

اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السّوق المالية السّعودية (2003م-2007م)

حمزة الزبيدي وحسين سلامة

أستاذ - أستاذ مساعد - قسم العلوم المالية والمصرفية

كلية العلوم المالية والمصرفية - الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية

dr_hamzaalzubaidi@yahoo.com, HSalameh@aabfs.org

(قدم للنشر في 1431/8/16هـ وقبل للنشر في 1431/12/17هـ)

المستخلص. تناول البحث بالدراسة والتّحليل اختبار أثر مجموعه من العوامل المحددة لهيكل رأس المال في الشركات المساهمة المدرجة في السّوق المالية السّعودية، ولتحقيق أهداف هذا البحث أتبع الباحثان المنهج التّحليلي وفق نموذج اعتمد المتغيرات المالية التّالية: (الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة، الرّبحية، السيولة، الرّكاة) وهيكل رأس المال ممثلاً بالرّفْع المالي مقاساً بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

تكونت عينة الدّراسة من (64) أربع وستين شركة مساهمة، توفرت عنها البيانات المتماثلة من مجموع (92) اثنتين وتسعين شركة مساهمة، تكون محفظة السّوق المالي السّعودي وللفترة (2003-2007م)، وقد مثلت هذه الشركات ثلاثة عشر قطاعاً مختلفاً، وبذلك توفر أمام الباحثين (320) ثلاثمائة وعشرين مشاهدة رقمية - لغرض التّحليل والاستنتاج - تم ترتيبها في لوحة البيانات (Panel Data).

وعلى ضوء هذه الدراسة توصل الباحثان إلى جملة من الاستنتاجات من أهمها:

1. تأثير بعض العوامل مثل: (الأصول الملموسة والحجم والرّبحية) على هيكل رأس المال مقاساً بالرّفع المالي في الشّركات المساهمة السّعودية.
2. تأثير متغيرات النّمودج مجتمعه في صياغة هيكل رأس المال وتفسر ما نسبته (24%).
3. ضعف الاتجاه لدى الإدارات في الشّركات المساهمة السّعودية نحو الاعتماد على الرّفع المالي لأسباب متعددة.

1- الإطار العام للبحث

مقدمة

بعد أن قدما رائدا الفكر المالي المعاصر مودكلياني وميلر (Modigliani & Merton) (Franco Miller) نظريتهم الفلسفية عام 1958؛ الخاصة بالعلاقة بين كلفة رأس المال وتمويل الشّركة ونظرية الاستثمار * (Cost of Capital , Corporation Finance and Theory of Investment) ، دخل الفكر المالي في جدل ونزاع علمي ما زال موجودا بين المنظرين الماليين، حيث تحول هذا الاتجاه النظري للفكر المالي إلى عدد من التيارات، تيار مؤيد لتلك الأفكار وبقوة ، وتيارٌ يرفض تلك الأفكار، وشكل العلاقة بين المتغيرات التي تؤثر في قيمة الشّركة، وتيار ثالث ناقش الموضوع من وجهة نظر الهدف الاستراتيجي لشركة الأعمال، والمتمثل بتعظيم القيمة السّوقية للشّركة ونوع العوامل والمحددات التي تؤثر في ذلك.

ومن ضمن الموضوعات التي كثر الجدل والنزاع العلمي فيها- وما زال- هي الطّريقة التي يتحدد بها هيكل رأس المال في الشّركة المؤدي إلى زيادة القيمة السّوقية (Market Value) لها. مع اقتناع جميع التيارات من أن الدّين (Debt) كمحدد في هيكل رأس المال يزيد من قيمة الشّركة السّوقية بمقدار الوفر الضّرربي (Tax Shield)، يقابله مضاد متمثل بالتّعثر المالي (Insolvency) النّاشئ عن ذلك

الدَّين، ولذلك فإن المنطق المالي المعاصر يؤكد ضرورة إحلال نوع من التَّوازن والمبادلة (Trade off) بين الوفر الضَّرْبِي، والتَّعثر المالي المتوقع عند تحديد هيكل رأس المال (Ross, et. al, 2008, p. 440).

لقد وجدت الكثير من الدَّرَاسات التي اعتمدت النَّمَاذج الكمية؛ من أجل الوصول إلى تحديد دقيق وأمثلة لهيكل رأس المال في شركات الأعمال، وبالشكل الذي يعظم من قيمة الشَّرْكة، ومنها النَّمُوذج الذي قدمه كل من (Jones, A., Kabir, R., Nguyen, I.) عام (2007م)، والذي حدد شكل المتغيرات التي لها علاقة تمييزية وبالغة التَّأثير على الرَّفْع المالي في الشَّرْكة، وأيضاً حدد هيكل رأس المال فيها. وقد تم حصر العوامل في هذا النَّمُوذج بمجموعه من عوامل التَّحليل الجزئي للشَّرْكة: (كالأصول الملموسة و المخاطرة والحجم والرَّبحية والسَّيولة والضَّرْبِيَّة).

1-2 مشكلة البحث

تشير المراجع العلمية المتخصصة في الدَّرَاسات المالية إلى أنَّ هيكل رأس المال وتحديد ومقداره في الشَّرْكات يتأثر بمجموعة من العوامل تختلف درجة تأثيرها من شركة إلى أخرى، ومن وقت إلى آخر، ومن قطاع إلى آخر، ومن بلد إلى آخر. وهذه المجموعة من العوامل تأثيراتها متباينة على مقدار ومكونات هيكل رأس المال؛ الذي تعمل في ظله هذه الشَّرْكات رغم تباين درجة تأثيرها.

ووفقاً لتلك المشاهدات التَّحليلية من قبل الباحثين - كيفية تحديد رأس المال في الشَّرْكات المساهمة السَّعودية- توصلنا إلى أن هناك نوعاً من القصور، وعدم الاهتمام للإدارة المالية في هذه الشَّرْكات لكيفية تحديد هيكل رأس المال ومقداره، ونوع العوامل التي تؤثر فيه؛ مما جعل عملية تحديد هيكل رأس المال تدخل في اعتبارات إدارية محدودة، وربما لاعتبارات شخصية من قبل مدراء الشَّرْكات.

* Modigliani & Miller, The cost of capital, Corporation Finance and Theory of Investment, The American Economic Review, Volume 3.

وعلى ضوء هذه المشكلة فقد حدد الباحثان مضمون بحثهم من خلال حصر مشكلة البحث في الأسئلة التالية:

1. ما هي العوامل التي لها أثر ذو دلالة إحصائية على الرّفْع المالي وتحديد هيكل رأس المال في الشَّرَكَات المساهمة في المملكة العربية السَّعودية على المستوى الجزئي (العوامل الخاصة بالشَّرْكة) ؟

2. هل تهتم الإدارة المالية في الشَّرَكَات المساهمة السَّعودية بالتمويل بالدين من حيث أهميته وانخفاض كلفته ؟

3. هل تستطيع الإدارة المالية في الشَّرَكَات السَّعودية إدراك مجموعة العوامل التي تحدد هيكل رأس المال الأمثل لديها والذي يضمن مزيجاً من عناصر التمويل المختلفة (الملكية والديون)؟

4. هل التَّمُودج الذي اعتمده الباحثان لتحديد هيكل رأس المال قابل للتطبيق في الشَّرَكَات المساهمة السَّعودية؟

1-3 أهداف الدراسة

في ضوء مشكلة البحث وطبيعة الأسئلة الخاصة بذلك فقد حددا الباحثان أهداف دراستهم فيما يلي:

1. حصر مجموعة العوامل التي لها الأثر الواضح والمباشر في تحديد هيكل رأس المال في الشَّرَكَات المساهمة السَّعودية، إضافةً إلى التَّعرف على أسس وقواعد تحديد هيكل رأس المال في هذه الشَّرَكَات.

2. إعطاء تصور كامل وشامل لإدارة الشَّرَكَات لأهمية التمويل بالدين، وتحديد أكثر العوامل تأثيراً مباشراً على نسبة الرّفْع المالي لهيكل رأس المال في الشَّرَكَات المساهمة السَّعودية.

3. إمكانية تطبيق نموذج له فاعليته في حصر العوامل المحددة لهيكل رأس المال وتأثيرها على نسبة الرّفْع المالي.

1-4 أهمية الدّراسة

تبرز أهمية هذه الدّراسة - وفق منهجية التّحليل الذي اعتمده الباحثان - أنها تناولت أثر بعض العوامل الذاتية للشّركة وانعكاس هذا التّأثير على هيكل رأس المال الذي حدّدته إدارة الشّركة، بالإضافة إلى تحديد قدرة إدارة الشّركات المساهمة السّعودية في تطبيق هذه القواعد العلمية المتعارف عليها في الفكر المالي المعاصر، عند تحديد هيكل رأس المال، وتطبيق نسب الرّفْع المالي؛ التي تضمن زيادة واضحة في مستوى ربحية الشّركة.

1-5 الإطار النظري للبحث

ما زال هدف تعظيم قيمة الشّركة يمثل الهاجس الأكثر اهتماماً من قبل الإدارات المالية في الفكر المالي المعاصر، حيث ظهرت الكثير من الموضوعات - في حقل الإدارة المالية - والتي ما زالت تثير ذلك الجدل والنّزاع العلمي حول الكيفية التي من خلالها يمكن تحقيق هذا الهدف الاستراتيجي. ومن تلك الموضوعات، الطّريقة التي يمكن من خلالها إيجاد نوع من التّوازن بين الاعتماد على مصادر التّمويل المقترضة؛ دعماً لمصادر التّمويل المملوكة، وهو ما يعرف - عند المنظرين الماليين - بالرّفْع المالي (Leverage)، فالاعتماد على الدّين يضمن أو يجب عليه أن يضمن جملة مزايا غاية في الأهمية ترغب بها الإدارة المالية، وتسعى إلى تحقيقها، لكن الإفراط في الاعتماد عليه يحمل في طياته مجموعه من المشاكل تجعل من الاعتماد عليه مثار قلق لمتخذي القرارات المالية.

وعلى الرغم من كثرة الدّراسات التي تناولت الموضوع - من قبل المهتمين بالفكر المالي - إلا أنّ العلاقة بين المتغيرات الأساسية لصياغة هيكل رأس المال: (الرّفْع المالي (Leverage) وهيكل التّمويل (Financial Structure) وتكلفة الأموال

المرجحة (WACC Weighted Average Cost of Capital)، والعوامل التي تحدد هيكل رأس المال (مثل الأصول الملموسة والرّبحية والحجم وغيرها من العوامل) وحدود ارتباطهم وتأثيرهم في القيمة السّوقية للشركة، تمثل محاور ما زالت تثير الكثير من الجدل العلمي؛ الذي ساعد في بروز تيارات فكرية ونظريات تفسيرية متعددة تعرض شكل التأثير والعلاقة بين تلك المتغيرات. (الزبيدي ، 2008م).

