مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: العوامل المحددة لقرار الهيكل المالي في الشركات المساهمة العامة دراسة ميدانية على الشركات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية للفترة (2007 – 2011)
اسم الكاتب: د. قصي علي عمار
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/4833
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 19:17 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (3) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (3) 2016

العوامل المُحددة لقرار الهيكل المالي في الشّركات المساهمة العامة دراسة ميدانية على الشّركات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّوريّة للفترة (2007-2011)

الدكتور: قُصي علي عمَّار*

(تاريخ الإيداع 31 / 3 / 2016. قُبِل للنشر في 31 / 5 / 2016)

□ ملخّص □

تناول هذا البحث مُحددات قرار الهيكل المالي في الشّركات المُساهمة العامة، من خلال دراسة حالة الشّركات المساهمة الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية، بالتّركيز على الفترة بين عاميّ 2007-2011. وذلك لمعرفة فيما إذا كان قرار الشّركات المساهمة العامة السّورية المتعلق بالهيكل المالي ينسجم مع نتائج الدِّراسات السّابقة. ويتمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في دراسة العلاقة بين العوامل المُحددة للهيكل المالي مثل: حجم الشّركة؛ وعمر الشّركة؛ والربحية؛ ومخاطر الأعمال؛ والسيولة؛ ومعدل النمو المتوقع؛ وهيكل الأصول؛ وهيكل ملكية الشّركة؛ والضرائب (كمتغيرات مستقلة)، وبين نسبة المديونية كمقياس للهيكل المالي في الشّركات محل الدراسة. ولتحقيق هدا الهدف، اعتمد الباحث أولاً على المدخل الاستنباطي لصياغة فروض الدراسة، ومن أجل اختبار العلاقات المُفترضة بين متغيرات البحث تمّ استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد للسلسلة الزمنية المقطعية . وكانت أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: بلغت نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية حوالي (48%)، وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في العديد من الدول، مثل: الولايات المتحدة، وألمانيا، ودول شرق آسيا، حيث تجاوزت النسبة (80%). كما أشارت نتائج الدّراسة، إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة السّورية وكل من حجم الشّركة؛ وربحيتها؛ وهيكل ملكيتها؛ عند مستوى المعنوية (5%). ومن ناحية أخرى، أن العلاقة بين الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة السّورية، وكل من سيولة الشّركة؛ ومخاطرها؛ وهيكل أصولها؛ هي علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية (5%). وأخيراً، لم تُقدم نتائج الدّراسة أية أدلة على وجود علاقة بين الهيكل المالي وكل من عمر الشّركة؛ ومعدل النّمو المتوقع؛ ومعدل الضّريبة.

الكلمات المفتاحية: محددات قرار الهيكل المالي، الشّركات المساهمة العامة السّورية.

* مدرس – قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (3) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (3) 2016

Determinants of Financial Structure Decision: Evidence from Syria Companies subject to the supervision of Syrian Commission on Financial Markets and Securities (2007 -2011)

Dr. Koussay Ammar *

(Received 31 / 3 / 2016. Accepted 31 / 5 / 2016)

□ ABSTRACT □

The aim of this study is to explore the determinants of the capital structure in Joint Stock Companies that subject to the supervision of Syrian Commission on Financial Markets and Securities, focusing on the period (2007-2011). The research try to explore whether the decision of the firms concerning the financial leverage is in conformity with the patterns proclaimed in previous studies. The study summarized the relation between the accountancy indicators and financial structure of the Joint Stock Companies in Syria by using multi-regression analysis. The study included the following independent variables: size; age; profitability; volatility; liquidity; growth prospects; tangibility; ownership structure; and taxes. On the other hand, the leverage ratio represented the variable related to the company's financial structure. The study concluded that the leverage ratio in the Syrian companies is about (48%). In addition, the study concluded a statistically significant positive relationship (at 5% significance level) between the financial structure of Syrian companies and all of the company's size; profitability; and ownership structure. The study also found that there is a significant negative relationship (at 5% significance level) between the financial structure of Syrian companies and all of the company's volatility; liquidity; and tangibility. Finally, no evidence has been provided by the study about the relationship between financial structure and all of the company's life; the expected growth; and the company's tax.

Keywords: Determinants of financial structure, Joint Stock Companies. Syria.

***Assistant Professor- Business Administration Department- Faculty of Economics- Tishreen University- Lattakia - Syria.**

مُقدمة:

يتمثل الهدف الرئيس لمنظمة الأعمال في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية، وعليه فهي مُلزمة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة. ويحكم هذا الهدف نوعان من القرارات، هما: قرار الاستثمار وقرار التّمويل، حيث يمكن زيادة قيمة الشّركة إما من خلال قرارات استثمارية تتعلق بتحديد البدائل الاستثمارية الرأسمالية الرابحة، ومن ثم تحديد الحجم الأمثل للموازنة الرأسمالية؛ أو من خلال قرارات التّمويل المُتعلقة بتحديد هيكل التّمويل الأمثل لاستثمارات الشّركة، أي مزيج التّمويل الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة، ويُخفض تكلفة التّمويل إلى الحد الأدنى، ومن ثم يُعظم القيمة السوقية للشركة.

في الواقع، على الرغم من تعدد مصادر التّمويل سواء من حيث خصائصها أو تكاليفها أو طريقة الحصول عليها، فإن الاهتمام مازال منصباً على الطريقة إلى يتم من خلالها تشكيل الهيكل المالي بين أموال الملكية وأموال الاقتراض، لما لهذا التنويع من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط أي شركة هما العائد والمخاطرة. الأمر الذي يجعل من قرار التّمويل وتصميم الهيكل التّمويلي إحدى المواضيع الأساسية ضمن مجال أبحاث التّمويل التنظيمي (Corporate Finance) (Hirigoyen et Pichard-Stamford, 2003).

من الناحية النظرية، يعد قرار الهيكل المالي (Financial Structure) من القرارات التي وقف عندها علماء المالية والاقتصاد، منذ البدايات الأولى للأبحاث المالية والاقتصادية، بنوع من الاختلاف في وجهات النظر.

ولايزال الموضوع إلى الآن مثار جدل واسع حول كيفية اختيار الشّركة لهيكلها المالي؛ وما هي العوامل التي يجب أن تأخذها بعين الاعتبار عند المفاضلة بين المصادر الداخلية والخارجية للتمويل؛ وما إذا كان هيكل التّمويل يؤثر على القيمة السوقية للشركة. فمنذ العمل الرائد للعالمين Modigliani et Miller سنة (1958)، شهدت النظرية المالية الحديثة تطوراً جوهرياً، إذ تحولت من نظرية معيارية (Normative Theory) تحدد ما يجب أن يكون، إلى نظرية إيجابية (Positive Theory) تسعى إلى تفسير السلوك التّمويلي للشركات في الواقع العملي.

في الواقع، تُعتبر أطروحة (Modigliani et Miller, 1958) أول دراسة علمية عن الهيكل المالي في علاقته بكل من تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة، والتي خلصا من خلالها إلى حيادية تأثير تركيبة الهياكل المالي، وإن استخدام أي مصدر من مصادر التّمويل لا يؤثر مطلقاً على القيمة السوقية ، وكل ذلك في ظل افتراضات سوق المنافسة الكاملة. ولكن أن القيمة العلمية لدراسة (Modigliani et Miller, 1958) لا تكمن في النتائج التي توصلت إليها، بقدر ما تكمن في الافتراضات التي بُنيت عليها والتي أوضحت للباحثين فيما بعد العوامل والمتغيرات التي يجب الاهتمام بها لفهم محددات الهيكل المالي. ولذلك فإن جميع النظريات التي جاءت بعد ذلك ما هي إلا نتيجة لإسقاط تلك الافتراضات، بحيث كانت البداية مع الدراسة الجديدة لـ(Modigliani et Miller, 1963) التي أوضحا فيها، أنه في ظل وجود الضريبة على ربح الشّركات، فإن قيمة الشّركة المُقترضة تفوق قيمة الشّركة المُمولة بالكامل بالاعتماد على الأموال الخاصة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية. بعد ذلك قام العديد من الباحثين بإسقاط افتراض أن الديون خالية من المخاطر، وبالتالي أصبح هناك احتمال لظهور تكلفة الإفلاس كأثر سلبي للاقتراض، وبذلك تمت صياغة نظرية التوازن الأمثل (Trade-Off Theory) (TOT)، التي تفترض وجود معدل تمويل أمثل (نسبة مستهدفة) عن طريق الموازنة بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس (Myers, 1984).

ثم جاءت نظرية الوكالة (Agency Theory) لترفض فرضية تماثل دالة الهدف لكل من المساهمين والدائنين، حيث يقترح (Jensen et Meckling, 1976) أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دوراً هاماً في قرار التّمويل، ومنه

أصبح هيكل التّمويل الأمثل يتحدد بتحقيق التوازن بين الوفر الضريبي للفوائد من جهة، وبين تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة من جهة أخرى.

أما نظرية الإشارة (Signaling Theory)، فقد أسقطت افتراض تماثل المعلومات، حيث قَدم (Ross, 1977) نموذج يعد الأساس في استخدام الهيكل التّمويلي كمؤشر عن المعلومات الداخلية المتوفرة للمديرين وغير المتاحة للمستثمرين. وبالتالي حسب هذه النظرية، يستخدم المديرون الديون من أجل إرسال إشارة إلى السوق المالي تخص نوعية الشّركة، حيث ينظر المستثمرون للمستويات المرتفعة للديون كإشارة عن ارتفاع في أداء الشّركة.

