

**Capital Structure and the variables
Affect on it Empirical study on
UAE listed companies**

Dr. Alaa Abdul Husein AL saadi
College of Administration and Economics
Basra university

Abstract:

This study aims to investigate the capital structure levels (leverage ratio) and the economic activity effects, and some variables on these levels of listed companies in the United Arab Emirates. The study adopting Panel Data for sample of 35 companies which are registered in both Abu Dhabi and Dubai security markets for 6 years during the period 2005 – 2010. The fixed-effect (within) regression model was used to examine this sample.

The study concluded that the nature of company's business has effect on capital structure level. In addition the study showed that there was a positive significant relationship between fixed assets and company size with the company's capital structure, and there was a negative significant relationship between profitability and company's capital structure. These results indicate that the companies have big fixed assets used leverage in order to increase their operation activities but as a second option after use of their equity funds first.

هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه

د. علاء عبد الحسين صالح الساعدي
كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة

الملخص :

هذه الدراسة هدفت الى التحقق من مستويات هيكل رأس المال (الرفع المالي) وأثر طبيعة النشاط الاقتصادي وبعض المتغيرات على تلك المستويات، حيث استخدمت اسلوب ال Panel Data لعينة مؤلفة من ٣٥ شركة مدرجة في سوقي ابوظبي ودبي للاوراق المالية لمدة ست سنوات للمدة من ٢٠٠٥ ولغاية ٢٠١٠ باتباع نموذج fixed-effect (within) regression لاختبار تلك العينة .

لقد توصلت الدراسة الى أن هناك أثراً لنوع النشاط الذي تمارسه الشركة على مستويات هيكل رأس المال ، وأن هناك علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين الموجودات الثابتة وحجم الشركة مع الرفع المالي ، وعلاقة سلبية ذات دلالة احصائية ربحية الشركة والرفع المالي مما يعني أن الشركات التي تمتلك موجودات ثابتة كبيرة تسعى الى الرفع المالي من أجل زيادة نشاطها التشغيلي ، ولكن في نفس الوقت تلجأ الى الاقتراض كخيار ثانٍ بعد أن تستخدم أموال الملكية كخيار أول .

أولاً: المقدمة

يشير هيكل رأس المال إلى التوليفة الخاصة بالديون وأموال الملكية المستخدمة من قبل الشركة في تمويل أصولها . وتعدّ قرارات هيكل رأس المال من القرارات المهمة التي تقوم بها إدارات الشركات ، حيث إنّ هذه القرارات تُعدّ مركز القرارات المالية والمحاسبية الأخرى. ويعتبر التأكد من التكلفة المنخفضة لرأس المال واحداً من الأهداف الرئيسية التي يسعى لها أي مدير مالي بأي شركة مهما اختلف نشاطها ، وذلك لارتباطها بتعظيم الأرباح. أن هيكل رأس المال يعتبر من الأدوات المهمة للإدارة لغرض إدارة كلفة رأس المال ، حيث تحاول معظم إدارات الشركات الوصول إلى المستوى الأمثل لهيكل رأس المال ، والمتمثل في النقطة التي يكون فيها كلفة رأس المال أقل ما يمكن .

لذلك أولى المحاسبون والمحللون الماليون والمقرضون أهمية خاصة وكبيرة لهيكل رأس المال، لكونه أحد النقاط المهمة التي تؤخذ بالاعتبار عند تقييم قوة أي شركة ، وموقفها المالي والمحاسبي، ومدى اعتمادها بتمويل موجوداتها على أموال الملكية أو أموال الاقتراض. بالإضافة إلى ذلك ، فإنّ المزايا والتكاليف والمخاطر المرتبطة بالاقتراض قد أضافت إبعاداً أخرى لأهمية دراسة هيكل رأس المال العامل .

لذا جاءت أهمية هذا البحث من خلال التحقق من مستويات هيكل رأس المال (الرفع المالي) في الشركات الإماراتية باستخدام أسلوب تحليل الأنحدار المتعدد Fixed-effect (within) regression حيث تم اعتماد أسلوب ال Panel Data لمدة ست سنوات للمدة من سنة ٢٠٠٥ ولغاية سنة ٢٠١٠ .

لقد تم تقسيم هذه الدراسة إلى خمسة أجزاء ، حيث تناول الجزء الثاني أدبيات الدراسة من خلال تناول الدراسات السابقة الخاصة بهيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه، في حين خصص الجزء الثالث لمنهجية الدراسة التي تم التطرق لها من خلال التعريف بأهمية الدراسة ومشكلاتها ونموذجها وتعريف المتغيرات وفرضيات الدراسة

ومجتمع وعينة الدراسة. اما الجزء الرابع فقد خصص لتحليل النتائج فيما كانت الاستنتاجات تحتل الجزء الاخير (الخامس).

ثانياً : أدبيات الدراسة

سوف نتناول أدبيات الدراسة من خلال جزأين ، الأول يتعلق بالدراسات السابقة التي تخص هيكل رأس مال الشركات ، فيما يتعلق الجزء الثاني بالمتغيرات التي تؤثر عليه وكما يلي :

١ الدراسات السابقة

تعتبر دراسة (Miller and Modigliani 1958) من أهم الدراسات التي تناولت موضوع هيكل رأس مال الشركات وعلاقته بقيمة تلك الشركات حيث توصلت الى نتيجة مهمة وهي أنه في ظل ظروف التأكد او السوق الكفوء وهي تناظر المعلومات ، وعدم وجود كلفة للتعاملات ، وعقلانية المستثمرين ، وعدم وجود الضرائب ، وعدم وجود تكاليف للوكالة ، فإن قيمة الشركة لاتعتمد على قرارات هيكل رأس مالها .