إنّ موضوع تحديد هيكل رأس المال الأمثل، والعوامل المحددة له والقيمة السّوقية للشركة ما زالت تمثل موضوعا جدليا ومعقدا لدى المهتمين بالفكر المالي، فهو محل خلاف دائم ويتسم بعدم الاتفاق. ومن ضمن ما يجب أن نعرضه تلك الضّجة العلمية التي أثّرت وما زالت منذ أن قدما رائدا المدرسة الحديثة للإدارة المالية (Modigliani & Miller) عام (1958م) النّظرية الخاصة بالعلاقة بين تكلفة رأس المال وتمويل الشركة ونظرية الاستثمار، ما زالت تلك النّظرية يتجاذبها الجدل الفكري بين المهتمين بالفكر المالي، إضافةً إلى ما أثارته بعض النّظريات مثل نظريات (Durand) الخاصة بتحديد هيكل رأس المال، وعُرفت الأولى بنظرية صافي الرّبح (Net Income Theory)، وعرفت الثانية بنظرية صافي ربح العمليات (Net Operating Income Theory)، وكيفية تعاملهم مع الرّفح المالي ومستويات التّغير فيه، وأثر ذلك في القيمة السّوقية للشركة ((Khan & Jain , 1999, p.10.1.2) إضافةً إلى المعالجات التي قدمتها النّظرية التّقليدية (Traditional Theory)، ونظرية التّوازن لهيكل التّمويل (Static Theory of Capital Structure) والتي تُؤكد على إحلال التّوازن بين التّأثيرات الإيجابية للوفر الضّربي (Tax Shield) والذي يتحقق نتيجة الاعتماد على الدّين في عمليات التّمويل، واعتبار فائدة ذلك الدّين مصروف تتحمله قائمة الدّخل، والتّأثير السّلبى لتكلفة الإفلاس (Bankruptcy Cost) والذي ينشأ بسبب زيادة الاعتماد على الدّين (الزبيدي، 2008م، ص 573-576) (Ross, Westerfield Jaffe & Jordan 2001, p.380).

فالقدره التي يجب أن تحققها الإدارة المالية لضمان أعلى قيمة سوقيه لها من خلال محصلة التوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفر الضريبي، وانعكاس ذلك على زيادة القيمة السوقية للشركة، والأثر المضاد السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس وقدرتها بالضغط على القيمة السوقية للشركة وتخفيضها بسبب زيادة المخاطر المالية والتأشئة عن زيادة معدل الخصم (معدل العائد المطلوب) والذي سوف تخصص بموجبه التدفقات النقدية المتوقع دخولها، ضمن نموذج تقييم القيمة السوقية للشركة والمعروف لدى المهتمين بالفكر المالي بنموذج الخصم.

إن تعدد النظريات والتيارات التفسيرية التي اهتمت بصياغة هيكل رأس المال، ومدى ارتباط ذلك الهيكل بالقيمة السوقية للشركة، باعتباره الهدف الاستراتيجي لأي إدارة مالية في الفكر المالي المعاصر وسعت من حزمة العوامل والمحددات؛ التي يجب أن تؤخذ وتعالج وتحلل وتعتمد عند السعي لتحديد نسبة الرّفْع المالي المثلى والتي لها انعكاسها في القيمة السوقية للشركة. لهذا ظهرت الكثير من الدراسات التي ربطت بين الرّفْع المالي - في أي شركة - ومجموعة المحددات التي تؤثر في مستوى ذلك الرّفْع، وبالتالي في صياغة هيكل رأس المال. وفيما يلي استعراض لمجموعة المتغيرات التي تحدد السبب والنتيجة ضمن شكل العلاقة بين الرّفْع المالي والعوامل المؤثرة فيه:

1- الرّفْع المالي (Financial Leverage): حددت مراجع الفكر المالي أنّ الرّفْع المالي هو نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول في الشركة، وتشكل قيمة الديون طويلة الأجل مع حقوق الملكية ما يعرف (بهيكل رأس المال Capital Structure)، وبما أن تكلفة الدين أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة، فإن زيادة الدين بسبب ارتفاع نسب الرّفْع المالي لا بد وأن تؤثر في المعدل الموزون لتكلفة التّمويل الكلية (WACC) ليؤدي بها إلى الانخفاض، ويعرف المهتمين بالفكر المالي شكل العلاقة بين المعدل الموزون لتكلفة التّمويل وقيمة الشركة السوقية

(Jong, Kabir & Nguyen, 2007.)، إنَّ المنطق التَّحليلي يشير على أنَّه كلما زاد الضَّغط على المعدل الموزون لتكلفة التَّمويل الكلية ارتفعت القيمة السَّوقية للشَّركة.

2- الرِّبحية: تفترض فرضية (Pecking order) -التي تحدد ترتيب بدائل التَّمويل- وجود علاقة عكسية بين الرِّبحية والرَّفْع المالي، فكلما زادت الرِّبحية في شركات الأعمال فإنَّ الحاجة إلى الدَّين - من مصادره المختلفة- لا بد وأن تتخفض (Allayannis, 2003, p.2682). وتزداد قوة العلاقة العكسية كلما كَبُر حجم الشَّركة. (Rajan & Zingales , 1995, p.1457). وعلى ضوء ذلك - وعلى المدى القصير- وعند قرار الإدارة المالية بثبات نسبة توزيع الأرباح ومقدار الاستثمارات، فإنَّ علاقة التَّغير في الرِّبحية تكون عكسية مع التَّغير في الرَّفْع المالي بافتراض أنَّ التَّمويل بالدَّين كان الأوسع كمصدر للتمويل.

3- الأصول الملموسة (Tangibility): تعتبر الأصول الملموسة التي تمتلكها الإدارة ضماناً أساسياً لالتزاماتها من الدَّيون؛ وهي بذلك تضمن علاقة موجبة وطرديّة بين ما تملكه الإدارة المالية من هذه الأصول وبين زيادة نسبة الرَّفْع المالي؛ ولذلك فإنَّ زيادة نسبة الأصول الملموسة في قائمة الوضع المالي لأي شركة أعمال تعطي ضماناً للمقرضين في زيادة قروضهم، وذلك من خلال تخفيض تكلفة الوكالة للدَّين (Allayannis, Brown, G., Klapper, L. 2003, p. (Rajan & Zingales, 1995, p.1451),2680)

4- حجم الشَّركة: تؤكد الدَّراسات المالية على وجود علاقة بين حجم الشَّركة والرَّفْع المالي فيها، حيث يعتبر حجم الشَّركة بديل عكسي لاحتمالية الإفلاس؛ فالشَّركات كبيرة الحجم مرجحه لأن تكون بعيدة الاحتمال عن مواجهة العسر المالي والإفلاس؛ لضخامة ما تملكه من أصول. ولهذا يمكن زيادة مقدار الدَّين فيها بسبب ضخامة أصولها، أما الشَّركات ذات الحجم الصغير يتوقع

اعتمادها على الدَّين بنسبة قليلة، بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات فيها (Jong, Kabir & Nguyen, 2007)، مما يعني أنَّ علاقة الحجم تكون موجبة على عرض الدَّين (Rajan & Zingales, 1995, p.1451).

5- مخاطر السَّوق: تشير الدَّرَاسات المالية إلى أنَّ المخاطر (Risks) التي تواجه الإدارات المالية تزداد كلما زادت نسبة الرِّفَع المالي؛ أي زيادة في مقدار الدَّين، مما يزيد من مخاطر التَّعثر لمالي (Insolvency Risk)، ولذلك فإنَّ القرارات المتلى من الإدارة المالية هي العمل على تقليل نسبة الرِّفَع المالي أملا في خفض التَّعثر المالي (Ayesh, 2006)، إضافةً إلى ذلك فإنَّ ما يحصل عليه حملة الدَّين وعموم المقرضين للشَّرْكة من أرباح مستقبلية من العوائد المتوقعة، لا بد وأن يعكس هذا على مقدار صافي القيمة الحالية لتلك العوائد Net Present Value، وانعكاسه على القيمة السَّوقية للشَّرْكة، ولهذا فإنَّ العلاقة بين مخاطر السَّوق والرِّفَع المالي هي علاقة عكسية وسلبية (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt & Maksimovic, 2001, p.100).

6- الضَّرْبِيَّة (Tax): تُفرض الضَّرْبِيَّة على دخل الشَّرْكة بعد خصم فوائد الدَّين، ونتيجة لهذا الإجراء المحاسبي لمعالجة الفائدة - باعتبارها مصروف-؛ فإنها تضمن ما يعرف بالفكر المالي: (الوفر الضَّرْبِي Tax Shield)، وهذا له تأثيره الإيجابي على قيمة الشَّرْكة السَّوقية، وفق ما عرضه مودكلياني وميلر سابقا، وما أكدته الدَّرَاسات النَّحْلِيَّة اللاحقة. ولهذا فإنَّ قيمة الشَّرْكة سوف تتأثر بالزيادة مع كل زيادة في الفائدة بسبب زيادة الدَّيون فيها (Ayesh, 2006).

7- الزَّكَاة: نظرا لانعدام الضَّرْبِيَّة على دخل الشَّرْكات في الاقتصاد السَّعودي، وفقدان تأثيرها على قيمة الشَّرْكة، فقد استبدل الباحثان الضَّرْبِيَّة وتأثيرها في هيكل رأس المال بمتغير شرعي -كجزء من أركان الإسلام- وهي الزَّكَاة، التي تفرض على الدَّخْل ورأس المال للمحافظة على أثر هذا المتغير في النَّمُودج المعتمد.

8- السيولة (Liquidity): تتحدد السيولة بقدرة الإدارة في تسديد ما عليها من التّزامات مستحقة الدّفع؛ وهي جزء من الدّين العام عليها، وزيادتها تعني زيادة التّقدّ المتوفر لدى الشّركة أو الأصول الأخرى شبة التّقدية والتي يمكن أن تعوض الإدارة عن حاجتها للدّين، ولذلك توجد علاقة عكسية بين السيولة والرّفيع المالي. (Jong, Kabir & Nguyen, 2007.)

تقاس السيولة وتحدد بعدة مؤشرات أهمها نسبة التّداول (Current Ratio)، وعلى ضوء هذه المجموعة من المحددات، تم اعتماد النّمودج الذي وضعه Jong, Kabir & Nguyen عام 2007م لبيان شكل تأثيرها على الرّفيع المالي في شركات الأعمال وفق الصيغة التّالية:

$$\text{Lev} = \alpha + \beta_1 \text{Tang} + \beta_2 \text{Risk} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Zakaa} + \beta_5 \text{Profit} + \beta_6 \text{Liquid} + \epsilon_i$$

اعتمد الباحثان هذا النّمودج لاختبار مجموع العوامل المؤثرة في صياغة هيكل رأس المال؛ من خلال تأثيره على نسبة الرّفيع المالي؛ رغم اعتقادهم بأنّ تحديد نسبة الرّفيع المثلى، وتحديد هيكل رأس المال الأمثل، إنّما يختلف من ظرف إلى آخر، ومن إدارة إلى أخرى، ومن بلد إلى آخر، ووفق التّوجه الإداري للمدير المالي، ومع ذلك فإنهم متفقين على أنّ هيكل رأس المال له أثره على قيمة الشّركة السّوقية.

ورغم تباين الاتجاهات لتحديد شكل العلاقة. ولظروف خاصة بالشّركات المساهمة السّعودية، وبسبب عدم وجود الضّريبة، فقد استبدل الباحثان متغير الضّريبة بمتغير الزّكاة، لينطبق ذلك وقواعد تحميل صافي الدّخل في الشّركات السّعودية. وبين الباحثان أنّ أهم النّتائج التي يعرضها الفكر المالي، إنّما هي مجموعة النّتائج التي عرضها (Gordon Donaldson)، من خلال دراسته المعروفة، حول صياغة هيكل رأس المال وهي (Brigham, E. and Ehrhardt, M., 2002) ومن هذه النّتائج:

1- تفضل الشركات التّمويل الداخلي من خلال الأرباح المحتجزة على التّمويل الخارجي.

2- تؤسس إدارة الشركة نسبة توزيعات للأرباح مستهدفه ومعتمدة على الفرص الاستثمارية المتوقعة، ومقدار ما تحتاجه من أموال استثمارية إضافية، ووفق هذه النسبة تحدد الإدارة مقدار المحتجز من الأرباح لتغطية الإنفاق الاستثماري في ظل الظروف الطبيعيّة.