بعد ذلك ظهرت نظرية التّمويل التسلسلي (الالتقاط التدريجي لمصادر التّمويل) (Pecking-Order Theory (POT) (Myers et Majluf, 1984)، والتي لا تفترض وجود معدل تمويل أمثل كما هو الحال بالنسبة لنظرية التوازن الأمثل، وإنما الشّركة تتبع ترتيب محدد لمصادر التّمويل. تعتمد هذه النظرية على افتراض المعلومات المتباينة (Asymmetric Information) لتفسير الهيكل المالي، حيث إن تباين المعلومات بين الشّركة (المديرين) ومصادر التّمويل (المستثمرين) يؤدي إلى اختلاف في تكاليف التّمويل، الأمر الذي يدفع المديرين إلى تفضيل واختيار مصادر التّمويل الأقل حساسية لتباين المعلومات، لأن تكاليف التّمويل تزداد مع زيادة التباين في المعلومات. وبالتالي، فإن الشّركات عادة تستخدم أولاً أرباحها المحتجزة، حيث لا وجود لتباين في المعلومات، ثم تلجأ إلى الاقتراض إذا ما احتاجت إلى أموال إضافية، وأخيراً قد تلجأ إلى التّمويل بأموال الملكية كخيار أخير.

أما من الناحية العملية، فقد تم اختبار هذه النظريات في العديد من الدّراسات، ولكن كانت نتائجها مُتناقضة، الأمر الذي يدُّل على وجود فجوة بين النظرية والتطبيق بحاجة لمزيد من الفهم . ومن بين هذه الدراسات، دراسة (DeAngelo et DeAngelo, 2006) التي أشار فيها الباحثين إلى فشل هذه النظريات في تقديم شرح كامل عن الدوافع وراء قرار التمويل. والسبب في ذلك، يعود إلى بساطة افتراضات تلك النظريات حول الظروف التي في ظلها يتخذ المديرون قراراتهم التّمويلية، مما قد يجعلها تخفق في تفسير السلوك التّمويلي في الواقع العملي. وبالتالي فإن الدِّراسات الحديثة تطورت نحو النماذج التي تقوم على التحليل الميداني للعوامل المُحددة لقرار التّمويل في الواقع العملي من خلال العديد من الدِّراسات في بيئات اقتصادية مختلفة. ولكن ما يثير الانتباه، هو أن نتائج تلك الدِّراسات جاءت أيضاً متناقضة بخصوص تلك المحددات حتى في الدول المتقدمة نفسها، كما أن كثيراً من العوامل التي تؤثر في الهيكل المالي في الدول المتقدمة لم تكن ذات دلالة إحصائية في تفسير قرار التّمويل للدول الأقل تقدماً (Berk, 2006). الأمر الذي يؤكد على أهمية البعد البيئي عند دراسة السلوك التّمويلي. وبناءً على ما سبق، لا يمكن تفسير السلوك التّمويلي للشّركات السّورية بواسطة تلك النظريات، ويرجع ذلك إلى أنّ سوريّة كإحدى الدول النامية لديها ظروف تجعل من البيئة الاقتصادية والمالية السّورية تختلف عن تلك الموجودة في الدول المتقدمة (التي ظهرت فيها تلك النظريات)، كسيطرة سوق النقد ممثلاً في المصارف في منح الائتمان، وعدم وجود تنوع في صيغ التّمويل بنفس القدر الموجود في الدول المتقدمة، حيث مازالت معظم القروض التي تحصل عليها الشّركات السّورية هي قروض مصرفية وليست سندات، إضافة إلى عوامل اقتصادية قانونية واجتماعية تؤدي في مجموعها إلى الحد من دور السوق المالي كمصدر تمويل وكوسيلة لتوزيع المخاطرة.

وفي هذا الاطار، جاءت هذه الدّراسة لتلقي الضوء على محددات قرار التّمويل في الشّركات المساهمة العامة، من خلال دراسة حالة الشّركات المساهمة الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية ، وذلك لمعرفة فيما إذا كان قرار الشّركات المساهمة العامة السّورية المتعلق بالرفع المالي ينسجم مع نتائج الدِّراسات السّابقة.

الدِّراسات السّابقة:

دراسة (**عبد الله والصديق، 2002**)، هدفت هذه الدراسة إلى التّعرف على العوامل المُحددة للهيكل المالي، من خلال تطبيق الدراسة على عينة مكونة من (29) شّركة من الشّركات المساهمة العامة في السعودية خلال (1994-2000). واستخدام الباحثان نموذج تحليل الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين الهيكل المالي (المتغير التابع) للشركة مقاساً بنسبة المديونية، وبين أربعة متغيرات مستقلة وهي: حجم الشّركة؛ والسيولة؛ والربحية؛ وهيكل الأصول. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية وحجم المنشأة، في حين توجد علاقة سلبية بين نسبة المديونية، وكل من الربحية، والسيولة، وحجم الضمانات المقدمة، وفرص النمو، ولكنها علاقة معنوية فيما يتعلق بالربحية، وفرص النمو، وغير معنوية بالنسبة للسيولة والضمانات

هدفت **دراسة (Gharaibeh et Al-Najjar, 2007)** إلى البحث في مُحددات الهيكل المالي لعينة مكونة من (68) شركة من الشّركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (1996-2000). ولتحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحثان نموذج الانحدار الخطي المتعدد. وخلُصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي وبين كل من نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؛ وحجم الشّركة؛ ومعدل النمو. بينما توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي وكل من الربحية؛ والسيولة؛ وهيكل الأصول؛ وسياسة الأرباح الموزعة.

وفي نفس بيئة وفترة التطبيق، جاءت دراسة **(شلاش وآخرون، 2008)** لتتناول أهم محددات الهيكل المالي لعينة من (58) شّركة صناعية مُدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001). حيث استخدام الباحث نموذج تحليل الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين الهيكل المالي (المتغير التابع) للشّركة مقاساً بنسبة المديونية، وبين أربعة متغيرات مستقلة وهي: نسبة المديونية السّابقة؛ السيولة؛ الربحية؛ والنمو. وتوصلت الدراسة إلى أنّ هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي ونسبة المديونية السّابقة، بينما توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي والربحية والسيولة ومعدل النمو. أيضاُ، في نفس السياق مع اختلاف فترة التطبيق، قام (**Khrawish et Khrawish, 2010**) بفحص مُحددات الهيكل المالي للشّركات الصناعية الأردنية المُدرجة للفترة (2001-2005)، وذلك بإيجاد العلاقة بين الهيكل المالي (مقاساً بنسبة المديونية وبنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون)، وبين كل من حجم الشّركة؛ مجموع الأصول؛ الربحية؛ الديون طويلة الأجل؛ والديون قصيرة الأجل؛ باعتبارها متغيرات مستقلة. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الهيكل المالي، وبين كل من حجم الشّركة؛ ومجموع الأصول؛ والديون طويلة الأجل. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية والربحية من جهة، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل من جهة أخرى. من جانبهما **المومني وحسن (2011)**، في دراستهما على شركات قطاع الخدمات المُدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (1996-2007)، قسّما العوامل المؤثرة على قرار التّمويل إلى عوامل خاصة بالشّركة (الحجم؛ هيكل الأصول؛ العائد على الأصول؛ معدل النمو)، وعوامل خاصة بالسوق (معدل الضرائب؛ ومعدل الفائدة؛ القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال). وتوصل الباحثان باستخدام نموذج الانحدار المتعدد إلى إن حجم الشّركة وهيكل الأصول كان لهما أثر إيجابي في مقاييس الهيكل المالي (بسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول؛ ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية)، في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقاييس الهيكل المالي. من جهة أخرى، توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر للعوامل الخاصة بسوق رأس المال. وبالمقارنة مع الدِّراسات السّابقة المذكورة والتي تناولت بيئة الأعمال الأردنية، جاءت دراسة **(رمضان**

والعقدة، 2011) لتتناول جميع الشّركات الأردنية المُدرجة في مؤشر سوق عمان المالي للفترة (2000–2006). وباستخدام طريقة تحليل الانحدار المتعدد، توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية: وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال للشّركات الأردنية وكل من ربحية الشّركة؛ وسيولتها؛ وهيكل أصولها؛ ومخاطرها. كما توصلت الدراسة إلى أنّ العلاقة بين هيكل رأس المال وحجمها هي علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، فيما لا توجد أي علاقة بين هيكل رأس المال وكل من عمر الشّركة؛ والنمو المتوقع للشركة؛ والوفر الضريبي من غير القروض (الدرع الضريبي).

دراسة (**Jian et Roger, 2005**)، هدفت إلى دراسة تركيبة رأس المال لعينة تتكون من (972) شركة من الشّركات الصينية المُدرجة خلال الفترة (1992–1997)، بهدف الوقوف على العلاقة المحتملة بين تركيبة رأس المال مُعبراً عنها بنسبة المديونية (القيمة السوقية والقيمة الدفترية) وكل من هيكل الملكية؛ والربحية؛ والمخاطر؛ والحجم . وتوصلت الدراسة إلى أنّ هناك تناقض فيما يتعلق بتأثير الحجم على هيكل رأس المال، حيث يؤثر سلبياً في القيمة الدفترية لنسبة المديونية وإيجابياً على القيمة السوقية. كما أنّ عمر الشّركة له تأثير موجب دال إحصائياُ في القيمة السوقية لنسبة المديونية ولا يوجد له أي تأثير في القيمة الدفترية. وأن المخاطر وهيكل الملكية تأثيرهما إيجابي دال إحصائياُ في نسبة المديونية سواء كانت مُقاسة بالقيمة السوقية أو الدفترية.

