العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، فضلا عن التحقق من العوامل المحددة لهيكل رأس المال للشركات في جنوب افريقيا ، وقد اجريت الدراسة التطبيقية علي عينة مكونة من (٨٢) شركة من الشركات غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية في جوهانسبرج خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠١، وقد اعتمدت الدراسة علي خمسة عوامل تتمثل في الحجم، الربحية، هيكل الأصول ، الوفر الضريبي من غير الديون، وهيكل رأس المال بغرض تحديد أثر تلك العوامل علي قيمة الشركة معبرًا عنها بربحية السهم. وتوصلت الدراسة إلي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، بالإضافة إلي ميل الشركات غير المالية في جنوب افريقيا إلي 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 أدني مستوى من المديونية.**
- **دراسة (Putu, et al., 2014): بعنوان: عوامل المؤثرة علي قيمة الشركات في إندونيسيا شركات التصنيع العامة هدفت الدراسة إلي اختبار وتحليل أهم العوامل المؤثرة علي قيمة الشركة بالتطبيق علي عينة مكونة من (٤٢) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأوراق المالية في اندونيسيا خلال الفترة ٢٠٠٩ – ٢٠١١ ، وقد اعتمدت الدراسة علي ثلاثة عوامل تتمثل في المسؤولية الاجتماعية، حوكمة الشركات، والحجم ، فضلا عن استخدام عامل الربحية كمتغير وسيط بغرض التعرف علي أثر تلك العوامل علي قيمة الشركة. وتوصلت الدراسة إلي وجود تأثير ايجابي لكل من المسؤولية الاجتماعية ، حوكمة الشركات، والحجم علي الربحية، بالإضافة إلي وجود تأثير ايجابي لكل من المسؤولية الاجتماعية، حوكمة الشركات، الحجم ، والربحية علي قيمة الشركة.**
- **دراسة (Klimenok, 2014): بعنوان: تأثير هيكل رأس المال علي قيمة الشركة هدفت الدراسة إلي تحديد العلاقة بين القيمة السوقية للشركة ومحددات هيكل رأس المال لشركات الغاز والبتترول في أوروبا، وقد اجريت الدراسة التطبيقية علي عينة مكونة من (٧) شركات من شركات البتترول الأوروبية في انجلترا، روسيا، هولندا، فرنسا، والنرويج خلال الفترة ٢٠٠٠ – ٢٠١٢، وقد اعتمدت الدراسة علي ثلاثة عوامل تتمثل في نسبة الديون، الضرائب ، والحجم بغرض تحديد أثر تلك العوامل علي القيمة السوقية للشركة معبرًا عنها بسعر السهم. وتوصلت الدراسة إلي وجود تأثير معنوي لكل من نسبة الديون والحجم علي القيمة السوقية للشركة حيث كان لحجم الشركة تأثير ايجابي علي القيمة السوقية للشركة في المتوسط لجميع شركات العينة، في حين كانت لنسبة الديون تأثير سلبي علي القيمة السوقية للشركة.**
- **دراسة (Hasbi, 2015): بعنوان: مؤسسة التمويل الأصغر الإسلامية: هيكل رأس المال، النمو، الأداء وقيمة الشركة في إندونيسيا هدفت الدراسة إلي اختبار أثر كل من هيكل رأس المال، النمو، والربحية علي قيمة الشركة في أندونيسيا حيث أجريت الدراسة التطبيقية علي عينة مكونة من (١٥٢) شركة من**

شركات التمويل الإسلامية في اندونيسيا خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٤. وتوصلت الدراسة إلى نتيجة هامة مؤداها وجود علاقة قوية وتأثير ايجابي لكل من هيكل رأس المال، النمو، والربحية علي قيمة الشركة.

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

• **دراسة (Mathanika, et al., 2015): بعنوان: تأثير هيكل رأس المال علي قيمة الشركة هدفت** الدراسة إلى التحقق من أثر هيكل رأس المال علي قيمة الشركات الصناعية في سيريلانكا حيث أجريت الدراسة التطبيقية علي 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 علي ثلاثة عوامل تتمثل في هيكل رأس المال معبراً عنه بنسبة الديون إلي حقوق الملكية، ونسبة الديون إلي إجمالي الأصول، هيكل الأصول، والحجم بغرض تحديد أثر تلك العوامل علي قيمة الشركة معبراً عنها بربحية السهم، ونسبة القيمة السوقية للسهم إلي ربحية السهم. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون إلي حقوق الملكية وربحية السهم وذلك عند مستوي معنوية ١٪، فضلاً عن وجود تأثير سلبي معنوي لكل من نسبة الديون إلي حقوق الملكية، ونسبة الديون إلي إجمالي الأصول علي قيمة الشركة.

التعليق على الدراسات السابقة:

يتضح من استعراض نتائج الدراسات السابقة مجموعة من الدلالات والتي تبين أهم ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، ويمكن عرض ذلك علي النحو التالي:

١. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة حول العوامل المحددة لهيكل رأس المال حيث لوحظ اختلاف تلك العوامل من دولة إلي أخرى، فضلاً عن اختلاف تأثيرها من منشأة إلي أخرى ما يتطلب ضرورة دراسة العوامل المحددة لهيكل رأس المال في البيئة الكويتية.
٢. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة حول أثر العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة مما يتطلب ضرورة دراسة أثر العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة في البيئة الكويتية.
٣. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة حول مقاييس هيكل رأس المال مما يتطلب ضرورة دراسة مقاييس هيكل رأس المال والتعرف علي المقياس الأكثر ملاءمة 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 علي الطريقة الأكثر دقة لتقدير القيمة العادلة للمنشأة.
٥. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة التي قامت باختبار مدي صلاحية نظريات هيكل رأس المال حول النظرية التي يمكن من خلالها تحديد هيكل رأس المال الأمثل مما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل مدي صلاحية نظريات هيكل رأس المال لتطبيق في البيئة الكويتية.
٦. جميع الدراسات التي تناولت أثر العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة كانت دراسات أجنبية مما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل أثر العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة عملياً في البيئة الكويتية والتي قد تختلف عن البيئة الأجنبية، ولذلك قامت الدراسة الحالية بالتطبيق علي المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة الكويت وصياغة نموذج مقترح لتقدير قيمة المنشأة مكون من أهم العوامل ذات المساهمة النسبية المرتفعة والمؤثرة علي قيمة المنشأة.