3- إذا توفر لدى الشركة تدفقات نقدية داخلية أكبر مما تحتاج إليها لتغطية الإنفاق الاستثماري المتوقع؛ فإنها لا بد من استخدامه إما: (لشراء الاستثمارات المالية من السوق المالي، أو لإطفاء الديون التي عليها، أو زيادة التوزيعات النقدية أو أي طريق استثماري آخر)، وفي حالة كون التدفقات النقدية الداخليّة غير كافية لضمان المشاريع الاستثمارية الجديدة، فإنها لا بد لها من اللجوء إلى التّمويل الخارجي وفق الطّريقة التي تعتقدها الأنسب، وبذلك فان الإدارة سوف تعتمد منهج وتحليل فرضية بدائل التّمويل Pecking Order من خلال ترتيب البدائل المختلفة للتمويل.

2-2 الدراسات السابقة

- (Rajan & Zingales, 1995) اهتمت هذه الدراسة في دراسة محددات هيكل رأس المال من خلال تحليل القرارات المالية للشركات العامة في البلدان الصناعية المتقدمة وعلى المستوى الجماعي، وقد تبين أن الرّفح المالي للشركات متماثل في جميع البلدان المتقدمة، وتوصلت هذه الدراسة بأن العوامل المحددة لهيكل رأس المال والمرتبطة مع الرّفح المالي للشركات في الولايات المتحدة متماثلة مع الرّفح المالي في البلدان الأخرى.

- (Wald, 1999) فحصت الدراسة محددات هيكل رأس المال في الولايات المتحدة وأربعة بلدان أخرى، ولدى مقارنة العوامل المؤثرة في القرار المالي بين

البلدان، ظهرت عدة اختلافات في الارتباطات بين المتغير التابع (نسبة الرّفح المالي) والمتغيرات المستقلة (مخاطرة الشّركات والرّبحية والحجم والنّمو). وقد فسرت هذه الارتباطات بالاختلافات بين سياسات الضّرائب، ومشكلة الوكالة، بالإضافة إلى تكلفة الإفلاس، ونوع المعلومات، وتضارب المصالح بين المقرضين وحملة الأسهم، وقد حاولت هذه الدّراسة ربط مشاكل الوكالة للاختلافات المؤسسية والقانونية بين البلدان.

- (Booth, Aivazian, Demirguc & Maksimovic, 2001) استعرضت هذه الدّراسة تقييم نظرية هيكل رأس المال في عدد من البلدان في اقتصاديات نامية مختلفة، وقد أظهرت هذه الدّراسة بأنّ القرارات المالية في هذه البلدان تتأثر بنفس متغيرات البلدان المتقدمة؛ على الرغم من وجود الاختلاف في العوامل بين البلدان النّامية والمتقدمة، مما يدل على أن لكل بلد عوامله الخاصة.

- (Beck, Demirque Kent, & Moksimovic, 2002) هذه الدّراسة دراسة تحليلية لشركات لـ (48) ثمانٍ وأربعين دولة، بحثت في أثر الاختلافات في التّطورات القانونية والمالية، والطريقة التي تمول بها الشّركات استثماراتها، وأظهرت هذه الدّراسة بأنّ التّمول الخارجي للاستثمارات ليس له علاقة بالشكل القانوني للشّركات؛ رغم أن نوع التّمول الخارجي له علاقة بذلك. وتفسر هذه النّتيجة بما يلي:

أولاً: إنّ المؤسسات المالية والقانونية تؤثر على أنواع مختلفة من التّمول الخارجي.

ثانياً: حجم الشّركة محدد مهم؛ إذا كانت للشّركة مصادر لأنواع مختلفة من التّمول الخارجي، فالشّركات الكبيرة مع الاحتياجات المالية الكبيرة، مرجحة أكثر لاستخدام التّمول الخارجي مقارنةً مع الشّركات الصغيرة. حيث أظهرت النّتائج بأنّ الشّركات الكبيرة تستخدم التّمول الخارجي في الأنظمة المالية المتطورة، وخصوصاً

تمويل الدين والأسهم. كما تبين وجود دليل متناسق للشركات الكبيرة باستخدام فرضية ترتيب بدائل التمويل (Pecking order theory) للعالم (Donaldson) في البلدان المتقدمة.

- (Bhaduri, 2002): ركزت هذه الدراسة على اختيارات هيكل رأس المال في البلدان النامية من خلال قطاع الشركات العامة (دراسة حالة في الهند)، حيث أوضحت أن اختيار هيكل رأس المال يتأثر بعوامل النمو والتدفق النقدي، والحجم وخصائص الصناعة والمنتج.

- (Allayannis, Broom and Klaaper, 2003): اعتمد الباحثون في هذه الدراسة على استخدام البيانات الخاصة بالشركات غير المالية في شرق آسيا، حيث تم فحص اختيار الشركة بين الدين المحلي أو الدين الأجنبي أو العملة المحلية المصطنعة (تحوط بعملة أجنبية (أي ما يعادل العملة المحلية بالعملة الأجنبية))، وظهر من النتائج: أن عوامل كل نوع من الدين خاص به، مؤكداً على ضرورة دراسة الدين بمستوى مفرد وليس جماعي، كما أضافا إلى بحثهم الأزمة المالية في آسيا، وأثرها في اختيار نوع القرض، ومدى تأثير ذلك على أداء الشركة، وقد وجد أن استخدام العملة المحلية المصطنعة مرافق لانخفاض كبير في القيمة السوقية، والسبب في ذلك سيولة سوق مشتقات العملات خلال الأزمة المالية التي حدثت في تلك البلدان.

- (Chen, 2003): بحثت هذه الدراسة في محددات هيكل رأس المال في الشركات المدرجة في سوق الصين المالي، باستخدام لوحة البيانات (Panal data) على مستوى الشركات، وقد أظهرت الدراسة النتائج الطبيعية الاقتصادية لبيئة شركات الصين، وبينت بأن النظرية المالية الحديثة لهيكل رأس المال لها تأثير واضح في سوق الصين، من خلال بيان أن العوامل التي تناسب الاقتصاديات المتطورة تناسب سوق الصين، وبينت الدراسة بأن نموذج المبادلة (Trade off model)، وفرضية بدائل التمويل (Pecking order) المشتقة من الغرب، لم تستطيع تفسير اختيارات هيكل رأس

المال في شركات الصين ، وأظهر بأن قرار اختيار هيكل رأس المال في شركات الصين يتبع فرضية بدائل التّمويل الحديثة (New Pecking order) وهي: (الأرباح المحتجزة والأسهم العادية والدّين طويل الأجل)، وذلك لأن الفرضيات المؤسسية الأساسية في نماذج الغرب صعبة التّطبيق في الصين.

وقد توصلت الدّراسة إلى أن الاختلافات المؤسسية كانت ذات دلالة إحصائية، وأنّ القيود المالية في قطاع البنوك في الصين هي العوامل المؤثرة على قرارات الرّفع المالي.

- (Bancel & Milttoo, 2004) بينت هذه الدّراسة المسحية لمدراء ستة عشر بلد أوروبي؛ حول محددات هيكل رأس المال، إن اهتمام المدراء ينص على المرونة المالية والعائد لكل سهم في حالة التّمويل بإصدار سندات (دين) وأسهم، وإنّ المدراء يقيمون اعتبارات للتحوط، ويستخدمون منافذ الفرص عند زيادة رأس المال. وقد تبين بأنّ البيئة القانونية في البلد محدد رئيسي في سياسة الإقراض، وأنّ السياسات المالية تتأثر بالبيئة المؤسسية وعملياتها الدّولية. إضافة إلى أن الشركة تحدد هيكل رأس المال الأمثل بالمبادلة بين التّكلفة ومنافع التّمويل.

- (Deesomok, Paudyal and Pescetro, 2004) بحثت هذه الدّراسة في محددات هيكل رأس المال ضمن بيئة الشّركات المؤسسية والمالية والقانونية، وتتكون عينة الدّراسة من الشّركات التي تعمل في منطقة شرق آسيا مثل: (تايلاند وماليزيا وسنغافورة وأستراليا) ، وأظهرت هذه الدّراسة النّتائج التّالية:

إنّ قرارات هيكل رأس المال للشّركات تتأثر بالبيئة التي تعمل فيها الشّركات، وهي مماثلة للعوامل الخاصة بالشّركات والمحددة في الدّراسات السّابقة، كما تبين أنّ الأزمة المالية عام (1997م) لها أثر ذو دلالة إحصائية على قرارات هيكل رأس المال لكنها مختلفة التّأثير.

- (Hall, Hutchinson & Michaelas, 2004) ، إنّ الهدف من هذه الدراسة هو: اختبار درجة اختلاف محددات هيكل رأس المال بين الدول الأوروبية، وقد اعتمدت الدراسة في ذلك على بيانات أربعة آلاف شركة في ثمان دول أوروبية ، وكان نصيب كل دولة خمسمائة شركة. استخدم الباحثون في تلك الدراسة تحليل الانحدار المتعدد لبحث العلاقة بين الدين طويل وقصير الأجل كمتغير تابع، والرّبحية والنّمو وهيكل الأصول، والحجم وعمر الشركة كمتغيرات مستقلة. وظهر من هذا التحليل إنّ الاختلافات في النتائج هي بسبب الاختلافات بين البلدان بين الشركات ذاتها.

- (Fan, Titman & Twite, 2006) هدف هذه الدراسة هو معرفة أثر الجوانب المؤسسية على هيكل رأس المال، وخيارات استحقاقات الدين في شركات (39) تسع وثلاثين دولة متقدمة ونامية، وأوضحت هذه الدراسة بأنّ الشركات التي تعمل في أنظمة قانونية، تعطي حماية أفضل للمطالبات المالية؛ عندما يكون هيكل رأس المال قد تم تمويله بدين طويل الأجل كنسبه من الدين الكلي، وقد توصلت هذه الدراسة بأنّ الضرائب وخصائص المؤسسات المالية التي تحدد رأس المال، لها تأثير على كيفية تمويل الشركات، كما أظهرت الدراسة بأنّ محددات هيكل رأس المال تختلف بين البلدان، وبالأخص العلاقة بين الرّبحية والرّفح المالي التي تكون أقوى في البلدان التي توفر حماية أقل للمقرضين.

- عايش (2006): هدفت هذه الدراسة إلى بيان محددات هيكل رأس المال، وبناء نموذج متعدد العوامل لهيكل رأس المال الأمثل، وتكونت عينة الدراسة من (42) اثنتين وأربعين شركة أردنية للفترة من (1994-2003م)، وخلصت الدراسة إلى أن: (التّعثر المالي والرّبحية ونسبة القيمة السّوقية إلى القيمة الدفترية، ومخاطرة السّوق ونسبة الفائدة)، هي محددات ذات علاقة سالبة مع هيكل رأس المال، في حين أنّ (هيكل الملكية والمزايا الضّريبية وفرص النّمو والأصول الملموسة وحجم الشركة وعرض النّقد)، وهي: محددات ذات علاقة موجبة مع

هيكل رأس المال، وفيما يتعلق بالنتائج لهيكل رأس المال - مقياساً بالقيمة السوقية إلى إجمالي الأصول - فقد كانت مماثلة لنتائج استخدام القيمة الدفترية، باستثناء متغيرات الاقتصاد الكلي وهي نسبة الفائدة حيث كانت العلاقة موجبة، وعرض النقد حيث كانت العلاقة سالبة مع هيكل رأس المال، إضافةً إلى ذلك وجدت الدراسة أنّ الشركات الأردنية متوافقة مع ما هو موجود في الشركات في الدول المتقدمة فيما يتعلق بخيارات هيكل رأس المال.

