

محددات اختيار الهيكل المالي للشركات

دراسة تطبيقية مقارنة بين الدول المتقدمة و النامية

د. علي ابوبكر نورالدين*

د.حسين علي السريتي[†]

الملخص

في هذه الدراسة تم اختبار أهم المحددات (المتغيرات) المؤثرة على قرار اختيار الهيكل المالي للشركات في ست دول ثلاث منها دول متقدمة تتضمن الولايات المتحدة، اليابان، ألمانيا، اما الثلاث الدول الأخرى فهي دول نامية تشمل الصين، السعودية، و مصر، حيث تم اختيار 10 شركات لكل دولة و لمدة 5 سنوات من 2005 الي 2009. باستخدام أربعة متغيرات مستقلة، و هي هيكل الأصول، الحجم، النمو و الربحية، افتراضات العلاقة بين تلك المتغيرات الأربعة و الهيكل المالي حسب نظرية العلاقة التوازنية و نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل، اشارت نتائج الدراسة التطبيقية الي ان متغير الحجم و النمو من اهم المتغيرات المفسرة لقرار اختيار الهيكل المالي حسب نظرية العلاقة التوازنية، بينما يعد متغير الربحية من اهم العوامل المفسرة لقرار اختيار الهيكل المالي حسب نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل.

1- مقدمة.

تتضمن المقدمة كلا من خلفية البحث، ومشكلة، وفروض أهداف البحث وذلك على النحو التالي:

1-1 خلفية البحث.

الهيكل المالي (Financial Structure) عبارة عن تشكيلة من الأموال التي تستخدمها المنشأة لتمويل استثماراتها، وتصنف تلك الأموال من حيث طبيعتها إلي أموال مملوكة (Equity)، وأموال مقترضة (Debt). الأموال المملوكة تتكون من الأسهم العادية (Common Stock)، وأسهم ممتازة (Preferred Stock) بالإضافة إلي الأرباح المحتجزة (Retained Earnings). أما الأموال المقترضة فتتكون من السندات (Bonds)، والقروض المصرفية (Bank Loans)، والائتمان التجاري (Trade Credit). هذا وكما تصنف تشكيلة الأموال التي يتكون منها الهيكل المالي من حيث تاريخ استحقاقها إلي تمويل طويل الأجل (Long-term Finance) و تمويل قصير الأجل (Short-term Finance). التمويل طويل الأجل والذي يطلق عليه هيكل رأس المال (Capital Structure) يتكون من الأموال المملوكة بالإضافة إلي السندات والقروض المصرفية طويلة الأجل. إما التمويل قصير الأجل فيتكون من القروض المصرفية قصيرة الأجل والائتمان التجاري.

*محاضر بقسم التمويل و المصارف كلية الاقتصاد و المحاسبة جامعة سبها
[†]محاضر بقسم المحاسبة كلية الاقتصاد جامعة مصراتة

يعد قرار اختيار الهيكل المالي المثالي (Optimal Financial Structure) - التشكيلة المثالية ما بين الأموال المملوكة والمقترضة- والذي يعظم القيمة السوقية للمنشأة- من أصعب وأكثر القرارات المالية تعقيدا بالنسبة للمدير المالي, الأمر الذي جعل من موضوع اختيار الهيكل المالي والعوامل المؤثرة في اختياره (محددات الهيكل المالي) (Determinants of Capital Structure) من أكثر المواضيع التي حظيت باهتمام الكثير من الباحثين في مجال التمويل والإدارة المالية.

بعد دراسة (Modiglianr and Mille) والتي برهنا فيها بعدم وجود علاقة ما بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة - إي عدم وجود علاقة ما بين قرار التمويل , وأسعار أسهم المنشأة في السوق- في ظل ظروف السوق الكامل الذي يتميز بعدم وجود ضرائب, و تكاليف للمعاملات والإفلاس, وتمائل المعلومات إي المعلومات , متاحة للجميع, وإمكانية الاقتراض عند نفس معدل الفائدة, عدد من النظريات حاولت تفسير العلاقة ما بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة والعوامل أو المحددات المؤثرة على اختيار الهيكل المالي , للمنشأة , في حالة إسقاط شرط من شروط السوق الكامل(1)(2), ومن أهم تلك النظريات نظرية العلاقة التوازنية (Trade-off Theory) , ونظرية تسلسلأفضلية مصادر التمويل (Peking Order Theory)(3)(4)(5)(6) .

فطبقا لنظرية العلاقة التوازنية يوجد هيكل مالي مثالي , إيتشكليه مثالية (نسبة) ما بين الأموال المملوكة والأموال المقترضة, ويتم الوصول إلى مستوى الهيكل المثالي عن طريق الموازنة ما بينالوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض الإضافي وتكاليف الإضافية الناتجة عن ذلك الاقتراض الإضافي والمتمثلة في تكاليف الإفلاس في حال عدم قدرة الشركة على سداد الالتزامات في الوقت المحدد, بالإضافةإلي تكاليف الوكالة الناتجة عن قيام الدائنين بتحميل الشركة بمصاريف الرقابة على تصرفاتها(7).

أما نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل فتؤكد على وجود تسلسل لمصادر التمويل التي تستخدمها المنشأة في تمويل استثماراتها الجديدة, حيث تبدأأولا باستخدام مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة والنقدية المتوفرة لديها, وفي حالة عدم وجود تلك المصادر وعدم كفايتها تلجا المنشأة إليإصدار سندات, وفي حالة عدم كفاية السندات في التمويل تلجا المنشأة إلي إصدار أسهم لتمويل استثماراتها. طبقا لنظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل المنشأة تفضل إصدارات السندات بدلا من إصدار الأسهم في حالة مصادر التمويل الداخلية تكون غير كافية(7)(8) .

في دراسات مسحية لكل من (Graham and Harvey) التي أجريت على مجموعة من الشركات الأمريكية, ودراسة (Fan and So) والتي أجريت على مجموعة من الشركات في هونج كونج,

ودراسة (Brounen et al) والتي شملت أربعة دول أوروبية وهي المملكة المتحدة, وإيرلندا, وألمانيا, وفرنسا, ودراسة (Beattie, Goodacre and Thomson) والتي أجريت على مجموعة من الشركات في المملكة المتحدة, جميعها أكدت بان الشركات التي شملها المسح تتبع نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل مصادر أفضلية مصادر التمويل عند اتخاذها لقرارات التمويل(6)(9)(10)(11).

عمليا, عدد من الدراسات التطبيقية قامت باختبار نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل وذلك باستخدام البيانات المالية المستخرجة من القوائم المالية (Financial Statements)- الميزانية العمومية (Balance Sheet) وقائمة الدخل (Income Statement) بالإضافة إلي تحليل الانحدار (Regression Analysis). ومن بين تلك الدراسات دراسة (Marsh), ودراسة (Titman and Wessels), دراسة (Sunder and Myers), دراسة (Franka and Goyalb), دراسة (Strebulaev)(12)(13)(14)(15)(16).

مما تجدر الإشارة إليه هو إن اغلب تلك الدراسات السابقة أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية مما أعطى انطباعاً بأن نتائج اختبار نظريات الهيكل المالي تتماشى مع الواقع الأمريكي, ولتفادي ذلك وإعطاء مزيداً من التعميم حول مصداقية تنبؤات نظريات الهيكل المالي قام عدد من الباحثين باختبار تلك النظريات باستخدام بيانات من عدة دول, ومن أهم تلك الاختبارات الدراسة التي قام بها (Rajan and Zingales) التي أجريت على عينة من الشركات الدول الصناعية السبع (G7), دراسة (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, and Maksimovic) التي أجريت على شركات من 10 دول نامية, دراسة (Deesomsak, Paudyal, and Pescetto) التي أجريت على شركات من أربعة دول في شرق آسيا, ودراسة (Jong, Kabir, and Nguyen) التي أجريت على شركات من 42 دولة حول العالم(17)(18)(19)(20).

