محددات الهيكل التمويلي في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية

إسلام عبد الجواد، كامل عاطف عبد ربه*

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف إلى محددات الهيكل التمويلي للشركات المساهمة في فلسطين، وقد تم تطوير الفرضيات في ضوء ثلاث من نظريات الهيكل التمويلي وهي نظرية المفاضلة، ونظرية الوكالة، ونظرية الترتيب، إضافة إلى النتائج العملية للدراسات السابقة، وقد تم استخدام بيانات الشركات الفلسطينية غير المالية من عام 2005 وحتى 2013 في عينة غير متوازنة ذات بعدين زمني ومقطعي لاختبار هذه الفرضيات باستخدام نماذج قياسية تشمل إدخال الأثر الثابت أو الأثر العشوائي أو عدم استخدام أي أثر، وقد أظهرت النتائج أن حجم الشركة، فرص النمو، ونسبة البنود المخفضة للضريبة عدا الفوائد تؤثر ايجابيا على نسبة الاقتراض، أما الربحية فتؤثر سلبا على الاقتراض، وتتوافق معظم هذه النتائج مع نظرية الترتيب، حيث وُجِدَ أن العوامل المرتبطة بنظرية الترتيب كانت أقوى مما يوجد عادة في الدول الأخرى، ويعد ذلك مؤشرا على عمق مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق الفلسطيني، وهذا يستدعي من الشركات أولا والجهات المنظمة للسوق ثانيا أن تهتم بخلق الثقة مع المستثمر من خلال توفير البيانات التي تخدمه في اتخاذ القرار، وهذا يحتاج إلى تطوير مهنة المحاسبة وتبني – وبشكل فعلي– معايير محاسبية واضحة وملزمة، مما سيفتح الباب مستقبلا أمام سوق نشط للسندات والأسهم يخدم الشركات في تمويل مشاريعها، وليس فقط لمضاربات المستثمرين.

الكلمات الدالة: هيكل رأس المال، نظرية المفاضلة، نظرية الترتيب، نظرية الوكالة، الشركات المساهمة الفلسطينية.

المقدمة

تقوم الشركات المساهمة بتمويل استثماراتها طويلة الأجل بتشكيلة من المصادر يطلق عليها رأس المال، والذي يقصد به مصادر التمويل الدائم أو طويل الأجل للمنشأة والذي يشمل القروض طويلة الأجل، وحقوق الملكية، ويُطلق مصطلح الهيكل المالي على درجة استخدام المنشأة لكل نوع من أنواع مصادر التمويل، ويرتبط استخدام القروض بمفهوم الرفع المالي حيث إن تكلفة القروض هي تكلفه تمويلية ثابته، ولكنها تتمتع بانخفاض العائد المطلوب من قبل المقرضين مقارنة بالتمويل بالملكية، وأيضا بتحقيق وفورات ضريبية ناتجة عن مصروف الفوائد، ولكن رغم انخفاض كلفتها إلا أنها ترفع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها عوائد المنشأة بسبب ثبات التكلفة وإلزاميتها القانونية (Myers, 2003)، وبالتالي يؤثر الهيكل التمويلي على ثروة الملاك من خلال التأثير على القيمة السوقية للسهم (Fama & French, 2002).

يعد مودجلياني وميلر (Modigliani & Miller, 1958) من أوائل الباحثين الذين درسوا العلاقه بين هيكل رأس مال الشركة وبين قيمتها السوقية، وقد عرض الباحثان نظرية مفادها أن قيمة المنشأة لا تتأثر بقرار التمويل تحت افتراضات مثالية، ثم مالبث الباحثان أن أضافا تأثير الضريبة على القرار التمويلي، حيث إن قانون ضريبة الدخل يعترف بفوائد القروض مصروفا ضريبيا، وبالتالي فإنها تحقق وفرا ضريبيا، لذلك فزيادة القروض يترتب عليها انخفاض كلفة الأموال المرجحة، مما يعني ارتفاع القيمة السوقية للشركة، واستنتجا أن القيمة السوقية لشركة مقترضه يجب أن تكون أكثر من القيمة السوقية لشركة مماثله غير مقترضه تنتمي لنفس الفئة من المخاطر بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية (Modigliani & Miller, 1963)، ولم يقف الأمر عند تأثير

* جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين؛ جامعة فلسطين التقنية خضوري– فرع العروب، الخليل، فلسطين.

تاريخ استلام البحث 2018/1/5 وتاريخ قبوله 2018/9/4.

© 2019 عمادة البحث العلمي/ الجامعة الأردنية. جميع الحقوق محفوظة.

الضريبة، فقد أضاف الباحثون – لاحقا – عوامل عديدة تؤثر في خيار هيكل التمويل الذي تتبعه الشركة: كتكاليف الإفلاس، وتكاليف الوكالة، وتكاليف عدم تماثل المعلومات، من خلال طرح نظريات تفسر كيفية تأثير كل منها على هيكل التمويل (Kraus & Litzenberger, 1973; Jensen & Meckling, 1976; Myers & Majluf, 1984)، أما من الناحية العملية فقد وجد الباحثون أن هيكل التمويل في الشركة يرتبط بعوامل عديدة منها: حجم الأصول الملموسة في الشركة، والربحية، وحجم الشركة، وفرص النمو (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2001; Rajan & Zingales, 1995) وغيرها، وقد قدم الباحثون تفسيرات لعلاقة هذه العوامل مع هيكل التمويل تعتمد على الأساس النظري الذي انطلقوا منه.

الهدف الرئيس لهذه الدراسة هو التعرف على محددات الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة الفلسطينية، حيث ستجيب هذه الدراسة عن التساؤل حول أهم العوامل المحددة لهيكل التمويل في الشركات المساهمة الفلسطينية، التي تعتمد غالبا على مصادر تمويل محدودة في ظروف اقتصادية غير مستقرة، وفي بيئة تمويلية تتميز بصغرها وانغلاقها نسبيا، وفي بلد محاصر بسبب ظروف الاحتلال، وستشكل نتائج هذه الدراسة أدلة إضافية حول قرار التمويل في بيئة غير مستقرة، كما تمتاز هذه الدراسة بشمول عينتها، وباستخدامها لنماذج قياسية ملائمة لنمذجة محددات التمويل بالاقتراض.

2. خلفية الدراسة وتطوير الفرضيات

هل هناك هيكل تمويل أمثل يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة؟ كانت الإجابة الأولى لهذا السؤال على يد (Modigliani & Miller, 1958) بعدم وجود علاقة بين هيكل التمويل وبين قيمة المنشأة إذا توفر سوق مال كامل، ومستثمرين يتمتعون بالرشد، ومعلومات كافية للجميع، مع عدم وجود ضرائب أو عمولات من أي نوع، وقد خلص الباحثان إلى أن القيمة السوقية للمنشأة تتوقف فقط على قدرة أصولها على توليد التدفقات النقدية بصرف النظر عن الكيفية التي يتم بها توزيع تلك التدفقات بين الممولين، واستنتجوا أن متوسط تكلفة الأموال لأي منشأة لا علاقة له بهيكل رأس المال، وأنه يساوي تكلفة حقوق الملكية لمنشأة لا تستخدم التمويل بالقروض، ولكنها تنتمي لفئة المخاطر نفسها، وفي عام 1963 قدم الباحثان تصحيحا لنظريتهما في ظل وجود الضرائب، حيث وجدا أن قيمة الشركة تزداد كلما اعتمدت على التمويل بالدين نتيجة لوفورات الفوائد الضريبية، ويعني ذلك أن قيمة الشركة المقترضة ستكون أعلى من قيمة شركة مماثلة غير مقترضة، وأن متوسط تكلفة الأموال لشركة مقترضة ستكون أقل (Modigliani & Miller, 1963).