أهداف الدراسة :

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

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

أهمية الدراسة:

تستمد الدراسة أهميتها من مجموعة المساهمات التالية:

- ١ . مساعدة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم علي 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 إلي حمايتها من المخاطر التي تهدد استمرارها في المستقبل.
- ٣ . إجراء الدراسة التطبيقية علي المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم اليت تساهم بشكل كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية.

فروض الدراسة

يمكن صياغة فرضيات الدراسة الحالية علي النحو التالي:

- ١ . يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة علي مقاييس هيكل رأس المال.
- ٢ . يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال علي قيمة المنشأة.
- ٣ . يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة
- ٤ . يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة.

مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة والمتداول أسهمها في بورصة الكويت والبالغ عددها (٢٨) منشأة وفقاً للبيانات المعلنة من جانب بورصة الكويت في ٢٠٢٠، وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

- ١ . استمرار قيد وتداول أسهم المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في بورصة الكويت خلال الفترة من عان ٢٠١٥م إلي عام ٢٠٢١م.
- ٢ . توافر التقارير المالية للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم خلال الفترة من عام ٢٠١٥م إلي عام ٢٠٢١م.
- ٣ . توافر بيانات عن السعر السوقي للسهم للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم خلال الفترة من عام ٢٠١٥م إلي عام ٢٠٢١م.

وتطبيق المعايير السابقة بلغ عدد المنشآت العينة (٩) 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	مصنع مجموعة الأوراق الذهبية لصناعة الورق	٦	شركة مكتب بدر حسن للتخليص الجمركي
٢	شركة باراديس الكويت للمقاولات العامة للمباني ذم م	٧	شركة دراعات شانتون للملابس
٣	السهم للعطور	٨	مصنع الوسم للقهوة
٤	شركة دور اند مور العالمية لأعمال النجارة	٩	شركة امتداد للأدوات الصحية وصيانتها
٥	شركة رويال سليوشنز للتجارة العامة		

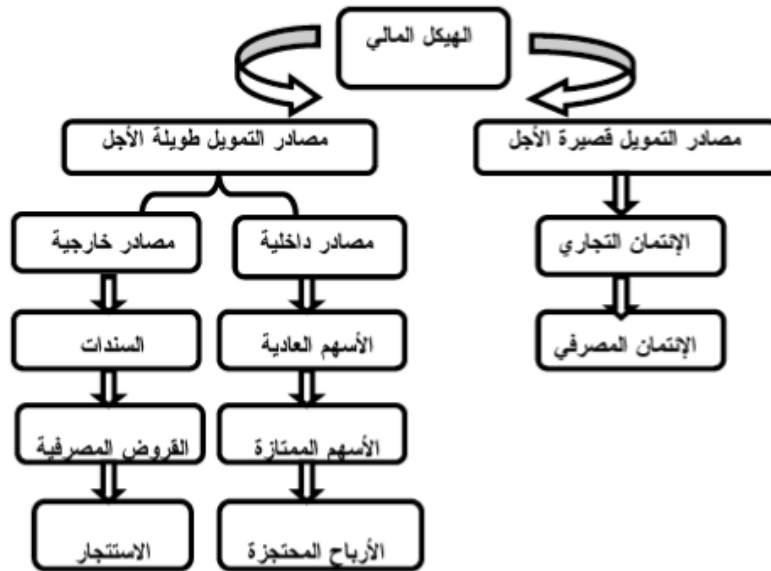
المصدر: إعداد الباحث

ثانياً: الدراسة النظرية

مفهوم هيكل رأس المال

يُمكن التفرق بين مفهومين لبنية التمويل في المنشآت ، هما الهيكل المالي وهيكل رأس المال، فالهيكل المالي (Financial Structure): يتمثل في هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق المساهمين في قائمة المركز المالي للمنشأة (Khemiri & Noubbigh, 2018)، ويعني الهيكل المالي الكيفية التي يتم بها تمويل موجودات واستثمارات المنشأة، والذي يوضح أدوات التمويل المستخدمة في المنشأة ويتضمن كافة أشكال وأنواع مصادر الأموال مملوكة كانت أو مقترضة ، قصيرة أم طويلة الأجل (Elmanakhly, 2018)، في حين يشير مفهوم هيكل رأس المال (Capital Structure) إلي مصادر التمويل طويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة ، والأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل، دون الاهتمام بالمصادر قصيرة الأجل (Ameen & Shahzaadi, 2017).

وبناءً على ما تقدم ، يمكن للباحث توضيح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي للمنشأة والذي يشمل كافة المصادر قصيرة وطويلة الأجل ، ومع ذلك ، قد يري البعض ضرورة استبعاد الالتزامات قصيرة الأجل من الهيكل المالي على أساس أنها تمويل قصير ومؤقت (الصاوي، ٢٠١٦) ، وبالتالي فإنهم يفضلون التركيز على مفهوم هيكل رأس المال بدلا من مفهوم الهيكل المالي، ويوضح الشكل التالي مصادر التمويل المتاحة للمنشآت:



المصدر: (Kulati, 2014. P18)

شكل (١) : مصادر التمويل المتاحة للمنشآت

وقد اهتم الأدب المحاسبي بمفهوم هيكل رأس المال ، حيث تم تعريفه بأنه " الخليط أو المزيج من الديون وحقوق الملكية يتم استخدامها في تمويل عمليات المنشأة واستراتيجيتها (Ramlia et al., 2019) ، وقد عرفه (Yildirim et al., 2018) بأنه " الطريقة التي تمول بها الشركة أصولها من خلال حقوق الملكية أو الديون أو مزيج منهما" ، كما عرفه (Tsoy & Heshmati, 2017) بأنه "الموازنة بين مصادر التمويل من الديون وحقوق الملكية مع الأخذ بعين الاعتبار محاولة تخفيض تكاليف رأس المال لأدنى حد ممكن ، مع تعظيم قيمة الشركة لأعلي درجة ممكنة" ، في حين عرفه (Saputra et al., 2015) بأنه "مزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل مثل القروض وحقوق الملكية بما فيها الاحتياطيّات المستخدمة في تمويل استثمارات الشركة"

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن للباحث تعريف هيكل رأس المال بأنه "مجموع الأموال المتسغلة في تمويل أنشطة المنشأة ، سواء تم الحصول عليها من مصادر التمويل الذاتية ممثلة في حقوق الملكية ، أو من الجهات الخارجية مثل القروض والسندات ، بهدف تمويل عمليات المنشأة والاستثمارات المستقبلية.