وعلى الرغم من عدم واقعية شروط وظروف النتيجة أعلاه ، الا أنها اكتسبت أهمية كبيرة كونها فتحت المجال للعديد من الدراسات اللاحقة عن موضوع هيكل رأس مال الشركات ومن خلال عدة مداخل تتعلق بنقض تلك الافتراضات ، فمن ناحية الضرائب نجد أن (Baxter 1967) يفترض بأن الاستعمال الواسع للدين سوف يزيد من فرص التعرض للإفلاس بسبب مطالبة الدائنين لعلاوة اضافية عن المخاطر الاضافية ، وبالتالي فإن على الشركات أن لا تستخدم الدين الى ما بعد النقطة التي تكون فيها كلفة الدين اكبر من الوفر الضريبي الذي سيتحقق من هذا الدين. اما (Kraus and Litzenberger 1973) فقد قالوا بأنه اذا كانت التزامات الشركات أكثر من أرباحها فإن قيمة الشركة من الضروري أن تكون دالة لألتزاماتها، في حين نجد أن (DeAngelo and Mausulis 1980) توصلوا الى أن اية شركة لها هيكل رأس مال أمثل داخلي والذي يعظم من قيمة تلك الشركة ، وان هذا الهيكل لرأس المال يتحدد بناء على تفاعلات وظروف تلك الشركات فيما يخص الضرائب. اما (Altman

هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه

(1984) كان أول من حدد التكاليف المباشرة وغير المباشرة للإفلاس حيث درس ١٢ شركة بيع تجزئة و٧ شركات صناعية ، اذ توصل الى أنّ الشركات في عينته تواجه ١٢% تكاليف إفلاس غير مباشرة في الفترة الزمنية السابقة ، و ١٦,٧% في الفترة الزمنية الحالية، حيث استنتج بأن هيكل رأس المال يجب أن يمثل القيمة الحالية لهامش الوفورات الضريبية المساوي للقيمة الحالية لهامش تكاليف الإفلاس أما (Bradley, Jarrell et al. 1984) فقد وجدوا علاقة قوية ايجابية بين الدرع الضريبي ومستوى دين الشركات .

من جانب آخر ، نجد أنّ وجود تكاليف الوكالة قد فسح المجال لعدد من الدراسات فيما يتعلق بهيكل رأس مال الشركات، وذلك لأنّ نظرية الوكالة تقترح بأنّ هناك مستوى دين أمثل في هيكل رأس مال الشركة يمكن أن يقلل من تكاليف الوكالة. ومن أجل التخفيف من مشكلة الوكالة هناك عدة طرقا تم اقتراحها. فنجد أن (Jensen and Meckling 1976) اقترحا اما زيادة ملكية المدراء بالشركات لكي تتطابق اهتمامهم مع اهتمامات الملاك ، او زيادة استخدام الدين الذي سوف يقلل من الملكية الأساسية وهذا يؤدي الى زيادة نسبة ملكية المدراء. اما (Jensen 1986) فقد قدم فرضية التدفق النقدي الحر، التي تشير الى النقد المتوفر بعد تمويل كل المشاريع ذات التدفق النقدي الايجابي ، حيث قد يحاول المدراء الذين تعتمد أجورهم على التوسع بالشركات استخدام هذه الأموال الفائضة بمشاريع غير مجدية من أجل التوسع فقط الذي سينتج زيادة في أجورهم ، (Jensen 1986) حيث قال أنّ هذه المشكلة من الممكن أن تتم السيطرة عليها عن طريق اما زيادة ربط المدراء بشركاتهم ، او عن طريق زيادة الدين في هيكل رأس المال والذي سيقلل النقد الحر المتوفر للمدراء. اما (Harris and Raviv 1990) اعطيا سبباً آخر لاستعمال الدين في هيكل رأس المال ، حيث قالوا بأن الادارة تخفي المعلومات عن المساهمين حول سيولة الشركة ، حتى وإن كانت السيولة في صلب اهتمام المساهمين ، وذلك لأن المدراء يريدون استمرار وجودهم بالشركة . وبشكل مشابه نجد أنّ (Amihud and Lev. 1981) افترضوا بأن المدراء لديهم الحوافز للضغط على الاستراتيجيات التي تقلل من مخاطر

العمل. هذا الصراع من الممكن حله باستعمال الدين للتمويل ، طالما أن مالكي السندات سيسيطرون على الشركة في حالة اخفاقها في تسديد التزاماتها، وذلك حسب ما هو مثبت في وثيقة اصدار السندات.

مدخل آخر لتوضيح هيكل رأس مال الشركات، وهو اختلاف مستوى المعلومات بين مستخدمي تلك المعلومات الخارجيين والداخليين حول فرص الاستثمار وتوزيعات الدخل ، اذ نجد أن (Ross 1977) قال بأنّ المدراء لديهم معرفة افضل حول توزيع الدخل في الشركة . وإنّ هؤلاء المدراء عندما يصدرون دين (سندات) فإنها تمثل ارسال اشارة ايجابية للاطراف الخارجية حول الشركة ووضعها المالي الحقيقي وتوزيعاتها وإنّ الشركة بوضع جيد وقادرة على الايفاء بالتزاماتها باقسط هذا الدين بشكل منتظم مع فوائده. وبهذا الخصوص فإنّ الدين الكبير قد يشير الى الثقة العالية للمدراء بشركاتهم وقدرتها على الايفاء بالتزاماتها لهذا الدين. إنّ هذا الامر يؤدي بالشركات الى زيادة استخدامها للدين من أجل ارسال اشارات ايجابية للمستثمرين عن قدرتهم واستقرار عملهم الذي يولد لديهم مدخولات تستطيع أن تفي بهذه الالتزامات . لذلك الشركات في جهودها لزيادة ثقة المستثمرين ومن أجل زيادة قيمة الملكية في شركاتهم ، سوف يستخدمون ديناً عالياً في هيكل رأس مالها .