- (Jong, Kabir & Nguyen, 2007): هدفت هذه الدراسة على تحليل العوامل الخاصة بالشركة والعوامل - على مستوى الاقتصاد - المؤثرة على اختيار الرّفح المالي في (42) اثنتين وأربعين دولة، توصل الباحثون فيها إلى نتائج مهمة منها: أن محددات العوامل الخاصة بالشركة تختلف من بلد إلى آخر، بينما أوضحت الدراسات السابقة بأنّ العوامل الخاصة بالشركة ذاتها هي نفسها في معظم البلدان. وعلى الرغم من أن الدراسة قد اتفقت مع التأثير المباشر للعوامل الخاصة بالاقتصاد على هيكل رأس المال للشركات، إلا أنّ هناك تأثير غير مباشر عليه؛ لأنّ العوامل الخاصة بالبلد تؤثر على دور العوامل الخاصة بالشركة المؤثرة على الرّفح المالي.

- (Antonios Guney and Paudyal, 2007): الهدف من هذه الدراسة هو تحديد هيكل رأس المال في اقتصاديات يحركها السوق، كالولايات المتحدة وبريطانيا واقتصاديات تحركها البنوك مثل: فرنسا وألمانيا واليابان، وقد توصلت الدراسة إلى أنّ نسبة الرّفح المالي يتأثر إيجابياً بالأصول الملموسة وحجم الشركة، وسلبياً بزيادة الربحية وفرص النمو وأداء سعر السهم في كلا الاقتصاديات، وتتأثر نسبة الرّفح المالي بظروف السوق التي تعمل فيها الشركات، وقد أشارت الدراسة إلى أنّ درجة فاعلية هذه المحددات تعتمد على القوانين والعادات المالية في البلد، كما أنها أوضحت بأنّ الشركات لها نسبة رفع مالي مستهدفة، وأنّ الشركات الفرنسية أسرعهم بتوجيه هيكل رأس المال إلى نسبة الرّفح المالي المستهدفة، أما اليابان فكانت

أبطأهم. ويلاحظ تأثر هيكل رأس المال بدرجة كبيره بالبيئة الاقتصادية وبمؤسساتها وبممارسات الحكومة المؤسسية، وبأنظمة الضرائب، وعلاقة المقرضين بالمقترضين، ودرجة حماية المستثمر في البلد التي تعمل بها الشركة.

- (Bhaird & Lucey, 2007) هدفت هذه الدراسة هو البحث عن محددات هيكل رأس المال لعينة من (299) مائتين وتسع وتسعين شركة أيرلندية صغيرة ومتوسطة الحجم في كافة القطاعات الاقتصادية، تم صياغة هذه الفرضيات من نظريات بدائل التمويل والوكالة متضمنا النمو المالي لمدخل دورة الحياة، وأوضحت نتائج الدراسة إلى أن عمر الشركة والحجم ومستوى الأنشطة الملموسة وهيكل الملكية والضمانات، هي محددات مهمة لهيكل رأس المال للشركات صغيرة ومتوسطة الحجم، كما أوضحت النتائج بأن تأثير العمر والحجم وهيكل الملكية والضمانات ثابت في كل القطاعات، مبيناً التأثير العام لتمائل المعلومات.

- (AL-Najjar, 2008): بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين هيكل ملكية الشركة والحكومة المؤسسية، وفي العوامل التي تحدد قرار الاستثمار لمجموعة من شركات الاستثمار في السوق المالي الأردني، وأوضحت نتائج هذه الدراسة بأن شركات الاستثمار تهتم بهيكل رأس المال والربحية ومخاطر الأعمال، وهيكل الأصول وسيولة الأصول ومعدل النمو وحجم الشركة؛ عند اتخاذهم للقرار الاستثماري، كما يفضل هؤلاء المستثمرين الاستثمار في قطاع الخدمات أكثر من القطاعات الأخرى.

- (Oztekin, 2009): اختبرت هذه الدراسة أهم عوامل الرفع المالي لهيكل رأس المال في الشركات حول العالم، وقد توصلت الدراسة إلى أن: (نسبة الرفع المالي السابقة، والأصول الملموسة، وحجم الشركة، والبحث والتطوير، ونفقات الاستهلاك، ومتوسط معدل الرفع المالي للصناعة والسيولة) هي من أهم العوامل.

- (Bressan, V., de Lima, Bressan, A. & Braga, A., 2009): حاولت هذه الدراسة تقييم محددات الرّفْع المالي في قطاع الزراعة في السّوق المالي البرازيلي، وتم اختيار (26) ست وعشرين شركة من شركات هذا القطاع، وقد أوضحت النّتائج: بأنّ متغيرات الأصول الملموسة، وفرص النّمُو والحجم والرّبحية لها أثر ذات دلالة إحصائية لهيكل رأس المال في الشّركات الزراعية في السّوق المالي البرازيلي.

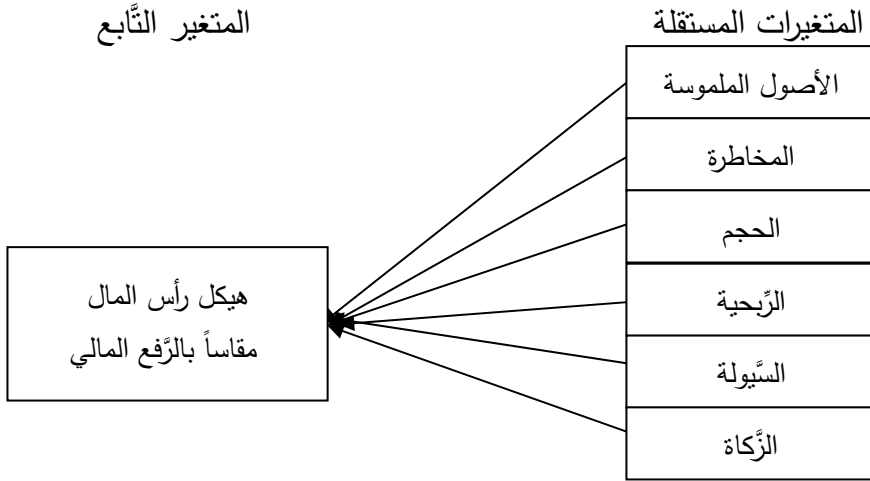
- (Sett & Sarkhel, 2010): فحصت هذه الدّراسة أثر الأنظمة المالية ومتغيرات الاقتصاد الكلي على الرّفْع المالي في قطاع الشّركات الخاصة غير المالية في الهند، خلال الفترة (1981-2007م)، وأوضحت هذه الدّراسة أنّ الرّفْع المالي يتأثر سلبا بتطور أسواق الأسهم، وإيجابا بتطور قطاع البنوك، ومعدل التّضخم، والمعدل الفعال لضرائب الشّركات.

- (Pathak, 2010): هدف هذه الدّراسة هو: تحديد بعض العوامل التي تؤثر على قرارات هيكل رأس المال في سوق رأس المال الهندي، من خلال استخدام بيانات (135) مائة وخمس وثلاثين شركة من الشّركات المدرجة في بورصة بومبي للفترة (1990-2009م)، مقارنةً مع الدّراسات السّابقة، وقد توصلت هذه الدّراسة إلى أن متغيرات الأصول الملموسة، والنّمُو وحجم الشّركة، ومخاطر الأعمال، والسّيولة والرّبحية، لها تأثير ذات دلالة إحصائية على الرّفْع المالي المحدد من قبل الشّركات في الهند.

3- منهجية البحث

3-1 النّمودج الرياضي والوصفي للبحث

يعرض الشكل الآتي نموذجا وصفيا للعلاقة بين متغيرات البحث:



أما النّمودج الرياضي الذي تم اعتماده في اختبار الفرضيات فقد تحدد وفق ما يلي:

$$Lev = \alpha + \beta_i Tang + \beta_j Risk + \beta_k Size + \beta_l Profit + \beta_m Liquid + \beta_n Zaka'a + \epsilon_i$$

حيث تشير:

$$\alpha = \text{المقطع الصادي،}$$

$$Lev = \text{الرّفْع المالي Leverage}$$

$$\beta_i = \text{معامل الأصول الملموسة}$$

$$Tang = \text{الأصول الملموسة Tangibility}$$

$$\beta_j = \text{معامل المخاطرة، Risk = المخاطرة Risk}$$

$$\beta_k = \text{معامل الحجم، Size = الحجم Size}$$

$$\beta_l = \text{معامل الرّبحية، Profit = الرّبحية Profitability}$$

$$B_m = \text{معامل السّيولة Liquid = السّيولة Liquidity}$$

$$B_n = \text{معامل الرّكاة Zaka'a = الرّكاة Zaka'a}$$

2-3 فرضيات البحث

وفق مضمون البحث ومشكلته والأسئلة المطروحة، يعرض الباحثان فرضيه رئيسية، وعدد من الفرضيات الفرعية وعلى النحو التالي:

الفرضية الرئيسية:

H_0 : لا توجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغيرات (الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم والرّبحية والسّيوّلة والرّكاة) ككل، والرّفْع المالي مقاسا بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

ويتفرع عن هذه الفرضية عدد من الفرضيات الفرعية هي:

الفرضية الفرعية الأولى:

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الأصول الملموسة مقاسة بنسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول، والرّفْع المالي مقاسا بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

الفرضية الفرعية الثانية:

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المخاطرة مقاسة بنسبة الانحراف المعياري لصافي الدّخل إلى مجموع الأصول، والرّفْع المالي مقاسا بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

الفرضية الفرعية الثالثة:

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين حجم الشّركة مقاسا باللوغاريتم الطّبيعي للمبيعات، والرّفْع المالي مقاسا بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

الفرضية الفرعية الرابعة:

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الرّبحية مقاسة بالعائد على الأصول، والرّفْع المالي مقاسا بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

الفرضية الفرعية الخامسة:

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين السيولة مقياساً بنسبة التداول، والرفع المال مقياساً بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

الفرضية الفرعية السادسة:

H_0 : لا توجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الزكاة مقياساً بنسبة الزكاة إلى صافي الدخل قبل الزكاة، والرفع المالي مقياساً بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

3-3 عينة البحث ووصف البيانات

اعتمد الباحثان على البيانات المنشورة في القوائم المالية السنوية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2003-2007م)، واعتمدا على بيانات سنوية لعدد (64) أربع وستين شركة من جميع القطاعات الاقتصادية، علماً بأن عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية هي (92) اثنتان وتسعون شركة وذلك في نهاية عام (2007م).

3-4 طرق التحليل

من أجل بيان أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال في النموذج المعتمد؛ استخدام الباحثان تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression)، وذلك بمقارنة قيمة (P-value) - التي تم استخراجها لكل متغير مع القيمة (1- مستوى الثقة)-، وذلك وفق قاعدة للقرار هي: لو كانت قيمة (P-value) أقل من (1- مستوى الثقة) فإن ذلك يعني أنها تقع في منطقة رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، وهذا يفيد بأن هناك أثر للمتغير المستقل على المتغير التابع، أما إذا كانت قيمة (P-value) أكبر من قيمة (1- مستوى الثقة) فعندها لا نستطيع رفض الفرضية العدمية مما يعني عدم وجود أثر لهذه المتغيرات.