لم تتمكن هذه النظرية من تفسير سبب عدم لجوء الشركات إلى الاقتراض بصورة مرتفعة، وهو السلوك المفترض إذا كان الاقتراض يرفع قيمة الشركة بشكل مستمر، وبدأ العلماء يبحثون عن عنصر التكلفة الذي يقابل المنافع الضريبية للاقتراض، ويمنع الشركات من الاستمرار في الاقتراض، وقد ظهرت مجموعة من النظريات يطلق عليها نظريات المفاضلة (Tradeoff Theories)، حيث تقوم الشركة حسب أهم هذه النظريات بالمفاضلة بين منافع استخدام المزيد من الديون المتمثلة في الوفورات الضريبية وبين تكاليف الإفلاس الناتجة عن الاقتراض الإضافي (Kraus & Litzenberger, 1973) والتي ترتفع بشكل كبير كلما ارتفع حجم القروض، وطالما أن المنافع أعلى من التكلفة ستستمر الشركة بالاقتراض حتى تصبح المنافع والتكلفة متساويتين، حيث تتوقف الشركة عن الاقتراض بعد تلك النقطة؛ لأن تكلفة الاقتراض ستكون أعلى من منفعته، وتتضمن نظريات المفاضلة أن هناك نقطة توازن بين استخدام الدين والملكية لا بد للشركة أن تصلها حتى تعظم قيمتها تسمى هيكل التمويل الأمثل (optimal capital structure).

نظرية أخرى تقوم على المفاضلة لكن بين نوعين مختلفين من منافع الاقتراض وتكاليفه، هما تكلفة الوكالة لحقوق الملكية، وتكلفة الوكالة للقروض فيما يعرف بنظرية الوكالة (Agency theory) فكلما ارتفعت نسبة القروض لدى الشركة احتاج المقرضون أكثر للرقابة على إدارة المنشأة والقرارات التي تتخذها، مثل قرارات الاستثمار في أصول خطرة، أو إحلال أصول خطرة مكان أصول أقل مخاطرة أو توزيعات الأرباح، أو قرارات زيادة مرتبات مجلس الإدارة، لأن هذه القرارات قد تؤثر على درجة الخطر في الشركة، وعلى قدرتها على السداد، ولكي يتأكد المقرضون من التزام إدارة المنشأة بشروط العقد يضعون قيودا

على تصرفات الإدارة، كما يضعون آليات للرقابة على مدى تنفيذ الإدارة لهذه الشروط، وبالتالي يتحملون تكاليف إضافية تسمى تكاليف الوكالة للقروض، والتي تشمل إضافة للتكلفة المباشرة تكلفة انخفاض كفاءة الإدارة نتيجة القيود التي يضعها المقرضون لضمان حقوقهم، وعادة ما يعمل المقرضون على نقل تكلفة الوكالة إلى الملاك، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال المقترضة (Jensen & Meckling, 1976)، من جهة أخرى هناك تكلفة وكالة مرتبطة باستخدام التمويل الخارجي بالملكية تسمى تكلفة الوكالة لحقوق الملكية، فكلما انخفضت ملكية الملاك القدامى المسيطرين على إدارة الشركة ضعفت دافعيتهم للعمل، وارتفعت بالمقابل دافعيتهم للتبذير وللبحث عن المصالح الخاصة على حساب مصلحة العمل، وهو ما يطلق عليه تكلفة الوكالة لحقوق الملكية (Jensen & Meckling, 1976)، من هنا نرى أن خيار الحصول على التمويل من خلال الدين يرفع تكلفة الوكالة للديون، وخيار الحصول على التمويل بالملكية يرفع تكلفة الوكالة لحقوق الملكية، ويكون على الشركة أن توازن بين استخدام الديون والملكية في التمويل؛ بحيث تبقي التكلفة الكلية للوكالة عند حدها الأدنى.

تقوم النظريات السابقة على فرض تماثل المعلومات (Information symmetry) ما بين إدارة الشركة وبين المستثمرين الخارجيين (الممولين)، لكن الإدارة عادة ما يكون لديها معلومات أكثر من المستثمرين الخارجيين في واقع الأمر (Information Asymmetry)، وقد قام الباحثان (Myers & Majluf, 1984) بدراسة تأثير عدم تماثل المعلومات على القرار التمويلي، حيث وجدا أن عدم تماثل المعلومات يتسبب في تكاليف إضافية تسمى تكاليف الاختيار العكسي (Adverse selection costs) حيث أن عدم قدرة المستثمر على التمييز بين الشركات الجيدة والشركات الضعيفة لن تمكنه من تحديد العائد المطلوب الذي يتناسب مع وضع الشركة، فحتى لو كانت الشركة جيدة كما تعلم إدارتها فإن المستثمر لن يتيقن من ذلك، وسيضع دائما احتمال أن تكون الشركة ضعيفة وأن اختياره يمكن أن يكون عكس ما يرغب، لذلك سيطلب المستثمر عائدا أعلى للاستثمار لتعويض هذا الاحتمال وهو ما يسبب تكلفة الاختيار العكسي للشركة، وهو ما سيجعل مصادر التمويل الخارجي أكثر كلفة، وهذا السيناريو سيقود الشركة إلى استخدام مصادر التمويل الداخلية ما أمكن لأنها لا تتعرض لمشكلة عدم تماثل المعلومات، وإذا ما اضطرت الشركة للجوء لتمويل خارجي فستلجأ إلى التمويل بالدين أولا لأن إصدار الدين يعطي إشارة (Signal) للمستثمر بأن إدارة الشركة تتوقع مستقبلا جيدا، ولا ترغب بمشاركة ملاك جدد في هذا المستقبل، وهو ما يقلل تكاليف الاختيار العكسي، أما إصدار أدوات الملكية فيعطي إشارة سلبية حول توقعات الإدارة وهو ما يرفع تكاليف الاختيار العكسي ويجعل خيار إصدار الأسهم العادية في المرتبة الأخيرة (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984; Shyam-Sunder & Myers, 1999)، وقد عرفت هذه النظرية بنظرية الترتيب (Pecking Order theory)، لأن الشركة تستخدم دائما ترتيبا محددا عند اختيار مصادر التمويل كما ذكر.

من الناحية العملية، اعتمد العديد من الباحثين على النظريات السابقة من أجل تحديد العوامل التي تؤثر في قرار هيكل التمويل، واتجاه هذا التأثير، وقد وجدت الدراسات العملية أن أهم العوامل المؤثرة في قرار التمويل هي حجم الأصول الملموسة، والربحية، وحجم الشركة، وفرص النمو (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2001; Rajan & Zingales, 1995)، إضافة لذلك وجدت بعض الدراسات تأثيرا لمعدل الضريبة الفعلية، ومدى توفر بنود مصاريف مخفضه للضريبة عدا الفوائد على مدى الاعتماد على الديون (Huang & Song, 2006)، وفيما يلي مناقشة لهذه المحددات.