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 الأسهم ، السيولة، المخاطر ، معدل الضريبة الفعلي ، والمزايا الضريبية من غير الديون ، ويمكن عرض العوامل المحددة لهيكل رأس المال وفقا لنظريات هيكل رأس المال المختلفة كما يلي:

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 إلي وجود علاقة طردية بين الحجم وهيكل رأس المال والتي ترجع إلي أن المنشآت كبيرة الحجم تتميز بأنها أكثر تنوعًا، أكثر استقرارًا في التدفقات النقدية، كثر قدرة علي تحمل زيادة نسبة الديون وسداد مدفوعات الفوائد، أعلي افضاحًا عن المعلومات، أقل تقلبًا في الأرباح السنوية، أقل تعرضًا لمخاطر الإفلاس، أسهل وصلا إلي سوق الإئتمان، انخفاض تكاليف الوكالة، فضلا عن أنها تتطلب المزيد من الديون لتحقيق الإستفادة الكاملة من المزايا الضريبية (Zingales, Rajan & 1995; Deesomsak, et al., 2004; Bhattacharjee & Dash, 2015) ، في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلي وجود علاقة عكسية بين الحجم وهيكل رأس المال والتي ترجع إلي أن عدم تماثل المعلومات يكون أقل حدة في المنشآت كبيرة الحجم مما يجعلها أقل اعتمادًا علي الديون نظرًا لقدرتها علي 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) إلي 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) إلي وجود علاقة طردية بين الحجم وهيكل رأس المال وأن المنشآت صغيرة الحجم أكثر اعتمادا علي حقوق الملكية، بينما تعتمد المنشآت الأكبر حجماً علي الديون ، في حين خلصت دراسة (Mateev, et al., 2013) إلي وجود علاقة عكسية بين الحجم وهيكل رأس المال، كما توصلت دراسة كل من (Cassar & Holmes, 2003; Benkraiem & Gurau, 2013) إلي وجود علاقة طردية بين الحجم والديون طويلة الأجل وعلاقة عكسية مع الديون قصيرة الأجل، وأشارت دراسة (Micheales, et al., 1999) إلي أن المنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم تميل إلي استخدام الديون قصيرة الأجل أكثر من الديون طويلة الأجل ، وقد يرجع ذلك إلي أم المنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم تعاني من ارتفاع تكاليف المعاملات في حالة الاعتماد علي الديون أو اصدار الأسهم علي المدى الطويل.

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

هيكل الأصول Asset Structure

يعتبر هيكل الأصول أحد العوامل المحددة الهامة التي تساهم في تحديد هيكل رأس المال ويلعب دورا هاما في اتخاذ قرار التمويل ، حيث أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة يؤدي إلي زيادة قيمة تصفية المنشأة وزيادة الأمان للدائنين في حالة التصفية (Harris & Raviv, 1991) وما يستتبعه من زيادة قدرة المنشأة للحصول علي 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 إلي 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 إلي وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال حيث يرتبط هيكل الأصول ترابطا وثيقا بمفهوم تكلفة الإفلاس من خلال استخدام الأصول الملموسة كضمان لتمويل الديون في حالة تعرض المنشأة للإفلاس ، فضلا عن الحماية من مخاطر سوء الاختيار والمخاطر الأخلاقية الناتجة عن الصراع بين المساهمين والدائنين حيث تتميز تلك الأصول بأنها أكثر ملائمة كضمان ، بالإضافة إلي قدرتها علي تحقيق أعلي ربحية (Dawatripont, et al., 2002) ، في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلي أن المنشآت التي تحتفظ بنسبة مرتفعة من الأصول الملموسة ستكون أقل عرضة لمشاكل عدم تماثل المعلومات ، وبالتالي أقل اعتمادا علي 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) إلي عدم وجود علاقة معنوية بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال، كما خلصت دراسة (Tang & Jang, 2007) إلي 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) إلي وجود علاقة عكسية بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال حيث أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة يؤدي إلي زيادة نسبة التكاليف الثابتة إلي 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 الاقتراض إلي زيادة درجة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح، ومن ثم تردد المقرضين في تقديم قروض للمنشأة حيث يؤدي ذلك إلي زيادة مخاطر تقلب أرباح المنشأة.

كما توصلت دراسة (Esperanca, et al., 2003) إلي وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول وكل من نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل، وأشارت دراسة (Viviani, 2008) إلي وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول ونسبة إجمالي الديون، كما أشارت دراسة (Sogorb – Mira, 2005) إلي وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل، في حين خلصت دراسة كل من (Mateev, et al., 2004; Hall, et al., 2013) إلي 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) إلي 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) إلي وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال في المنشآت كبيرة الحجم ، فضلا 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.

نسبة استغلال الأصول Asset Utilization Ratio

تعتبر نسبة استغلال الأصول من العوامل المحددة الهامة لهيكل رأس المال في حالة اعتماد المنشأة علي الديون حيث أشارت نظرية التدفق النقدي الحر بأن ارتفاع نسبة استغلال الأصول يشير إلي زيادة كفاءة المديرين في استغلال الأصول (Eldomiatty & Azim, 2008)، كما أشارت نظرية الوكالة بأن ارتفاع هذه النسبة دلالة علي 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 إلي زيادة كفاءة المنشأة في الاستفادة من أصولها وما يستتبعه من زيادة التدفقات النقدية وكفاية مصادر التمويل الداخلية لتلبية الاحتياجات التمويلية وعدم حاجة المنشأة إلي مصادر التمويل الخارجية.