غير أن ما يؤخذ على تلك الدراسات والتي انتهجت المنهج المقارن في اختبار نظريات المحددة للهيكل المالي وهو نفس المنهج الذي ستنهج هذه الدراسة هو اختيار عينة من الشركات تنتمي إلى مجموعة من الدول متجانسة اقتصاديا أو جغرافيا. إما في هذه الدراسة ستكون المقارنة معتمدة على عينة من الشركات تنتمي إلى دول مختلفة من حيث مستوي التقدم الاقتصادي دول متقدمة (Developed countries), دول نامية (Developing countries), دول متحولة اقتصاديا (Transition economy), بالإضافة إلى عينة من الدول العربية التي تعد اقتصاديات ناشئة لم يتم اختيارها ضمن عينة الدول في الدراسات السابقة التي استخدمت المنهج المقارن عند اختبار محددات الهيكل المالي باستثناء الأردن فقط.

الهدف من المقارنة بين عدد من الدول مختلفة من حيث مستوى التقدم الاقتصادي هو معرفة ما إذا كانت محددات الهيكل المالي حسب نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل مصادر التمويل هي نفسها في جميع الدول بغض النظر عن مستوي التقدم الاقتصادي ومن ثم يمكن تعميم تنبؤات النظريتين بشأن محددات الهيكل المالي, إمان تلك المحددات حسب النظريتان تختلف باختلاف الوضع الاقتصادي لدولة.

ولتحقيق هدف هذه الدراسة تم تقسيمها إلي خمسة أجزاء و هي: الجزء الأول المقدمة و تتضمن خلفية البحث, و مشكلة, فروض, وأهدافالبحث, الجزء الثاني الدراسات السابقة, الجزء الثالث منهجية البحث, الجزء الرابع تحليل النتائج, إما الجزء الخامس و الأخير فهو خلاصة الدراسة.

1-2 مشكلة البحث.

تتلخص مشكلة البحث في السؤال التالي : هل محددات الهيكل المالي طبقا لافتراضات نظرية العلاقة التوازنية, و نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل هي نفسها في جميع الدول عينة الدراسة إما تختلف من دولة إلي أخرى؟

1-3فروضالبحث.

الفرضية الرئيسيةللبحثيمكنصياغتها علىالنحو التالي:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين محددات الهيكل المالي الأربعة: هيكل الأصول, الحجم, النمو, الربحية الهيكل المالي للشركات حسب نظرية العلاقة التوازنية و نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل.

1-4أهداف البحث.

يهدف البحث إلي معرفة مايلي:

- قدرة نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل على تفسير السلوك التمويلي للشركات عينة الدراسة.

- تحديد ما إذا كانت محددات الهيكل التمويلي حسب نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل هي نفسها في جميع الدول عينة الدراسة.

- تحديد إيالمحددات أكثرتأثيرا على تشكيل الهيكل المالي للدول عينة الدراسة.

2- الدراسات السابقة.

تماشياً مع أسلوب البحث وهو المنهج المقارن- الدراسات السابقة التي سيتم عرضها في هذه الدراسة سيتم تقسيمها إلى مجموعتين الأولى الدراسات السابقة التي أجريت في دولة واحدة، والثانية الدراسات السابقة التي أجريت على مجموعة من الدول (دراسات مقارنة) وذلك على النحو التالي:

1-2 الدراسات التي أجريت في دولة واحدة.

تعد دراسة (Titman and Wessels) والتي أجريت على عينة من الشركات الأمريكية من أولى الدراسات التي اختبرت محددات الهيكل المالي. ففي دراستها تم اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال وثمانية متغيرات مستقلة تمثل محددات الهيكل المالي. حيث تم قياس المتغير التابع بست مؤشرات وهي نسبة الديون طويلة الأجل| القيمة الدفترية لحقوق الملكية, نسبة الديون طويلة الأجل| القيمة السوقية لحقوق الملكية, نسبة الديون قصيرة الأجل| القيمة الدفترية لحقوق الملكية, نسبة الديون قصيرة الأجل| القيمة السوقية لحقوق الملكية, نسبة الديون القابلة للتحويل إليأسهم| القيمة الدفترية لحقوق الملكية, ونسبة الديون القابلة للتحويل إليأسهم| القيمة السوقية لحقوق الملكية. أما المتغيرات المستقلة التي تمثل محددات اختيار تشكيلة هيكل رأس المال فهي ثمانية متغيرات. المتغير الأول القيمة الإضافية للأصول المقاسة بمؤشرين هما نسبة الأصول الملموسة | مجموع الأصول, ونسبة المخزون و مجموع الآلات والمعدات| مجموع الأصول. المتغير المستقل الثاني فهو الوفورات الضريبية والمقاس بثلاث نسب وهي نسبة استثمار الضرائب المستحقة| مجموع الأصول, نسبة مصاريف استهلاك الأصول| مجموع الأصول, نسبة الوفورات المباشرة المقدرة| مجموع الأصول. المتغير المستقل الثالث فهو النمو والمقاس بثلاث مؤشرات مالية وهي نسبة المصروفات الرأسمالية| مجموع الأصول, نسبة التغير في مجموع الأصول, نسبة البحوث والتطوير| المبيعات. المتغير المستقل الرابع هو التمييز المقاس بكلا من مصاريف البحوث و التطوير| المبيعات, مصاريف المبيعات\ المبيعات, معدل سداد الديون, نسبة القوي العاملة التي تترك وظائفها في الصناعة. المتغير المستقل الخامس هو نوع الصناعة. المتغير المستقل السادس فهو الحجم والمقاس عن طريق اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات, معدل سداد الديون. المتغير المستقل السابع هو مخاطر التشغيل والمقاس بالانحراف المعياري لنسبة تغير في ربح العمليات. المتغير المستقل الثامن والأخير فهو الربحية والمقاس بمؤشرين هما نسبة ربح العمليات| المبيعات, نسبة ربح العمليات| مجموع الأصول(13).

باستخدام بيانات 469 شركة أمريكية خلال الفترة من 1974 الي 1982 بالإضافة إليأسلوب التحليل العالمي (Titman and Wessels) وجدوا علاقة عكسية ما بين التمييز و هيكل رأس المال,

بالإضافة إلى علاقة عكسية ما بين نسبة الديون قصيرة الأجل والحجم. من النتائج الأخرى التي توصلنا إليها وهي عدم وجود علاقة ما بين مؤشرات هيكل رأس المال الست و كل من الوفورات الضريبية ومخاطر التشغيل، والقيمة الإضافية للأصول، والنمو(13).

في دراسة(Sunder and Myers)تم اختبار نموذج نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل وذلك باستخدام بيانات 157 شركة ولفترة 19 سنة من 1971 إلى 1989 ومن النتائج التي توصلت إليها دراستهم هي دعم تنبؤات نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل والتي تؤكد على لجو الشركة إلى الاقتراض في حالة عدم كفاية مصدر التمويل الداخلية(14).

نتائج دراسة (Sunder and Myers) تختلف مع نتائج دراسة (Franka and Goyalb) التي أجريت على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 1971 إلى 1998 والتي توصلت إلى انه في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية تلجأ الشركة إلى إصدار أسهم بدلا من إصدار سندات وهذا يعد عكس لافتراضات نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل التي تؤكد على انه في حالة وجود نقص في مصادر التمويل الداخلية تلجأ الشركة إلى إصدار السندات، ومن ثم إصدار الأسهم. وان كانت نتائج دراستهم وجدت بعض الدعم لافتراضات نظرية تسلسل مصادر التمويل في حالة اقتصر عينة الدراسة على الشركات كبيرة الحجم(15).