٢ المتغيرات التي تؤثر على هيكل رأس المال

من خلال مراجعة العديد من الادبيات الخاصة بهيكل رأس المال (Myers and Majluf. 1984; Titman and Wessels 1988; Barclay, C.W. et al. 1995; Rajan and Zingales 1995; Drobetz and Fix. 2003; Shah and Khan 2007)، تم تحديد مجموعة من العوامل التي تؤثر على قرارات الشركة فيما يتعلق بهيكل رأس المال ، بكلمات اخرى ، محاولة قياس أثر تلك العوامل على مستوى الرفع المالي في الشركات . اذ سنتأول أثر كل من الموجودات الملموسة (الثابتة) ، وحجم الشركة ، ونموها ، وأرباحها ، وتذبذب تلك الأرباح ، وفيما يلي توضيح لتلك المتغيرات وسبب اختيار كل منها .

هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه

• الموجودات الملموسة (الثابتة)

تؤثر الموجودات الثابتة على هيكل رأس مال الشركة ، إذ إنّ الشركات التي تملك موجودات ثابتة كبيرة يمكنها الاقتراض بأسعار فائدة أقل عن طريق توفيرها ضمانات من هذه الأصول الثابتة الى دائئيتها بصورة اكبر من الشركات التي لديها موجودات ثابتة اقل ، ومن هنا فإنّ الشركات التي تمتلك موجودات ثابتة كبيرة متوقع أن تستدين أكثر بالمقارنة بالشركات التي تكون تكاليف اقتراضها عالية لأنها لاتمتلك موجودات ثابتة كثيرة، لذلك يعتقد أن هناك علاقة ايجابية بين الموجودات الثابتة والرفع المالي (Shah and Khan 2007).

• حجم الشركة

هناك وجهتا نظر حول علاقة الحجم بالرفع المالي ، الأولى تقول إنّ الشركات الكبيرة لا تأخذ بالاعتبار تكاليف الافلاس المباشر كمتغير فعال في تحديدها مستوى الرفع، حيث تعتبر تلك التكاليف ثابتة وتعتبر نسبة صغيرة من قيمة الشركة، وأن الشركات الكبيرة تكون أكثر تنوع وبالتالي اقل فرصة لكي تتعرض للافلاس (Titman and Wessels 1988). وحسب هذا الرأي يمكن توقع أن هناك علاقة ايجابية بين الحجم والرفع المالي .اما وجهة النظر الاخرى (Rajan and Zingales 1995) تقول بأن هناك عدم تناظر المعلومات اقل في الشركات الكبيرة وهذا يؤدي الى التقليل من احتمال التقييم الواطئ لاية ملكية جديدة مصدرة (سندات)، وهذا يشجع الشركات الكبيرة لاستعمال التمويل بالملكية ، وهذا يعني أنّ هناك علاقة سلبية بين حجم الشركة والرفع المالي .

• نمو الشركة

عمليا هناك الكثير من الجدل حول العلاقة بين معدل النمو ومستوى الرفع المالي في الشركة ، وحسب نظرية Pecking order theory فإنّ الشركة سوف تستخدم أولاً أموال الملكية التي يتم توليدها داخليا والتي قد تكون غير كافية لنمو الشركات وبعد ذلك كخيار ثانٍ تلجأ لاستخدام الديون للتمويل الذي يبدو بأن الشركات التي لديها نمو سوف يكون لديها رفع مالي كبير (Drobetz and Fix. 2003) ، من ناحية اخرى

فإن تكاليف الوكالة للشركات النامية من المتوقع أن تكون عالية، وذلك لأن تلك الشركات لها مرونة عالية فيما يتعلق بالمشاريع المستقبلية . إن السبب الذي يدعو المقرضين الى التخوف من تلك الشركات هو إنها قد تذهب الى مشاريع ذات مخاطر عالية ، وطالما وجد مثل هذا الاحتمال ، فإن المقرضين سوف يطلبون فائدة أكبر على قروضهم لتلك الشركات النامية ، وهذا ما يجعل من تلك الشركات الى تجنب مثل تلك التكاليف العالية عن طريق تقليل الاعتماد على أموال الاقراض ضمن هيكل رأسمالها . تماشياً مع هذه الرؤية فيتوقع أن تكون هناك علاقة سلبية بين فرص النمو والرفع المالي (Titman and Wessels 1988; Barclay, C.W. et al. 1995;) (Rajan and Zingales 1995).

• ربحية الشركة

حسب نظرية pecking order فإن الشركات تميل الى استخدام أموال الملكية المتولدة داخليا أولاً ، وبعد ذلك تلجأ الى التمويل الخارجي ، وهذا يعني أن الشركات الربحية سوف يكون لديها أموال متولدة داخليا عن طريق الأرباح مما يعني أنها سوف تستخدم الرفع المالي بدرجة اقل (Myers and Majluf. 1984) مما يشير الى توقع علاقة سلبية بين مستوى الأرباح والرفع المالي.

• تذبذب الأرباح

يرتبط تذبذب الأرباح عادة بمخاطر الأعمال ، او أن يكون نتيجة لممارسات الإدارة غير الفاعلة او الكفوءة ، وفي كلتا الحالتين فإن تذبذب الأرباح هو مقياس للصعوبات التي قد تواجهها الشركة ، وعلى الشركة التي يوجد تذبذب عالٍ في أرباحها أن تدفع علاوة في اسعار الفائدة للمقرضين الخارجيين ، وهذا يؤدي بتلك الشركات أن تحاول اللجوء الى أموال الملكية (المولدة داخلياً) أولاً، وبعد ذلك تلجأ الى التمويل الخارجي حسب نظرية pecking order ، وهذا يعني أن تذبذب الأرباح يرتبط سلبياً بالرفع المالي (Shah and Khan 2007).