1. الأصول الملموسة Tangibility

تشكل الأصول الملموسة طويلة الأجل في المنشأة ضمانا للمقرض في حال تعرض المنشأة لمخاطر عدم القدرة على السداد، مما يعني أن الشركة التي تملك أصولا ملموسة تكون أقل مخاطرة، وستحصل على قروض بتكلفة وشروط أقل، وهو ما سيدفعها لاستخدام مزيد من التمويل بالدين، وقد تم تفسير هذه العلاقة حسب نظرية المفاضلة بأن الأصول الملموسة تخفض تكاليف الإفلاس، أما نظرية الوكالة فتفسر هذه العلاقة بانخفاض تكلفة الوكالة للديون لهذه الشركات، مما يشجعها على مزيد من الاقتراض، وقد وجد (Xiaoyan, 2008) علاقة إيجابية بين نسب الأصول الملموسة والتمويل بالقروض، وتشير دراسة (Ramadan & Alokde, 2011) أن الشركة التي تمتلك أصولا ملموسة كبيرة تحصل على معدل فائدة منخفض؛ لأن هذه القروض تكون مضمونة بقيمة الأصول الملموسة.

من هنا يتوقع أن يؤثر مدى توفر الأصول الملموسة في هيكل أصول الشركة إيجابا على مدى استخدام الشركات الفلسطينية للديون، وبذلك يمكن صياغة الفرضية الآتية:

الفرضية الأولى: هناك علاقة إيجابية بين مدى توفر الأصول الملموسة لدى الشركة، ومدى استخدام الشركة للتمويل بالدين.

2. الربحية Profitability

تعد الربحية هدفا أساسيا لمنشأة الأعمال وأمرا ضروريا لبقائها واستمرارها، وهي تشكل هدفا رئيسا للمستثمرين، إضافة إلى أنها مؤشر لنجاح المؤسسة من وجهه نظر الدائنين، كما تعكس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة والموجودات بحوزتها، وتشكل الأرباح مصدرا للتمويل الداخلي، وترفع نسبة التمويل بالملكية في الشركة، مما يبعد هيكل التمويل الفعلي عن الهيكل المثالي، لذلك افترضت نظرية المفاضلة أن الشركة ذات الأرباح الأعلى ستلجأ للاقتراض بصورة أكبر لإعادة هيكل التمويل إلى الوضع المثالي المفترض، من جهة أخرى تفسر نظرية الترتيب العلاقة بين الربحية والاقتراض بصورة مختلفة، فالتمويل الداخلي مفضل لدى الشركة دائما؛ لعدم وجود تكلفة عدم تماثل معلومات، وبالتالي فإن الشركات الأكثر ربحية ستستخدم الاقتراض بصورة أقل.

وقد وجد (Huang & Song, 2006) علاقة عكسية بين الربحية والديون، وهو ما يوافق نظرية الترتيب؛ حيث إن المنشاة ذات الربحية العالية تميل بصورة أقل لاستخدام القروض في التمويل، فالإدارة تستخدم الأرباح المحتجزة بدلا من تراكم الديون لمنشأة يتوفر لديها ربحية عالية، حيث إن الديون العالية تقيد الإدارة، وتكبح جماحها في التصرف، بينما الأرباح المحتجزة لا تكلف الشركة تكاليف إصدار، وليس لها تكلفة عدم تماثل معلومات، كما وجد (Al-Momani & Hassan, 2011) بأن الشركة ذات الربحية العالية تفضل الاعتماد على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها، وتتوجه للتمويل بالدين في حال استنزاف الشركة لمصادر التمويل الداخلية، إذ يتوقع وجود علاقة سلبية بين الربحية والتمويل بالقروض في الشركات الفلسطينية المدرجه، واستنادا لذلك يمكن صياغة الفرضية الآتية:

الفرضية الثانية: هناك علاقة عكسية بين ربحية الشركة ومدى لجوء الشركة للتمويل بالدين.

3. حجم الشركة Size

وجدت الدراسات العملية أن حجم الشركة يؤثر على قدرتها الاقتراضية، حيث إن التوسع في الاقتراض يرتبط بعلاقة إيجابية مع حجم الشركة، فكلما كان حجم الشركة كبيرا ازدادت قدرتها على الاقتراض، وقد يعود السبب في ذلك أن الشركة كبيرة الحجم غالبا تتمتع بثقة الممولين أكثر من الشركات صغيرة الحجم، حيث يتوقع أن تكون قدرة الشركة كبيرة الحجم على سداد ديونها عالية (Titman & Wessels, 1988)، وتشير نظرية عدم تماثل المعلومات أن المستثمرين ليس لديهم معلومات كافية عن الشركة، ولكن تأثير ذلك يكون بصورة أقل بالنسبة للشركات الكبيرة، وقد يعود السبب في ذلك إلى ميل الشركة كبيرة الحجم لتزويد المستثمرين بمعلومات أكثر مقارنة بالشركات صغيرة الحجم، وبالتالي فإن عدم تماثل المعلومات لدى المستثمرين يكون أقل في الشركات كبيرة الحجم، كما أن الشركة كبيرة الحجم لديها القدرة على تنويع استثماراتها لتقليل المخاطر التي قد تتعرض لها (Titman & Wessels, 1988)، وقد وجدت دراسة (Rajan & Zingales, 1995) أن لحجم الشركة أثرا إيجابيا على قدرتها على التمويل بالقروض، بناء على ما سبق من المتوقع أن تكون العلاقة إيجابية بين حجم الشركة وبين التمويل بالقروض في الشركات الفلسطينية المدرجه، وعليه سيتم اختبار الفرضية الآتية:

الفرضية الثالثة: هناك علاقة إيجابية بين حجم الشركة وبين مدى استخدام الشركة للتمويل بالدين.

4. فرص النمو Growth

عرف تتمان ووسلز (Titman & Wessels, 1988) فرص النمو بأنها أصول رأسمالية تضيف قيمة للمنشأة ولكن لا يمكن استخدامها كضمان لقرض، ولا ينتج عنها أي دخل حالي، وقد ربط ميرز (Myers, 1977) العلاقة بين فرص النمو ونسب الاقتراض بأن مشكلة الوكالة للقروض تزداد كلما ارتفعت نسبة الاقتراض بما فيها مشكلة تدني الاستثمار (underinvestment)، وبما أن الشركات التي لديها فرص نمو تسعى لتجنب هذه المشكلة لذلك يتوقع أن تمول استثماراتها بالملكية، مما يعني أن العلاقة المتوقعة بين الاقتراض وفرص النمو ستكون سالبة، ولذلك يمكن صياغة الفرضية الآتية:

الفرضية الرابعة: هناك علاقة سلبية بين فرص النمو المتاحه للشركة وبين مدى اعتماد الشركة على التمويل بالدين.

5. معدل الضريبة الفعلية (The effective tax rate)

تعد فوائد القروض مصاريف تخصم من الايرادات قبل الضريبة مما ينتج عنها وفورات ضريبية لها أثر إيجابي على قيمة المنشأة (Modigliani & Miller, 1963)، ونظرا للعلاقه الطردية بين معدل الضريبة وحجم الوفورات الضريبية بمعنى أنه كلما ارتفع معدل الضريبة الفعلي على الأرباح ترتفع الوفورات الضريبية لدى المنشأة، فسيكون ذلك دافعا لإدارة المنشأة للاعتماد أكثر على الأموال المقترضة.