العمر Age

يعتبر عمر المنشأة من العوامل المحددة الهامة لهيكل رأس المال ومقياساً أساسياً لسمعة المنشأة في نماذج هيكل رأس المال والذي يؤثر علي مستوي المديونية (Bhaird, 2010) ، فمن خلال منظور دورة حياة المنشأة فإن المنشأة تضع نفسها علي أنها نشاط مستمر مع مرور العديد من السنوات مما يزيد من قدرتها علي تحمل المزيد من الديون (Odit & Gobardhun, 2001) ، كما تقوم المؤسسات المالية بتقييم الجدارة الائتمانية قبل منح القروض وخاصة بالنسبة للمشروعات ذات المخاطر العالية، وللتغلب علي المشاكل المرتبطة بتقييم الجدارة الائتمانية فقد اقترح (Diamond, 1986) الاعتماد علي سمعة المنشأة التي تعبر عن اسم جيد قامت المنشأة بتكوينه علي مدار العديد من السنوات ويعكس مدي قدرتها علي الوفاء بالتزاماتها في الوقت المناسب، كما خلصت دراسة (Abor & Biekpe, 2009) بأن عمر المنشأة يعتبر عاملاً أساسياً للحصول علي 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 إلي وجود علاقة طردية بين عمر المنشأة وهيكل رأس المال والتي ترجع إلي أن المنشآت الحديثة تتميز بانخفاض تنوعها، قلة أرباحها، زيادة الاحتياجات التمويلية ، فضلاً عن انخفاض جدارتها الإئتمانية وبالتالي انخفاض قدرتها في الحصول علي الديون (Pacheco & Tavares, 2015)، في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلي 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 علي 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) إلي وجود علاقة طردية بين عمر المنشأة وهيكل رأس المال حيث أنه كلما زاد عمر المنشأة كلما زادت درجة الاعتماد علي المصادر الخارجية نظراً لوجود ضمانات كافية لمواجهة عدم الوفاء بالالتزامات ، وتوصلت دراسة (Hall, et al., 2004) إلي 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 & Sliva, 2013) إلي وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة وهيكل رأس المال حيث أن المنشآت الحديثة تعتمد بشكل كبير علي الديون نظراً لعدم كفاية الأرباح المحتجزة لتلبية الاحتياجات التمويلية، كما أن المنشآت الأقدم عمراً قادرة علي توليد موارد داخلية كافية لتلبية احتياجات التوسع والنمو، وأشارت دراسة (Gregory, et al., 2005) إلي وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة ونسبة الديون طويلة الأجل، كما أشارت دراسة (Esperanca, et al., 2003) إلي وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة وكل من نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل، في حين خلصت دراسة (Serrasqueiro, 2011) إلي وجود علاقة عكسية بين عمر المنشأة ونسبة الديون قصيرة الأجل في المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم البرتغالية.

الربحية Profitability

يرتبط قرار هيكل رأس المال باختيار مصدر التمويل الملائم للحصول علي الأموال اللازمة لتلبية الاحتياجات الاستثمارية بما يساعد في الحصول علي 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 علي الأرباح المحتجزة مما يجعل نسبة الديون منخفضة ، بينما تعتمد المنشآت منخفضة أو عديمة الربحية علي 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 إلي وجود علاقة طردية بين الربحية وهيكل رأس المال والتي ترجع إلي أن زيادة الربحية تؤدي إلي انخفاض مخاطر الإفلاس وارتفاع معدلات الضرائب المتوقعة مما يدفع المنشآت إلي الحصول علي مستويات أعلى من الديون (Ooi, 1999)، كما تميل المنشآت المربحة إلي 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 إلي 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) إلي وجود علاقة عكسية بين الربحية وهيكل رأس المال، كما توصلت دراسة كل من (Hall, et al., 2004 ; Abor & Biekpe, 2009; Sogrob – Mira, 2005) إلي وجود علاقة عكسية بين الربحية وكل من نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل ، في حين توصلت دراسة (Margaritis & Psilaki, 2007) إلي 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 الربحية ونسبة الديون طويلة الأجل، في حين أشارت دراسة (Tang & Jang, 2007) إلى 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

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 المفاصلة 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 اليدين 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 استفاد الأموال الداخلية وعدم كفايتها لقيام 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 اصدار الأسهم ذات درجة علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن ارتفاع مرونة الاستثمار لدي 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 المحتذرة وعدم كفايتها لعمليات التوسع والنمو مما يضطرها إلى البحث عن مصادر تمويل خارجية، بينما توصلت دراسة كل من (Ooi, 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 يحتوي 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 إلي عدم إمكانية استخدام تلك الأصول كضمان وتعرض قيمتها للانخفاض في حالة إفلاس المنشأة، في حين أشارت دراسة (Karadeniz, et al., 2009) إلي عدم وجود علاقة معنوية بين معدل النمو وهيكل رأس المال.

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

أداء سعر السهم Share Price Performance

يعتبر أداء سعر السهم مقياساً أساسياً لدي المديرين عند اتخاذ قرار تحديد هيكل رأس المال حيث أشارت نظرية توقيت السوق إلي 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 علي 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 إلي أنه في حالة ارتفاع سعر السهم للمنشأة فإنها تقوم بإدارة الأسهم كمصدر للتمويل والاعتماد بشكل أقل علي الديون ، أما في حالة انخفاض سعر السهم فإنها تلجأ إلي الديون ، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Antoniou, et al., 2004; Deesomsak, et al., 2008) التي خلصت إلي وجود علاقة عكسية بين أداء سعر السهم وهيكل رأس المال.

السيولة Liquidity

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

وقد لوحظ اختلاف نظريات هيكل رأس المال حول العلاقة بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أشارت نظرية المفازلة إلي وجود علاقة طردية بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أن المنشآت التي لديها نسبة سيولة عالية يكون لديها القدرة علي الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل مما يسهل الحصول علي 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 إلي وجود علاقة عكسية بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أن المنشآت التي لديها نسبة سيولة عالية تميل إلي الاعتماد علي الأموال المتولدة داخلياً دون الحاجة إلي الاقتراض (Alipour, et al., 2015)

المدخل المعاصرة لتقييم المنشأة

أ- نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية للسهم: تمثل تلك النسبة مقدار القيمة البيت يخلقها المشروع، تساوي القيمة السوقية للسهم على القيمة الدفترية للسهم، وتقاس القيمة السوقية للسهم لفترة معينة لعد أسهم رأس المال المدفوع، ويحسب متوسط القيمة السوقية للسهم من خلال قيمة التداول للسهم خلال فترة معينة على كمية التناول نفس الأسهم خلاف نفس الفترة.