ثالثاً : منهجية الدراسة

سوف نتناول في هذا الجزء من الدراسة أهمية ومشكلتها ونموذج الدراسة ، والتعريف بمتغيراتها وفرضياتها والبيانات والعينة المختارة وكما يلي:

١ أهمية الدراسة

يعتبر هدف تعظيم ثروة أصحاب المشروع (المساهمين) من أهم الاهداف التي تسعى الادارة الى تحقيقها عن طريق استخدامها للسياسات والاجراءات الفعالة التي من شأنها تحقيق هذا الهدف. وبطبيعة الحال ، فإن السياسات والاجراءات المالية والمحاسبية من أهم تلك السياسات والاجراءات ، حيث يحتل هيكل رأس المال مكانة متميزة بينها، والتي تتعلق بصلب النشاط التشغيلي لاي مؤسسة أو شركة .

ولما كان هيكل رأس المال يحتل تلك المكانة المتميزة والمهمة ، فقد وجب على الإدارة مراقبته والحرص على الوصول به الى المستوى الأمثل لهيكل رأس المال الذي يختلف من شركة إلى اخرى حسب طبيعة ونشاط تلك الشركة والظروف التي تمر بها. ونظراً لأهمية هيكل رأس المال فقد جاءت هذه الدراسة من أجل التعرف على أثر طبيعة نشاط الشركة على مستوى الرفع المالي فيها ، ومحاولة التعرف على أثر العوامل المختلفة على الرفع المالي في الشركات المساهمة العامة في دولة الإمارات العربية المتحدة.

ومن جانب آخر ، وعلى الرغم من أنّ أغلب الدراسات السابقة قد أجريت على الشركات في الاسواق والدول المتقدمة ، فإن هذا البحث يكتسب أهمية اخرى من خلال تطبيقه على الشركات في دولة الإمارات العربية المتحدة، كون السوق الإماراتي يتسم بالنمو المتسارع، والتطور السريع، وإنّ الشركات في دولة الإمارات تتميز عن غيرها من دول المنطقة بتطبيقاتها الالكترونية الحديثة ، واعتمادها معايير المحاسبة والتدقيق الدولية ، وعملها في ظل سوق ونظام اقتصادي مفتوح. بالاضافة الى ذلك ، تكتسب هذه الدراسة أهمية اخرى كونها تقدم دليلاً عملياً لإدارة الشركات الإماراتية عن هيكل رأس المال ومستوى استخدام الرفع المالي في تلك الشركات وأثر العوامل المختلفة على استخدام الرفع المالي.

بالإضافة الى ذلك تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات باعتمادها أسلوب ال Panel Data في نموذج الأنحدار المتعدد بدل استخدام التحليل المقطعي في نموذج الأنحدار والارتباط المتبع في الدراسات السابقة ، حيث يوفر هذا الأسلوب دقة اكبر في نتائجه وكما سيتم توضيحه في الجزء الخاص بال Panel Data من المنهجية لاحقاً.

٢ - مشكلة الدراسة

تحدد مشكلة الدراسة في دراسة هيكل رأس المال (الرفع المالي) للشركات الإماراتية بمختلف القطاعات الاقتصادية ، وأثر العوامل المختلفة على هيكل رأس المال ، وعليه يمكن تلخيص مشكلة الدراسة من خلال الإجابة عن الاسئلة التالية:

- هل هناك أثر للقطاع الاقتصادي الذي تعمل به الشركة على هيكل رأس مالها في دولة الامارات العربية المتحدة؟
- هل هناك أثر للموجودات الملموسة (الثابتة) على هيكل رأس مال الشركات في دولة الامارات العربية المتحدة؟
- هل هناك أثر للحجم على هيكل رأس مال الشركات في دولة الإمارات العربية المتحدة؟
- هل هناك أثر للنمو على هيكل رأس مال الشركات في دولة الإمارات العربية المتحدة؟
- هل هناك أثر للربحية على هيكل رأس مال الشركات في دولة الإمارات العربية المتحدة؟
- هل هناك أثر لتذبذب الأرباح على هيكل رأس مال الشركات في دولة الإمارات العربية المتحدة؟

٣ - نموذج الدراسة

يمكن توضيح نموذج الدراسة للعلاقة بين طبيعة النشاط الذي تمارسه الشركة (القطاع الاقتصادي) وهيكل رأس مالها (الرفع المالي) من خلال اتباع تحليل الأنحرافات ANOVA ومن ثم اعتماد تحليل المتوسطات الحسابية . اما بالنسبة

هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه

للعلاقة بين هيكل رأس المال (الرفع المالي) والعوامل المؤثرة عليه فيمكن توضيح نموذج الدراسة وفق معادلة الأنحدار المتعدد التالية:

$$CS_{it} = A_1 + B_1 (FA_{it}) + B_2 (S_{it}) + B_3 (G_{it}) + B_4 (P_{it}) + B_5 (EV_{it}) + U_{it}$$

حيث أن :

CS_{it} : هيكل رأس مال الشركة i وللفترة t

FA_{it} : الموجودات الملموسة (الثابتة) للشركة i وللفترة t

S_{it} : الحجم للشركة i وللفترة t

G_{it} : النمو للشركة i وللفترة t

P_{it} : الربحية للشركة i وللفترة t

EV_{it} : تذبذب الربحية للشركة i وللفترة t

- استعمال أسلوب ال Panel Data

يمكن أن نطلق على ال Panel Data مصطلح التحليل المقطعي للسلاسل الزمنية (Hsiao 2003) حيث هناك عدة حالات لعدد من الفترات الزمنية . لذلك فهذا الأسلوب يعمل على الجمع بين مزايا أسلوب السلاسل الزمنية والتحليل المقطعي ، كما إنّ استخدام أسلوب ال Panel Data يوفر لنا امكانية استخدام البيانات كما هي بدون اللجوء الى المتوسطات الحسابية التي من شأنها أن تعمل على تقليل التفاوت بين البيانات مما يؤثر بالتأكيد على نتائج الدراسة.