من الدراسات الأمريكية الأكثر حداثة هي دراسة(Margaritis & Psillaki)وفيها تم اختبار العلاقة ما بين هيكل راس المال وهيكل الملكية والاداء. ومن النتائج التي توصلت إليها الدراسة هي وجود علاقة ما بين الكفاءة والرافعة المالية، وهيكل الملكية والرافعة المالية(21).

إن كانت الدراسات السابقة المشار إليها سابقاً أجريت في أكثر دول العالم تقدما وهي الولايات المتحدة الأمريكية فان عدداً من الباحثين مثل(Zou and Xiao)(Huang and Song)(Chen) قاموا باختبار محددات الهيكل المالي في أكبر اقتصاديات العالم الناشئة حجما و نموا وهي الصين.

في دراسة (Chen) تم اختبار نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل باستخدام بيانات 88 شركة للفترة من 1995 إلى 2000، المتغيرات التي تم اختبارها هي الربحية، الحجم، فرص النمو، هيكل الأصول، تكلفة الفشل المالي، الوفورات الضريبية. من النتائج التي توصلت إليها دراسة (Chen) هي بعض المحددات التي اثبتت الدراسات السابقة أهميتها في تفسير قرارات التمويل في الدول المتقدمة لها أهمية في تفسير قرارات التمويل في الصين، إن قرارات التمويل التي تتخذها الشركات الصينية تعتمد على نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل(22).

تتفق نتائج دراسة (Chen) مع نتائج دراسة (Huang and Song) التي أجريت على عينة من 1200 شركة صينية خلال الفترة من 1994 الي 2003. ومن النتائج الأخرى التي توصلت اليها دراسة هيارتفاع نسبة الأقرض (الرافعة المالية)(Leverage) مع زيادة كل من حجم الشركة, وزيادة حجم الاستثمار في الاصول الثابتة, وتنخفض مع الزيادة في الربحية, الوفرات الضريبية, فرص النمو, هيكل الملكية, ونوع الصناعة(4).

في دراسة اجريت على الشركات الصينية قام بها(Zou and Xiao) توصلت الي نتائج تتفق مع نتائج دراسة (Chen) من حيث عدم وجود اختلاف في المحددات المفسرة لقرار اختيار الهيكل المالي في كل من الدول المتقدمة والصين. بينما لا تتفق نتائجها مع نتائج دراسة(Chen) فيما يتعلق بقدرة نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل على تفسير قرارات التمويل, حيث اثبتت نتائج دراسة (Zou and Xiao) على قدرة نظرية العلاقة التوازنية على تفسير قرارات التمويل. كما تتفق نتائج دراسة (Zou and Xiao) مع نتائج دراسة(Huang and Song) من حيث اهمية كل من حجم الشركة, والربحية, و فرص النمو, والاستثمار في الاصول الثابتة في تركيبة هيكل راس المال(5)(22)(4).

من الدراسات الأخرى التي أجريت في الدول الناشئة وتعد أكثر حداثة هي الدراسة التي قام بها(Udomsirikul, Jamreornvong, and Jiraporn)في تايلاند لاختبار مدي تأثير سيولة اسهم الشركة على هيكل راس المال. من النتائج التي توصلت اليها دراستهم هي وجود علاقة عكسية بين درجة سيولة اسهم الشركة ونسبة الاعتماد على الاقتراض, اي كلما زادت درجة سيولة اسهم الشركة كلما زاد الاعتماد على التمويل عن طريق الاسهم بدلا من الاعتماد على الاقتراض(23).

اماعربيا,(عبدالحميد)فقد قام باختبار محددات الهيكل المالي لشركات الصناعية العامة في مصر باستخدام بيانات 58 شركة لسنة واحدة فقط وهي سنة 2010, ولكون بيانات الدراسة تغطي سنة واحدة فقط ولعدد من الشركات قام الباحث باستخدام البيانات المقطعية (Cross-Section Data). اما المتغيرات المستخدمة كمحددات لاختبار قرار تشكيل الهيكل المالي فهي خمسة متغيرات مستقلة و هي: نسبة السيولة, نسبة الربحية, نسبة المديونية السابقة, و الحجم. باستخدام نموذج الانحدار المتعدد توصل الباحث الي النتائج التالية:بلغت نسبة الاقتراض للشركات الصناعية المصرية 36% وهي نسبة منخفضة بالمقارنة بنسب الاقتراض في الولايات المتحدة, والمانيا, ودول شرق اسيا. وجود علاقة موجبة ذات دلالة احصائية بين الهيكل المالي ونسبة المديونية السابقة, ووجود علاقة سالبة ذات دلالة احصائية بين الهيكل المالي و كل من السيولة والربحية ومعدل النمو (24).

من ضمن الدراسات العربية التي اختبرت محددات الهيكل التمويلي دراسة (الكيلاني), حيث قام باختبار العلاقة ما بين هيكل الملكية , والهيكل المالي في الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة الممتدة من 2004 الي 2008 باستخدام بيانات 10 شركات مدرجة في بورصة عمان. خلصت الدراسة الي ان الشركات الصناعية الأردنية تميل إلي استخدام أموال الملكية في تمويل انشطتها, حيث بلغت نسبة الاقتراض 28.79%, كما خلصت الدراسة الي ان اعضاء مجلس الإدارة يملكون حوالي 46.4% من اسهم الشركة, وان كبار المساهمين يملكون بالمتوسط حوالي 52.8% من أسهم الشركات. من النتائج الأخرى التي توصلت اليها الدراسة هي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين هيكل ملكية الأسهم وهيكل التمويل (25).

2-2 الدراسات المقارنة.

في هذا الجزء سيتم عرض الدراسات السابقة التي تبنت المنهج المقارن في اختبار محددات اختيار الهيكل المالي- بمعني اخر الدراسات التي اجريت على مجموعة من الدول والتي كانت تهدف الي معرفة فيما اذا كانت محددات اختيار الهيكل المالي حسب نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل هي نفسها في جميع الدول, أو تختلف باختلاف الأنظمة الاقتصادية, القانونية, والمالية للدول عينة الدراسة.

تعد دراسة (Rajan and Zingales) من الدراسات الأولى التي اختبرت محددات الهيكل المالي باستخدام بيانات دولية او من عدة دول. ففي دراستهم تم استخدام بيانات لشركات من الدول الصناعية السبع وهي الولايات المتحدة الامريكية, اليابان, المملكة المتحدة, المانيا, فرنسا, ايطاليا, وكندا. المتغيرات التي تم اختبارها كمحددات لقرار اختيار الهيكل المالي هي نسبة الأصول الملموسة, الفرص الاستثمارية او النمو, الحجم, بالإضافة الي الربحية. باستخدام بيانات من 1987 الي 1991 (Rajan and Zingales) وجدوا بان المتغيرات المحددة للهيكل المالي لا تختلف من دولة الى اخرى(17).