ب- مؤشر Tobin's q: يعتمد على تكلفة الإحلال كأساس عند حساب قيمة المنشأة بدلا من التكلفة التاريخية وهو يمثل نسبة القيمة السوقية للمنشأة إلى تكلفة الإحلال للأصول، وتحسب تكلفة الإحلال بإضافة مجمع الإهلاك إلى القيمة الدفترية للأصول ثم يتم بعد ذلك إجراء التسويات المتعلقة بالتضخم.

ت- نموذج القيمة النقدية المضافة: يمثل نموذج القيمة النقدية المضافة مطلق لمدي مساهمة الأداء التشغيلي في عملية خلق القيمة، وهو عبارة عن إجمالي التدفقات النقدية التشغيلية مطروحا منها

تكلفة رأس المال الإجمالي الإستثمار، وتحسب القيمة النقدية المضافة (القيمة النقدية المضافة = التدفقات النقدية التشغيلية - إجمالي تكلف رأس المال).

ث- القيمة الاقتصادية المضافة: تمثل القيمة الاقتصادية المضافة الفرق بين صافي ربح التشغيل المعدل بعد الضرائب وتكلف رأس المال المملوك والمقترض وعلى ذلك فإنها تمثل مقدار الربح الذي يحدده الملاك وهو القيمة التي تتجاوز فيها صافي ربح التشغيل المعدل بعد الضرائب تكلف رأس المال المملوك والمقترض. ويتم قياس القيمة الاقتصادية المضافة بطريقتين:

الطريقة الأولى: القيمة الاقتصادية المضافة = صافي ربح التشغيل بعد الضرائب - رأس المال معدل تكلف رأس المال × المستثمر والمقترض

وتتمثل تكلف رأس المال في العائد الذي يتوقعه المساهمين والمقرضين من الإستثمار البديل في ظل وجود مخاطر مقبولة.

الطريقة الثانية: القيمة الاقتصادية المضافة = (معدل العائد على الإستثمار - معدل تكلف رأس المال المستثمر × الإستثمار)

ويستخلص مما سبق، بأن أيًا من المداخل السابقة الذكر يمكن أن يستخدم في تحديد وتقييم قيمة المنشأة على الرغم من الاختلاف في طريقة التقييم، وهنا يتفق الباحث مع ما جاء أن المدخل كلما كان سهل الاستخدام والفهم، ويساعد المستخدم على أداء أفضل في تقدير قيمة المنشأة فهو مدخل سيكون أكثر اعتمادًا من قبل منشآت الأعمال

ثالثًا: الدراسة التطبيقية

أ- اختبار مدي تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال علي قيمة المنشأة

قبل التعرف علي درجة تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال علي قيمة المنشأة فسوف نتناول الدراسة تحليل علاقات الارتباط وتقدير المساهمات النسبية بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة من خلال الاعتماد علي أسلوب تحليل ارتباط بيرسون الذي يهدف إلي تحديد اتجاه وقوة العلاقة بين العوامل المحددة لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة، فضلا عن تقدير المساهمة النسبية لتلك العوامل، ويوضح الجدول رقم (٢) قيم الارتباط والمساهمة النسبية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة علي النحو التالي:

جدول رقم (٢)

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

3,80	0,195-	تقلب الأرباح	X ₉
15,05	**0,388-	معدل الضريبة الفعلي	X ₁₀
6,60	0,257	المزايا الضريبية من غير الديون	X ₁₁

* ارتباط معنوي عند مستوي ٥٪

** ارتباط معنوي عند مستوي ١٪

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفض بيانات الجدول رقم (٢) لوحظ وجود علاقة ارتباط طردية بين هيكل الأصول وقيمة المنشأة وذلك عند مستوي ١٪ بمعامل ارتباط (٠,٥٠٢) ، وقد ترجع العلاقة الطردية بين هيكل الأصول وقيمة المنشأة إلي أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة يؤدي إلي زيادة قيمة المنشأة وقت التصفية وزيادة الثقة في قدرة المنشأة علي سداد ديونها في حالة تعرضها للإفلاس ، كما أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة التي تتميز بقدرتها علي تحقيق عائد مرتفع يؤدي إلي زيادة الطلب علي أسهم المنشأة وما يستتبعه من ارتفاع قيمة المنشأة

بينما لوحظ وجود علاقة ارتباط عكسية بين كل من (معدل الضريبة الفعلي ، والربحية) وقيمة المنشأة وذلك عند مستوي ١٪ ، ٥٪ علي الترتيب بمعامل ارتباط (-٠,٣٨٨ ، -٠,٣٥٩) علي الترتيب، إلا أن ذلك يختلف مع دراسة (Chen & Chen, 2011) التي توصلت إلي وجود علاقة طردية بين قيمة المنشأة وكل من معدل الضريبة الفعلي والربحية.

في 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 إلي انخفاض معدل التغيير لتلك العوامل بالنسبة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم محل الدراسة.

كما يوضح الجدول رقم (٢) اختلاف المساهمة النسبية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال وقيمة المنشأة حيث تراوحت بين (١,٠٨٪ ، ٢٥,٢٠٪) مما يشير إلي وجود تباين واضح بينها ، حيث لوحظ ارتفاع درجة المساهمة النسبية لهيكل الأصول التي بلغت (٢٥,٢٠٪) ، بينما كان كل من (معدل الضريبة الفعلي، والربحية) علي درجة مساهمة نسبية متوسطة بلغت (١٥,٠٥٪ ، ١٢,٨٩٪) علي الترتيب ، وقد يرجع ذلك إلي انخفاض معامل الارتباط بينهما وبين قيمة المنشأة، في حين كان كل من (معدل النمو ، المزايا الضريبية لتمويل الديون ، العمر ، الحجم ، تقلب الأرباح ، أداء سعر السهم ، نسبة استغلال الأصول ، والسيولة) علي درجة مساهمة نسبية منخفضة بلغت (٧,٠٨٪ ، ٦,٦٠٪ ، ٤,٦٧٪ ، ٣,٨٠٪ ، ١,٣٧٪ ، ١,١٠٪ ، ١,٠٨٪) علي الترتيب وقد يرجع ذلك إلي عدم معنوية معامل الارتباط بين تلك العوامل وقيمة المنشأة.