وقد جادل (Huang & Song, 2006) أن الضرائب يجب أن تؤثر في تركيبة رأس المال، وأن الشركة ذات الضرائب الفعلية المرتفعه تستخدم الديون أكثر لتحصل على وفورات ضريبية، وأن السبب في فشل العديد من الدراسات السابقة في إيجاد آثار ضريبية واضحة على القرار التمويلي كما تنطوي عليه نظرية مدكلياني وميلر ناتج عن كون نسبة الديون هي نتيجة تراكم قرارات التمويل عاما بعد عام، لكن أثر الضريبة سيظهر على التغير السنوي في الاقتراض وليس على رصيد الاقتراض، لذلك فالرغبة في زيادة التمويل بالديون لكل عام وحده ستتأثر بشكل إيجابي مع زيادة معدل الضريبة الفعلية، وهذا يتناسب مع نظرية مدكلياني وميلر ولكن (Huang & Song, 2006) فشلا في إثبات افتراضهما عمليا، وقد أشار (MacKie-Mason, 1990) أن الجميع يعتقد أن الضرائب يجب أن تؤثر على قرار التمويل، ولكن القليل من الدراسات وجدت دليلا عمليا على مثل هذه العلاقة.

ستسير هذه الدراسة على الأسس السابقة نفسها وتفترض أن زيادة معدل الضريبة الفعلية يتوقع أن تؤدي إلى زيادة الميل نحو الاقتراض لما في ذلك من وفر ضريبي تحققه الشركة التي تستخدم التمويل بالقروض، وبذلك يمكن صياغة الفرضية الآتية.

الفرضية الخامسة: هناك علاقة موجبة بين معدل الضريبة الفعلية، ومدى لجوء الشركة للتمويل بالاقتراض.

6. البنود المخفضة للضريبة عدا الفوائد Non-Debt Tax (Shields)

إن البنود المخفضة للضريبة عدا الفوائد مثل الاستهلاك تؤثر على الأرباح، فكلما زادت مصاريف الاستهلاك تقل الأرباح، وبالتالي تقل الضرائب المدفوعة وتزداد التدفقات النقدية الصافية، وهو أثر مشابه للوفورات الضريبية من الاقتراض، لذلك فحاجة الشركة للاقتراض تقل لو كان لدى الشركة بنود أخرى مخفضة للضريبة مثل الاستهلاك، لذلك يتوقع وجود علاقه سلبية بين حجم البنود المخفضه للضريبة وبين نسبة الاقتراض لدى الشركة (DeAngelo & Masulis, 1980)، فحجم الديون يتأثر سلبا بوجود بنود مخفضه للضريبة مثل الاستهلاك أو إعفاء الاستثمار، حيث تعد بدائل للمزايا الضريبية لتمويل الديون (Huang & Song, 2006)، إذا من المتوقع أن تكون العلاقه سلبية بين البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد وبين التمويل بالقروض في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجه، وبذلك يمكن صياغة الفرضية الآتية:

الفرضية السادسة: هناك علاقة سلبية بين حجم البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد في الشركة، وبين ميل الشركة نحو استخدام القروض.

والجدول (1) يوضح العلاقة المتوقعة للعوامل المحددة للدراسة حسب نظريات الهيكل التمويلي.

جدول (1): العلاقه المتوقعة بين العوامل المحددة لهيكل راس المال ودرجة استخدام الشركة للديون حسب نظريات الهيكل التمويلي

المتغيرات	العلاقه النظرية المتوقعه	النظرية
حجم الشركة	+	نظرية المفاضلة
الأصول الملموسة	+	نظرية الوكالة / نظرية المفاضلة
الربحية	–	نظرية الترتيب
النمو	–	نظرية الوكالة
البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد	–	نظرية المفاضلة
معدل الضريبة الفعلي	+	نظرية المفاضلة

3. منهجية الدراسة

1.3 بيانات الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة خلال الفترة الواقعة من عام 2005م إلى عام 2013م كافة، وقد تم استبعاد الشركات المالية المتمثله في البنوك وشركات التأمين، وذلك لأن قرار التمويل في هذه الشركات مقيد بقيود تشريعية مختلفة عن باقي الشركات، وقد

دخل من ضمن عينة الدراسة الشركات المدرجة غير المالية كافة، بشرط أن تتوفر بياناتها السنوية، حيث تمت عملية جمع البيانات يدويا من واقع القوائم المالية للشركات، سواء المنشورة على موقع سوق فلسطين للأوراق المالية أو بالرجوع مباشرة إلى التقارير السنوية المطبوعة للشركات التي لم يتسن الحصول على بياناتها من الموقع الإلكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية، وتتكون عينة الدراسة من 33 شركة مساهمة عامة ومدرجة في سوق فلسطين، وقد كان عدد المشاهدات الإجمالي التي تم تحليلها 288 مشاهدة (شركة–سنة)، ويوضح جدول (2) توزيع عينة الدراسة حسب السنة والقطاع الاقتصادي.

جدول (2): توزيع عينة الدراسة حسب السنة والقطاع الاقتصادي

السنة	قطاع الاستثمار	قطاع الصناعة	قطاع الخدمات	المجموع
2005	7	12	10	29
2006	8	12	10	30
2007	9	12	11	32
2008	9	12	11	32
2009	9	12	12	33
2010	9	12	12	33
2011	9	12	12	33
2012	9	12	12	33
2013	9	12	12	33
المجموع	**78**	**108**	**102**	**288**

2.3 نموذج ومتغيرات الدراسة

تعد دراسة محددات هيكل التمويل دراسة تفسيرية، حيث تستخدم نماذج قياسية من أجل تفسير أسباب الاختلاف بين الشركات في درجة استخدامها للقروض، وفيما يلي نقاش لمتغيرات الدراسة التابعة والمستقله.

1.2.3 المتغير التابع

المتغير التابع في هذه الدراسة هو نسبة الاقتراض، وتقاس بحسب الأدبيات السابقة بعدة طرق منها: نسبة الاقتراض إلى الأصول بالقيمة الدفترية، أو نسبة الاقتراض إلى الأصول بالقيمة السوقية، حيث تمتاز طريقة القيمة السوقية بأنها أقرب إلى الواقع وتعكس مخاطر الإفلاس بشكل أدق، بينما القيم الدفترية تعكس أثر تراكم العمليات التمويلية السابقة عبر الزمن، وستسخدم هذه الدراسة كلا الطريقين لقياس المتغير التابع أسوة بالعديد من الأدبيات السابقة (Fama & French, 2002; Loof, 2004; Rajan & Zingales, 1995; Welch, 2004) كما هو مبين أدناه:

أ. نسبة الاقتراض إلى الأصول بالقيمة الدفترية

وهي نسبة تنتج عن قسمة مجموع القروض على مجموع الأصول بالقيمة الدفترية، حيث إن زيادة نسبة القروض إلى الأصول يعني أن الشركة تعتمد على نسب أعلى من الرفع المالي.

ب. نسبة الاقتراض الى الأصول بالقيمة السوقية

وهذا المقياس هو نسبة مجموع القروض إلى الأصول بالقيمة السوقية، وتم حساب الأصول بالقيمة السوقية من خلال المعادله الآتية (مجموع الأصول– حقوق الملكية بالقيمة الدفترية + القيمة السوقية لحقوق الملكية) وتقاس القيمة السوقية لحقوق الملكية بضرب (عدد الاسهم × قيمة السهم السوقية)، وتفترض طريقة الحساب المذكورة أن القيمة الدفترية والقيمة السوقية للديون متساوية، وهذا الافتراض منطقي أكثر في فلسطين لأن الديون في المناطق الفلسطينية كافة هي قروض بنكية ليس لها قيمة سوقية، وبالتالي فإن التعديل الوحيد للوصول للقيمة السوقية سيكون في حقوق الملكية، يذكر أن القروض لا تشمل التمويل التجاري بالدين، ويعرض جدول (3) هذه المقاييس.