هدفت **دراسة (الكيلاني، 2010)** إلى اختبار العلاقة المحتملة بين هيكل الملكية وهيكل تركيبة رأس المال لعينة من عشرة شركات صناعية مُدرجة في سوق عمان المالي خلال (2004–2008). وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد، بيّنت الدراسة تركزاً في ملكية الأسهم، إذ أن كبار المساهمين يمتلكون بالمتوسط حوالي (52,8%) من أسهم الشركات محل الدراسة، وخلصت الدراسة إلى عدم وجود أدلة ذات دلالة إحصائية على أن هيكل ملكية الأسهم في الشركات الصناعية الأردنية محل الدراسة تؤثر في هيكل رأس المال.

هدفت دراسة (**Ahmadimousaabad et *al.*, 2013**) إلى تحليل القوة التفسيرية لنظريات الهيكل المالي (نظرية التّمويل التسلسلي POT ونظرية التوازن الأمثل TOT) التي تم اقتراحها في أدبيات الإدارة المالية، وذلك لتفسير الاختلافات في هياكل التّمويل للشركات الإيرانية. وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد على عينة من (123) شركة مُدرجة في سوق طهران المالي خلال الفترة (2001–2010). توصلت الدراسة إلى أن الشّركات ذات فرص النمو الأكبر لديها نسبة مديونية أقل في تركيبة الهيكل المالي، وتنسجم هذه النتيجة مع كل من النظرتين المذكورتين، كما أيدت هذه الدراسة نظرية (POT) فيما يتعلق بالعلاقة السلبية بين الربحية ونسبة المديونية. أما العلاقة الإيجابية بين الحجم ونسبة المديونية أيدت نظرية (TOT).

قام (**Awan et Amin, 2014**) بدراسة محددات هيكل رأس المال في شركات قطاع النسيج الباكستانية المُدرجة في سوق كراتشي المالي خلال الفترة (2006–2012)، وتتكون العينة من (68) شّركة، حيث استخدام الباحث نموذج تحليل الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين هيكل رأس المال للشّركة مقاساً بنسبة المديونية، وبين عدد من المتغيرات المستقلة: حجم الشّركة؛ والسيولة؛ والربحية؛ ومخاطر تذبذب الأرباح؛ والدرع الضريبي. وتوصلت الدراسة إلى: السيولة؛ والدرع الضريبي؛ وهيكل الأصول لها تأثير إيجابي دال إحصائياً على نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول. في حين أن متغيرات الحجم؛ والربحية؛ والمخاطر لها تأثير سلبي دال إحصائياً في إجمالي الديون إلى نسبة إجمالي الأصول.

مشكلة البحث:

في الواقع، كشفت المراجعة النقدية للدراسات السّابقة، أن النظريات المفسّرة للسلوك التّمويلي غير قادرة لوحدها على تفسير قرار التّمويل في الشّركات، حيث إن اتخاذ هذا القرار المُعقد والمهم لابد ان يتم على أساس محددات كمية وكيفية دقيقة، تأخذ بعين الاعتبار ظروف ومتغيرات البيئة الداخلية والخارجية لهذه الشّركات. على ضوء ما سبق، تتجلى معالم إشكالية البحث في محاولة تحديد واستكشاف العوامل التي تؤثر في اتخاذ قرار الهيكل المالي المناسب، والذي يسمح بزيادة القيمة السوقية للشركة، والتحقق في ما إذا كانت النماذج المستمدة من الدِّراسات النظرية والميدانية السّابقة تقدم تفسيرات مُقنعة لاتخاذ قرار الهيكل المالي في الشّركات المساهمة العامة السّورية . وبشكل أكثر تحديداً يمكن صياغة مشكلة البحث في السؤال الرئيس الآتي:

هل توجد علاقة بين بعض العوامل والخصائص التي تفترضها النظرية المالية الحديثة للتمويل ونتائج الدِّراسات الميدانية السّابقة، والمتمثلة في: حجم الشّركة؛ وعمر الشّركة؛ والربحية؛ والمخاطر؛ والسيولة؛ ومعدل النمو المتوقع؛ وهيكل الأصول؛ ودرجة تركز الملكية؛ ومعدل الضرائب، وبين تركيبة الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية للفترة (2007–2011).

أهمية البحث وأهدافه:

في الواقع، على الرغم من الأهمية الكبيرة التي حاز عليها موضوع هيكل التّمويل في البلدان المتقدمة، إلا أنها أهملت في البلدان النامية، والسبب في ذلك يرجع إلى أن الشّركات في كثير من الدول النامية تواجه عدة قيود في اختيارها لمصادر التّمويل، كعدم وجود أسواق سندات فاعلة، وعدم توافر أسهم ممتازة على نطاق واسع، حيث إن الأسواق المالية حديثة العهد في هذه الدول (مثلاً، سوق دمشق للأوراق المالية أُحدثت عام 2009). وبالتالي فإن أهمية الدراسة تتجلى في كونها الدراسة الأولى التي اهتمت بتفسير السلوك التّمويلي للشركات المساهمة العامة في سورية.

ومن ناحية أخرى، يُمكن لنتائج هذه الدراسة أن تسهم في تحقيق إضافة علمية متواضعة لسلسلة من الدِّراسات التي تم إجراؤها في الدول المتقدمة والنامية، كما أنها سوف تساعد الباحثين على إجراء المزيد من الدِّراسات للوصول إلى نتائج أكثر دقة في بيئة الأعمال السّورية.

من الناحية العملية، تنبع أهمية هذه الدراسة من خلال تركيزها على الشّركات المساهمة، تلك الشّركات التي تُعول عليها الدولة كثيراً في دفع عجلة التنمية والازدهار في الاقتصاد السوري، من خلال رفع معدلات النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة. وبالتالي يمكن أن تُسهم هذه الدراسة في فهم أكثر للخصائص المُحددة للسياسة التّمويلية لهذه الشّركات، ومن ثم المساعدة في تطوير برامج لتمويلها تأخذ بعين الاعتبار تلك الخصائص.

أما أهداف البحث التي يرمي إلى تحقيقها، فيمكن تلخيصها بالنقطتين الآتيتين:

1. تسليط الضوء على واحد من أهم قرارات الإدارة المالية، حيث يُعتبر قرار التّمويل أحد أهم القرارات التي يتوجب على إدارة الشّركات اتخاذها بشكل مستمر ومتزامن مع تحقيق الشّركة للنجاح والتوسع.

2. التّعرّف على السياسات التّمويلية للشركات المساهمة العامة السّورية الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية خلال الفترة (2007–2011)، وذلك من خلال تحديد العلاقة بين بعض المؤشرات المحاسبية والهيكل المالي للشركات محل الدراسة من ناحية؛ وتحديد درجة تأثير هذه العوامل في قدرة هذه الشّركات على الحصول على التّمويل من ناحية أخرى.

مُحددات الهيكل المالي (فرضيات البحث):

يُعرف الهندي (2000) الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي يتكون منها جانب المطلوبات وحقوق الملكية في قائمة الميزانية. وهنا يمكن التفرقة بين الهيكل المالي وبين هيكل رأس المال الذي يتعلق فقط بمصادر التّمويل طويلة الأجل والدائمة، كالديون الطويلة الأجل، والأسهم العادية، والأرباح المحتجزة. وفي ما يلي نستعرض أهم مُحددات الهيكل المالي:

1. حجم الشّركة (Firm Size): حسب نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التّمويل (POT) (المبنية أساساً على فرضية عدم تماثل المعلومات)، يتوقع وجود علاقة سلبية بين حجم الشّركة ونسبة المديونية ضمن الهيكل المالي، فكلما زاد حجم الشّركة، كلما تعمقت مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين الخارجيين، وعليه تُفضل الشّركة الأموال الخاصة على الديون. بمعنى أخر، إن الشّركات الصغيرة تعتمد بشكل أكبر على الاقتراض مقارنة بالشّركات الكبيرة، وذلك لأنها أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات. في المقابل ، ترى نظرية التوازن الأمثل (TOT) وجود علاقة إيجابية بين حجم الشّركة ونسبة المديونية ، وذلك لإن احتمالات الإفلاس تنخفض في الشّركات الكبيرة، بحيث أنه كلما زاد حجم الشّركة أصبحت أكثر تنوعاً وأقل تذبذباً بعوائدها السنوية، وبالتالي لديها قدرة أكبر على خدمة الديون، مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بها، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة مديونية مرتفعة . ومن ناحية أخرى، أن الشّركات الكبيرة تتمتع بثقة مصادر التّمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها الشّركات الصغيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة المعاملات، وامكانية الاقتراض بشروط ميسرة (معدل فائدة أقل) بالنسبة لها (Titman et Wessels, 1988). وعلى هذا الأساس يمكن صياغة الفرضية الأولى: توجد علاقة معنوية بين حجم الشّركة وبين نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.