يتبين مما سبق وجود ثلاثة عوامل ترتبط ارتباطا معنويا بقيمة المنشأة وهي (هيكل الأصول ، معدل الضريبة ، والربحية) مما يشير إلي أهمية الاعتماد علي هذه العوامل في تقدير قيمة المنشأة بدقة عالية.

ولاختبار مدي تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال علي قيمة المنشأة يتم التحقق من صحة الفرض الثاني القائل بأنه "يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال علي قيمة المنشأة"

وقد اعتمدت الدراسة علي أسلوب الانحدار المرهلي Stepwise Regression لتحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة علي قيمة المنشأة لغرض صياغة نموذج مكون من أهم العوامل التي يمكن من خلالها تقدير قيمة المنشأة بدقة عالية، ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرهلي لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة علي قيمة المنشأة من خلال الجدول رقم (٣) التالي:

جدول رقم (٣)

نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة علي 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
١,٣٢١				الثابت	
مقاييس تقييم دقة تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل					
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.)	

* معنوي عند مستوي ٥٪

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٣) لوحظ تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة علي قيمة المنشأة التي لا يوجد بينهما ارتباط ذاتي لبناء النموذج وهي (نسبة استغلال الأصول ، السيولة ، هيكل الأصول ، معدل الضريبة الفعلي ، الربحية ، والحجم) ، وقد يرجع ذلك إلي زيادة التغيرات الخاصة بتلك العوامل من منشأة إلي 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 فضلا عن عدم وجود ارتباط قوي وجوهري مع قيمة المنشأة ، وقد يرجع ذلك إلي انخفاض معدل التغير الخاص بتلك المتغيرات من منشأة إلي 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 علي قيمة المنشأة كما يلي:

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

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرحلي علي تقدير قيمة المنشأة أن قيمة معامل الارتباط المتعددة لعوامل تقدير قيمة المنشأة بلغت (٠,٦٠١) والمساهمة النسبية لها بلغت (%٣٦,١) ، وقد يرجع ذلك إلي زيادة التغيرات في العوامل التي تم اختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة والمتمثلة

في (نسبة استغلال الأصول ، السيولة ، هيكل الأصول ، معدل الضريبة الفعلي ، 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 تفسير (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) وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (٢,٣٨) عند مستوي ٥٪ مما يشير إلى أنه يمكن رفض الفرض الثاني القائل بأنه " يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال علي قيمة المنشأة" ، حيث أثبتت الدراسة أن هناك ستة عوامل أساسية تؤثر علي قيمة المنشأة وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة.

ب- اختبار مدي تأثير مقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة

قبل التعرف علي درجة تأثير مقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة فسوف نتناول الدراسة تحليل علاقات الارتباط وتقدير المساهمات النسبية بين مقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة من خلال الاعتماد علي أسلوب تحليل ارتباط بيرسون الذي يهدف إلي تحديد اتجاوع وقوة العلاقة بين مقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة ، فضلا عن تقدير المساهمة النسبية لتلك المقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة ، فضلا عن تقدير المساهمة النسبية لتلك المقاييس، ويوضح الجدول رقم (٤) قيم الارتباط والمساهمة النسبية لمقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة علي النحو التالي:

جدول رقم (٤)

قيم الارتباط بين مقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة

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

** ارتباط معنوي عند مستوي ١٪

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص بيانات الجدول رقم (٤) لوحظ وجود علاقة ارتباط طردية بين نسبة الديون طويلة الأجل وقيمة المنشأة وذلك عند مستوي ١٪ بمعامل ارتباط (٠,٥٣٦) علي الترتيب ، وقد ترجع العلاقة الطردية بين نسبة الديون طويلة الأجل وقيمة المنشأة إلي أن ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل يؤدي إلي زيادة قيمة المزايا الضريبية وما يستتبعه من زيادة قيمة المنشأة بمقدار المزايا الضريبية ، إلا أن ذلك يختلف مع دراسة (Chowdhury & Chowdhury, 2010) التي خلصت إلي وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين كل من (نسبة الديون قصيرة الأجل ، ونسبة إجمالي الديون) وقيمة المنشأة، وقد يرجع ذلك إلي انخفاض معدل التغير لتلك العوامل بالنسبة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم محل الدراسة.

كما يوضح الجدول رقم (٤) اختلاف المساهمة النسبية لمقاييس هيكل رأس المال وقيمة المنشأة حيث تراوحت بين (٠,٠١٪ ، ٢٨,٧٣٪) مما يشير إلي وجود تباين واضح بينهما ، حيث لوحظ ارتفاع درجة المساهمة النسبية لنسبة الديون طويلة الأجل والتي بلغت (٢٨,٧٣٪) ، في حين كان كل من (نسبة الديون قصيرة الأجل ، ونسبة إجمالي الديون) علي درجة مساهمة نسبية منخفضة بلغت (٠,٠١٪ ، ٦,٣٠٪) علي الترتيب، وقد رجع ذلك إلي عدم معنوية معامل الارتباط بين تلك المقاييس وقيمة المنشأة.

ولاختبار مدي تأثير مقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة يتم التحقق من صحة الفرض الثالث الفائل بأنه "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة"
وقد اعتمدت الدراسة علي أسلوب الانحدار المرحلي Stepwise Regression لتحديد مقاييس هيكل رأس المال المؤثرة علي 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 علي قيمة المنشأة من خلال الجدول رقم (٥) التالي:

جدول رقم (٥)

نتائج تحليل الانحدار المرحلي لمقاييس هيكل رأس المال المؤثرة علي 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 مستوي ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٥) لوحظ أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد مقاييس هيكل رأس المال المؤثرة علي قيمة المنشأة التي لا يوجد بينهما ارتباط ذاتي لبناء النموذج وهي (نسبة إجمالي الديون ، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة الديون قصيرة الأجل) ، وقد يرجع ذلك إلي التغيرات الخاصة بتلك العوامل من منشأة إلي 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 علي قيمة المنشأة كما يلي:

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

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرحلي علي تقدير قيمة المنشأة أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير قيمة المنشأة لغت (٠,٨٧٤) والمساهمة النسبية لها بلغت (%٧٦,٤) وقد يرجع ذلك إلي 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 إلي أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للاعتماد عليه في تحليل النتائج وتعميمها ، فضلاً عن دقة النموذج واستقلالية مقاييس هيكل رأس المال

المؤثرة علي قيمة المنشأة ، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٤٤,٣٦١) وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (٤,٣١) عند مستوي ١٪ مما يشير إلي أنه يمكن رفض الفرض الثالث القائل بأنه "يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لمقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة" ، حيث اثبتت الدراسة تأثير مقاييس هيكل رأس المال المتمثلة في (نسبة إجمالي الديون ، نسبة الديون طويلة الأجل، ونسبة الديون قصيرة الأجل) علي قيمة المنشأة وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة بمستوي عالي المعنوية.