جدول (3): مقاييس المتغير التابع

نسبة الاقتراض إلى الأصول بالقيمة الدفترية	مجموع القروض/ مجموع الأصول
نسبة الاقتراض إلى الأصول بالقيمة السوقية	مجموع القروض/ (مجموع الأصول– حقوق الملكية بالقيمة الدفترية + حقوق الملكية بالقيمة السوقية)

2.2.3 المتغيرات المستقلة

اشتملت هذه الدراسة على ستة متغيرات مستقله اختيرت بناء على الدراسات السابقة (Booth et al., 2001; DeAngelo & Masulis, 1980; Fama & French, 2002; Huang & Song, 2006; Rajan & Zingales, 1995; Welch, 2004) وقد تم قياس هذه المتغيرات كما يلي:

أ. الأصول الملموسة

وهي نسبة الأصول الملموسة طويلة الأجل إلى مجموع الأصول في الشركة، حيث إن زيادة نسبة الأصول الملموسة إلى مجموع الأصول يعد مؤشرا على قدرة الشركة على استخدام هذه الأصول ضمانا للقروض، لذلك يتوقع أن تكون العلاقه إيجابية بين نسبة الأصول الملموسة وبين نسب الاقتراض.

ب. حجم الشركة

تم قياس حجم الشركة من خلال لوغاريثم المبيعات، حيث يتوقع أن يؤثر حجم الشركة إيجابا على نسب الاقتراض.

ج. الربحية

تم قياسها بقسمة الدخل التشغيلي قبل الاستهلاك (الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك) على مجموع الأصول، ويتوقع حسب نظرية الترتيب أن تكون العلاقه سالبة مع نسب الاقتراض.

د. البنود المخفضه للضريبة عدا الفوائد

وهذه تم قياسها بنسبة مجموع الاستهلاك والإطفاء الى الأصول، وحيث إن قيمة الاستهلاك والإطفاء تخصم من الضريبة، فهي تعد بديلا عن الفوائد كدرع ضريبي، فهي تخلق وفورات ضريبية للشركة مشابهه لتلك التي تخلقها فوائد الاقتراض، وبالتالي تقل حاجة الشركة للاقتراض كلما كان لدى الشركة حجم أكبر من هذه البنود.

هـ. معدل الضريبة الفعلية

تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة الضريبة الفعلية على الدخل التشغيلي قبل الضرائب؛ حيث يتوقع أن تؤثر معدلات الضريبة الفعلية إيجابا على نسب الاقتراض، لأن فوائد القروض تخصم من الضريبة المستحقه الدفع.

و. النمو

تم قياس النمو من خلال القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة (Rajan & Zingales, 1995)، إن نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية بالشركة تعطي معلومات عن مزيج الأصول، وبالتحديد فإن الشركة التي لها قيمة سوقية عالية بالمقارنة مع القيمة الدفترية يكون ذلك ناتجا عن فرص النمو العالية التي تمتلكها الشركة، حيث تضيف فرص النمو لقيمة الشركة، ولكنها لا تنتج دخلا ضريبيا حاليا، ويعرض جدول (4) لتعريف مقاييس المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة.

جدول (4): قياس المتغيرات المستقله

المتغير	الرمز	طريقة القياس
الأصول الملموسة	*Tang*	الأصول الملموسة طويلة الأجل /مجموع الأصول
حجم الشركة	*Size*	لوغاريثم (المبيعات)
الربحية	*Profit*	(الدخل التشغيلي+ الاستهلاك)/مجموع الأصول
النمو	*Growth*	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية= (مجموع الأصول– حقوق الملكية بالقيمة الدفترية+ حقوق الملكية بالقيمة السوقية)/مجموع الأصول بالقيمة الدفترية
البنود المخفضة للضريبة عداالفوائد	*NDTS*	مجموع الاستهلاك والإطفاء/مجموع الأصول
معدل الضريبة الفعلية	*Effective Tax Rate*	مخصص الضريبة /الدخل التشغيلي

وقد تم نمذجة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة بنموذج خطي متعدد كما يلي:

$$Lev_{it} = B_0 + B_1 Tang_{i,t-1} + B_2 Size_{i,t-1} + B_3 Profit_{i,t-1} + B_4 NDTS_{i,t-1} + B_5 Effective\ tax\ rate_{i,t-1} + B_6 Growth_{i,t-1} + e_{it}$$

حيث إن المتغيرات المستقلة هي كما عرفت في جدول (4)، B_i هي معاملات المتغيرات المستقلة، Lev_{it} هو المتغير التابع، وe_{it} هو حد الخطأ، وقد تم التقدير أولا باستخدام المتغيرات الأساسية وبدون المتغيرات التي تقيس أثر الضريبة، وذلك لفحص أثر هذه المتغيرات على الرفع المالي بالقيمة الدفترية والسوقية، ومقارنة ذلك الأثر مع الأدبيات السابقة، بعدها تم إضافة متغيرات الضريبة كل على حدة مع النموذجين السابقين لاختبار اتجاه تأثير كل منهما.

3.3. طرق التقدير القياسية

تم تقدير نموذج الدراسة باستخدام نماذج الانحدار للبيانات ذات البعدين الزمني والمقطعي (Panel Regression)، حيث تجمع هذه البيانات بين البيانات المقطعية (Cross–sectional) والسلاسل الزمنية في نفس الوقت (Time series)، إن هذا الأسلوب يسمح باستخدام أكبر قدر من البيانات مع إمكانية ضبط أثر العوامل المشتركة بين الشركات المختلفه في نفس الفترة الزمنية، وكذلك العوامل المشتركة لنفس الشركة عبر الزمن، من خلال آلية تشبه أثر إضافة متغيرات وهمية للنموذج لعزل أثر العوامل المشتركة بين الشركات أو بين السنوات فيما يسمى نماذج الأثر الثابت (Fixed-effects model) المقطعي أو الزمني أو كليهما، كذلك هناك إمكانية لاستخدام نماذج الأثر العشوائي (Random effects) وهي طريقة تسمح بدرجات حرية أكبر في النموذج مقارنة مع الأثر الثابت، وقد تكون أكثر كفاءة في التقدير في بعض الحالات، إن الاختيار بين عدم استخدام أي أثر (Pooled regression) أو استخدام الأثر الثابت أو استخدام الأثر العشوائي يخضع لاختبارات إحصائية (Baltagi, 2005; Greene, 2003)، حيث إن الاختيار بين عدم استخدام أي أثر وبين الأثر الثابت يتم اختباره من خلال اختبار الفرضية الصفرية، بأن الحد الثابت في النموذج لكل الفئات المقطعية أو الزمنية التي يراد تثبيتها متساو، وبالتالي لا داعي لاستخدام الأثر الثابت، ويتم اختبار هذه الفرضية باستخدام اختبار ف (F test)، أما الاختبار بين الأثر الثابت والأثر العشوائي فيتم بناء على اختبار يدعى (Hausman test) حيث تكون الفرضية الصفرية أن نموذج الأثر العشوائي هو المفضل، وفي حال رفضها يتم اختيار الأثر الثابت.