على عكس دراسة (Rajan and Zingales) التي اختبرت محددات اختيار الهيكل المالي في الدول المتقدمة (Booth et al) اختبروا محددات اختيار الهيكل المالي في 10 دول نامية و هي: البرازيل مكسيك, الهند, كوريا الجنوبية, الأردن, ماليزيا, باكستان , تايلاند, تركيا, و زمبابوي. باستخدام خمسمتغيرات مستقلة وهي معدل الضريبة, ونسبة الاصول الملموسة, والحجم, والعائد على الاصول, ونسبة القيمة السوقية للاسهم إلي قيمتها الدفترية ولفترة زمنية ممتدة من 1980 الي 1990 (Booth et al) توصلوا إلي نتيجة مفادها بان المحددات المؤثرة علي اختيار الهيكل المالي في الدول النامية حسب

نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل مصادر التمويل هي نفس المحددات المؤثرة على اختيار الهيكل المالي في الدول المتقدمة(18).

اسويوا, (Deesomsak et al) اختبروا محددات الهيكل المالي في أربعة دول آسيوية وهي تايلاند, ماليزيا, سنغافورة, وأستراليا خلال الفترة من 1993 الي 2001, المتغيرات التي تم اختبارها كمحددات مؤثرة على قرار اختيار الهيكل المالي هي: نسبة الاصول الملموسة, الربحية, الحجم, فرص النمو, الوفرات الضريبية, السيولة, مخاطر تقلب الارباح, واداء سعر السهم. من النتائج التي توصلت اليها دراستهمي وجود علاقة ايجابية بين حجم الشركة والرافعة المالية, و وجود علاقة سلبية ما بين الرافعة المالية وكل من فرص النمو, الوفرات الضريبية, السيولة, واداء سعر السهم(19).

في دراسة قام بها (Seifert and Gonenc) لاختبار نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل دوليا و باستخدام بيانات شركات من اكثر دول العالم تقدا وهي الولايات المتحدة, المملكة المتحدة, والمانيا, واليابان. وتوصلوا الي وجود دعم قليل لافتراضات نظرية تسلسل مصادر التمويل بالنسبة للشركات الأمريكية, والبريطانية, والمانيا, والعكس صحيح بالنسبة للشركات اليابانية(26).

في دراسة اكثر شمولا من حيث عدد الدول, وطبيعة محددات الهيكل المالي (Jong, et al) اختبروا محددات الهيكل في 42 دولة نصفها دول نامية والنصف الاخر دول متقدمة, باستخدام نوعين من المتغيرات النوع الاول متغيرات تتعلق بخصائص الشركة وهي: نسبة الاصول الملموسة المخاطر الحجم, الضرائب, النمو, الربحية, والسيولة. النوع الثاني من المتغيرات فهي تتعلق بخصائص الدولة وهي: كفاءة النظام القضائي, دور القانون, الشرعية, الفساد, معايير العدالة, حماية حقوق الدائنين, درجة تطور سوق السندات, تركيبة النظام المالي, درجة تطور سوق الأسهم, معايير سوق الاسهم, معايير حماية الحقوق, نسبة رأس المال الي الناتج المحلي الإجمالي, معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

من النتائج التي خلصت إليها دراستهم هي: وجود علاقة قوية وذات دلالة احصائية ما بين هيكل رأس المال وكل من نسبة الأصول الملموسة, الحجم, والمخاطر, والنمو, والربحية. كما خلصت الدراسة الي وجود تأثير مباشر وقوي بين كل من تركيبة هيكل رأس المال و حماية حقوق الدائنين, درجة تطور سوق السندات, ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي, بالإضافة الي وجود تأثير غير مباشر لكل من معايير العدالة, حماية حقوق الدائنين الي حقوق حملة الأسهم, ونسبة رأس المال, ومعدل النمو على هيكل رأس المال(26).

من خلال العرض السابق للدراسات السابقة يتضح وجود شبه اجماع على عدد من محددات الهيكل المالي, وان كانت درجة اهمية في تفسير اختيار الهيكل المالي تختلف من دراسة الي اخري. كما يتضح من خلال تلك الدراسات استخدامها لنظريتين لتفسير محددات اختيار الهيكل المالي.

وللتأكيد على أهمية تلك النظريات والمحددات في تفسير قرار اختيار الهيكل المالي فان هذه الدراسة سوف تستخدم بيانات من دول مختلفة من حيث مستوى التقدم الاقتصادي وهو ما يتضح من خلال منهجية البحث.

3- منهجية البحث.

في هذا الجزء من البحث سيتم عرض المنهج العلمي المتبع لإجراء الدراسة التطبيقية, وعينة البحث تحديداً متغيرات وفروض البحث, بالإضافة إلي الأسلوب الإحصائي المستخدم في التحليل, وذلك على النحو التالي:

3-1 منهج البحث.

بما أن البحث يهدف الي اختبار العلاقة بين محددات الهيكل المالي وتشكيلة الهيكل المالي باستخدام بيانات كمية (النسب المالية المستخدمة في قياس المتغيرات المستقلة والتابعة). و اعتماده على اختبار فروض علمية مشتقة من نظريتين نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل, بالإضافة إلي اعتماده على حجم عينة مناسب من عدة دول تختلف من حيث درجة التطور الاقتصادي. وعدم قدرة الباحث على التأثير في متغيرات الدراسة. فان المنهج العلمي الذي يتماشى مع هذا البحث هو المنهج الاستنتاجي او الاستنباطي (Deduction).

3-2 عينة البحث.

تتكون عينة البحث من 60 شركة موزعة على 6 دولة, منها دولتان عربيتان وهي (السعودية ومصر) 3 دول متقدمة وهي (المانيا, الولايات المتحدة, واليابان), دولة نامية و متحولة اقتصاديا وهي الصين. و قد تم اختيار 10 شركات من كل دولة من الدول الست السابقة الذكر. مع العلم بانه تم استبعاد الشركات المالية والمتمثلة في المصارف, و شركات التأمين و صناديق الاستثمار من عينة الدراسة نظرا لاختلاف طبيعة نشاطها وارتفاع درجة الرافعة المالية لديها.

اما فيما يتعلق بالفترة الزمنية فهي تغطية مدة 5 سنوات ممتدة من يناير 2005 إلي ديسمبر 2009 وهي فترة تعد كافية لإجراء التحليل الإحصائي (27). قد تم الحصول على بيانات الدراسة من القوائم المالية

للشركات عينة الدراسة عن طريق قاعدة البيانات (Osiris)(Database) والتي تتضمن القوائم المالية لشركات من مختلف أنحاء العالم.

3-3 متغيرات البحث والفروض المرتبطة بها.

في هذه الدراسة سيتم اختبار العلاقة ما بين تركيبة الهيكل المالي (الرافعة المالية) والتي تعتبر المتغير التابع والمقاس بنسبة مجموع الديون/ مجموع الاصول, واربعة متغيرات مستقلة أجمعت عليها أغلب الدراسات السابقة على انها من اهم محددات الهيكل المالي وهذه المتغيرات هي: هيكل او تركيبة الأصول ويتم قياسها من خلال نسبة الاصول الثابتة/ مجموع الاصول. الحجم ويتم قياسه عن طريق حساب من اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات. الربحية ويتم قياسها عن طريقة معدل العائد على الاستثمار والذي يساوي صافي الربح قبل الفوائد والضرائب/ مجموع الاصول. النمو ويتم احتسابه عن طريق نسبة التغير في مجموع الاصول.

اما فيما يتعلق بالفروض أي طبيعة العلاقة ما بين المتغير التابع والمتغيرات الأربعة المستقلة فهي تختلف ما بين نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل وذلك على النحو التالي:

- **هيكل الأصول (Asset Structure)**, من المعروف بأن الشركة التي تكون لديها نسبة عالية من الاصول الثابتة في هيكل اصولها تكون اكثر جاذبية للدائنين, وذلك من حيث استخدام تلك الاصول كضمان في حالة عدم قدرة الشركة على سداد ديونها, وعليه طبقا لنظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل.