٤ تعريف المتغيرات

- المتغير التابع

○ هيكل رأس المال : سيتم استعمال الرفع المالي ممثل بنسبة الدين

الى حقوق الملكية كمقياس لهيكل رأس مال الشركة .

- المتغيرات المستقلة

سيتم استعمال المتغيرات التالية كمتغيرات مستقلة وقياس أثرها على هيكل

رأس المال (الرفع المالي) وكما يلي:

- الموجودات الملموسة (الثابتة) : وسيتم قياس هذا المتغير باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي الموجودات وذلك للتقليل من التفاوت بين القيم داخل النموذج.
- حجم الشركة : وسيتم قياس هذا المتغير باستخدام اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات السنوية وذلك للتقليل من التفاوت بين القيم داخل النموذج.
- نمو الشركة: وسيتم قياس هذا المتغير باستخدام النسبة المئوية الزيادة اجمالي الموجودات .
- ربحية الشركة: وسيتم قياس هذا المتغير باستخدام النسبة المئوية لصافي الربح الى إجمالي الموجودات .
- تذبذب الأرباح: وسيتم قياس هذا المتغير باستخدام النسبة المئوية لصافي الربح إجمالي الموجودات .

٥- فرضيات الدراسة

- سيتم اعتماد الفرضيات (العدمية) الرئيسية التالية في هذه الدراسة :
- الفرضية الأولى : لاتوجد فروقات ذات دلالة احصائية بين هيكل رأس مال الشركات الإماراتية حسب القطاعات الاقتصادية .
 - الفرضية الثانية : لاتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المختلفة وهيكل رأس مال الشركات الإماراتية . ومن هذه الفرضية الرئيسية تتفرع لدينا الفرضيات الفرعية التالية
 - لاتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الموجودات الملموسة (الثابتة) وهيكل رأس مال الشركات الإماراتية .
 - لاتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحجم وهيكل رأس مال الشركات الإماراتية .
 - لاتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النمو وهيكل رأس مال الشركات الإماراتية .

هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية وهيكل رأس مال الشركات الإماراتية .
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تذبذب الأرباح وهيكل رأس مال الشركات الإماراتية .

٦ البيانات والعينة المختارة

- البيانات

هذه الدراسة اعتمدت بالدرجة الأساس على أسلوب جمع البيانات الثانوية من القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة في دولة الإمارات العربية المتحدة بعد استبعاد شركات البنوك وشركات التأمين وشركات الاستثمار (بسبب الطبيعة الخاصة لإعداد البيانات المالية لتلك الشركات) والمتوفرة على موقع هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة (www.sca.ae) ، وإكمال البيانات الناقصة عن طريق الإتصال المباشر بإدارات الشركات نفسها .

- العينة المختارة

لقد واجهت الباحث مشكلة عينة الدراسة المختارة ، إذ إن عدد الشركات الإماراتية الكلية يبلغ ١٠٥ شركة وإذا ما تم استبعاد قطاعي شركات البنوك والتأمين والاستثمار سيكون عدد الشركات المتبقية ٤٨ شركة . ومن هنا فقد حاول الباحث تحديد أكبر عينة ممكنة بشكل لا يؤثر على فترة تغطية الدراسة، إذ تم اعتماد فترة ست سنوات وذلك توافقاً مع الدراسات السابقة التي تم التطرق إليها في الجزء الثاني أعلاه. وبعد تحديد تلك الشركات واستبعاد ما لم تتوفر بياناته أو أن عمر الشركة مع صدور بيانات سنة ٢٠١٠ أقل من ٦ سنوات أصبح لدينا ٣٥ شركة وهي تمثل حوالي ٧٢,٩٢% من مجتمع الدراسة وهي نسبة مقبولة بشكل عام.

يمكن لنا أن نوضح عينة الدراسة موزعة على القطاعات الاقتصادية المختلفة

بالجدول رقم (١) ادناه:

جدول رقم (١)
مجتمع وعينة الدراسة

ت	القطاع	المجتمع	العينة	النسبة المئوية
1	الخدمات	12	9	75.00%
2	العقارات	8	5	62.50%
٣	مواد البناء	12	11	91.67%
٤	الصناعات	16	1٠	6٢.٥٠%
	المجموع	٤٨	٣٥	7٢.٩٢%

وفيما يلي جدول يمثل الوسط الحسابي للمتغيرات التي تمت دراستها مقسمة حسب القطاع الاقتصادي :

جدول رقم (٢)
الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	القطاع الاقتصادي			
	الخدمات	العقارات	مواد البناء	الصناعة
نسبة الرفع المالي	82.30	133.77	44.84	141.22
الموجودات الثابتة (مليون)	6,255.73	10,924.93	853.26	6,254.84
المبيعات (مليون)	3,389.41	4,342.39	699.85	1,410.94
النمو %	26.57	47.71	15.34	16.54
صافي الربح (مليون)	944.00	1,139.69	122.50	173.09
المتوسط العام				94.71