3-5 كيفية قياس المتغيرات

اعتمد الباحثان على الصيغ الآتية لقياس وتحديد المتغيرات وهي:

المتغير التّابع: هيكل رأس المال معرّفًا بنسبة الرّفْع المالي ويمثل نسبة مقدار الدّيون طويلة الأجل بالنّسبة إلى مجموع الأصول، فكلما زاد اعتماد الشّركة على الدّيون كلما زادت نسبة الرّفْع المالي، ومن المعروف لدى المهتمين بالإدارة المالية إنّ من أهم القرارات المالية بالشّركة هو الوصول إلى نسبة رفع مالي مثلى تؤدي إلى أعلى قيمة سوقية للشّركة، وهذا هدف استراتيجي تسعى إليه جميع شركات الأعمال، ومن مميزات الدّين أنّ تكلفته أقل من تكلفة الملكية، وتحقيق ما يعرف بالميزة الضّريبية (Tax Shield)، وهو الأثر الإيجابي لاعتماد الدّين، علماً بأنّ تأثير هذا العامل الإيجابي مفقود في الاقتصاد السّعودي؛ لعدم وجود ضريبة على دخل الشّركات، حيث استبدل الباحثان تأثير هذا العامل بالزّكاة؛ التي تحدد على دخل ورأس مال الشّركة، إضافةً إلى ذلك إنّ زيادة الرّفْع عن حدود معينة، يؤدي إلى تعرض الشّركة إلى مخاطر العسر المالي، وضمن ما يعرف بكلفة الإفلاس (Bankruptcy Cost) وهو أثر سلبي في ذلك، وقد تم قياس هذا المتغير على النّحو التّالي: (Jong, Kabir & Nguyen, 2007).

$$\text{هيكل رأس المال معبراً عنه} = \frac{\text{مجموع المطلوبات (الدّيون طويلة الأجل)}}{\text{مجموع الأصول}}$$

بالرّفْع المالي ومقاساً بنسبة
الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع
الأصول =

المتغير المستقل الأول: الأصول الملموسة (Tangibility) وهي نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، وزيادة نسبة الأصول الثابتة في الأصول تعتبر ضمان لتسهيل عملية الاقتراض، وقد تم التّعبير عنها في المعادلة التّالية: (Jong, Kabir & Nguyen, 2007)

$$\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{نسبة الأصول الملموسة} = \text{الثابتة إلى مجموع الأصول}$$

المتغير المستقل الثاني: المخاطرة (Risk) وتقاس بالانحراف المعياري لصافي الدخل إلى مجموع الأصول، وتم قياسه بالمعادلة التالية: (Jong, Kabir & Nguyen, 2007)

$$\frac{\text{الانحراف المعياري لصافي الدخل}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{المخاطرة}$$

المتغير المستقل الثالث: الحجم (Size) : وهو اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات وقد تم قياسه بالمعادلة التالية: (Jong, Kabir & Nguyen, 2007)

$$= \text{Size Ln (Sales)}$$

المتغير المستقل الرابع: الربحية Profitability : ويعبر عنها بمعدل العائد على الأصول وتم قياسها بالمعادلة الآتية: (Jong, Kabir & Nguyen, 2007)

$$\frac{\text{صافي الدخل}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{معدل العائد على الأصول} = \text{الربحية}$$

المتغير المستقل الخامس: السيولة Liquidity : ويعبر عنها بنسبة التداول وتم قياسها بالمعادلة الآتية: (Jong, Kabir & Nguyen, 2007)

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{نسبة التداول}$$

المتغير المستقل السادس: الزكاة Zaka'a ، ويعبر عنها بنسبة الزكاة إلى صافي الدخل قبل الزكاة وتم قياسها بالمعادلة الآتية:

$$\frac{\text{مقدار الزكاة كما هو مبين في قائمة الدخل}}{\text{صافي الدخل قبل الزكاة}} = \text{نسبة الزكاة إلى صافي الدخل قبل الزكاة}$$

4- التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

4-1 أساليب التحليل الإحصائي المستخدمة

استخدم الباحثان أسلوب تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression)، والذي يتفق ومضمون البحث، وشكل الفرضيات المعتمدة فيه، ونوع البيانات المستخدمة وللفترة (2003-2007م)، وذلك من أجل إثبات أو رفض فرضيات البحث.

وسنبدأ بالتحليل الوصفي، وتحليل التوزيع الطبيعي، وتحليل الارتباط بين المتغيرات، ثم سنفحص فرضيات البحث.

4-2 التحليل الوصفي

يعرض الجدول الآتي رقم (1) نتائج التحليل الوصفي لقيم المتغيرات في النموذج الذي تم اعتماده لاختبار العلاقة بين متغيرات البحث.

جدول (1)

التحليل الوصفي

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
						Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
lev	320	0.00	0.60	0.0995	0.11598	1.728	0.136	2.600	0.272
tang	320	0.00	0.88	0.4277	0.22644	-.175	0.136	-.886	0.272
risk	320	0.00	0.94	0.0447	0.07817	7.430	0.136	72.790	0.272
size	320	13.40	25.56	19.5599	1.92680	0.025	0.136	1.123	0.272
prof	320	-1.31	0.31	0.0762	0.12129	-4.710	0.136	53.066	0.272
lq	320	0.03	357.81	3.4715	20.06230	17.396	0.136	307.833	0.272
zaka	320	0.00	14.87	0.1862	0.97355	12.321	0.136	171.336	0.272
Valid N (listwise)	320								

ومن هذه النتائج يمكن تحديد الوسط الحسابي لعموم المتغيرات، والانحراف المعياري، وتحليل التوزيع الطبيعي على النحو الآتي.

الوسط الحسابي

- بلغ الوسط الحسابي لنسبة الرّفْع المالي لعموم الشَّرَكَات السَّعودية حوالي (0,1)، مما يعني أنّ درجة اعتماد الشَّرَكَات السَّعودية على الدَّيُون طويلة الأجل نسبته منخفضة جداً، مما يدل على ضعف استفادة الشَّرَكَات السَّعودية من الرّفْع المالي لأسباب أهمها: غلبة الملكية العائلية على هذه الشَّرَكَات؛ مما يجعلها أكثر حرصاً لزيادة حصة التَّمويل الممتلك في هيكل رأس المال في الشَّرَكَات التي يمتلكونها.
- بلغ الوسط الحسابي للأصول الملموسة (0,43)، مما يعني اتجاه الشَّرَكَات نحو الاستفادة من الرّفْع التَّشغيلي؛ ولو بدرجات منخفضة، الأمر الذي جعل من الباحثان يستنتجان: بأنَّ هناك سيطرة على التَّكاليف في هذه الشَّرَكَات، ولكن بسبب تخوف الإدارات من فترات كساد حال دون زيادة هذه النِّسبة بسبب أثرها العكسي على الأرباح.
- بلغ الوسط الحسابي للسيولة (3,5)، مما يعني بأنَّ المطلوبات المتداولة مغطاة بثلاثة أضعاف قيمتها من قبل الموجودات المتداولة، وإنَّ ارتفاع هذه النِّسبة يدل على حالة اليسر المالي للشَّرَكَات واستبعاد تعرضها إلى عسر مالي.
- بلغ الوسط الحسابي للمخاطرة (0,04)، وهذا يعني: أنّ تذبذب صافي الدَّخْل بالنِّسبة للأصول كان ضعيفاً، مما يعني عدم وجود خطر من تذبذب صافي الدَّخْل.
- بلغ الوسط الحسابي للحجم باللوغاريتم الطَّبِيعي حوالي (19,56)، وعند إعادتها إلى قيمتها الأصلية سوف تصبح 31 مليون ريال؛ مما يعني أنّ متوسط مبيعات الشَّرَكَة الواحدة في السَّوق السَّعودي يتسم بالارتفاع.
- بلغ الوسط الحسابي للزكاة (0,19) أي: أنّ حُمس الأرباح يدفع زكاة، وهذا يوضح أنّ لقرارات الحكومية والوازع الدِّيني له أثر كبير في هذه النِّسبة.
- بلغ الوسط الحسابي للربحية (معدل العائد على الموجودات) (0,08) .

الانحراف المعياري

- بلغ الانحراف المعياري للرفع المالي حوالي (0,11): أي أن معظم الشركات لم يتجاوز رفعها المالي عن (21%)، وتعكس نسبة الرفع المالي حالة الانخفاض في الاعتماد على الدين كمصدر للتمويل في معظم الشركات.
- بلغ الانحراف المعياري للأصول الملموسة حوالي (0,22)، وهذا يعني: أن نسبة اعتماد معظم الشركات لم يتجاوز (66%) من إجمالي الأصول.
- بلغ الانحراف المعياري للسيولة حوالي (20)، وهذا يعني: أن تشتت نسبة التداول كان عالياً، مما يشير إلى وجود سيولة عالية لبعض الشركات، وسيولة منخفضة للبعض الآخر.
- بلغ الانحراف المعياري للمخاطرة حوالي (0,08)، وهذا يدل على ضعف تشتت صافي الدخل كنسبة من مجموع الأصول.
- بلغ الانحراف المعياري للحجم حوالي (2) للوغاريتم الطبيعي للمبيعات، وهذا يعني عدم تشتت مبيعات الشركات.
- بلغ الانحراف المعياري للزكاة حوالي (0,97)، وهذا يعني أن زكاة معظم الشركات كانت تقل عن (0.36).
- بلغ الانحراف المعياري للربحية حوالي (0,12)، وهذا يعني أن معدل العائد على الموجودات لمعظم الشركات كان أقل من (0.20).

تحليل التوزيع الطبيعي

- عند تحليل الالتواء (Skewness): تبين أن جميع القيم تختلف عن صفر، وهذا يعني أن توزيع جميع المتغيرات لا يتبع التوزيع الطبيعي، لأن قيمة الالتواء (Skewness) للتوزيع الطبيعي يجب أن يساوي صفراً، مع التوضيح إلى أن قيمة الالتواء للأصول الملموسة والحجم كانت حوالي الصفر.

• عند تحليل التَّفْلُطح (Kurtosis): تبين أنَّ جميع القيم تختلف عن 3 مما يعني أنَّ توزيع جميع المتغيرات لا يتبع التَّوْزيع الطَّبيعي، لأنَّ قيمة التَّفْلُطح Kurtosis للتَّوْزيع الطَّبيعي يجب أن تساوي 3، مع التَّوضيح إلى أنَّ قيمة التَّفْلُطح لنسبة الرِّفَع المالي كانت حوالي 3.

• الرسم البياني لتوزيع كل لمتغيرات مع خط التَّوْزيع الطَّبيعي موجود في الملحق رقم 2 والذي يؤكد على عدم توزيع البيانات توزيعات طبيعية.

3-4 تحليل الارتباط بين المتغيرات

تشير مصفوفة الارتباط بين المتغيرات كما هي مبينه في الجدول رقم (2) إلى ما يلي:

• عدم وجود ارتباط ذو دلالة إحصائية بين نسبة الرِّفَع المالي والمتغيرات التَّالية: (المخاطرة والسَّيولة والرِّكاة)، وعدم وجود ارتباط ذو دلالة إحصائية بين الأصول الملموسة والمتغيرات التَّالية (المخاطرة والرَّبحية والرِّكاة)، وأيضاً لا يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية بين المخاطرة والمتغيرات التَّالية (السَّيولة والرِّكاة)، ولا يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية بين الحجم والمتغيرات التَّالية والسَّيولة والرِّكاة، كما لا يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية بين الرَّبحية والمتغيرات التَّالية السَّيولة والرِّكاة، كما لا يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية بين السَّيولة والرِّكاة.

• يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (95%) بين الرِّفَع المالي والرَّبحية، ويوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (95%) بين الأصول الملموسة والمتغيرات التَّالية الحجم والسَّيولة، ويوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (95%) بين المخاطرة والحجم.

• يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (99%) بين الرّفْع المالي والمتغيرات التّالية الأصول الملموسة والحجم، ويوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (99%) بين المخاطرة والرّبحية، ويوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (99%) بين الحجم والرّبحية.