توجد علاقة طردية ما بين الهيكل المالي وهيكل الأصول (نسبة الأصول الثابتة/ مجموع الأصول).

- **الحجم (Size)**, تشير أغلب نتائج الدراسات التطبيقية الي وجود علاقة ما بين حجم الشركة والهيكل المالي, غير ان طبيعة العلاقة ما بين الحجم و الهيكل المالي تختلف حسب نظرية العلاقة التوازنية و نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل.

طبقا لنظرية العلاقة التوازنية الشركات كبيرة الحجم تتميز بانخفاض تكاليف الاصدار المرتبطة بالاقتراض والسبب في ذلك يرجع الياقتصاديات كبر الحجم عند اصدارها لسندات طويلة الأجل, كما تتميز بانخفاض درجة تعرضها لمخاطر الافلاس, الامر الذي يدفعها الي الاعتماد على الاقتراض بشكل أكبر من الاعتماد على راس المال للتمويل. بناء على ذلك تفترض نظرية العلاقة التوازنية التالي.

توجد علاقة طردية ما بين الهيكل المالي وحجم الشركة.

على العكس من ذلك وحسب نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل الشركات كبيرة الحجم تقوم بالإفصاح عن المعلومات بشكل اكبر من الشركات صغيرة الحجم مما يشجع المستثمرين على شراء اسهمها, الامر الذي يؤدي الي انخفاض تكاليف اصدار الاسهم و بالتالي الاعتماد عليها بشكل اساسي كمصدر من مصادر التمويل. بمعنى اخر الاعتماد على الاسهم بدلا من السندات في التمويل مما يعني انخفاض درجة الاعتماد على الاقتراض كمصدر اساسي للتمويل. وبناءا على ذلك تفترض نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل الفرضية التالية وهي.

توجد علاقة عكسية ما بين الهيكل المالي وحجم الشركة.

- النمو (Growth), يعد عامل النمو من المحددات الاساسية لاختيار تركيبة الهيكل المالي, غير ان طبيعة العلاقة بين النمو والهيكل المالي تختلف حسب كل من نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل.

طبقا لنظرية العلاقة التوازنية الشركات التي تتميز بمستوى عال من النمو تحتاج الي تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة مما يعني طلب المزيد من القروض التي يترتب عليها ارتفاع تكلفة الاقتراض والتي بدورها تؤدي الى ارتفاع التكلفة الكلية للأموال. بهدف تخفيف تلك التكلفة تتجه الشركات التي تنتم بمستوى عال من النموالي الاعتماد على الأموال المملوكة لتمويل الفرص الاستثمارية بدلا من الاعتماد على الاموال المقترضة. وعليه و طبقا لنظرية العلاقة التوازنية.

توجد علاقة عكسية ما بين الهيكل المالي و معدل النمو.

وعلى النقيض من ذلك وحسب نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل الشركات ذات مستوى النمو العالي تحتاج الي تمويل اضافي لا يمكن تغطيته عن طريق الأموال المملوكة, مما يعني الاعتماد على الاموال المقترضة لتمويل الفرص الاستثمارية الامر الذي يترتب عليه ارتفاع درجة الرفع المالي. وعليه و طبقا لنظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل.

توجد علاقة طردية ما بين الهيكل المالي و معدل النمو.

- الربحية (Profitability), تعد الربحية من أهم المحددات المؤثرة على قرار اختيار الهيكل المالي غير ان طبيعة العلاقة ما بين الربحية والهيكل المالي تختلف حسب نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل.

طبقا لنظرية العلاقة التوازنية تميل الشركات التي تتميز بارتفاع معدل الربحية الي الاعتماد على القروض لتمويل استثماراتها والسبب وراء ذلك هو خضوعها لمعدلات ضريبية عالية, ولتخفيف من العبء الضريبي تلجأ إلى استخدام القروض حيث تعبر الفوائد على تلك القروض , من ضمن المصروفات الخاضعة للضريبة ومن ثم تسهم في تخفيف العبء الضريبي المفروض عليها. وعليه و طبقا لنظرية العلاقة التوازنية.

توجد علاقة طردية ما بين الهيكل المالي و الربحية.

على العكس من ذلك, وطبقا لنظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل تميل الشركات التي تتميز بارتفاع معدل الربحية إلى استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها بدلا من الاعتماد على الاقتراض, وبذلك تقترض النظرية العلاقة التالية ما بين الربحية والهيكل المالي.

توجد علاقة عكسية ما بين الهيكل المالي والربحية.

3-4 الاساليب الاحصائية المستخدمة في التحليل.

الاساليب الاحصائية المستخدمة في تحليل بيانات البحث هي ثلاثة أساليب: التحليل الوصفي للبيانات, تحليل الارتباط للمتغيرات المستقلة, واسلوب تحليل الانحدار المتعدد ويتم إجراؤها على ثلاث خطوات وذلك على النحو التالي:

الخطوة الاولى لأجراء عملية التحليل تتمثل في اخضاع بيانات البحث للتحليل الوصفي (Descriptive Analysis) بهدف معرفة طبيعة واتجاه البيانات محل الدراسة , واجراء المقارنات لمتغيرات الدارسة ما بين مجموعة الدولة عينة الدراسة. حيث يتضمن التحليل الوصفي حساب كل من المتوسط الحسابي , المدى و الانحراف المعياري.

الخطوة الثانية وهي إجراء عملية تحليل لمعاملات الارتباط (Correlation Analysis) بهدف التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط ما بين المتغيرات المستقلة للدراسة والتي تؤثر على دقة نتائج تحليل الانحدار.

الخطوة الثالثة والأخيرة من عملية التحليل تتمثل في إجراء تحليل الانحدار. يعد أسلوب تحليل الانحدار المتعدد الأسلوب المستخدم لاختبار محددات اختيار الهيكل المالي, حيث اغلب الدراسات السابقة التي اختبرت محددات اختيار الهيكل المالي استخدمت ذلك الأسلوب. السبب وراء ذلك يرجع الي قدرة النموذج على اختبار العلاقة بين متغير تابع (الهيكل المالي) وعدد من المتغيرات المستقلة (محددات الهيكل

المالي) في معادلة واحدة. هذا توجد ثلاثة انواع من تحليل الانحدار المتعدد وهي: اسلوب الانحدار المتعدد للسلاسل الزمنية, وهو عبار عن تحليل البيانات لمفردة واحدة (فرد, شركة, دولة) خلال فترة زمنية تمتد لفترات عدة (أيام, أسابيع, أشهر, سنوات). أما النوع الثاني فهو التحليل القطاعي وهو عبارة عن تحليل البيانات لعدد من المفردات, ولفترة زمنية محددة (أسبوع واحد, شهر واحد, سنة واحدة). اما النوع الثالث والمستخدم في هذه الدراسة فهو تحليل الانحدار المشترك هو يجمع ما بين النوع الأول والثاني, من مزاياه التغلب على مشكلة صغر حجم العينة, ومشكلة قصر الفترة الزمنية, الحصول تقديرات دقيقة ونتائج افضل, زيادة درجات الحرية ومن ثم زيادة القدرة التفسيرية للنموذج.

وتأخذ معادلة نموذج الانحدار المشترك المتعدد الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + u_{it}$$

Y = المتغير التابع الهيكل المالي.

α = قيمة المقدار الثابت.

X_1 = هيكل الاصول.

X_2 = حجم الشركة.

X_3 = النمو.

X_4 = الربحية.

β = معاملات المتغيرات المستقلة (بيتا).

μ = قيمة الخطأ العشوائي.

i = الشركة.

t = الفترة الزمنية.