رابعاً : نتائج الدراسة

١ الفرضية الأولى

نصت الفرضية العدمية الأولى على أنه لا توجد اختلافات ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس مال الشركات حسب القطاع الاقتصادي الذي تعمل به الشركة . ومن

هيكل راس المال والعوامل المؤثرة عليه

أجل اختبار هذه الفرضية قام الباحث بإجراء تحليل ANOVA حيث المقارنة بين قيمة F المحسوبة مع قيمتها الجدولية ، وقاعدة القرار هنا نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة اذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية ، والعكس بالعكس ، اي نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة اذا كانت قيمة F المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية . (Berenson, Levine et al. 2009)

ويمكن توضيح تحليل التباين ANOVA من خلال الجدول التالي :

جدول رقم (٣)

تحليل التباين ANOVA

مصادر الاختلاف	مجموع المربعات	درجات الحرية	F المحسوبة
بين المجموعات	348017.991	3	5.01
خلال المجموعات	4771640.180	206	
المجموع	5119658.171	209	

وبالرجوع الى قيمة F المحسوبة نجدها أنها تبلغ ٥,٠١ وبمقارنتها بالجدولية لدرجات حرية (٣ ، ٢٠٦) البالغة ٢,٦٠، نستنتج بأننا يجب أن نرفض الفرضية العدمية، ونقبل الفرضية البديلة، مما يعني أن مستويات الرفع المالي تختلف باختلاف القطاع الاقتصادي، بكلمات اخرى، أن اختلاف النشاط الإقتصادي للشركة يؤثر في هيكلها المالي .

ويمكن ملاحظة هذا الأمر بشكل واضح من خلال الرجوع الى الجدول رقم ٢ أعلاه اذ نجد أن قطاع الصناعة يحتل المرتبة الأولى في متوسط الرفع المالي بمتوسط مقداره ١٤١,٢٢، يليه قطاع العقارات بمتوسط يبلغ ١٣٣,٧٧، ومن ثم قطاع الخدمات بمتوسط ٨٢,٣٠، ليأتي قطاع مواد البناء بالمرتبة الرابعة بمتوسط ٤٤,٨٤ .

أن النتيجة أعلاه تشير وبوضوح الى إن الشركات التي تعمل في قطاعي الصناعة والعقارات يلجأون وبشكل كبير إلى أسلوب الرفع المالي أي إن هيكل رأس مال تلك الشركات به نسبة كبيرة من الدين مما يعني إن تلك الشركات تلجأ الى

التمويل الخارجي بصورة اكبر من غيرهم من الشركات في القطاعات الاخرى ، وإذا ما أخذنا بنظر الاعتبار أن اصدار السندات أمر غير شائع ويكثر لدى الشركات الإماراتية ، فإنّ الباحث يعتقد أنّ السبب في هذا الامر يرجع بصورة رئيسية الى سهولة الاقتراض في ظل تطور النظام المصرفي في دولة الإمارات من جهة ، ومن جهة اخرى رخص أسعار الفائدة في دولة الإمارات مقارنة بإصدار ملكية جديدة عن طريق إصدار الأسهم ، وما يرافقها من التزامات متعددة ، وما يرافقها من اجراءات ادارية وتنظيمية حكومية متعلقة بالسوق المالي والدوائر الحكومية المختلفة . بالاضافة الى ذلك ، فإن وفرة الموجودات الثابتة لدى الشركات وكما هو مبين في الجدول أعلاه قد ساهم في سهولة اللجوء الى الاقتراض بالنسبة لتلك الشركات، وهذا ما سوف يتم تأكيده عند مناقشة الفرضية الثانية (لاحقاً).

٢ الفرضية الثانية

نصت الفرضية العدمية الثانية على أنه لا توجد علاقة ذات أهمية إحصائية بين المتغيرات المختلفة (الموجودات الثابتة ، الحجم ، النمو ، الربحية ، تذبذب الربحية) وهيكل رأس المال (الرفع المالي) في دولة الإمارات العربية المتحدة ، حيث تم اختبار هذه الفرضية باستخدام الانحدار المتعدد Fixed-effect (within) regression عن طريق استعمال برنامج ال STATA حيث يبين الجدول رقم (٣) ادناه نتائج التحليل للعلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بمستوى ثقة يبلغ ٩٥ % (مستوى دلالة ٥%).

إنّ قرارنا في قبول أو رفض الفرضية العدمية أو الفرضية البديلة يعتمد على قيم t المحسوبة ومقارنتها مع قيمتها الجدولية ، ومقارنة قيمة $P > t$ مع مستوى الدلالة البالغ ٥% ، وقاعدة القرار هنا نقول إننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة في حالة كون قيمة t المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية ، وكذلك في حالة كون قيمة $P > t$ هي أقل من مستوى الدلالة البالغ ٥% . (Berenson, Levine et al. 2009)

يمكن لنا إدراج معادلة الانحدار المتعدد التي تم الحصول عليها كما يلي :

هيكل راس المال والعوامل المؤثرة عليه

$$CS_{it} = A_1 + B_1 (FA_{it}) + B_2 (S_{it}) + B_3 (G_{it}) + B_4 (P_{it}) + B_5 (EV_{it})$$

$$CS_{it} = - 221.3741 + 65.55455(FA_{it}) + 49.69547(S_{it}) +$$

$$22.07659(G_{it}) - 23.48842 (P_{it}) + 0.0186894 (EV_{it})$$

ويمكن لنا أن نوضح تحليل الفرضية الثانية بالجدول التالي :

جدول رقم (٤)