وفي هذه الدراسة سيتم تقدير نموذج الدراسة المتعلق بالشركات الفلسطينية المدرجة عبر السنوات التي تمتد من عام (2005م) إلى العام (2013م) باستخدام الطرق السابقة كافة، ثم اختيار النموذج الأكثر كفاءة، ويبلغ عدد المشاهدات 288 مشاهدة (شركة، سنة)، وبسبب عدم توفر كامل البيانات لبعض الشركات خلال هذه السنوات لأسباب عديدة منها: ظهور شركات جديدة أو انتهاؤها، أو عدم توفر تقارير سنوية لبعض الشركات، فإن التحليل سيعتمد على عينه غير متوازنه (Unbalanced panel data).

4. النتائج ومناقشتها

1.4 الخصائص الوصفية للعينة

يعرض جدول (5) لأهم المؤشرات الوصفية لمتغيرات الدراسة التي ستستخدم في تقدير النماذج كما هي معرفة في جدول (4) السابق، وتشمل: الوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري والقيمة الدنيا والعليا وعدد المشاهدات، ونلاحظ أن متوسط نسبة الاقتراض في الشركات الفلسطينية متدنية بمتوسط 7% بالقيمة الدفترية و9% بالقيمة السوقية، وهذا لا يعني أن الشركات لا تستخدم أموال الغير، ولكنها تستخدم التمويل التجاري أكثر من الاقتراض.

كذلك يلاحظ أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية هي أقل من واحد صحيح بالمتوسط مما يعني وجود انخفاض في سعر السوق عن الحد الأدنى للسعر العادل، حيث يُنْظَر –عادة – للقيمة الدفترية بأنها الحد الأدنى لقيمة الشركة، باقي المتغيرات يمكن قراءتها من جدول (5).

جدول (5) : المؤشرات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغير	الوسط الحسابي	الوسيط	القيمة القصوى	القيمة الدنيا	الانحراف المعياري	عدد المشاهدات
نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية	0.073	0.022	0.882	0.000	0.111	287
نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية	0.092	0.025	1.838	0.000	0.165	286
الحجم (لوغاريثم المبيعات)	4.373	4.369	6.384	1.531	0.960	286
الأصول الملموسة	0.558	0.578	0.979	0.001	0.236	287
الربحية	0.085	0.067	0.933	-2.035	0.186	287
القيمة السوقية للقيمة الدفترية	0.919	0.889	5.690	0.005	0.578	286
البنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد	0.029	0.008	0.844	0.000	0.095	288
معدل الضريبة الفعلية	0.094	0.009	3.129	0.000	0.302	288

2.4 تحليل الارتباط

يعرض جدول (6) لتحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة؛ حيث تظهر قوة العلاقة واتجاهها بين المتغيرات المستقلة، والمتغير التابع من جهة، والعلاقة بين المتغيرات المستقلة مع بعضها التي قد تشير إلى مشكلة ارتباط بيني في تحليل الانحدار من جهة أخرى، نلاحظ من الجدول عدم وجود مشكلة ارتباط بيني؛ حيث تشير بعض المصادر إلى أن مشكلة الارتباط البيني تحدث إذا تجاوز معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة 0.8 أو حتى 0.9 (Asteriou & Hall, 2007) بينما لا يزيد أكبر معامل ارتباط بين المتغيرات المستقلة في الجدول عن 0.3 فقط.

جدول (6): مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة

	نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية	نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية	الحجم	الأصول الملموسة	الربحية	القيمة السوقية للقيمة الدفترية	البنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد	معدل الضريبة
نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية	1.000							
نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية	0.886	1.000						
الحجم	0.282	0.163	1.000					
الأصول الملموسة	0.255	0.182	-0.066	1.000				
الربحية	-0.286	-0.443	0.267	-0.111	1.000			
القيمة السوقية للقيمة الدفترية	0.076	-0.123	0.218	-0.042	0.111	1.000		
البنود المخفضة للضرائب عدا الفوائد	-0.043	-0.041	-0.020	-0.072	0.520	-0.089	1.000	
معدل الضريبة	-0.061	-0.006	-0.043	0.071	0.015	-0.148	-0.036	1.000

3.4 تقدير نماذج الدراسة

تم تقدير نماذج الانحدار للمتغيرات التابعة، وهي نسب الاقتراض للأصول بالقيمة الدفترية، ونسب الاقتراض للأصول بالقيمة السوقية كل على حده، في جدول (7) وجدول (8) باستخدام المتغيرات المستقلة الأكثر استخداما في الأدبيات، وهي الحجم والأصول الملموسة والربحية والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (لقياس فرص النمو)، ولم يتم إدخال المتغيرات ذات العلاقة بالضريبة في هذين الجدولين، كما تم تقدير النماذج باستخدام أربع طرق هي: عدم استخدام أثر (نموذج 1)، أثر ثابت مقطعي (نموذج 2)، أثر ثابت باتجاهين، مقطعي وزمني (نموذج 3)، وأثر عشوائي (نموذج 4)، وقد تم إجراء اختبارات اختيار النموذج المناسب (F-test and Hausman test) حيث تبين أن نموذج الأثر العشوائي هو الأكثر ملاءمة لهذه البيانات، ولكن تم عرض النماذج كافة في الجدولين من أجل مقارنة النتائج ومعرفة مدى ثباتها.

جدول (7): المحددات الأساسية لقرار التمويل باستخدام القيمة الدفترية لنسبة الاقتراض متغيرا تابعا

المتغيرات المستقلة	نموذج 1 Pooled	نموذج 2 Cross-section fixed effect	نموذج 3 Two-way fixed effect	نموذج 4 Cross-section random effect
الحجم	**0.045**	**0.040**	**0.039**	**0.040**
	(8.297)***	(2.531)**	(2.406)**	(4.348)***
الأصول الملموسة	**0.111**	**0.004**	**0.005**	**0.026**
	(5.346)***	(0.161)	(0.200)	(1.029)
الربحية	**-0.218**	**-0.222**	**-0.223**	**-0.223**
	(-4.340)***	(-4.874)***	(-4.856)***	(-8.875)***
القيمة السوقية للقيمة الدفترية	**0.008**	**0.008**	**0.004**	**0.008**
	(0.919)	(1.016)	(0.490)	(1.052)
C	-0.173	-0.091	-0.086	-0.105
	(-6.576)***	(-1.309)	(-1.196)	(-2.420)**
R-squared	0.277	0.708	0.720	0.232
Adjusted R-squared	0.267	0.666	0.668	0.221
Durbin-Watson stat	0.926	1.643	1.586	1.525
F-statistic	(26.845)***	(16.714)***	(14.003)***	21.188
Prob(F-statistic)				0.000
عدد المشاهدات	285	285	285	285

Model 1, 2 &3 used Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Model 4 used Swamy and Arora estimator of component variances

***، **، * تعني درجة معنوية أقل من 1%، 5%، و 10% على التوالي

تظهر نتائج تحليل الانحدار في جدول (7) وجدول (8) ان هناك متغيرين أظهرا ثباتا عاليا في كل النماذج، ومع كلا المتغيرين التابعين، كمحددات لنسبة الاقتراض هما الحجم والربحية، حيث كان تأثير الحجم طرديا، وهو ما يتوافق مع