2. عمر الشّركة (Firm Age): تفترض نظرية (TOT) وجود علاقة إيجابية بين عمر الشّركة ونسبة المديونية في هيكلها المالي، حيث يُعتبر العمر المقياس الأساسي لسمعة الشّركة، لأنه يعطي فكرة عن قدرة الشّركة على الاستمرارية، فكلما كانت فترة تعامل الشّركة أو علاقتها مع البنوك التي تتعامل معها أطول، وكانت هذه العلاقة مبنية على الثقة، كلما زادت قدرتها على الحصول على قروض، وذلك بسبب قيام البنوك بإعداد وتوفير قاعدة بيانات خاصة بالعملاء تسهل عليها الحصول على أي معلومات من أجل اتخاذ قرار منح الائتمان. وعلى النقيض من ذلك، تقف نظرية (POT) التي ترى أن هناك علاقة سلبية بين عمر الشّركة ونسبة المديونية، حيث أن فجوة المعلومات تكون كبيرة في الشّركات الحديثة، الأمر الذي يدفع هذه الشّركات إلى اختيار مصادر التّمويل الأقل حساسية لفجوة المعلومات، وهي الأموال الخاصة. بناءً على ما سبق، يُمكن صياغة الفرضية الثانية: توجد علاقة معنوية بين عمر الشّركة وبين نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.

3. ربحية الشّركة (Profitability): بالنسبة لمتغير الربحية فقد اختلفت، أيضاً، وجهات نظر النظريات المالية الحديثة. حيث نجد أن نظرية (TOT)، تؤكد وجود علاقة إيجابية بين معدل الربحية ونسبة الديون في الهيكل المالي، فالشّركات ذات معدلات الربحية المرتفعة تُفضل اللجوء إلى المديونية، وذلك بسبب الخاصية المميزة للفوائد (المصاريف المالية) في تخفيض الوعاء الخاضع للضريبة (الوفورات الضريبية). كما أن نظرية الوكالة، تفترض العلاقة الإيجابية وذلك من أجل التقليل من مشكلة التدفق النقدي الحر (Free cash flow)، فنسبة المديونية المرتفعة تُجبر المديرين على استخدام التدفق النقدي الحر لتسديد الفوائد وأقساط القروض عند تاريخ الاستحقاق (Jensen, 1986). في حين أن نظرية (POT) ترى أن الشّركات التي تحقق أرباحاً كبيرة تستطيع الاستفادة من هذه الأرباح لتمويل

مشاريعها دون اللجوء الى مصادر خارجية للتمويل، لذلك فإنها تقترح وجود علاقة سلبية بين ربحية الشّركة ونسبة المديونية. وعلى هذا الأساس يمكن صياغة الفرضية الثالثة: توجد علاقة معنوية بين ربحية الشّركة وبين نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.

4. سيولة الشّركة (Liquidity): تُعبر السيولة عن قدرة الشّركة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل. وتأتي أهمية هذا المتغير من القاعدة العامة الموجودة في أدبيات الإدارة المالية التي تنص على أنه كلما زادت سيولة الشّركة كلما قلت مخاطرها، وعليه فإن نظرية (TOT) ترى وجود علاقة إيجابية بين سيولة الشّركة ونسبة مديونيتها، فالشّركات التي تتمتع بسيولة عالية، لها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض. فيما ترى نظرية (POT)، في ظل عدم تماثل المعلومات المتوافرة للمؤسسات والأسواق المالية، أنه عندما تتمتع الشّركة بسيولة مرتفعة، فإنها تستطيع استخدام هذه السيولة عند الحاجة للتمويل، ولن تكون الشّركة مضطرة للاقتراض لتمويل احتياجاتها واستثماراتها، ولذلك فهي تقترح وجود العلاقة السلبية. وعلى هذا الأساس يمكن صياغة الفرضية الرابعة على الشكل الآتي: توجد علاقة معنوية بين سيولة الشّركة وبين نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.

5. مخاطر الشّركة (Firm Risk): أشارت أغلب النظريات المُفسّرة للسلوك التّمويلي وجود علاقة سلبية بين المخاطر التشغيلية ونسبة المديونية في الهيكل المالي. فحسب نظرية (TOT)، فإن الشّركة ذات التقلب الكبير في الأرباح (كمقياس للمخاطرة) تتعرض لاحتمالات مرتفعة للإفلاس، لذلك يتوقع أن يتضمن هيكلها المالي مستوى أقل من الديون. أما من منظور نظرية (POT)، فإن تقلب ربحية الشّركة يدفعها إلى زيادة الاعتماد على التّمويل الذاتي والتقليل من اللجوء إلى المديونية. وفي إطار نظرية الوكالة، يشير (Jensen et Meckling, 1976) إلى أن ارتفاع درجة تقلب ربحية الشّركة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الوكالة للديون، وعليه يُفترض أن تقل نسبة المديونية. بناءً على ما سبق يمكن صياغة الفرضية الخامسة على الشكل الآتي: توجد علاقة معنوية بين مخاطر الشّركة وبين نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.

6. معدل النمو المتوقع للشركة (Growth Ratio): أن وجود الفرص الاستثمارية المستقبلية ضمن أصول الشّركة يؤدي الى زيادة مخاطرها (تكلفة الإفلاس)، حيث ان هذه الفرص الاستثمارية تعد أصولاً غير ملموسة ، لذلك فإن نظرية (TOT) تقترح علاقة سلبية بين معدل النمو للشركة ونسبة مديونيتها. وحيث أن الفرص الاستثمارية تعمق من فجوة المعلومات بين المديرين والمستثمرين، فإن نظرية (POT) تقترح أيضاً وجود علاقة سلبية، لأ ن البنوك تعارض ولا ترغب في إقراضها . وحسب نظرية الوكالة، فإن تكاليف الوكالة بين المساهمين والدائنين تكون أعلى كلما كانت قيمة فرصة النمو المستقبلية أكبر مقارنة بالقيمة الحالية لأصول الشّركة القائمة. فالشّركات التي تنتمي إلى قطاعات تتصف بتعدد الفرص الاستثمارية المتاحة للنمو تتزايد بها تكلفة الوكالة للديون بمعدلات أكبر في حالة تمويل هذه الفرص بالأموال المقترضة (بسبب مشكلة الاستثمار أقل مما يجب)، ولما كانت تكلفة الوكالة للديون تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض، فإن الملاك يُفضلون تمويل هذه الفرص بالاعتماد على التّمويل الذاتي. وعلى خلاف النظريات الثلاثة السّابقة، فإن نظرية الإشارة (Ross, 1977) تقترح وجود علاقة إيجابية، حيث أن معدل النمو يُعتبر مؤشر على الصحة المالية للشركة، أي مؤشر على قدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية، وبالتالي قدرتها على سداد التزاماتها، الأمر الذي يُشجع المُقرضين على إقراض الشّركة ذات المعدل المرتفع للنمو. وعلى هذا الأساس يمكن صياغة الفرضية السادسة: توجد علاقة معنوية بين معدل النمو في الشّركة وبين نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.

7. هيكل الأصول (Tangibility): في الواقع، يلعب هيكل أصول الشّركة دوراً مهماً في تحديد تركيبة الهيكل المالي، حيث إن ارتفاع قيمة الأصول الملموسة للشركة يعطي إشارة لارتفاع قيمة أصولها بأسعار التصفية (Harris et Raviv, 1990)، الأمر الذي يُستخدم لتحسين وضع الشّركة التفاوضي للحصول على قروض بتكاليف أقل، لأن الأصول الثابتة الملموسة أقدر على الحفاظ على قيمتها عند تحويلها إلى نقدية من الأصول غير الملموسة، وبالتالي يمكن استخدامها كضمان للقروض الخارجية. لذلك فإن كل من نظرية (TOT) ونظرية (POT) تقترحان وجود علاقة إيجابية بين نسبة الأصول الملموسة الثابتة ونسبة المديونية في الهيكل المالي. وعلى هذا الأساس يمكن صياغة الفرضية السابعة: توجد علاقة معنوية بين هيكل الأصول في الشّركة وبين نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.

8. تركّز الملكية (نسبة ملكية كبار المساهمين): تُشير نظرية الوكالة إلى إن وجود كبار المساهمين (الذين يمتلكون 5% أو أكثر من أسهم الشّركة) في هيكل الملكية من العوامل التي لها دور مهماً في تخطيط مصادر التّمويل المناسبة. حيث نجد أن هؤلاء المساهمين يفضلون التّمويل عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم الممتازة بدلاً من إصدار أسهم عادية، لأن الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم حق التدخل في الإدارة، هذا عندما يكون الهدف الرئيسي لهؤلاء المساهمين هو المحافظة على السيطرة. ومن ناحية أخرى، إن وجود تركز في الملكية قد يعمل على تخفيض فرص الانتهازية ونزعة المدراء لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين. فإذا عمل كبار المساهمين كمراقبين على أداء المدراء، فمن المتوقع أن لا تستطيع الإدارة أن تعمل على تخفيض نسبة المديونية في الشّركة بما يحقق مصالحها الخاصة، وبعبارة أخرى، فإن الشّركات التي عليها رقابة شديدة من قبل المساهمين عادة ما تكون نسبة المديونية فيها مرتفعة (Jensen et Meckling, 1976)، وعلى هذا الأساس يمكن صياغة الفرضية الثامنة: توجد علاقة معنوية بين نسبة تركز الملكية في الشّركة وبين نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.