اختبار الفرضية الثانية

<u>P> t </u>	<u>t</u>	<u>المعامل</u>	<u>المتغيرات المستقلة</u>
0.041	2.08	65.55455	الموجودات الثابتة
0.033	2.15	49.69547	الحجم
0.339	0.96	22.07659	النمو
0.042	-2.07	-23.48842	الربحية
0.918	0.10	0.0186894	تذبذب الربحية
0.3920			R Square
6.1			F(5,199)
0.0000			Prob(F-statistic)

من الجدول أعلاه يتضح لنا أن قيمة t الجدولية لمتغيرات الموجودات الثابتة والحجم والربحية هي أكبر من قيمتها الدفترية البالغة (١,٩٦) وأن قيمة P>t هي أقل من مستوى الدلالة البالغ ٥% ، مما يعني أننا نرفض الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تلك المتغيرات والرفع المالي في الشركات في دولة الإمارات العربية المتحدة ، ونقبل الفرضية البديلة القائلة بوجود تلك العلاقة .

من ناحية أخرى نجد أن قيمة t الجدولية لمتغيرات النمو وتذبذب الربحية هي أقل من قيمتها الدفترية البالغة (١,٩٦) وإن قيمة P>t هي أكبر من مستوى الدلالة

البالغ ٥% ، مما يعني إننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تلك المتغيرات والرفع المالي في الشركات في دولة الإمارات العربية المتحدة ، ونرفض الفرضية البديلة القائلة بوجود تلك العلاقة .

إنّ النتائج أعلاه تشير الى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الموجودات الثابتة ومستوى الرفع المالي ، مما يؤكد وجهة النظر القائلة إنّ الشركات التي تمتلك موجودات ثابتة كبيره تكون عملية اقتراضها سهلة وذلك لكون الموجودات الثابتة تشكل عاملاً مهماً للمقرضين عند تقييمهم الشركات لغرض منحهم القروض .

أما العلاقة الإيجابية ذات الدلالة الإحصائية بين حجم الشركات ممثلة بالمبيعات والرفع المالي فقد تطابقت النتيجة أعلاه مع ما توصل إليه كل من (Titman and Wessels 1988) وذلك لكون الشركات كبيرة الحجم تعاني بدرجة قليلة من مخاطر الإفلاس ، مما يشجع المقرضين على إقراضها .

من جانب آخر فإنّ العلاقة السلبية ذات الدلالة الإحصائية بين الربحية والرفع المالي التي توصلت اليها نتائج الدراسة تتطابق مع نظرية pecking order و (Myers and Majluf. 1984) حول لجوء الشركات ذات الربحية العالية الى الأموال الداخلية المتولدة من الأرباح كخيار أول ومن ثم اللجوء إلى أموال الاقتراض ، وذلك كمحاولة لزيادة الأرباح عن طريق تقليل التكاليف المتعلقة بالإقتراض .

خامساً : الاستنتاجات

لقد توصلت الدراسة الى عدد من النتائج المهمة التي تؤكد أهمية هيكل رأس المال بالنسبة للشركات المساهمة العامة في دولة الإمارات العربية المتحدة ، حيث توصلت الدراسة الى وجود أثر لطبيعة النشاط الذي تمارسه الشركة على مستوى هيكل رأس المال فيها (الرفع المالي) ، وهذا بحد ذاته يوفر اساساً من الاسس المهمة عند التعامل مع تلك الشركات عند التقييم والمقارنة سواء بالنسبة للمحللين الماليين أو المقرضين أو المستثمرين .

هيكل راس المال والعوامل المؤثرة عليه

من جانب آخر فقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الموجودات الثابتة وحجم الشركة والرفع المالي ، والى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة والرفع المالي .

إنّ النتائج أعلاه تؤكد على أنّ المقرضين يأخذون بنظر الاعتبار مستويات الموجودات الثابتة، وحجم الشركة عندما يقومون بعملية الاقتراض من جهة ، وأنّ الشركات التي تلجأ الى الاقتراض غالباً ما تكون موجوداتها الثابتة بمستويات مرتفعة وأنها كبيرة الحجم بمبيعاتها، مما يعني أنّ اقتراضها جاء بسبب رغبتها بتحقيق المزيد من النشاط التشغيلي المرتبط بالمبيعات ، ولكنها بنفس الوقت تلجأ إلى أموال الملكية كخيار أول، وأموال الاقتراض كخيار ثان من أجل تحقيق مزيداً من الأرباح .

المصادر:

- Altman, E. (1984). "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question." Journal of Finance **39**: 1067–1089.
- Amihud, Y. and B. Lev. (1981). "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers." Bell Journal of Economics **12**: 605.٦١٦–
- Barclay, M. J., S. C.W., et al. (1995). "The determinants of corporate leverage and dividend policies." Journal of Applied Corporate Finance(7): 4–19.
- Baxter, N. (1967). "Leverage, risk of ruin and the cost of capital." The Journal of Finance **22**. ٤٠٣–٣٩٥ :
- Berenson, M. L., D. M. Levine, et al. (2009). Basic business statistics : concepts and applications. Upper Saddle River, N.J., Pearson Prentice Hall.

- Bradley, Jarrell, et al. (1984). "on the existence of an optimal capital structure: theory and evidence." Journal of Finance **39**: 857–878.
- DeAngelo, H. and R. W. Mausulis (1980). "Optimal capital structure under corporate and personal taxation." Journal of Financial Economics: 3–29.
- Drobtz, W. and R. Fix. (2003). "What are the determinants of the capital structure? Some evidence for Switzerland." University of Basel. WWZ/ Department of Finance, Working Paper No. 4/03.
- Harris, M. and A. Raviv (1990). "Capital Structure and the Informational Role of Debt." Journal of Finance **45**: 321–349.
- Hsiao, C. (2003). Analysis of panel data. Cambridge, Cambridge University Press.
- Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers." American Economic Review **76(2)**: 323–329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure." Journal of Financial Economics **3**: 305–360.
- Kraus, A. and R. Litzenberger (1973). "A state preference model of optimal financial leverage." The Journal of Finance **28**: 911–921.