جدول (2)

معاملات الارتباط بين المتغيرات

Correlations

		lev	tang	Risk	size	prof	Lq	zaka
lev	Pearson Correlation	1	0.267(**)	-0.004	0.303(**)	-0.121(*)	-0.063	0.085
	Sig. (2-tailed)		0.000	0.946	0.000	0.031	0.261	0.128
tang	Pearson Correlation	0.267(**)	1	-0.007	0.124(*)	0.044	-0.117(*)	0.045
	Sig. (2-tailed)	0.000		0.903	0.027	0.438	0.036	0.423
risk	Pearson Correlation	-0.004	-0.007	1	-0.142(*)	-0.358(**)	-0.027	-0.030
	Sig. (2-tailed)	0.946	0.903		0.011	0.000	0.631	0.596
size	Pearson Correlation	0.303(**)	0.124(*)	-0.142(*)	1	0.319(**)	-0.086	-0.046
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.027	0.011		0.000	0.126	0.413
prof	Pearson Correlation	-0.121(*)	0.044	-0.358(**)	0.319(**)	1	-0.008	-0.095
	Sig. (2-tailed)	0.031	0.438	0.000	0.000		0.882	0.091
lq	Pearson Correlation	-0.063	-0.117(*)	-0.027	-0.086	-0.008	1	-0.010
	Sig. (2-tailed)	0.261	0.036	0.631	0.126	0.882		0.854
zaka	Pearson Correlation	0.085	0.045	-0.030	-0.046	-0.095	-0.010	1
	Sig. (2-tailed)	0.128	0.423	0.596	0.413	0.091	0.854	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

4-4 اختبار R2 المعدل

عند تحليل معامل التّحديد R^2 المعدل كما هو مبين في الجدول رقم (3) تبين أن قيمة R^2 (Adjusted) تساوي (18.9%) مما يدل على أن (18.9%) من التّغيرات التي تحدث في المتغير التّابع الرّفْع المالي، قد تم تفسيرها من قبل التّغيرات التي تحصل في المتغيرات المستقلة.

جدول (3)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد

(Ordinary Least Squares)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.452(a)	.204	.189	.10446	.628

a Predictors: (Constant), zaka, lq, risk, tang, size, prof

b Dependent Variable: lev

ANOVA

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.876	6	.146	13.377	.000(a)
	Residual	3.415	313	.011		
	Total	4.291	319			

a Predictors: (Constant), zaka, lq, risk, tang, size, prof

b Dependent Variable: lev

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.344	.063		-5.486	.000		
	tang	.118	.026	.230	4.496	.000	.971	1.030
	risk	-.060	.080	-.041	-.747	.455	.866	1.155
	size	.021	.003	.351	6.524	.000	.879	1.137
	prof	-.240	.054	-.251	-4.421	.000	.790	1.266
	lq	-4.9E-005	.000	-.008	-.166	.868	.979	1.021
	zaka	.008	.006	.066	1.295	.196	.983	1.017

a. Dependent Variable: lev

4-5 اختبار الفرضيات

على ضوء نتائج التحليل الإحصائي التي حددها الباحثان، فقد تم اختبار فرضيات البحث (الفرضية الرئيسية والفرضيات الفرعية) وفق النموذج الذي اعتمد لتحديد المتغيرات المؤثرة في تحديد هيكل رأس المال، من خلال نسبة الرفع المالي في الشركات المساهمة السعودية. وعند تفسيرهم للنتائج واختبار الفرضيات (الرئيسية والفرعية)، ظهر ما يلي:

• الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغيرات (الأصول الملموسة والمخاطرة والحجم والسيولة والزكاة والرّبحية)، وبين الرّفْع المالي مقاسا بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.

ويظهر الجدول رقم (3) نتائج اختبار هذه الفرضية، فالنتائج أعلاه تبين أنّ قيمة (P-value) البالغة (0) المجاورة لقيمة (F-Statistic) البالغة (13.38) أقل من (5%) (1- مستوى الثقة)، مما يعني أنها تقع في منطقة رفض الفرضية العدمية وفق قاعدة القرار المعتمدة؛ أي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين جميع المتغيرات المستقلة والمحددة لتحديد هيكل رأس المال، وبين المتغير التّابع الرّفْع المالي ممثلاً بنسبة الدّيون الطّويلة الأجل إلى مجموع الأصول، وهذا يعني ضرورة الأخذ بالفرضية البديلة؛ أي وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغيرات المحددة لصياغة هيكل رأس المال ونسبة الرّفْع المالي في الشّركات المساهمة السّعودية، وهذه النّتيجة تتفق والمنطق التّحليلي، وهو ما أشارت إليه الدّراسة السّابقة لكل من (Jong, Kabir & Nguyen, 2007)

وبعد أن تم اختبار الفرضية الرئيسية، قام الباحثان باختبار الفرضيات الفرعية من أجل التّعرف على شكل العلاقة بين المتغيرات الفرعية وتحديد هيكل رأس المال؛ من خلال نسبة الرّفْع المالي.

• الفرضية الفرعية لأولى: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير الأصول الملموسة والمتغير التّابع الرّفْع المالي مقاسا بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول".

الجدول رقم (3) يظهر نتائج اختبار هذه الفرضية، فالنتائج أعلاه تشير إلى أنّ قيمة (P-value) البالغة (0.00) أقل من (5%) (1- مستوى الثقة)، وهذا يعني أنّها تقع في منطقة رفض الفرضية العدمية؛ أي لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية لهذا المتغير (الأصول الملموسة Tangibility) على المتغير التّابع الرّفْع المالي، مما يعني

ضرورة الأخذ بالفرضية البديلة وهي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير الأصول الملموسة (Tangibility) ونسبة الرّفْع المالي في الشّركات السّعودية، علماً بأن قيمة بيتا تساوي (0.118)، وهذا يعني أنّ زيادة نسبة الأصول الملموسة بالنّسبة إلى الأصول بمقدار (10%) سيؤدي لزيادة نسبة الرّفْع المالي بمقدار (1,18%).

• الفرضية الفرعية الثانية: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير المخاطرة (Risk) مقاسة بنسبة الانحراف المعياري لصافي الدّخل، إلى مجموع الأصول والمتغير التّابع الرّفْع المالي مقاساً بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول".

ويظهر الجدول رقم (3) نتائج اختبار هذه الفرضية، فالنتائج أعلاه تشير إلى أنّ قيمة (P-value) تساوي (45.5%)، وهي أعلى من (5%) (1- مستوى الثقة)، مما يعني أنها تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية، أي لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير المخاطرة (Risk) والرّفْع المالي.

• الفرضية الفرعية الثالثة: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير الحجم (Size) مقاساً باللوغاريتم الطّبيعي للمبيعات، والمتغير التّابع الرّفْع المالي مقاساً بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول".

ويظهر الجدول رقم (3) نتائج اختبار هذه الفرضية، وتعكس النتائج أعلاه أنّ قيمة (P-value) البالغة (0.00) أقل من (5%) (1- مستوى الثقة)، مما يعني أنها تقع في منطقة رفض الفرضية العدمية، أي لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير الحجم (Size) مقاساً باللوغاريتم الطّبيعي للمبيعات، والمتغير التّابع الرّفْع المالي مقاساً بنسبة الدّيون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول، والأخذ بالفرضية البديلة وهي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير الحجم (Size) مقاساً باللوغاريتم الطّبيعي للمبيعات، ونسبة الرّفْع المالي في الشّركات السّعودية، حيث كانت بيتا له تساوي (0.021). مما يعني أنّ زيادة حجم المبيعات ينعكس في تأثيره على زيادة نسبة الرّفْع المالي.

• الفرضية الفرعية الرابعة: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير الربحية (Profitability) مقاسة بالعائد على الأصول، والمتغير التابع الرّفْع المالي مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول".

ويظهر الجدول رقم (3) نتائج اختبار هذه الفرضية، فالنتائج أعلاه تشير إلى أنّ قيمة (P-value) البالغة (0.00) أقل من (5%) (1- مستوى الثقة)، مما يعني أنها تقع في منطقة رفض الفرضية العدمية، أي لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير الربحية (Profitability) مقاسة بالعائد على الأصول، ومتغير الرّفْع المالي مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول، والأخذ بالفرضية البديلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير الربحية (Profitability) مقاسة بالعائد على الأصول، ونسبة الرّفْع المالي في الشركات السعودية، حيث كانت بيتا له تساوي (-0.24). مما يعني أنّ زيادة الربحية ينعكس في تأثيره في تخفيض نسبة الرّفْع المالي.

• الفرضية الفرعية الخامسة: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغير الفرعي الخامس السيولة (Liquidity) مقاسة بنسبة التّداول، والمتغير التابع الرّفْع المالي مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول".

ويظهر الجدول رقم (3) نتائج اختبار هذه الفرضية، فالنتائج أعلاه تشير إلى أنّ قيمة (P-value) البالغة (86.8%) هي أعلى من (5%) (1- مستوى الثقة)، مما يعني أنها تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية، أي أنّه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للسيولة (Liquidity) على نسبة الرّفْع المالي.

• الفرضية الفرعية السادسة: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغير الفرعي السادس للزكاة (Zaka'a) مقاسة بنسبة الزكاة إلى صافي الدّخل قبل الزكاة، والرّفْع المالي مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول".

ويظهر الجدول رقم (3) نتائج اختبار هذه الفرضية. فالنتائج أعلاه تشير إلى أن قيمة (P-value) البالغة (19.6%) هي أعلى من (5%) (1- مستوى الثقة)، مما يعني أنها تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية، أي لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للزكاة (Zaka'a) على متغير الرّفع المالي.

إنّ نتائج تحليل واختبار الفرضيات أعلاه، تساعد الباحثان على استنتاج وهو: أنّ هناك تباين في شكل التأثير للعوامل المستقلة في صياغة هيكل رأس المال من خلال نسبة الرّفع المالي، وقد أظهرت النتائج أنّ المتغيرات التي لها علاقة تأثيرية مباشرة هي: (الأصول الملموسة وحجم المبيعات والرّبحية)، وأما المتغيرات التي لم يكن لها تأثير واضح في ذلك فهي (الرّكاة والسّيولة والمخاطرة)، وتتفق هذه النتائج في جزء منها مع بعض الدّراسات السّابقة مثل دراسة (Jong, Kabir & Nguyen, 2007) وما توصلت إليه من نتائج.

إنّ قيم (Variance Inflation Factor) أقل من خمسة، يعني هذا أنّه في حالة وجود ارتباط بين المتغيرات، فإن هذا الارتباط لن يؤثر على نتائج التّحليل (Berenson & Others (2002).

إنّ نتائج تحليل الفرضية بخصوص الانحدار الخطي تشير إلى: أنّ هناك علاقة خطية بين الثلاثة متغيرات الأصول الملموسة والحجم والرّبحية والمخاطرة، حيث إن قيمة (Durbin-Watson) أقل من 2 مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، كما أنّ البواقي لا تأخذ نمطا محددًا مع المتغير التّابع، مما يؤكد على أنّ العلاقة خطية. لكن توزيع البواقي غير طبيعي كما هو مبين في الملحق الثالث.

إنّ نتائج تحليل الفرضية بخصوص الانحدار الخطي تشير إلى أنّ علاقة السّيولة والرّكاة ليست علاقة خطية مع ربحية الشركة، على الرغم من أنّ قيمة (Durbin-Watson) أقل من 2، مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، لكن

البواقى تأخذُ نمطا محددًا مع المتغير التَّابع، مما يؤكد على أنَّ العلاقة ليست خطية (تاركا الاحتمال لعلاقة غير خطية بين المتغيرات)، كما أنَّ توزيع البواقى غير طبيعي كما هو مبين في الملحق الثالث.