4- نتائج الدراسة التطبيقية.

في هذا القسم سيتم مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية, وذلك من حيث عرض نتائج الإحصاءات الوصفية ونتائج اختبار الفروض الأربعة وذلك على النحو التالي:

4-1 نتائج تحليل الاحصاءات الوصفية.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (1) يتضح بأن الشركات الأمريكية تعتمد بشكل كبير على الاقتراض في تمويل أنشطتها, التشغيلية والاستثمارية, حيث بلغت نسبة متوسط الاقتراض لديها

(71.16%)، في حين بلغت نسبة متوسط الاقتراض لدى الشركات اليابانية والالمانية والصينية (63%)، بينما تأتي الدول العربية (السعودية ومصر) في المرتبة الأخيرة من حيث درجة الاعتماد على الاقتراض في تمويل أنشطتها، حيث بلغت نسبة الاقتراض فيها (37.76%).

تعكس النتائج السابقة درجة تطور أسواق المال في تلك الدول وتأثير ذلك على سهولة الحصول على القروض اللازمة. أسواق المال الأمريكية تعد من أكثر الأسواق تطوراً، الأمر الذي ترتب عليه سهولة حصول الشركات الأمريكية على القروض اللازمة، ومن ثم ارتفاع نسبة الاقتراض لديها. في المقابل يعكس انخفاض نسبة الاقتراض لدى الشركات العربية صغر حجم أسواق المال لديها، الأمر الذي ترتب عليه عدم قدرة الشركات على الحصول على القروض اللازمة.

أما فيما يتعلق بهيكل تركيبة الأصول فتشير النتائج الموضحة في الجدول رقم (1) بأن الشركات الصينية والسعودية أكثر اعتماداً على الأصول الثابتة الملموسة مقارنة بالشركات الأخرى، حيث بلغت تلك النسبة في المتوسط (44.17%). وتأتي كل من اليابان و مصر

جدول رقم (1) يوضح نتائج التحليل الوصفي					
الولايات المتحدة الأمريكية					
	نسبة الاقتراض (الهيكل المالي)	هيكل الأصول	الحجم	النمو	الربحية
Mean	0.711671	0.320157	6.763554	3477664	0.093647
Maximum	1.137157	0.896087	7.855882	2416622	0.267493
Minimum	0.301942	0.039874	4.325659	20540.00	-0.075035
Std. Dev.	0.189719	0.247791	1.136414	1642337	0.067301
اليابان					
	نسبة الاقتراض (الهيكل المالي)	هيكل الأصول	الحجم	النمو	الربحية
Mean	0.630703	0.377936	8.804237	8.86E+08	0.038897
Maximum	0.866624	0.817715	9.718567	3.74E+09	0.088865
Minimum	0.185339	0.129631	8.181340	1.69E+08	-0.143059
Std. Dev.	0.193116	0.183563	0.41737	9.35E+08	0.04070

المانيا					
	نسبة الاقتراض (الهيكل المالي)	هيكل الاصول ل	الحجم	النمو	الربحية
Mean	0.620760	0.169784	6.52558 0	2023648 2	0.06067 9
Maximum	0.834638	0.659105	7.74832 8	1.02E+08	0.17072 8
Minimum	0.226355	0.030062	5.11866 1	70080.00	- 0.21235 3
Std. Dev.	0.150970	0.158213	0.95303 1	2984232 7	0.06527 2
الصين					
	نسبة الاقتراض (الهيكل المالي)	هيكل الاصول ل	الحجم	النمو	الربحية
Mean	0.639586	0.436179	6.46230 4	4566463.	0.04738 4
Maximum	0.932691	0.874317	6.99319 7	1155699 7	0.14581 8
Minimum	0.163184	0.046800	5.69522 8	979390.0	- 0.08633 4
Std. Dev.	0.186772	0.238761	0.29226 2	2535704.	0.04873 7
السعودية					
	نسبة الاقتراض (الهيكل المالي)	هيكل الاصول ل	الحجم	النمو	الربحية
Mean	0.349071	0.447334	5.40518 1	1565054.	0.08073 4
Maximum	0.648070	1.036713	6.76855 0	1098699 4	0.19987 0
Minimum	0.069105	0.005888	2.35218 3	101641.0	- 0.16340 3
Std. Dev.	0.186816	0.211286	0.93887 8	2044828.	0.07815 7
مصر					
	نسبة الاقتراض (الهيكل المالي)	هيكل الاصول ل	الحجم	النمو	الربحية
Mean	0.406255	0.356640	5.66625 6	1400273.	0.13492 7

Maximum	0.825794	0.775903	6.79670 0	3938506.	0.34734 8
Minimum	0.106836	0.045042	4.52418 8	58941.00	- 0.23455 0
Std. Dev.	0.179355	0.196049	0.70495 0	1302557.	0.11985 3

والولايات المتحدة الأمريكية في المرتبة الثانية من حيث درجة اعتمادها على الأصول الثابتة الملموسة في تركيبة هيكل الأصول بنسبة بلغت في المتوسط (35.16%). بينما تأتي ألمانيا في المرتبة الأخيرة من حيث درجة اعتمادها على الأصول الثابتة الملموسة بنسبة بلغت (17%).

من حيث الحجم تشير نتائج جدول رقم (1) بان الشركات اليابانية اكبر حجماً، من ثم تأتي الشركات الأمريكية، الألمانية، الصينية، المصرية، السعودية على التوالي.

هذا، تشير نتائج جدول رقم (1) بان الشركات اليابانية اعلى نموًا مقارنة بالشركات الدول الأخرى، من ثم تأتي الشركات الألمانية في المرتبة الثانية وتليها الشركات الصينية، الأمريكية. بينما تأتي الشركات السعودية والمصرية في المرتبة الأخيرة من حيث معدلات النمو.

كما يكشف الجدول رقم (1) بان الشركات المصرية اعلى ربحية (14%) من بين الشركات عينة الدراسة، من ثم تأتي الشركات الأمريكية في المرتبة الثانية (9.36%)، السعودية في المرتبة الثالثة (8%)، الألمانية في المرتبة الرابعة (6%)، الصينية في المرتبة الخامسة (4.7%)، والشركات اليابانية في المرتبة السادسة والأخيرة من حيث معدلات الربحية (3.8%).

اجماليًا، يمكن القول بان الشركات صغيرة الحجم والتي تعد أكثر مخاطرًا كما هو الحال بالنسبة للشركات المصرية تحقق معدلات عائد اعلى، والشركات كبيرة الحجم والتي تعد اقل مخاطر كما هو الحال بالنسبة للشركات الألمانية تحقق معدلات عائد أقل، وهو ما يتفق مع مبدأ العلاقة التعويضية ما بين المخاطر والعائد. ان الشركات التي تعتمد الاقتراض بشكل كبير والتي تعد أكثر مخاطر كما هو الحال مع الشركات الأمريكية تحقق معدلات عائد اكبر.

اما فيما يتعلق بقدرة المتغيرات المستقلة الأربعة- هيكل الأصول، الحجم، النمو، والربحية- على تفسير نمط السلوك التمويلي للشركات عينة الدراسة، وذلك حسب نظرية العلاقة التوازنية، ونظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل سيتم عرضها في الجزء التالي من تحليل نتائج الدراسة التطبيقية.

2.4 نتائج تحليل الارتباط.

تشير نتائج تحليل الارتباط ما بين المتغيرات المستقلة في الجدول رقم (2) إلي إن اقوي علاقة ارتباط موجودة ما بين متغير الحجم ومتغير النمو. بالنسبة للشركات الأمريكية بلغت قوة العلاقة (0.6708), بالنسبة للشركات اليابانية (0.8812), بالنسبة للشركات الألمانية (0.7581), بالنسبة للشركات السعودية (0.5293), بالنسبة للشركات المصرية (0.8286).