نظرية المفاضلة، ونظرية الترتيب أيضا، أما الربحية فكان تأثيرها سلبيا كما تتنبأ نظرية الترتيب، وهذه النتائج مماثلة لما توصلت إليه العديد من الدراسات السابقة في الدول المتقدمة والنامية (Booth et al., 2001; Huang & Song, 2006; Rajan & Zingales, 1995)، أما الأصول الملموسة فقد ظهر أثرها موجبا وقويا عندما لم يتم استخدام أي أثر، سواء مع نسبة الاقتراض بالقيمة الدفترية أو السوقية، وهذه النتيجة المتوقعة في ظل نظرية المفاضلة، لكن تأثير هذا العامل فقد قوته الإحصائية مع كلا المتغيرين التابعين بمجرد إدخال الأثر الثابت أو الأثر العشوائي للنموذج، أخيرا فإن القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة أظهرت سلوكا مختلفا بين المتغيرين التابعين، فبينما لم تظهر أي معنوية للعلاقة عند استخدام القيمة الدفترية لنسبة الدين، كانت العلاقة موجبة وقوية عند استخدام القيمة السوقية، وهذا عكس العلاقة السالبة المتوقعة، ولكنه يتوافق مع توقعات نظرية الترتيب حيث إن النمو يعني الحاجة لتمويل جديد، وحسب نظرية الترتيب فإن مصدر هذا التمويل سيكون من الديون بمجرد أن يتجاوز مبلغ الحاجة التمويلية لمبلغ الأرباح المحتجزة، لذلك فمع افتراض ثبات ربحية الشركة ستكون نسبة الدين أعلى للشركات ذات فرص النمو الأعلى.

جدول (8): المحددات الأساسية لقرار التمويل باستخدام القيمة السوقية لنسبة الاقتراض متغيرا تابعا

المتغير	نموذج 1 Pooled	نموذج 2 Cross-section fixed effect	نموذج 3 Two-way fixed effect	نموذج 4 Cross-section random effect
الحجم	**0.057**	**0.019**	**0.016**	**0.038**
	(6.999)***	(0.644)	(0.516)	(2.804)***
الأصول الملموسة	**0.101**	**-0.042**	**-0.049**	**-0.006**
	(3.003)***	(-0.945)	(-1.089)	(-0.160)
الربحية	**-0.444**	**-0.453**	**-0.453**	**-0.463**
	(-4.675)***	(-4.975)***	(-4.937)***	(-11.670)***
القيمة السوقية للقيمة الدفترية	**-0.038**	**-0.042**	**-0.049**	**-0.041**
	(-2.915)***	(-3.246)***	(-3.668)***	(-3.278)***
C	-0.142	0.109	0.132	0.008
	(-3.366)***	(0.824)	(0.953)	(0.124)
عدد المشاهدات	285	285	285	285
R-squared	0.319	0.665	0.676	0.359
Adjusted R-squared	0.310	0.617	0.616	0.350
Durbin-Watson stat	1.111	1.720	1.705	1.599
F-statistic	(32.863)***	(13.686)***	(11.361)***	(39.238)***

Model 1, 2 &3 used Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Model 4 used Swamy and Arora estimator of component variances

***، **، * تعني درجة معنوية أقل من 1%، 5%، و 10% على التوالي

بعد اختبار متغيرات الدراسة الأساسية سيتم الآن اختبار أثر الضريبة على معدل الاقتراض في فلسطين، وسيتم الاختبار بإدخال متغيرين يعكسان أثر الضريبة على نموذج الدراسة الذي تم تقديره باستخدام الأثر العشوائي، وهو التقدير الذي وجد سابقا أنه الأنسب للبيانات محل الدراسة، وسيتم إدخال متغيرين لهما علاقة بالضريبة هما: البنود المخفضة للربحية عدا الفوائد، ومعدل الضريبة الفعلي على النموذجين كل على حدة، ويعرض جدول (9) نتائج تقدير هذه النماذج.

جدول (9): أثر إدخال المتغيرات المرتبطة بالضريبة على النموذج

المتغير التابع: نسبة الاقتراض بالقيمة	نموذج 1 الدفترية	نموذج 2 السوقية	نموذج 3 الدفترية	نموذج 4 السوقية
الحجم	**0.047**	**0.050**	**0.041**	**0.038**
	***(5.183)	***(3.803)	***(4.337)	***(2.737)
الأصول الملموسة	**0.037**	**0.013**	**0.025**	**0.007-**
	(1.508)	(0.342)	(1.003)	(0.186-)
الربحية	**0.305-**	**0.627-**	**0.223-**	**0.463-**
	***(10.694-)	***(14.361-)	***(8.836-)	***(11.610-)
القيمة السوقية للقيمة الدفترية	**0.012**	**0.032-**	**0.008**	**0.041-**
	(1.650)	***(2.797-)	(1.037)	***(3.249-)
البنود المخفضة للربحية عدا الفوائد	**0.287**	**0.578**	-	-
	***(5.335)	***(7.002)	-	-
معدل الضريبة الفعلي	-	-	**0.011-**	**0.006**
	-	-	(0.505-)	(0.171)
C	**0.147-**	**0.066-**	**0.106-**	**0.010**
	***(3.416-)	(1.060-)	**(2.403-)	(0.149)
R-squared	0.303	0.456	0.233	0.360
R-squared Adjusted	0.291	0.447	0.219	0.348
Durbin-Watson stat	1.570	1.623	1.531	1.609
F-statistic	***(24.278)	***(46.842)	***(16.896)	***(31.216)
Total panel (unbalanced) observations	285	285	285	285

Method :Panel EGLS (Cross-section random effects)

Swamy and Arora estimator of component variances

***، **، * تعني درجة معنوية أقل من 1%، 5%، و 10% على التوالي

ظهر من التقدير أن العلاقة بين نسبة الاقتراض بالقيم الدفترية والسوقية وبين البنود المخفضة للضريبة عدا الفوائد هي علاقة موجبة بعكس ما كان متوقعا حسب فرضية (DeAngelo & Masulis, 1980)، هذه النتيجة مشابهة للنتيجة التي توصل لها (Bradley, Jarrell, & Kim, 1984) وعللها بأن الشركات التي تستثمر بكثرة في الأصول الثابتة هي التي يكون لديها متغير البنود المخفضة للضريبة مرتفعا لأن معظم هذا البند مكون من الاستهلاك، وهذه الشركات تميل إلى الاقتراض أكثر؛ لأنها تملك

أصولا ثابتة يمكنها أن تقدمها ضمانا، وبالتالي تحصل على قروض بتكلفة أقل (فرضية القروض المضمونة)، لذلك فإن الشركات تقترض أكثر كلما كان لديها بنود مخفضة للضرائب اكثر، وهو تفسير يتماشى مع نظرية الترتيب، أما معدل الضريبة الفعلي فلم يكن له تأثير هام إحصائيا على معدل الاقتراض وهذه النتيجة مشابهة لنتائج (Huang & Song, 2006).

يمكن تلخيص النتائج السابقة كما في جدول (10)، حيث يعرض العلاقة التي تم توقعها مسبقا والعلاقة التي تم ايجادها من البيانات، كما يعرض النظرية التي تفسر العلاقة الفعلية، حيث نلاحظ أن العوامل والعلاقات المتوافقة مع نظرية الترتيب كان لها النصيب الأكبر في التفسير، وهذا متوقع في ظل عدم تماثل المعلومات الكبير الذي يجعل الشركات الفلسطينية تعتمد على التمويل الداخلي، والتمويل من خلال الاقتراض البنكي، أما إصدار السندات أو الأسهم الجديدة فهو مكلف جدا في ظل هذه البيئة، بسبب ارتفاع تكاليف الاختيار العكسي مما يجعل الشركات تحجم عنه، لذلك لا يوجد سوق سندات في فلسطين ونادرا ما تصدر الشركات الفسطينية أي أسهم بعد الإصدار الأولي وإن فعلت فيكون الإصدار خاصا، ولا يُطْرَح لعموم الجمهور.