خامسًا: اختبار مدي تأثير العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة
لاختبار مدي تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة يتم التحقق من صحة الفرض الرابع القائل بأنه "يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة"

وقد اعتمدت الدراسة علي أسلوب الانحدار المرحلي Stepwise Regression لتحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة علي 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 علي قيمة المنشأة من خلال الجدول رقم (٦) التالي:

جدول رقم (٦)

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

الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الانحدار	مقاييس هيكل رأس المال	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 مستوي ١٪

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٦) لوحظ أن تحليل الانحدار المرهلي قام بتحديد أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة علي قيمة المنشأة التي لا يوجد بينهما 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 إلي زيادة التغيرات الخاصة بتلك العوامل من منشأة إلي أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من زيادة المساهمة النسبية لها في تقدير قيمة المنشأة، كما استبعد تحليل الانحدار المرهلي كل من (العمر ، الربحية ، معدل النمو ، أداء سعر السهم، معدل الضريبة الفعلي، والمزايا الضريبية من غير الديون) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلا عن عدم وجود ارتباط قوي وجوهري مع قيمة المنشأة ، وقد يرجع ذلك إلي انخفاض معدل التغير الخاص بتلك المتغيرات من منشأة إلي 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 علي قيمة المنشأة كما يلي:

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

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرهلي علي تقدير قيمة المنشأة أن قيمة معامل الارتباط المتعدد لعوامل تقدير قيمة المنشأة بلغت (٠,٩٣٤) والمساهمة النسبية لها بلغت (٨٧,٢٪) ، وقد يرجع ذلك إلي زيادة التغيرات في العوامل التي تم اختيارها في تحليل الانحدار المرهلي 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 إلي أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للاعتماد عليه في تحليل النتائج وتعميمها ، فضلا عن دقة النموذج واستقلالية العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال المؤثرة علي قيمة المنشأة، كما بلغت قيمة F المحسوبة (٣٩,٧٩٣) وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (٣,٣٨) عند مستوي ١٪ ، كما لوحظ ارتفاع قيمة معامل التحديد للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال إلي (٨٧,٢٪) مقارنة بالعوامل المحددة لهيكل رأس المال التي بلغت (٣٦,١٪) ومقاييس هيكل رأس المال التي بلغت (٧٦,٤٪) ، مما يشير إلي 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 "يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للعوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة" ، حيث أثبتت الدراسة أن هناك ستة عوامل أساسية تؤثر علي قيمة المنشأة وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة بمستوي عالي المعنوية ، مما يشير إلي أهمية الاعتماد علي تلك العوامل في تقدير قيمة المنشأة بدقة عالية.

رابعاً: النتائج والتوصيات

نتائج الدراسة

استهدفت الدراسة تحديد أثر العوامل المحددة علي هيكل رأس المال وانعكاسها علي قيمة المنشأة بغرض تعظيم قيمة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة الكويت وذلك من خلال التعرف علي تأثير العوامل المحددة لهيكل رأس المال علي مقاييس هيكل رأس المال، تحديد تأثير المحددة لهيكل رأس المال علي قيمة المنشأة ، التعرف علي تأثير مقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة، فضلا عن تحديد تأثير العوامل المحددة ومقاييس هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة، وفي ضوء ذلك توصلت الدراسة إلي مجموعة من النتائج يمكن تناولها علي النحو التالي:

٣. زيادة اعتماد المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم علي الديون كمصدر أساسي من مصادر التمويل التمويل حيث بلغ متوسط نسبة إجمالي الديون (٠,٧٢) ، مما يشير إلي أهمية الديون في تلبية الاحتياجات التمويلية لتلك المنشآت.

٤. زيادة اعتماد المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم علي 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) ، ما يشير إلي أهمية الديون قصيرة الأجل في تمويل المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم فضلا عن صعوبة حصول تلك المنشآت علي الديون طويلة الأجل نتيجة لارتفاع المخاطر المرتبطة بها وعدم وجود الضمانات الكافية للحصول علي الديون طويلة الأجل.
٥. وجود علاقة ارتباط معنوي بين نسبة الديون قصيرة الأجل وكل من السيولة، هيكل الأصول ، المزايا الضريبية من غير الديون ، والعمر مما يشير إلي أهمية الاعتماد علي تلك العوامل في تقدير نسبة الديون قصيرة الأجل، فضلا عن امكانية صياغة نموذج لتقدير نسبة الديون قصيرة الأجل بدقة عالية استنادًا إلي 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 (٠,٨٢٦٪).
٦. 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 استنادًا إلي 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 الفعلي، والحجم حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٠,٣٧٪).
٧. وجود علاقة ارتباط معنوي بين نسبة إجمالي الديون وكل من السيولة، هيكل الأصول ، والمزايا الضريبية من غير الديون، مما يشير إلي أهمية الاعتماد علي تلك العوامل في تقدير نسبة إجمالي الديون ، فضلا عن امكانية صياغة نموذج لتقدير نسبة إجمالي الديون بدقة عالية استنادًا إلي 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 الفعلي حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٠,٧٩١٪).
٨. وجود علاقة ارتباط معنوي بين قيمة المنشأة وكل من هيكل الأصول ، معدل الضريبة الفعلي، والربحية ، مما يشير إلي أهمية الاعتماد علي تلك العوامل في تقدير قيمة المنشأة ، فضلا عن امكانية صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة استنادًا إلي العوامل المحددة لهيكل رأس المال المؤثرة في قيمة المنشأة والتي تتمثل في نسبة استغلال الأصول ، السيولة ، هيكل الأصول ، معدل الضريبة الفعلي ، الربحية ، والحجم ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد لها (٠,٣٦١٪).
٩. وجود علاقة ارتباط معنوي بين قيمة المنشأة ونسبة الديون طويلة الأجل، بالإضافة إلي امكانية صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة استنادًا إلي 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 (٠,٧٦٤٪).
١٠. امكانية صياغة نموذج لتقدير قيمة المنشأة بدقة عالية استنادًا إلي 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 (٠,٨٧٢٪) ، وهي نسبة مرتفعة مقارنة بالعوامل المحددة لهيكل رأس المال ومقاييس هيكل رأس المال التي بلغت (٠,٣٦١٪) ، (٠,٧٦٤٪) علي الترتيب.