4-6 فحص القيم المتطرفة للمتغيرات

يبين الجدول رقم (4) أنَّ نسبة القيم المتطرفة قليلة، حيث بلغت القيم المتطرفة العظمى للمتغير التَّابع نسبة الرافعة المالية 32 قيمة أي (10%) من مجموع القيم، بينما لا توجد قيم متطرفة للمتغير المستقل الأصول الملموسة، في حين بلغ عدد القيم العظمى للمتغير المستقل المخاطرة عشرون قيمة وهي حوالي (6%) من إجمالي القيم، بينما بلغت القيم العظمى للمتغير المستقل 37 قيمة وهي حوالي (12%) من إجمالي القيم، في حين تبين أنَّ القيم العظمى للمتغير المستقل الزكاة هي 43، وهي اعلى نسبة وتعادل (13%) من إجمالي القيم، بينما بلغت القيم العظمى للمتغير المستقل الحجم 10 قيم، والقيمة الدنيا له 7 قيم، وأخيرا بلغت القيم الدنيا للمتغير المستقل الربحية 3 قيم، ولأن نسبة هذه القيم كان قليلا وتأثيره على النتائج ضعيفا.

جدول (4)

Univariate Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Missing		No. of Extremes ^a	
				Count	Percent	Low	High
lev	320	.0995	.11598	0	.0	0	32
tang	320	.4277	.22644	0	.0	0	0
risk	320	.0447	.07817	0	.0	0	20
size	320	19.5599	1.92680	0	.0	7	10
prof	320	.0762	.12129	0	.0	3	0
lq	320	3.4715	20.06230	0	.0	0	37
zaka	320	.1862	.97355	0	.0	0	43

a. Number of cases outside the range (Q1 - 1.5*IQR, Q3 + 1.5*IQR).

القيم المتطرفة

5- النتائج والتوصيات

1-1 النتائج

من خلال نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات، توصل الباحثان إلى جملة نتائج غاية في الأهمية، تحدد شكل العلاقة والتأثير بين محددات هيكل رأس المال ونسبة الرّفْع المالي في الشّركات المساهمة السّعودية للفترة (2003-2007) ومن هذه النّتائج ما يلي:

1. وجود متغيرات أخرى غير التي تم اعتمادها في النّمودج تؤثر على الرّفْع المالي في الشّركات المساهمة السّعودية، وصياغة هيكل رأس المال فيها، حيث كانت قيمة (R^2) المعدلة تساوي (24%)؛ وهذا يعني أنّ العوامل التي تضمنها النّمودج- الذي اعتمده الباحثان- تفسر (24%) من متغيرات الرّفْع المالي فقط، أما (76%) الأخرى فإنها تتحدد بمتغيرات أخرى لم يتضمنها النّمودج يتطلب معرفتها والاهتمام بها.

2. إنّ الأصول الملموسة (Tangibility) لها أثر واضح على نسبة الرّفْع المالي؛ وهذا يتوافق مع نتائج الدّراسات السّابقة ومع دراسة (Jong, Kabir & Nguyen, 2007), (Antonios, Paudyal & Guney (2007), (Bhaird & Lucey 2007), (Oztekin2009)، (Pathak, 2010) (Bressan, V., de Lima, Bressan,A. & Braga, A. 2009)، حيث تشير الدّراسات السّابقة إلى وجود علاقة موجبة بينهما، والسّبب في ذلك إنّ الأصول الملموسة تُعتبر ضمان لمانحي القروض في الاقتصاد السّعودي.

3. إنّ المخاطرة ليس لها أثر على الرّفْع المالي وبالتالي تحديد هيكل رأس المال، وهذا يتعارض مع المفاهيم العلمية، وما توصلت إليه الدّراسات السّابقة مثل دراسة (Pathak, 2010) التي أثبتت أن العلاقة عكسية، إلا أنها قريبة من نتائج دراسة (Jong, Kabir & Nguyen, 2007) التي أدت إلى نتائج متباينة.

4. وجود أثر ذو علاقة موجبة بين الحجم والرّفْع المالي في الشَّرْكات السَّعوديَّة، وهذا يتفق مع بعض الدَّرْاسات السَّابِقة مثل: (Jong, Kabir and Nguyen, (2007), (Allayannis, et., al., 2003), (Booth, et., al., 2001) (Rajan & (Ziugales, et., al., 1995) (Oztekin, 2009), (Bhaird & Lucey, 2007) ،(Antonios, Paudyal & Guney, 2007) (Pathak 2010) (Bressan, V., de Lima, Bressan, A. & Braga, A. 2009) ويمكن تفسيرها بأنَّ درجة استقرار المبيعات ومقدارها يقلل من احتمالات العسر المالي، وعليه يضعف احتمالية عدم سداد القروض المطلوبة، حتى وإن قلت نسبة السيولة في الشَّرْكة، وهذه سمة اتسمت بها الشَّرْكات المساهمة السَّعوديَّة بشكل عام.

5. وجود أثر ذو علاقة عكسية بين الرِّبحية والرّفْع المالي في الشَّرْكات المساهمة السَّعوديَّة، وهذا يتوافق مع دراسة (Antonios, Paudyal & Guney, 2007); (Oztekin, 2009); (Pathak, 2010); (Bressan, V., de Lima, Bressan, A. & Braga, A. 2009); (Jong, Kabir & Nguyen, 2007); (Allayannis, et.,al., 2003); (Booth, et.,al., 2001); (Rajan and Ziugales, 1995).

ويمكن تفسير ذلك في أن الرِّبحية تمكن الشَّرْكات من الاعتماد على التَّمويل الداخلي لإجراء أي فرص استثمارية، وعدم لجوئها إلى التَّمويل الخارجي، مما يتوافق مع فرضية (Pecking Order Hypothesis). ويعتقد الباحثان بأهمية هذا الاستنتاج وفق مشاهدتهم التَّحليلية للشَّرْكات السَّعوديَّة، التي تهتم بمصادر الملكية واحتجاز الأرباح دون الاهتمام بالحصول على مصادر التَّمويل المقترضة، وقد يكون سبب ذلك غلبة سمة الملكية العائلية على هذه الشَّرْكات، مما يزيد في طموح وتعظيم حصة الملاك في الشَّرْكة وأيضاً قد يكون بسبب الوازع الدِّيني الذي يحرم الفائدة.

6. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين السيولة والرّفْع المالي، وتفسير ذلك أنَّ الشَّرْكات السَّعوديَّة تتمتع بقدرة نقدية عالية تجعلها محدودة الاعتماد على الدِّين؛ بسبب تحريم الفائدة، ولاعتبارات أخرى مما جعل السيولة أو عدمها لا أثر له في اعتماد الشَّرْكة على الدِّين.

7. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين الزكاة ونسبة الرّفْع المالي ، ولا يمكن مقارنة نتائج هذه الدّراسة مع الدّراسات السّابقة؛ التي تتوقع علاقة موجبة بين الضّرائب والرّفْع المالي، وذلك بسبب الميزة الضّريبية، وهذا الاختلاف ناتج بسبب خصوصية المملكة العربية السّعودية في أنها تفرض الزكاة قياساً ببقية الدّول. ويمكن تفسير عدم وجود علاقة بين المتغيرين هو عدم وجود ميزة ضريبية للزكاة مثل الدّين؛ لأنها التّزام شرعي وتحسب على دخل ورأس مال الشّركة وما في حكمهما.

5-2 التّوصيات

وعلى ضوء ما قدمه الباحثان من نتائج تحليلية يمكن عرض بعض التّوصيات:

1. إنّ ضعف نسبة الرّفْع المالي المستخدمة من قبل الشّركات السّعودية - والتي لا يتجاوز معدلها لمشاهدات الدّراسة (10%) -، مما يعني أنّ هناك فرصاً تمويلية متوفرة غير مستغلة يمكن استغلالها لزيادة فرص النّمو الاستثماري في هذه الشّركات، لذلك يمكن التّوصية للشّركات في المملكة العربية السّعودية بأن تستغل مصادر التّمويل المتوفرة والقليلة التّكلفة مثل القروض الذي توفرها المصارف المحلية.

2. إنّ اغلب الشّركات السّعودية تستطيع أن تضمن زيادة في نسبة الرّفْع المالي لديها؛ نظراً لما تتمتع به من ارتفاع في مقدار مبيعاتها، وزيادة التّدفقات النّقديّة لديها - وحسب ما يعتقد الباحثان - فإنّ هذه الزيادة في الرّفْع المالي سوف تضمن النّمو والاستقرار في الشّركات رغم الطّروف المالية التي تمر بها.

3. يوصي الباحثان بضرورة قيام إدارة الشّركات - محل الدّراسة - في ترتيب احتياجاتها المالية حسب فرضية ترتيب البدائل (Pecking Order Hypothesis) وذلك للعلاقة العكسية بين الرّحبية والرّفْع المالي، لأنّ أول ملجأ في حالة الاحتياجات

المالية سيكون الأرباح المحتجزة وهي المصدر التّمويلي داخلي، ثمّ بعد ذلك تلجأ إلى مصادر التّمويل الخارجي.

4. إنّ الشّركات التي تتمتع بنسبة أصول ثابتة عالية يمكنها زيادة الرّفح المالي دون تخوف؛ وذلك لكون هذه الأصول تعتبر كضمانات إضافية للّدّيون.

5. كون التّمودج المستخدم في هذه الدّراسة قد فسر نسبة قليلة من التّغيرات التي تحدث في الرّفح المالي؛ لذا يوصي الباحثان بضرورة اعتماد وتطبيق نماذج أخرى لتحديد هيكل رأس المال في الشّركات السّعودية.

المراجع

الكتب:

- الزبيدي، حمزة (2008م) الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتّوزيع، عمان، الأردن.
- Borenson, M. Levine, D. and Krehbiel, T.** (2004) *Basic Business Statistics*. 9th edition, New Jersey, Prentice Hall.
- Brigham, E. and Ehrhardt, M.** (2005) *Financial Management: Theory and Practice*. 11th edition, south wasterm: Thomson Learning.
- Ross, S. Wester field, R., Jaffe, V. and Jordan, B.** (2008) *Modern financial Management*, 8th edition, New York: McGraw-Hill.

الأبحاث والمقالات:

- Allayannis, G., Brown, G. and Klapper, L.** (2003) Capital structure and financial risk: Evidence from foreign debt use in East Asia. *The Journal of Finance*, **LVIII**, (6): 2667-2709.
- Al-Najjar, B.** (2008) Corporate Governance and Institutional Ownership: Evidence from Jordan, *Working Paper*, www.ssrn.com
- Antonios, Guney and Paudyal** (2007) The Determinants of Capital Structure: Capital Market Oriented Versus Bank Oriented Institutions, *Working Paper*, www.ssrn.com
- Ayesh, H.** (2006) Deterimnants and Multifactor Dynamic Model of Optimal Capital Structure: Evidence from Jordan. Arab Academy for Banking and Financial Sciences. *PHD Dissertation*.
- Bancel, F. and Mittoo, U.** (2004) Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. *Financial Management* **33**: 4, Winter, 103-132.
- Beck, T., Demircug-Kunt. A. and Maksimovic, V.** (2002) Financing Patterns around the world: the role of institutions. *World Bank Policy Research Working Paper* 2005.