- Miller, M. H. and F. Modigliani (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." The American Economic Review **48**(3): 261–297.
- Myers, S. and N. Majluf. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have." Journal of Financial Economics **13**: 187–222.
- Rajan, R. and L. Zingales (1995). "What do we know about capital structure? Some evidence from international data." Journal of Finance **50**: 1421– 1460.
- Ross, S. A. (1977). "The Determination of financial structure: the incentive signalling approach." Bell Journal of Economics: 23–40.
- Shah, A. and S. Khan (2007). "Determinants of Capital Structure: Evidence from Pakistani Panel Data." International Review of Business Research Papers **3**(4): 265–282.
- Titman, S. and R. Wessels (1988). "The determinants of capital structure choice." Journal of Finance **43**: 1–19.

الملاحق

ملحق رقم (١)

قائمة بالشركات الداخلة ضمن عينة البحث

ت	اسم الشركة	السوق	سنة التأسيس	القطاع الاقتصادي
1	الاتصالات	ابوظبي	1976	الخدمات
2	شركة ابوظبي الوطنية للفنادق	ابوظبي	1975	الخدمات
3	المؤسسة الوطنية للسياحة والفنادق	ابوظبي	1996	الخدمات
4	تبريد	دبي	1998	الخدمات
5	شركة الجرافات البحرية الوطنية	ابوظبي	1979	الخدمات
6	شركة الإمارات لتعليم قيادة السيارات	ابوظبي	2001	الخدمات
7	ارامكس	دبي	2005	الخدمات
8	شركة طيران ابوظبي	ابوظبي	1982	الخدمات
9	شركة الواحة كابيتل	ابوظبي	1997	الخدمات
10	شركة الاتحاد العقارية	دبي	1994	العقارات
11	شركة رأس الخيمة العقارية	ابوظبي	2005	العقارات
12	الدار العقارية	ابوظبي	2005	العقارات
13	شركة اربتك القابضة	دبي	2004	العقارات
14	شركة اعمار العقارية	دبي	1997	العقارات
15	شركة ابوظبي الوطنية لمواد البناء	ابوظبي	1974	مواد البناء
16	شركة الفجيرة لصناعات البناء	ابوظبي	1978	مواد البناء
17	شركة صناعات اسمنت الفجيرة	ابوظبي	1979	مواد البناء
18	شركة اسمنت الخليج	ابوظبي	1977	مواد البناء
19	شركة الاسمنت الوطنية	دبي	1968	مواد البناء
20	شركة صناعات اسمنت ام القيوين	ابوظبي	1982	مواد البناء
21	شركة اسمنت رأس الخيمة	ابوظبي	1996	مواد البناء
22	شركة سيراميك رأس الخيمة	ابوظبي	1989	مواد البناء
23	شركة رأس الخيمة لصناعة الاسمنت الابيض	ابوظبي	1980	مواد البناء
24	شركة الشارقة للاسمنت والتنمية الصناعية	ابوظبي	1976	مواد البناء
25	شركة اسمنت الاتحاد	ابوظبي	1972	مواد البناء
26	مجموعة اغذية	ابوظبي	2004	الصناعات
27	شركة فودكو القابضة	ابوظبي	1979	الصناعات
28	شركة جيما للمياه المعدنية	دبي	2005	الصناعات
29	شركة ابوظبي الوطنية للطاقة	ابوظبي	2005	الصناعات
30	الشركة العربية للصناعات الثقيلة	دبي	1975	الصناعات
31	شركة ابوظبي لبناء السفن	ابوظبي	1996	الصناعات
32	شركة الخليج للمشاريع الطبية	ابوظبي	1979	الصناعات
33	شركة الخليج للصناعات الدوائية جلفار	ابوظبي	1980	الصناعات
34	الشركة العالمية لزراعة الاسماك	ابوظبي	1999	الصناعات
35	شركة رأس الخيمة للدواجن والعلف	ابوظبي	1977	الصناعات

هيكل راس المال والعوامل المؤثرة عليه

ملحق رقم (٢)

التحليل الاحصائي

```
. iis panel
. xtreg lev fa sales growth profitability pv, fe robust
Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       210
Group variable (i): panel                     Number of groups =         6
R-sq:  within = 0.2418                        obs per group:  min =        35
          between = 0.8196                      avg =       35.0
          overall = 0.3920                      max =        35
corr(u_i, xb) = 0.1089                        F(5,199)        =        6.10
                                              Prob > F         =       0.0000
```

lev	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
fa	65.55455	32.19604	2.08	0.041	-2.93464	124.0437
sales	49.69547	23.08926	2.15	0.033	4.164447	95.22649
growth	22.07659	23.03351	0.96	0.339	-23.34449	67.49766
profitability	-23.48842	12.00709	-2.07	0.042	-47.16588	.189035
pv	.0186894	.1811236	0.10	0.918	-.3384785	.3758573
_cons	-221.3741	66.3821	-3.33	0.001	-352.2767	-90.47151
sigma_u	13.685597					
sigma_e	137.98438					
rho	.00974129	(fraction of variance due to u_i)				

```
. oneway lev sec
```

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	348017.991	3	116005.997	5.01	0.0023
within groups	4771640.18	206	23163.3019		
Total	5119658.18	209	24495.9721		

```
Bartlett's test for equal variances: chi2(3) = 154.8270 Prob>chi2 = 0.000
```