كما تشير نتائج تحليل الارتباط إلي وجود علاقة ارتباط قوية ما بين متغير الحجم ومتغير الربحية بالنسبة للشركات الأمريكية (-0.6049), كذلك بالنسبة للشركات السعودية (0.7597), الشركات المصرية (0.6876). كما تشير نتائج تحليل الارتباط إلي وجود علاقة ارتباط قوية ما بين متغير هيكل الأصول ومتغير الحجم (0.6484), أيضا علاقة قوية ما بين متغير النمو ومتغير الربحية (0.7795) بالنسبة للشركات المصرية.

من خلال ما تقدم يمكن القول بأن أكثر المتغيرات المستقلة ارتباطا بالمتغيرات المستقلة الأخرى هو متغير الحجم, وان مشكلة ارتباط ما بين المتغيرات المستقلة هي موجودة بالنسبة للشركات المصرية.

3.4 نتائج تحليل الانحدار المشترك.

في هذا القسم سيتم تفسير نتائج تحليل الانحدار المشترك حسب نظرية العلاقة التوازنية و نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل , و ذلك على النحو التالي.

حسب نتائج جدول رقم (3) توجد علاقة موجبة وذات دلالة احصائية عند مستوي معنوية 1% بين الهيكل المالي وهيكل الأصول بالنسبة للشركات الامريكية, وعند مستوي 10% بالنسبة للشركات اليابانية والسعودية , وهي نتائج متطابقة مع افتراضات كل من نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل. أما فيما يخص الشركات الألمانية, والصينية, والمصرية تشير نتائج جدول رقم (3) الي وجود علاقة عكسية ما بين الهيكل المالي وهيكل الاصول عند مستوي معنوية 1% وهو ما يعتبر عكس توقعات كل من افتراضات النظريتين.

اما فيما يتعلق بمتغير الحجم فتشير نتائج جدول رقم (3) الي وجود علاقة طردية بين حجم الشركة وهيكلها المالي لجميع الدول عينة الدراسة, ولكن غير ذات دلالة احصائية بالنسبة للشركات الامريكية, وذات دلالة احصائية عند مستوي 10% بالنسبة للشركات اليابانية, 1% بالنسبة للشركات الالمانية والسعودية والمصرية, وعند مستوي 5% بالنسبة للشركات الصينية. هذه النتائج منسجمة مع توقعات نظرية العلاقة التوازنية, وغير متطابقة مع افتراضات نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل.

اما فيما يخص المتغير الثالث من متغيرات نموذج العوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي و هو النمو. فتشير نتائج جدول رقم(3) إلي وجود علاقة عكسية بين متغير النمو والهيكل المالي بالنسبة لجميع الدول عينة الدراسة , وهذه العلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوي 1% بالنسبة للشركات الأمريكية, والمصرية, وذات دلالة إحصائية عند مستوي 10% بالنسبة للشركات الصينية وغير ذات دلالة إحصائية بالنسبة للشركات اليابانية والالمانية والسعودية. هذه النتائج تعد متطابقة مع توقعات نظرية العلاقة التوازنية , وغير متطابقة مع توقعات نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل.

اما فيما يتعلق بالمتغير الرابع والاخير وهو الربحية فتشير نتائج جدول رقم (3) الي وجود علاقة عكسية ما بين الربحية والهيكل المالي بالنسبة للشركات الامريكية والصينية والسعودية عند مستوي 1% , وعند مستوي 5% بالنسبة للشركات اليابانية, وغير ذات دلالة احصائية بالنسبة للشركات المصرية, وهذه النتائج تعد متطابقة مع توقعات نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل. اما فيما يتعلق بالشركات الالمانية فتشير نتائج جدول رقم (3) الي وجود علاقة طردية غير ذات دلالة احصائية ما بين الربحية و الهيكل المالي.

اجمالا, يمكن القول بأن نظرية العلاقة التوازنية من خلال متغير الحجم والنمو وهيكل الاصول تقدم تفسيراً أكثر للعوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي بالمقارنة مع نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل. في المقابل نجد بان نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل تفسر العوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي من خلال متغير هيكل الاصول والربحية.

كما يمكن القول من خلال نتائج جدول رقم (3) بأن نتائج أكثر الدول تماشيا مع توقعات نظرية العلاقة التوازنية , ونظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل هي الولايات المتحدة الامريكية, اليابان, السعودية من تم الصين , و مصر, و اخيرا , المانيا.

هذا وتشير العلاقة العكسية ما بين هيكل الأصول و الهيكل المالي وهي عكس توقعات نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل بالنسبة للشركات الالمانية و الصينية و المصرية الي اعتماد تلك الشركات على التمويل عن طريق حقوق الملكية بالرغم من امتلاكها نسبة عالية من الاستثمار في الاصول الثابتة.

هذا كما تشير نتائج جدول رقم(3) بأن أكثر المتغيرات تفسيراً لمحددة اختيار الهيكل المالي حسب نظرية العلاقة التوازنية هو الحجم, و حسب نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل هو الربحية.

5- النتائج و التوصيات.

1-5 النتائج

من خلال نتائج الدراسة التطبيقية يمكن عرض اهم النتائج التي توصلت لها هذه الدراسة و ذلك على النحو التالي:-

1-النظريتين العلاقة التوازنية وتسلسل أفضلية مصادر التمويل لم تقدما تفسيراً كاملاً للمتغيرات المحددة لاختيار الهيكل المالي بالنسبة لعينة الشركات من الدول الست.

2-متغير الحجم والنمو يعدان من المتغيرات المؤثرة على قرار اختيار الهيكل المالي حسب نظرية العلاقة التوازنية، بينما متغير الربحية يعد من اهم العوامل المؤثرة على قرار اختيار الهيكل المالي حسب نظرية تسلسل افضلية مصادر التمويل.

3- تنبؤات النظريتين منسجمة مع نتائج الولايات المتحدة و اليابان و السعودية.

2-5 التوصيات

من خلال النتائج السابقة توصي الدراسة بالتالي:

1- اضافة متغيرات مستقلة اخري غير المتغيرات الاربعة السابقة مثل متغير السيولة، الوفورات الضريبية، المخاطر التشغيلية. او متغيرات اخري غير مرتبطة بخصائص الشركة ولكن مرتبطة بخصائص الاقتصاد الكلي مثل التضخم، اسعار الفائدة، وعرض النقود.

2- زيادة حجم عينة الشركات والدول لإعطاء مزيد من المصدقية على نتائج تحليل الدراسة التطبيقية.

3-دراسة مدي تأثير هيكل الملكية ونظام الحوكمة على قرار اختيار هيكل المالي.

4- استخدام التحليل الكيفي والذي يعتمد على استخدام اسلوب الاستبيان، بالإضافة الي الاسلوب الكمي لدراسة ومعرفة اهم المتغيرات والنظريات المفسرة لقرارات اختيار الهيكل المالي.

3-5 مقترحات لبحوث مستقبلية.

تتضمن المقترحات لبحوث المستقبلية الاقتراحات التالية:

1- دراسة تأثير القرارات الاستثمارية على القرارات التمويلية.

2- دراسة العلاقة ما بين الهيكل المالي للشركات وعوائد اسهمها.

3- دراسة محددات اختيار الهيكل المالي للشركات الليبية.