- Bhaduri, S.** (2002) Determinants of corporate borrowing: some evidence from the Indian corporate structure. *Journal of Economic and Finance* **26**(2): 200-215.
- Bhaidr and Lucey** (2007) Determinants of the Capital Structure of SMEs: A Seemingly Unrelated Regression Approach, *Working Paper*, www.ssrn.com
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A. and Maksimovic, V.** (2001) Capital structure in developing countries. *Journal of Finance* **56**: 87-130.
- Bressan, V., de Lima, Bressan, A. and Braga, A.** (2009) Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro, *Brazilian Journal of Rural Economy and Sociology (RESR)*, 47(issue 1).
- Chen, J.** (2004) Determinants of capital structure of Chinese listed companies, *Journal of Business Research*, **57**(Issue 12): 1341-1351.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., and Pescetto, G.** (2004) The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management* **14**: 387-405.
- Fan, J., Titman, S. and Twite, G.** (2006) An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Working Paper*, www.ssrn.com.
- Hall, G. Hutchinson, P. and Michaelas, N.** (2004) Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting* **31**: 711-728.
- Jong, A., Kabir, R. and Nguyen, T.** (2007) Capital Structure Around the World: The Roles of Firm and Country Specific Determinants. Erasmus Research Institute of Management-EFA 2006 *Zurich Meetings Paper*.
- Oztekin** (2009) Capital Structure Decisions Around the World: Which Factors are Reliably Important?, *Working Paper*, www.ssrn.com
- Pathak** (2010) What Determines Capital Structure of Listed Firms in India?: Some Empirical Evidences from The Indian Capital Market, *Working Paper*, www.ssrn.com
- Rajan, R. and Zingales, L.** (1995) What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* **50**: 1421-1460.
- Sett and Sarkhel** (2010) Macroeconomic Variables, Financial Sector Development and Capital Structure of Indian Private Corporate Sector during the Period 1981-2007, *The IUP Journal of Applied Finance*, **16**(1): pp. 40-56
- Wald, J.** (1999) How firm characteristics affect capital structure: An International comparison. *Journal of Financial Research* **22**: 161-187.

الملاحق

ملحق رقم (1)

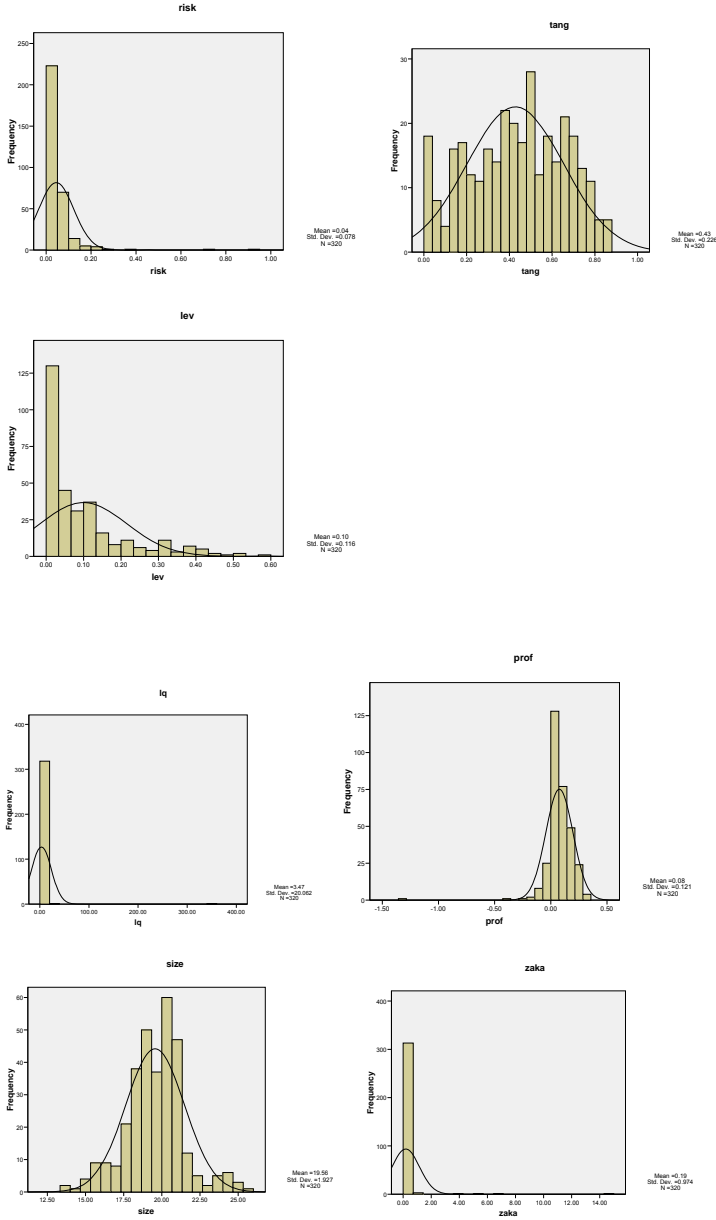
عينة الدراسة

- قطاع الزراعة والصناعات الغذائية: (شركة مجموعة أنعام الدولية القابضة، الشركة السعودية للأسماك، شركة الجوف الزراعية، الشركة الشرقية للتنمية، شركة المراعي، شركة تبوك للتنمية الزراعية، شركة جازان للتنمية، شركة القصيم الزراعية، الشركة السعودية لمنتجات الألبان والأغذية، مجموعة صافولا، شركة المنتجات الغذائية، شركة حائل للتنمية الزراعية، الشركة الوطنية للتنمية الزراعية).
- قطاع الإسمنت: (شركة إسمنت اليمامة السعودية المحدودة، شركة إسمنت المنطقة الجنوبية، شركة إسمنت المنطقة الشرقية، شركة الإسمنت العربية، شركة الإسمنت السعودية، شركة إسمنت تبوك، شركة إسمنت القصيم، شركة إسمنت ينبع).
- الصناعات البتر وكيماوية: (الشركة السعودية للصناعات الأساسية، شركة الأسمدة العربية السعودية، الشركة السعودية العالمية للبتر وكيماويات، المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي، شركة نماء للكيماويات).
- قطاع الطاقة: (شركة الغاز والتصنيع الأهلية، لشركة السعودية للكهرباء).
- الفنادق السياحية: (الشركة السعودية للفنادق، شركة المشروعات السياحية).
- تقنية المعلومات والاتصالات: (شركة الاتصالات السعودية).
- قطاع النقل: (الشركة السعودية للنقل الجماعي، الشركة السعودية للنقل والاستثمار).
- الإعلام والنشر: (المجموعة السعودية للأبحاث والتسويق، شركة تهامة للإعلان والعلاقات العامة).
- التطوير العقاري: (شركة الرياض للتعمير، الشركة العقارية السعودية، شركة طيبة القابضة).

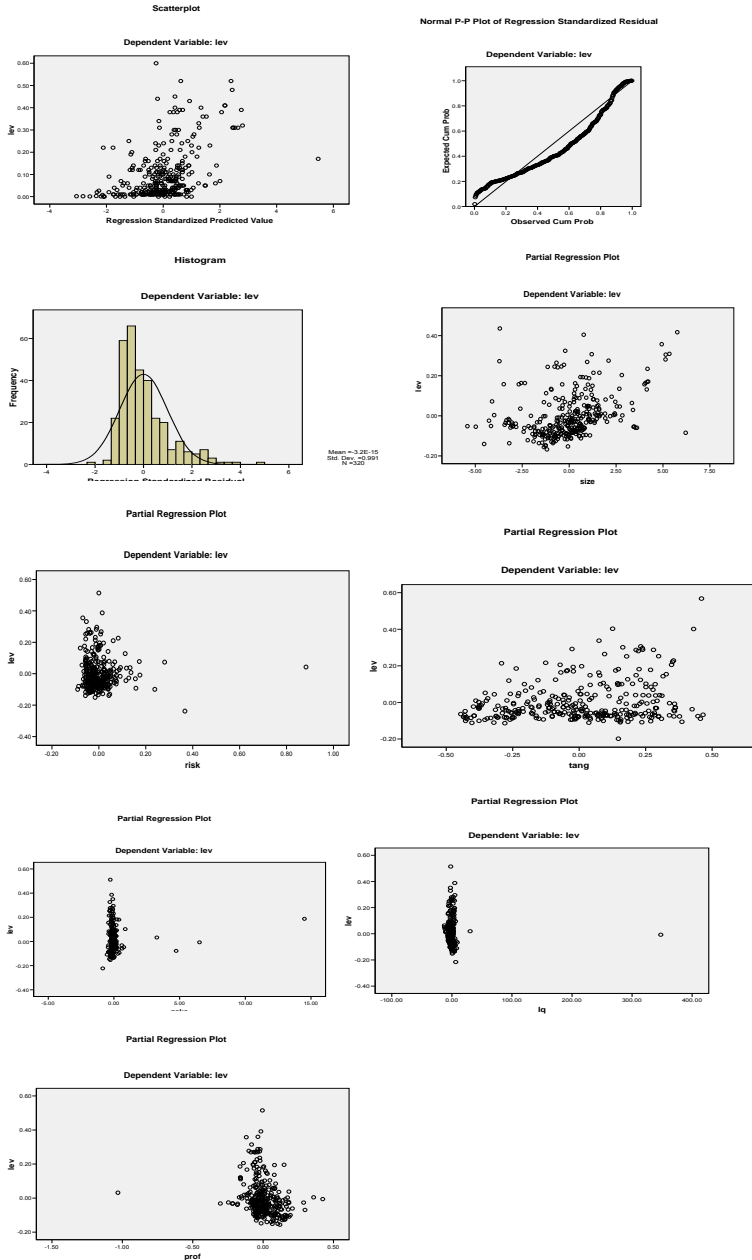
- الاستثمار المتعدد: (الإحساء للتنمية، شركة الباحة للاستثمار والتنمية، شركة المصافي العربية السعودية، الشركة السعودية للخدمات الصناعية، الشركة السعودية للصناعات المتطورة).
- التشييد والبناء: (الشركة العربية للأنايب، شركة الباطين للطاقة والاتصالات، شركة الخزف السعودي، شركة الزامل للاستثمار الصناعي، شركة الكابلات السعودية، شركة أمانتيت العربية السعودية، شركة الجبس الأهلية، الشركة السعودية للتنمية الصناعية).
- التجزئة: (شركة الدريس للخدمات البترولية والنقل، الشركة الوطنية للتسويق الزراعي، شركة جرير للتسويق، الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات، مجموعة فتيحي القابضة).
- الاستثمار الصناعي: (الشركة السعودية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية، شركة العبد اللطيف للاستثمار الصناعي، الشركة الكيمائية السعودية، شركة الصناعات الزجاجية الوطنية، الشركة السعودية للصادرات الصناعية، الشركة السعودية لصناعة الورق، شركة تصنيع مواد التعبئة والتغليف، الشركة الوطنية للتصنيع وسبك المعادن).

ملحق رقم (2)

الرسم البياني لتوزيع جميع بيانات كل المتغيرات



ملحق رقم (3) تحليل الانحدار الخطي



Testing Some Determinants of Capital Structure “Evidence from Saudi Arabia” Analytical Study (2003-2007)

Hamzah Alzubaidi and Hussein Salameh

*Professor, Assistant Professor
Banking and Financial Department
Banking and Financial Sciences College
Arab Academy for Banking and Financial Sciences*

Abstract. This study examines the effect of some financial variables on the capital structure of Saudi Arabia corporate companies listed at the Saudi Arabia Financial Market. The Researchers used a mathematical model to investigate the relationship which might exist between the independent variables (Fixed Assets, Size, Risk, Profitability, Liquidity, and Zaka'a) and the dependent variable financial leverage (long term debt divided by total assets).

The sample of the study consists of sixty four companies presents thirteen different sector, (320) observations used in a Panel Data. The study concludes first: Three variables (Fixed Asset, Size and Profitability) affect the financial leverage. Second: The paper indicates that the total variables in the model affect the financial leverage.