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 علي الديون نظرًا لارتفاع تكاليف التمويل الخاصة بها، وزيادة الاعتماد علي الأرباح المحتجزة في حالة توافرها.

٢. تقديم المزيد من الدعم من جانب بورصة الكويت لمساعدة المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم في الحصول علي الديون طويلة الأجل بما يساعد علي 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 علي 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 تتولي الاهتمام بالمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم وتعمل علي إزالة العقبات التي تحول دون قيام تلك المنشآت بدورها في تنمية الاقتصاد المصري.
٦. إجراء المزيد من الدراسات حول أثر العوامل المحددة علي هيكل رأس المال وانعكاسها علي قيمة المنشأة في قطاعات اقتصادية أخرى مثل البنوك ، وشركات التأمين بغرض التعرف علي مدي الاختلاف بين تلك القطاعات حول العوامل المحددة لهيكل رأس المال، ومدي الاختلاف حول أثر هيكل رأس المال علي قيمة المنشأة

المراجع

- (١) متولي، ٢٠٢٠، أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال علي القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية، العدد الثالث – سبتمبر ٢٠٢٠ – المجلد الرابع
- 1) Bhattacharjee, A. & Dash, M., (2015) "Determinants of Capital Structure in the India Sugar Sector", Sky Journal of Business Administration and Management, Vol. 3 , No, 6 November, PP. 63-69.
 - 2) 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
 - 3) 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
 - 4) Albart, N, Sinaga, B, M., Santosa, P, W. and Andati, T., (2020), The controlling of ownership on the relationship between financial Performance and capital structure in Indonesia, International Journal of finance, Banking Studies, Vol 9, No, 3 P.P 1-27.
 - 5) Ejike, S., (2020), Empirical study of Impact of capital structure on Deposit Money Banks in Nigeria, Advanced Journal of Economics Business and Accounting, Vol, 1, Issuez/2, PP. 1-2
 - 6) Obuobi, B., Li, X., Nketiah, E., Awuah, F., Boareng, E., Sampene, A., and Adjei, M., (2020), Relationship between capital structure and bank's performance, an Evidence of banks listen on Ghana stock Exchange, international Jourbal of Econometrucs and financial Management, 8 (1), PP. 13-20
 - 7) Timilsina, L, P., (2020), Determinants Research, Journal of MMC, 1 (1) , P.P 50-70
 - 8) Alphonsus , U, E., (2021) Capital Structure and commercial bank's profitability in Nigeria. Glob Acad Jecon buss, 3(1), P.P 10-20
 - 9) Nenu, E, vintial, G., and Gherghina, S., (2018), The impact of capital structure on risk and firm performance: Empirical evidence of the Bucharest stock exchange listed companies International Journal of financial studies, Vol. 6. No. 2 P.P 1-29
 - 10) Orichom, G, and Omeke, M., (2021), capital structure, credit risk management and financial performance of microfinance institutions in Uganda, Journal of Economics and International finance, Vol. 13, No. 1, P.P 24-31
 - 11) Mateev, M, Poutziouris, P. & Ivanov , K., (2013), "On the Deerminants os 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
 - 12) Handoo, A. & Sharma, K., (2014), "A study on Determinants of Capital Structure in India", IIMB Management Review, Vol. 26, PP. 170-182

- 13) 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
- 14) 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
- 15) 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
- 16) Noorhayati, Y. A, Zuraida, M & Nurul, S. B, (2018): The Impact of ownership Structure on dividend Policy: Evidence of Malaysian Listed Firms, *Journal of Global Business and Social Entrepreneurship (GBSE)* , Vol (4) No. (10) 35-44.
- 17) Ngatemin, A.M, Erlina, S(2018), Value of the firm in capital structure perspective (Case Study of tourism Companies in Indonesia Stock Exchange). *Economics* 6 (1): 91-102.
- 18) Collins, O.S., Filibus, L.E & Clement, A.A (2019), Corporate Capital Structure and Corporate Market Value: Evidence from Nigeria. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. (4)- No. (12). 193-201.
- 19) 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.
- 20) Putu, N., Moeljadi, Djumahir & Djazuli, A., (2014), "Factors Affecting Firms Value of Indonesia Public Manufacturing Firms", *International Journal of Business and Management Intention*, Vol. 3, No. 2, February, PP. 35-44
- 21) Kilmenok, 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.
- 22) 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, Cail, Indonesia, 17-18 September, PP. 1073-1080
- 23) Kotesa, M., (2015), "Capital Structure, profitability, And firm value: Whats New?", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 6, No. 20, PP. 185-192
- 24) 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 Management*, University of Jaffna, Srilanka, PP. 24-35
- 25) Khemiri, W., & Noubbigh, H (2018). Determinants of Capital Structure: Evidence from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 70, 150-159

- 26) Ramlia, N. A., Latanb, H., & Solovidab, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance- APLS_SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148-160.
- 27) Yildirim, R, Masih, M, & Bacha, O. I (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non- compliant firms. *Pacific- Basin Finance Journal*.
- 28) Cassar, G. & Holmes, S., (2003), "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting and Finance*, Vol. 43, PP. 123-147
- 29) 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
- 30) 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
- 31) 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.
- 32) Cassar, G. & Holmes, S., (2003), "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting and Finance*, Vol. 43, PP. 123-147
- 33) Baker, M & Wurgler, J., (2002), "Market Timing and Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, February, PP. 1-32
- 34) 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
- 35) Chowdhury, A & Chowdhury, S., (2019), "Impact CSR and Financial performance" *Sustainability*, Vol. (11), No (2) 1-26.