9. الضرائب (Taxes): تُعدُّ فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثاراً إيجابية على قيمة الشّركة (Modigliani et Miller, 1958)، ونظراً للعلاقة الإيجابية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية، فإنه يُفترض أن تميل الشّركة التي تدفع ضريبة مرتفعة على الدخل إلى الاعتماد بدرجة كبيرة على الاقتراض. وعلى هذا الأساس يمكن صياغة الفرضية التاسعة: توجد علاقة معنوية بين معدل الضريبة في الشّركة وبين نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.

منهجية البحث:

لتحقيق أهداف البحث، تمّ استخدام المدخل الاستنباطي لصياغة فروض البحث، ومن أجل اختبار العلاقات المُفترضة بين متغيرات البحث تمّ استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد للسلسلة الزمنية المقطعية بواسطة برنامج (SPSS)، وقد تم اعتماد مستوى المعنوية 5% (أي فترة الثقة 95%) لقبول الفرضيات أو رفضها.

مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من الشّركات المساهمة العامة الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية، والبالغ عددها (53) شركة، موزعة على: (14) مصرف؛ و(7) شركات تأمين؛ و(11) شركة في قطاع الخدمات؛ و(6) شركات في قطاع الصناعة؛ و(7) في قطاع الزراعة؛ وشركتي اتصالات؛ و(6) في الصرافة. أما عينة البحث فتتكون من (33) شركة، والسبب في ذلك يعود إلى عدم توفر البيانات المالية الضرورية للدراسة عن (17) شركة

(موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية)، بالإضافة إلى استبعاد المصارف الإسلامية (وعددها 3 مصارف). علماً أنّه بلغ حجم عينة الدراسة (62%) من إجمالي الشّركات المساهمة العامة السّورية. كما أخذنا بعين الاعتبار، إن بعض هذه الشّركات قد تم تأسيسها بعد (2007)، وهو العام الذي تبدأ منه الدراسة، لذلك فقد انخفض عدد المشاهدات من (1485)[3] مشاهدة إلى (1413) مشاهدة . والجدول الآتي يُوضح أسماء الشّركات ضمن عينة البحث. وتم جمع البيانات اللازمة لإتمام هذه الدراسة الميدانية من التقارير المالية السنوية للشّركات محل الدراسة.

جدول رقم (1): الشّركات الداخلة في عينة البحث

القطاع	العدد	عدد الشّركات المستبعدة	الشّركات الداخلة في عينة الدراسة			
المصارف	14	3	11	بنك بيمو السعودي الفرنسي	المصرف الدولي للتجارة والتّمويل	بنك سوريا والمهجر
				البنك العربي	بنك عودة	بنك بيبلوس
				بنك سوريا والخليج	بنك الشرق	بنك الأردن
				مصرف فرنسبنك	بنك قطر الوطني	
التأمين	7	0	7	المتحدة للتأمين	السّورية الدولية للتأمين (أروب)	السّورية الكويتية للتأمين
				السّورية الوطنية للتأمين	شركة المشرق العربي للتأمين	العقيلة للتأمين التكافلي
				الاتحاد التعاوني للتأمين		
الخدمات	11	6	5	الأهلية للنقل	العربية السّورية للمنشآت السياحية	قرية دمشق للشحن
				شركة ماس للتوزيع	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان	
الصناعة	6	2	4	الأهلية للزيوت	السّورية للصناعة والزراعة	عصير الجبل الطبيعي
				إسمنت البادية		
الزراعة	7	3	4	القلمون للاستثمار النباتي والحيواني	العربية السّورية لتنمية المنتجات الزراعية	
				الهندسية الزراعية للاستثمارات- نماء	الشرق الأدنى لمنتجات الزيتون	
الاتصالات	2	0	2	سيريتل موبايل تيليكوم	MTN سورية	
الصرافة	6	6	0			
الاجمالي	53	20	33			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية (www.scfms.sy)

نموذج السلسلة الزمنية المقطعية:

تعتمد الدراسة على نموذج رياضي للتعبير عن العلاقة بين المتغير التابع (الهيكل المالي) والمتغيرات المستقلة الأتية: حجم الشّركة؛ والعمر؛ والربحية؛ والمخاطر؛ والسيولة؛ والنمو؛ وهيكل الأصول؛ درجة تركز الملكية؛ ومعدل الضرائب. ويمكن وضع النموذج بصيغته الرياضية كما يأتي:

$$LEVit = \text{œ} + \beta_1 SIZEit + \beta_2 AGEit + \beta_3 ROAit + \beta_4 RISKit + \beta_5 LIQit + \beta_6 Git + \beta_7 TANGit + \beta_8 HOLDit + \beta_9 TAXit + eit$$

حيث :

i = 1، 2، 3، 4، 5،..... 33. هي عبارة عن الشّركة (i) في السلسلة المقطعية (Cross–Section).

t = 1 ، 2 ، 3 ، 4 ، 5. وهي عبارة عن الزمن (t) في السلسلة الزمنية (Time– Series) خلال الفترة (2007–2011).

[3] **عدد المشاهدات = عدد الشركات × عدد المتغيرات × عدد سنوات الدراسة**
عدد المشاهدات = 33 × 9 × 5 = 1485

LEV: المتغير التابع، سوف يتم قياسه بنسبة المديونية (نسبة إجمالي الالتزامات بجميع أنواعها إلى إجمالي الأصول).

SIZE: حجم الشّركة، سوف يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشّركة.

AGE: عمر الشّركة، سوف يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات العمر.

ROA: ربحية الشّركة، سوف يتم قياسه بمعدل العائد على الأصول (نسبة صافي الربح بعد الضريبة إلى إجمالي الأصول)

RISK: مخاطر الشّركة، سوف يتم قياسه بالانحراف المعياري للعائد على الأصول.

LIQ : سيولة الشّركة، سوف يتم قياسه بنسبة التداول (نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة).

G : معدل النمو المتوقع للشركة، سوف يتم قياسه بمعدل نمو الاصول.

معدل نمو الأصول = [الأصول (t) – الأصول (t–1)] ÷ الأصول(t–1)

TANG: هيكل أصول الشّركة، سوف يتم قياسه بنسبة الأصول الثابتة الى إجمالي الأصول.

HOLD: تركز الملكية، سوف يتم قياسه بمجموع ملكية كبار المساهمون الذين يمتلكون 5% أو أكثر من أسهم الشّركة.

TAX: معدل الضرائب، سوف يتم قياسه بنسبة الضرائب المدفوعة إلى الأرباح التشغيلية.

نتائج الدراسة :

من خلال عملية تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد للسلسلة الزمنية المقطعية الذي يتضمن كافة المتغيرات المُفسرة لمحددات الهيكل المالي للشركات محل الدراسة، توصلنا إلى النتائج الآتية:

شرط عدم الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة:

بهدف التأكد من عدم وجود علاقة ارتباط قوية بين اثنين أو أكثر من المتغيرات المستقلة (أو ما يُعرف بمشكلة الازدواج الخطي) (Multi–Collinearity)، يمكن استخدام عدة مقاييس للكشف عنها، أهمها:

مصفوفة بيرسون للارتباط: فإذا بلغ معامل ارتباط بيرسون نسبة أكثر من (70%)، فإن ذلك يُشير إلى وجود مشكلة ارتباط خطي مُتعدد شديدة (أمين، 2008). ومن خلال الجدول رقم (2)، نلاحظ عدم وجود أية علاقة ارتباط قوية بين متغيرات الدراسة، حيث بلغت أقوى علاقة ارتباط (0.575) بين العمر وهيكل الأصول.

حساب قيمة معامل تضخيم التباين (Variance Inflationary Factor) (VIF): فإذا كانت قيمة معامل (VIF) لمتغير مستقل يساوي واحداً صحيحاً، فإن المتغير يعد مستقلاً تماماً عن المتغيرات المستقلة الأخرى، أما إذا كان قيمة (VIF) أكبر من (5) فإن ذلك يعني أن المتغير غير مستقل ومتداخل مع المتغيرات المستقلة الأخرى. نلاحظ من الجدول رقم (5)، أن قيمة (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة أقل من (5)، الأمر الذي يؤكد على عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المُتعدد.

جدول رقم (2): مصفوفة ارتباط بيرسون للمتغيرات المستقلة

المتغيرات	الحجم	العمر	الربحية	المخاطر	السيولة	النمو	هيكل الأصول	تركز الملكية	الضرائب
الحجم	1								
العمر	.311**	1							
الربحية	.076	.189*	1						
المخاطر	-.261**	.261**	.224**	1					
السيولة	.084	-.157*	-.066	.046	1				

النمو	.143	−.216**	−.102	−.119	−.048	1			
هيكل الأصول	−.002	.575**	.163*	.519**	−.143	−.176*	1		
تركز الملكية	.080	−.329**	.183*	−.041	.152	−.309**	1		
الضرائب	.271**	−.136	−.084	−.322**	.086	−.241**	.065	1	

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

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على SPSS

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

اختبار فرضيات البحث:

كما رأينا سابقاً، يهدف البحث لاختبار مدى قدرة مجموعة من العوامل في التأثير على قرار التّمويل في الشّركات المساهمة السّورية، ولتحقيق هذا الهدف، سيتم اختبار تأثير تسعة متغيرات مستقلة على نسبة المديونية في الهيكل المالي، وبذلك فإنه يمكن صياغة الفرضية العدمية التي تسعى الدراسة لاختبارها على النحو الآتي:

الفرضية العدمية: لا يوجد عوامل تؤثر بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) في تركيبة الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة السّورية.