جدول رقم (2) يوضح نتائج تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة				
الولايات المتحدة الأمريكية				
	هيكل الأصول	الحجم	النمو	الربحية
هيكل الأصول	1.000	-	-	-
الحجم	-0.3501	1.000	-	-
النمو	-0.1138	0.6708	1.000	-
الربحية	-0.1549	-0.6049	-0.3585	1.000
اليابان				
	هيكل الأصول	الحجم	النمو	الربحية
هيكل الأصول	1.000	-	-	-
الحجم	0.3363	1.000	-	-
النمو	0.2199	0.8812	1.000	-
الربحية	-0.0912	-0.1669	-0.0419	1.000
ألمانيا				
	هيكل الأصول	الحجم	النمو	الربحية
هيكل الأصول	1.000	-	-	-
الحجم	0.5006	1.000	-	-
النمو	0.3445	0.7581	1.000	-
الربحية	0.3123	0.2959	0.0266	1.000
الصين				
	هيكل الأصول	الحجم	النمو	الربحية
هيكل الأصول	1.000	-	-	-
الحجم	-0.2208	1.000	-	-
النمو	0.1675	0.2285	1.000	-
الربحية	0.0783	0.0557	0.0170	1.000
السعودية				
	هيكل الأصول	الحجم	النمو	الربحية
هيكل الأصول	1.000	-	-	-
الحجم	0.0410	1.000	-	-
النمو	0.2208	0.5293	1.000	-
الربحية	-0.2418	0.7597	0.3120	1.000
مصر				
	هيكل الأصول	الحجم	النمو	الربحية
هيكل الأصول	1.000	-	-	-
الحجم	0.6484	1.000	-	-
النمو	0.4230	0.8286	1.000	-
الربحية	0.2400	0.6876	0.7795	1.000

جدول رقم(3) يوضح نتائج تحليل الانحدار المشترك					
الولايات المتحدة الامريكية					
	α	هيكل الاصول	الحجم	النمو	الربحية
β	0.4826	0.3539	0.0491	0.0000	1.3018-
T-test	*1.86	***3.50	1.46	***-2.49	***-3.05
R^2	0.55				
F-test	14.07				
اليابان					
	α	هيكل الاصول	الحجم	النمو	الربحية
β	-1.3422	0.2427	0.2237	0.0000	-1.2191
T-test	-1.21	*1.73	*1.70	-0.82	** -2.00
R^2	0.31				
F-test	5.10				
المانيا					
	α	هيكل الاصول	الحجم	النمو	الربحية
β	0.1643-	0.3995-	0.1315	0.0000	0.0281
T-test	0.93-	***-3.23	***4.27	-0.39	0.10
R^2	0.45				
F-test	9046				
الصين					
	α	هيكل الاصول	الحجم	النمو	الربحية
β	-0.0054	-0.2518	0.1426	0.0000	-2.1196
T-test	-0.01	***-3.04	**2.08	-*1.86	***-5.49
R^2	0.54				
F-test	13.66				
السعودية					
	α	هيكل الاصول	الحجم	النمو	الربحية
β	-0.5419	0.1994	0.1712	0.0000	-1.3444
T-test	-2.79***	*1.73	4.12***	-0.71	***-2.89
R^2	0.36				
F-test	6.31				
مصر					
	α	هيكل الاصول	الحجم	النمو	الربحية
β	-1.1589	-0.5787	0.3551	0.0000	-0.3032
T-test	***-3.94	-4.12***	***5.65	***-4.58	-1.12
R^2	0.47				
F-test	10.21				

*** دات دلالة احصائية عند مستوي 1%. ** دات دلالة احصائية عند مستوي 5%. * دات دلالة احصائية عند مستوي

.%10

المراجع

1. **Modiglianr, F.F and Mille, M.H.** The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment', . *American Economic Review*. 48, 1958, 3, pp. 261–297.
2. **Song, Han-Suck.** Capital Structure Determinants An Empirical Study of Swedish Companies. *Electronic Working Paper Series*. 25, 2005, pp. 1-20.
3. **Mayer, Colin and Sussman, Oren.** A New Test of Capital Structure Theory. *Working Paper*. 2002, pp. 1-39.
4. **Huang, Guihai and Song, Frank.** The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*. 2006, Vol. 17, pp. 14-36.
5. **Zou, Hong and Xiao, Jason Zezhong.** The financing behaviour of listed Chinese firms. *The British Accounting Review*. 38, 2006, pp. 239–258.
6. **Brounen, Dirk, Jong, Abe de and Koedijk, Kees.** Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*. 30, 2006, pp. 1409–1442.
7. **Myers, Stewart C.** Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*. 15, 2001, 2, pp. 81-102.
8. **Brealey, Richard, Myers, Stewart and Marcus, Alan.** *Fundamentals of Corporate Finance* . New York : The McGaw-Hill, 2007. Vol. Fifth Edition.
9. **Graham, John R and Harvey, Campbell R.** The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*. 60, 2001, 2-3, pp. 187–243.
10. **Fan, Dennis K.K and So, Raymond W.** What managers think of capital structure: the evidence from Hong Kong. *Journal of Asian Economics*. 15, 2004, pp. 817-830.
11. **Beattie, Vivien, Goodacre, Alan and Thomson, Sarah Jane.** Corporate Financing Decisions: UK Survey Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*. 33, 2006, 9-10, pp. 1402–1434.

12. **Marsh, Paul.** The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*. XXXVII, 1982, 1, pp. 121-144.
13. **Titman, Sheridan and Wessels, Roberto.** The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. 43, 1988, 1, pp. 1-19.
14. **Sunder, Lakshmi Shyam and Myers, Stewart.** Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*. 51, 1999, pp. 219-244.
15. **Franka, Murray and Goyalb, Vidhan.** Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. 67, 2003, pp. 217-248.
16. **Strebulaev, Ilya.** Do tests of capital structure theory mean what they say? *The journal of finance*. LXII, 2007, 4, pp. 1747-1787.
17. **Rajan, Raghuram and Zingales, Luigi.** What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*. 50, 1995, 5, pp. 1421–1460.
18. **Booth, Laurence, et al., et al.** Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*. 56, 2001, 1, pp. 87–130.
19. **Deesomsak, Rataporn, Paudyal, Krishna and Pescetto, Gioia.** The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of multinational financial management*. 14, 2004, pp. 387-405.
20. **Jong, Abe de, Kabir, Rezaul and Nguyen, Thuy Thu.** Capital structure around the world: the roles of firm and country-specific determinants. *Journal of banking and finance*. 32, 2008, pp. 1954-1969.
21. **Margaritis, Dimitris and Psillaki, Maria.** Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*. 2010, pp. 621–632.
22. **Chen, Jean.** Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*. 57, 2004, pp. 1341– 1351.
23. **Udomsirikul, Prasit, Jamreornvong, Seksak and Jiraporn, Pornsit.** Liquidity and Capital Structure: The Case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*. 2011, pp. 1-27.

24. علاء محمد شكري عبدالحميد. دراسة محددات الهيكل المالي لشركات الاعمال باستخدام نموذج كمي بالتطبيق على الشركات الصناعية العامة المصرية. *المجلة العربية للإدارة*. 32، 2012، 2، الصفحات 61-90.

25. قيس اديب الكيلاني. العلاقة بين تركيبة الملكية و تركيبة راس المال في الشركات الصناعية الاردنية: دراسة تطبيقية للفترة 2004-2008. *المجلة العربية للإدارة*. 32، 2012، 2، الصفحات 45-58.

26. **Seifert, Bruce and Gonenc, Halit.** The international evidence on the pecking order hypothesis. *Journal of multinational financial management*. 18, 2008, pp. 244-260.

27. **Daniel, Wayne W and Terrell, James C.** *Business Statistics for Management and Economics*. Boston : Houghton Mifflin, 1995.