جدول (10): العلاقة الفعلية للعوامل المحددة لهيكل رأس المال في الدراسة مع درجة استخدام الشركة للديون حسب نظريات الهيكل التمويلي

المتغيرات	العلاقه النظرية المتوقعه	العلاقه الفعلية	النظرية التي تفسر العلاقة الفعلية
حجم الشركة	+	+	نظرية المفاضلة/نظرية الترتيب
الأصول الملموسة	+	+، لا يوجد	نظرية الوكالة / نظرية المفاضلة
الربحية	−	−	نظرية الترتيب
النمو	−	+	نظرية الترتيب
البنود المخفضه للضرائب عدا الفوائد	−	+	نظرية الترتيب/فرضية توافر ضمانات للقروض
معدل الضريبة الفعلي	+	لا يوجد	لا يوجد

5. الاستنتاجات

إن العوامل التي تؤثر على الهيكل التمويلي للشركات الفلسطينية مشابهة بشكل عام للعوامل التي وجدت في العديد من الاقتصاديات في الدول النامية، وقد وجدت هذه الدراسة أن حجم الشركة وفرص النمو وربحيتها والبنود المخفضة للضرائب هي أهم العوامل المحددة لهيكل التمويل، وقد كانت علاقة فرص النمو، والبنود المخفضة للضرائب مع هيكل التمويل موجبة بعكس ما كان متوقعا، مما يعطي انطباعا أن العوامل المرتبطة بنظرية الترتيب كانت أقوى مما يوجد عادة في الدول الأخرى، ويعد ذلك مؤشرا على عمق مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق الفلسطيني، وقد يكون السبب في ذلك عدم ثقة المستثمرين ببيانات الشركات، أو أن هيكل الملكية المركز بيد فئة محدودة، الذي لا يسمح لباقي المساهمين بالمشاركة في المعلومة والقرار، مما يجعل هؤلاء المستثمرين يحجمون عن الاستثمار في الأوراق المالية إلا بعد خصم كبير على قيمتها العادلة، ويبدو أن الشركات على وعي بهذه المشكلة، لذلك فالشركات الفلسطينية لا تحاول أن تطرح أوراقا مالية للجمهور للحصول على التمويل بعد الإصدار الأولي، وتفضل الاعتماد على التمويل الذاتي، ثم التمويل المصرفي، وفي حالات محدودة تلجأ إلى إصدار أسهم إصدارا خاصا، ونادرا ما تلجأ الشركات للإصدار العام للحصول على التمويل عدا الإصدار الأولي.

إن هذه النتيجة تحتم على الشركات أولا والجهات المنظمة للسوق ثانيا أن تهتم بخلق الثقة مع المستثمر من خلال توفير البيانات التي تخدمه في اتخاذ القرار، وهذا يحتاج إلى تطوير مهنة المحاسبة، وتبني – وبشكل فعلي – معايير محاسبية واضحة، وهذا فقط ما سيفتح الباب مستقبلا أمام سوق نشط للسندات والأسهم يخدم الشركات في التمويل وليس فقط

للمضاربات التي لا تخدم الاقتصاد بل تضره.

إن هذه الدراسة تفتح الباب لدراسات مستقبلية حول أثر عدم تماثل المعلومات في قرارات التمويل، وفي مجال السياسات الواجب اتخاذها لتقليل تأثير مشاكل عدم تماثل المعلومات في السوق المالي الفلسطيني.

المراجع الأجنبية:

Al-Momani, G. F. and Hassan, A. M. (2011). The Determinants of Financial Structure Choice an Analytical Study over Service Sector Firms Listed in Amman's Stock Exchange. *Dirasat: Administrative Science*, 38(2): 367-379

Asteriou, D., and Hall, S.G. (2007). *Applied econometrics: a modern approach using EViews and Microfit*: Palgrave Macmillan.

Baltagi, BH. (2005). *Econometric analysis of panel data*: Wiley.

Booth, L, Aivazian, V, Demirguc-Kunt, A, and Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance, 56*(1), 87-130.

Bradley, Michael, Jarrell, Gregg A., and Kim, E. Han. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance, 39*(3), 857-878.

DeAngelo, H., and Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics, 8*(1), 3-29.

Fama, Eugene F., and French, Kenneth R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies, 15*(1), 1-33.

Greene, WH. (2003). *Econometric Analysis (5th)*.

Huang, G., and Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review, 17*(1), 14-36.

Jensen, MC., and Meckling, WH. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305-360.

Kraus, A., and Litzenberger, RH. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance, 28*(4), 911-922.

Loof, H. (2004). Dynamic optimal capital structure and technical change. *Structural Change and Economic Dynamics, 15*(4), 449-468.

MacKie-Mason, J. K. (1990). Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? *The Journal of Finance, 45*(5), 1471-1493.

Modigliani, F., and Miller, MH. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review, 48*(3), 261-297.

Modigliani, F., and Miller, MH. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review, 53*(3), 433-443.

Myers, SC. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics, 5*(2), 147-175.

Myers, SC., and Majluf, NS. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have informationthat investors do not have. *Journal of Financial Economics, 13*, 187-221.

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance, 39*(3), 575-592.

Myers, S. C. (2003). Chapter 4 Financing of corporations. In M. H. G.M. Constantinides and R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. Volume 1, Part 1, pp. 215-253): Elsevier.

Rajan, RG., and Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance, 50*(5), 1421-1460.

Ramadan, I. Z. and Alokdeh Saleh K. (2011). Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordan (2000 -2006). *Jordan Journal of Business*

Administration, 7(2): 228-245

Shyam-Sunder, Lakshmi, C. and Myers, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics, 51*(2), 219-244.

Titman, S., and Wessels, R.. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance, 43*(1), 1-19.

Welch, Ivo. (2004). Capital Structure and Stock Returns. *The Journal of Political Economy, 112*(1), 106-131.

Xiaoyan, N. (2008). Theoretical and practical review of capital structure and its determinants. *International Journal of Business and Management*, 3(3), 131–139

Capital Structure Determinants of Palestinian Corporations

Islam Abdeljawad, Kamel A. Abed-Rabu*

ABSTRACT

The aim of this study was to investigate the capital structure determinants of Palestinian corporations. The study hypotheses have been developed in light of three capital structure theories; namely, trade-off theory, agency theory and pecking order theory, in addition to the empirical findings of past literature. Unbalanced panel data of 33 non-financial Palestinian corporations from 2005 to 2013 was used in model estimation. Models were estimated using pooled, fixed and random effects. Results demonstrated that firm size, growth opportunities and non-debt tax shield are positively related to leverage ratio, while profitability is negatively related to leverage. These results are mostly consistent with pecking order theory. These results indicate that information asymmetry problems are more severe in Palestine than in other countries. This conclusion urges firms and regulators to work to build trust with investors via providing the useful data for decision making. Providing information necessitates the development of the accounting profession, as well as adopting and enforcing clear accounting standards. This will open the door in the future for an active bond and stock markets that stimulate the primary market activities of firms rather than the speculation activities of investors.

Keywords: Capital structure, Trade-off theory, Pecking order theory, Agency theory, Palestinian corporations.

* An-Najah National University, Nablus, Palestine; Palestine Technical University Kadoorie, Al-Aroub Branch, Hebron, Palestine.

Received on 5/1/2018 and Accepted for Publication on 4/9/2018.