$H0: \beta_n = 0$ حيث β_n : معامل انحدار المتغير n في النموذج.

من الجدول رقم (3)، نلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R^2)، والتي تُشير إلى القوة التفسيرية لنموذج الدراسة، قد بلغت (0.631)، أي أن المُتغيرات المستقلة تفسّر حوالي (63.1%) من التّغيرات في نسبة المديونية للشركات المساهمة العامة السّورية. كما يتضح من الجدول من رقم (4)، أن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (F) هي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الذي يدُلل على معنوية النموذج. وبالتالي يمكننا رفض الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود عوامل تؤثر بدلالة إحصائية في تركيبة الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة السّورية، مما يعني أن هناك مُحددات لقرار التّمويل في هذه الشّركات.

الجدول رقم (3): معامل الانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

Model Summary				
R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.795[a]	.631	.610	.2016901	1.674

الجدول رقم (4): اختبار معنوية نموذج الانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

ANOVA					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	10.799	9	1.200	29.497	.000[b]
Residual	6.305	155	.041		
Total	17.104	164			

أولاً: تُشير نتائج الدراسة في الجدول رقم (5)، إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشّركة ونسبة المديونية في الهيكل المالي للشّركات المساهمة العامة السّورية ، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (β_1) لمتغير الحجم على نسبة المديونية (0.031)، الأمر الذي يدُّل على وجود تأثير قليل لمتغير الحجم على نسبة المديونية، أي أن كل زيادة بمقدار نقطة مئوية واحدة (1%) في حجم الشّركة يؤدي إلى زيادة نسبة مديونيتها بمقدار (0.031%).

هذه النتيجة تؤيد توقعات نظرية التوازن الأمثل (TOT)، والتي ترى أن الشّركات الكبيرة الحجم تتمتع بثقة مصادر التّمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها الشّركات الصغيرة. حيث أن مؤشر الحجم يلعب دوراً معاكساً لاحتمال الإفلاس، نظراً لأن الشّركة الكبيرة عادة ما يتسم نشاطها بدرجة عالية من التنويع، وبالتالي احتمال تعثرها وإفلاسها منخفض، الأمر الذي يمكنها من الحصول على القروض بسهولة وبفوائد منخفضة. أما من ناحية أخرى، فإن الشّركات الكبيرة، عادة ما يتم مراقبتها وتحليلها من قبل المحللين الماليين أكثر من الصغيرة، وهي أقدر على نشر معلومات عنها بشكل مستمر، مما يقلل من تباين المعلومات بينها وبين المستثمرين. كما تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه العديد من الدِّراسات الميدانية، مثل: (عبد الله والصديق، 2002)؛ (رمضان والعقدة، 2011)؛ (المومني وحسن، 2011)؛ (شلاش وآخرون، 2008)؛ (Awan et Amin, 2014).

كما نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) (Sig= 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الذي يدُّل على معنوية العلاقة، لذلك **نقبل الفرضية الأولى: توجد علاقة معنوية بين حجم الشّركة ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.**

الجدول رقم (5): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	Constant	.103	.084		1.234	.219		
	الحجم	.031	.004	.495	7.970	.000	.618	1.619
	العمر	.021	.027	.061	.778	.438	.382	2.617
	الربحية	.123	.290	.022	6.426	.026	.859	1.165
	المخاطر	-2.599	1.203	-.138	-2.160	.032	.580	1.725
	السيولة	-.023	.003	-.380	-7.296	.000	.875	1.142
	النمو	.020	.026	.041	.782	.435	.882	1.134
	هيكل الأصول	-.448	.076	-.459	-5.912	.000	.395	2.531
	تركز الملكية	.097	.077	.071	7.265	.008	.745	1.342
	الضرائب	.018	.062	.016	.293	.770	.835	1.197

a. Dependent Variable: LEV

<u>ثانياً:</u> بالنسبة لمتغير عمر الشّركة، تُشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين عمر الشّركات السّورية محل الدراسة ونسبة المديونية في هياكلها المالية (β_2 = 0.021)، ولكن نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) (Sig = 0.438) أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يدُّل على عدم معنوية العلاقة، لذلك نقبل الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود تأثير لعمر الشّركة في الهيكل المالي، **ونرفض الفرضية الثانية: توجد علاقة معنوية بين عمر الشّركة ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.** ويرى الباحث أن السبب، في عدم وجود تأثير لمتغير العمر في الهيكل المالي للشركات المساهمة السّورية، يعود إلى أن غالبية هذه الشّركات حديثة العهد، حيث أن حوالي (75%) من شركات عينة الدراسة تمّ تأسيسها بعد عام (2000م)، وأن عمر الشّركة، كما يراه الكثير من الباحثين، يُعتبر المقياس الأساسي لسمعتها، لأنه يُعطي فكرة عن قدرة الشّركة على الاستمرارية وبالتالي قدرتها على الحصول على القروض، فكلما كانت مدة تعامل الشّركة مع البنوك التي تتعامل معها أطول، كلما زادت قدرتها على الاقتراض. حيث تتفق هذه النتيجة مع دراسة (Jian et Roger, 2005).

ثالثاً: بالنسبة لمتغير الربحية (معدل العائد على الأصول)، حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشّركات السّورية محل الدراسة ونسبة المديونية في هياكلها المالية ، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (β_3) (0.123)، الأمر الذي يُشير إلى وجود تأثير قليل لمعدل عائد الشّركات في نسبة مديونيها، أي أن كل زيادة في معدل العائد على الأصول بمقدار نقطة مئوية واحدة (1%) سيؤدي ذلك إلى زيادة نسبة المديونية بمقدار (0.123 %). وهذه النتيجة تتفق مع ما جاءت به نظرية (TOT)، التي تفترض أن الشّركات ذات معدلات الربحية المرتفعة تُفضل اللجوء إلى الاقتراض، وذلك بسبب الخاصية المميزة للفوائد في تخفيض الوعاء الخاضع للضريبة. كذلك تتفق النتيجة مع نظرية الوكالة التي تفترض زيادة حجم الديون في الشّركات ذات معدلات الربحية المرتفعة كوسيلة من أجل التقليل من التدفق النقدي الحر (Free cash flow) المتاح تحت تصرف المديرين، عن طريق إلزامهم بتسديد الفوائد وأقساط القروض عند تاريخ الاستحقاق.

لكن يرى الباحث أن سبب هذه العلاقة الإيجابية بين معدل الربحية ونسبة المديونية هو اعتماد النظام المصرفي في سورية عند دراسة ملفات منح الائتمان على مؤشر الربحية، وذلك لأن الشّركات ذات معدلات الربحية المرتفعة تكون لها قدرة أكبر على تسديد التزاماتها (الفوائد وأقساط الديون) عند تاريخ الاستحقاق. في حين نستبعد أن يكون سبب هذه النتيجة هو اهتمام الشّركات المساهمة العامة السّورية بالوفورات الضريبية للفوائد، حيث بينت نتائج الدراسة عدم وجود أي تأثير للضرائب في تركيبة الهيكل المالي (كما سنرى لاحقاً)؛ أو مشكلة تكلفة الوكالة بين المديرين والمساهمين، وذلك لانعدام علاقة الوكالة لأغلب الشّركات التي شملتها عينة الدراسة، حيث بلغت نسبة تركز الملكية في هذه الشّركات بالمتوسط حوالي (53%) (الجدول رقم 6).

نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) (Sig= 0.026) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يدُّل على معنوية العلاقة، لذلك نرفض الفرضية العدمية، **ونقبل الفرضية الثالثة التي تنص على وجود علاقة معنوية بين الربحية ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.**

الجدول رقم (6): النتائج الإحصائية لمتغيرات البحث

	المديونية	الحجم	العمر	الربحية	المخاطر	السيولة	النمو	هيكل الأصول	تركز الملكية	الضرائب
المتوسط	0.4794	20.87	1.6398	0.0295	0.0226	3.014	0.2177	0.3022	0.5297	0.1780
الانحراف المعياري	0.3229	5.176	0.9328	0.0586	0.0171	5.3816	0.6467	0.3309	0.2383	0.2793

رابعاً: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر الشّركة ونسبة المديونية ، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (β_4) لمتغير المخاطر (2.599−)، أي أن كل زيادة بمقدار نقطة مئوية واحدة (1%) في مخاطر الشّركة سيؤدي ذلك إلى انخفاض نسبة المديونية في هيكلها المالي بمقدار (2.599%). وهذه النتيجة تنسجم مع اقتراحات النظريات المالية الحديثة، فحسب نظرية (TOT)، فإن الشّركات ذات التقلبات الكبيرة في أرباحها تُعتبر أكثر عرضة للإفلاس (أي ترتفع لديها تكاليف الافلاس)، وبالتالي أي زيادة في المخاطر تؤدي إلى زيادة تكاليف التّمويل بالاقتراض (تكاليف الافلاس)، مما يدفع الشّركات للميل نحو تمويل مشاريعها عن طريق أموال الملكية. أما حسب نظرية (POT)، فإن تقلب ربحية الشّركة يدفعها إلى زيادة الاعتماد على التّمويل الذاتي والتقليل من اللجوء إلى الاقتراض لتجنب مشكلة قصور الاستثمار مستقبلاً. كذلك تتفق نتيجة الدراسة الحالية مع دراسة (Jian et Roger, 2005).

نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) (Sig= 0.032) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يدُّل على معنوية العلاقة، لذلك نرفض الفرضية العدمية ، **ونقبل الفرضية الرابعة التي تنص على وجود علاقة معنوية بين المخاطر ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.**

خامساً: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة المتوفرة في الشّركات المساهمة العامة السّورية ونسبة المديونية في هياكل تمويلها ، حيث أن قيمة معامل الانحدار (β_5) تعادل (0.023−)، أي أن كل زيادة بمقدار نقطة مئوية واحدة (1%) في نسبة السيولة ستؤدي إلى انخفاض نسبة المديونية بمقدار (0.023 %). أي أن الشّركات محل الدراسة في حالة زيادة نسبة السيولة لديها، فإن هذا سوف يمكّنها من استخدام هذه السيولة عند الحاجة إلى التّمويل دون اللجوء الى الاقتراض الخارجي، مما يؤدي إلى تدني مستوى المديونية. كما تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه العديد من الدِّراسات الميدانية، مثل: (رمضان والعقدة، 2011)، (شلاش وآخرون، 2008)، (Gharaibeh et Al-Najjar, 2007).

نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) (Sig= 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يدُّل على معنوية العلاقة، لذلك نرفض الفرضية العدمية، **ونقبل الفرضية الخامسة: توجد علاقة معنوية بين السيولة ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.**

سادساً: تُشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين متغير معدل النمو المتوقع ونسبة المديونية في الشّركات محل الدراسة، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (β_6) لمتغير النمو المتوقع (0.020)، وبالتالي أظهرت النتائج أن الشّركات المساهمة العامة السّورية التي تتميز بمعدل مرتفع لنمو إجمالي أصولها تميل للاقتراض أكثر من الشركات التي لديها معدل منخفض لنمو إجمالي الأصول. ولكن نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) (Sig= 0.435) أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الدي يدُّل على عدم معنوية العلاقة، لذلك نقبل الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود تأثير لمعدل النمو في تركيبة الهيكل المالي، **ونرفص الفرضية السادسة: توجد علاقة معنوية بين معدل النمو المتوقع ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية.**

ويرى الباحث أن السبب في عدم وجود علاقة بين متغير معدل النمو ونسبة المديونية للشركات المساهمة العامة السّورية يعود إلى أن لجوء هذه الشّركات إلى القروض ليس بهدف التوسع في العملية الاستثمارية، حيث لم يكن لمتغير معدل النمو دلالة إحصائية في تفسير نسبة المديونية، وإنما سياسة التّمويل لهذه الشّركات تسعى إلى تحقيق هدف البقاء وليس هدف النمو.

سابعاً: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين هيكل أصول الشّركات ونسبة المديونية ، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (β_7) لمتغير هيكل أصول الشّركات (0.448−)، أي أن كل زيادة بمقدار نقطة مئوية واحدة (1%) في نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول ستؤدي إلى انخفاض نسبة المديونية بمقدار (0.448 %). وهذه النتيجة تتعارض مع افتراضات كل من نظرية (TOT) ونظرية (POT)، اللتان تقترحان وجود علاقة إيجابية بين نسبة الأصول الملموسة الثابتة ونسبة المديونية في الهيكل المالي . ويمكن تفسير هذه العلاقة السلبية غير المتوقعة من خلال صدور المرسوم التشريعي رقم (61) لعام (2007) الخاص "بتحويل نوع الشّركة وإعادة تقويم أصولها الثابتة"، والذي أجاز للشركات السّورية أن تقوم بإعادة تقدير قيمة أصولها الثابتة بناءً على القيمة السوقية، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع في قيم الأصول الثابتة الدفترية، مما قد يؤثر في العلاقة فيجعل منها علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية.

نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) (Sig= 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الذي يدُّل على معنوية العلاقة، لذلك نرفض الفرضية العدمية، **ونقبل الفرضية السابعة التي تنص على وجود علاقة معنوية بين هيكل الأصول ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية**. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (رمضان والعقدة، 2011) ودراسة (Gharaibeh et Al-Najjar, 2007).

ثامناً: أما فيما يتعلق بمتغير درجة تركز الملكية، أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة ملكية كبار المساهمين (الذين يمتلكون 5% أو أكثر من أسهم الشّركة) في الشّركات المساهمة العامة السّورية ونسبة المديونية في هياكلها المالية، حيث أن قيمة معامل الانحدار (β_8 = 0.097)، أي أن كل ارتفاع في نسبة ما يملكه كبار المساهمين بمقدار نقطة مئوية واحدة (1%) سيؤدي ذلك إلى زيادة نسبة المديونية بمقدار (0.097%). وهذا ما يمكن تفسيره من خلال حرص كبار المساهمين في الشّركات محل الدراسة على المحافظة على سيطرتهم في الشّركات التي يستثمرون فيها، وذلك من خلال الاعتماد على الاقتراض أو إصدار الأسهم الممتازة بدلاً من إصدار أسهم عادية كمصادر للتمويل، لأن هؤلاء الأطراف ليس لهم حق التدخل في الإدارة مقارنة بالمساهمين العاديين. وتؤيد هذه النتيجة ما جاءت به نظرية الوكالة ، حيث أن وجود الملكية المركّزة (Concentrated Ownership) قد يعمل على تخفيض فرص الانتهازية ونزعة المدراء لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين، فإذا عمل كبار المساهمين كمراقبين على أداء المدراء، فمن المتوقع أن لا تستطيع الإدارة أن تعمل على تخفيض نسبة المديونية في الشّركة بما يحقق مصالحها الخاصة.

نلاحظ أن قيمة الاحتمال لاختبار (t) (Sig= 0.008) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يدُّل على معنوية العلاقة، لذلك نرفض الفرضية العدمية، **ونقبل الفرضية الثامنة: توجد علاقة معنوية بين درجة تركز الملكية ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية**. كما تتفق هذه النتيجة مع العديد من الدِّراسات السّابقة، مثل: (المومني وحسن، 2011)؛ (Jian et Roger, 2005)؛ (Awan et Amin, 2014).

أخيراً، من الأمور التي تُشجع الشّركة على الاقتراض، هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن ظهور فوائد في قائمة الدخل، حيث ان التكلفة الحقيقة للديون تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبية مرتفعة، وبالتالي كلما زادت إمكانية الشّركة في الحصول على وفر ضريبي، زادت رغبتها في الاعتماد على الاقتراض في التّمويل. ولكن هذا لا ينطبق على بيئة الأعمال السّورية، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى أنه على الرغم من وجود علاقة إيجابية بين متغير معدل الضريبة المُدفوعة من قبل الشّركات السّورية محل الدراسة ونسبة المديونية في هياكلها المالية، ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية (Sig= 0.77 أكبر من مستوى المعنوية 0.05)، لذلك نقبل الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود تأثير للضرائب في تركيبة الهيكل المالي، **ونرفض الفرضية التاسعة: توجد علاقة معنوية بين معدل الضريبة ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية** . هذه النتيجة لا تنسجم مع التوقعات النظرية لنموذج (Modigliani et Miller, 1958).

ويرى الباحث أن السبب وراء انعدام هذه العلاقة في بيئة الأعمال السّورية، هو أن العديد من الشّركات المساهمة السّورية في عينة الدراسة قد لا تحقق أي وفر ضريبي، لكونها غير مطالبة بدفع ضريبية بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي.

الاستنتاجات والتوصيات:

قامت هذه الدراسة، وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد، بتحديد العوامل المُؤثرة على قرار الهيكل المالي لعينة من (33) شركة من الشّركات المساهمة العامة السّورية الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية خلال الفترة (2007–2011). وقد توصلت الدّراسة إلى النّتائج الأتية:

توحد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية في الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة السّورية وبين كل من حجم الشّركة؛ وربحيتها؛ ودرجة التركّز في هيكل الملكية. فيما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية في الهيكل المالي للشركات السّورية محل الدراسة وكل من مخاطر الشّركة؛ وسيولتها؛ وهيكل أصولها. في حين تم استبعاد كل من عمر الشّركة ومعدل نموها وما تدفعه من ضرائب كمحددات للهيكل المالي في الشركات المساهمة العامة السّورية.

في الواقع، يتسم السوق المالي في سورية بوجود سوق نقدي مسيطر، لدرجة أن معظم الديون في هياكل تمويل الشّركات ما تزال في شكل قروض مصرفية، ومن ناحية أخرى، بلغت نسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية بالمتوسط حوالي (48%)، وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في العديد من الدول، مثل: الولايات المتحدة، وألمانيا، ودول شرق آسيا، حيث تجاوزت النسبة (80%). في الواقع، أن انخفاض هذه النسبة يمكن تفسيره من خلال التأثير السلبي لمخاطر تذبذب أرباح الشّركات في نسبة المديونية، وبالتالي فإن المديرين الماليين في الشّركات المساهمة العامة السّورية يأخذون بعين الاعتبار درجة مخاطر الأعمال عند اتخاذهم قرار الهيكل المالي. أو بكلام أخر، أن خطر الإفلاس هو عامل مفسر للسلوك المالي في الشّركات المساهمة العامة السّورية. وهذه النتيجة تعني أن نموذج تكاليف الإفلاس يعطي تفسيراً لاختيار هيكل التّمويل في بيئة الأعمال السّورية.

كما يمكننا أن نستنتج، بأن تركيبة الهيكل المالي للشركات السّورية محل الدراسة تُقارب الصيغة النظرية المثلى لتركيبة الهيكل المالي (50% أموال خاصة، 50% ديون)، والتي تُعتبر نسبة مقبولة من قبل الدائنين، لأن هذه النسبة كلما انخفضت كلما زاد هامش الأمان لهم في حال إشهار إفلاس الشّركة وبيع أصولها.

أن العلاقة السلبية بين السيولة ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية، تدلل على أن هذه الشّركات إذا تحصلت على تدفقات مالية موجبة تتجه للتخلص من الديون (تسديد أقساط هذا الديون والفوائد المترتبة عليها) بهدف تقليص الخطر المالي.

كما أن العلاقة الإيجابية بين الربحية ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية، تُشير إلى أن الشّركات السّورية ذات معدلات المردودية الاقتصادية العالية تتجه نحو زيادة اعتمادها على القروض، ولكن ليس من أجل دعم نموها (عدم وجود علاقة بين معدل النمو ونسبة المديونية) ، بل من أجل التركيز على هدف البقاء والاستمرارية في دنيا الأعمال.

في حين أن وجود علاقة إيجابية بين درجة تركز الملكية ونسبة المديونية في الشّركات المساهمة العامة السّورية، تُشير إلى الدور الذي يمكن أن يلعبه كبار المساهمين، في هذه الشّركات، في التخفيف من مشكلة الوكالة، من خلال ممارسة دورهم في الرقابة على تصرفات المديرين، والحرص على عدم قيام هؤلاء بتخفيض نسبة المديونية في الشّركة بما يحقق مصالحهم الخاصة. حيث أشارت نظرية الوكالة إلى أن نسبة المديونية يُنظر لها من قبل المساهمين على أنها عامل ضغط وعامل سيطرة على إدارة الشّركة، وبالتالي فإن زيادة نسبة المديونية يعمل على التقريب بين

مصالح الإدارة الشخصية ومصالح المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة (Jensen et Meckling, 1976). (Jensen, 1986).

أما أهم التوصيات والآفاق المستقبلية للبحث:

1. تؤثر ظروف السوق المالي في القرارات التي يتم اتخاذها بشأن زيادة مصادر التمويل الجديدة، سواء بإصدار أسهم أو سندات، وتؤثر ظروف السوق المالي أيضاً في توقيت الإصدارات الجديدة وفي تكلفتها، فلن تتمكن الشركات من زيادة مصادر تمويلها بإصدار السندات، ما لم يكن هناك سوق رأس مال يستوعب متطلبات الشركات. وبالتالي يجب العمل على تنشيط السوق المالي في سورية، من خلال تشجيع الشّركات على التّمويل بالسندات سواء بالاكتتاب العام أو المغلق.

2. تماشياً مع الظروف الاقتصادية غير المستقرة التي تواجه سورية، يجب العمل على تشجيع الشّركات التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح، أن تتجه إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المُقترضة، وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة؛ نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض.

3. كشفت نتائج الدراسة أن النظريات المفسّرة للهيكل المالي غير قادرة لوحدها على تفسير قرار التّمويل للشركات المساهمة العامة السّورية، لذلك يمكن إجراء المزيد من الدِّراسات لتفسير السياسة أو القرارات التّمويلية بما يتلاءم مع البيئة السّورية، خاصة فيما يتعلق بالقيم الاجتماعية والعوامل الثقافية والظروف الاقتصادية.

4. كما كشفت نتائج الدراسة على عدم وجود علاقة بين بعض متغيرات الدراسة (العمر، ومعدل النمو، والضريبة) ونسبة المديونية، الأمر الذي يدعو إلى التساؤل حول مدى دقة وصحة المؤشرات التي تم استخدامها في هذه الدراسة لقياس هذه المتغيرات، ومدى إمكانية الوصول إلى علاقات ذات دلالة إحصائية من خلال استخدام مؤشرات أخرى. وتبقى الإجابة على هذه التساؤلات بانتظار المزيد من الدِّراسات المستقبلية.

5. وأخيراً، يمكن اقتراح أن يتم توسيع مجال الدراسة: سواء من حيث الفترة الزمنية لتشمل فترة الأزمة الاقتصادية الراهنة (2011–2015)؛ أو من حيث مجال التطبيق لتشمل قطاعات أخرى (مثل قطاع الشّركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، وشركات القطاع العام)؛ أو من حيث إضافة متغيرات أخرى لم تتناولها الدراسة الحالية: كتأثير ظروف سوق رأس المال في القرارات التّمويلية، دراسة العلاقة بين متغيرات حوكمة الشّركات والهيكل المالي، دراسة العلاقة بين الهيكل المالي المستهدف للشركة وبين أدائها المالي، فعالية قرارات التّمويل في تحديد القيمة السوقية للشركات السّورية.

المراجع:

- الكيلاني، قيس أديب. العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيبة رأس المال في الشّركات الصناعية الأردنية: دراسة تطبيقية للفترة (2004–2008). تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العدد 100، المجلد 32، 2010، 177–188.
- المومني، غازي؛ حسن، علي. محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان. دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد 38، العدد 2، 2011، 367–379.
- أمين، أسامة. التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج SPSS – الجزء الثاني. 2008، 13 Mars 2016 ، < >http://www.4shared.com/file/20601919…ok_spss_2.html.

- رمضان، عماد زياد؛ العقدة، صالح خليل. محددات هيكل رأس المال في الشّركات المساهمة العامة الأردنية: دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2000–2006). المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2، 2011، 228–245.
- شلاش، سليمان؛ البقوم، علي؛ العون، سالم. العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال، حالة تطبيقية في الشّركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997–2001). مجلة المنارة، الأردن، المجلد 14، العدد الأول، 2008، 45–81.
- عبد الله، عبد القادر ؛ الصديق، بابكر. محددات الهيكل التّمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية. مجلة الإدارة العامة، الرياض، المجلد 42، العدد الرابع، 2002، 723–745.
- هندي، منير إبراهيم. الإدارة المالية. الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2000.

AHMADIMOUSAABAD, A. ; ANUAR, M. ; SOFIAN, S. ; JAHANZEB, A. Capital Structure Decisions and Determinants: An Empirical Study in Iran. International Research Journal of Applied and Basic Sciences, Vol. 5, N□. 7, 2013, 891-896.

AWAN, A.G. ; AMIN, M. S. Determinants of Capital Structure. European Journal of Accounting Auditing and Finance Research Vol. 2, N□.9, 2014, 22-41.

Berk, A. Drivers of Leverage in Slovenian Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases. Post-Communist Economies, Vol. 18, Issue 4, 2006, 479-494.

DEANGELO, H. ; DEANGELO, L. The Irrelevance of The MM Dividend Irrelevance Theorem. Journal of Financial Economics, Vol.79, 2006, 293–315.

GHARAIBEH, H. ; ALNAJJAR, B. Determinants of Capital Structure: (Evidence from Jordanian Data). Jordan Journal of Business Administration, Vol. 3, N□. 2, 2007, 185-194.

HARRIS, M. ; RAVIV A. Capital Structure and Information Role of Debt. Journal of Finance, Vol. 45, N□. 2, 1990, 321-349.

HIRIGOYEN, G. ; PICHARD-STAMFORD P. Les Fondements et les Développements en Finance Organisationnelle: Une Synthèse Théorique et Empirique, in Encyclopédie des Ressources Humaines, Vuibert, Paris, 2003. 528-552.

JENSEN, M, Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, Vol. 76, N□. 2, 1986, 323-330.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, Vol. 3, N□. 4, 1976, 305-360.

JIAN, C. ; ROGER, S. The Determinants of Capital Structure Evidence from Chinese Listed Companies. Economic Change and Restructuring, Vol. 38, N□. 1, 2005, 11-35.

JOSHUA, A. Agency theoretic determinants of debt level: Evidence from Ghana. Review of Accounting and Finance, Vol. 7, 2008, 183-192.

KHRAWISH, H.A. ; KHRAIWESH, A. H. A. The Determinants of the Capital Structure. JKAU: Econ. & Adm., Vol. 24, N□. 1, 2010, 173-196.

MILLER, M. H. Debt and Taxes, Journal of Finance, Vol. 32, N□. 2, 1977, p. 261.

MODIGLIANI, F. ; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. American Economic Review, Vol. 48, 1958, 261-97.

MODIGLIANI, F. ; MILLER, M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review, Vol. 53, N□. 3, 1963, 433-344.

MYERS, S.C. The capital structure puzzle. Journal of Finance, Vol. 39, 1984, 575-92.

MYERS, S.C. Capital structure. Journal of Economic Perspective, Vol. 5, N□. 2, 2001, 81–102.

MYERS. C .S.; MAJLUF.N.S. Corporate Financing and Investment decisions: When Firms Have Information That Investors do Not Have. Journal of Financial Economics, Vol. 13, N□. 2, 1984. 187-221.

RAJAN, R.G. ; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. Journal of Finance, Vol. 50, N□. 50, 1995, 1421-1460.

TITMAN, S. ; WESSELS R. The determinants of capital structure choice. Journal of Finance, Vol. 43, 1988. 1-19.

ROSS, S.A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. Bell Journal of Economics, Vol. 8, N□. 1, 1977, 23-40.