

تأثير محددات هيكل التمويل في الرفع المالي.

(دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية).

The effect of the determinants of the financing structure on financial leverage.

(Applied study of a sample of companies listed in the Iraq Stock Exchange)

أ.م.د. علي احمد فارس

م. حيدر خضير جوان

Prof. Ali Ahmed Fares

Haider Khudair Jawan

ali.ahmed@uokerbala.edu.iq

hayder.jwan@uokerbala.edu.iq

كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء

كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء

ملخص:

تسعى البحث إلى اختبار مدى تأثير ومساهمة محددات هيكل التمويل المتمثلة بـ (حجم الشركة وعمرها وملموسية الموجودات والربحية والسيولة وفرص النمو والاعفاء الضريبي) في الرفع المالي لعينة من الشركات العراقية الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX).

وتمثلت مشكلة الدراسة في الصعوبات التي تواجه الشركات العراقية في استغلال محددات هيكل التمويل لتقليل كلف التمويل عن طريق تحديد الرفع المالي المناسبة واختيار مزيج التمويل المناسب . وتم اجراء البحث في القطاع الصناعي للسوق اعلاه من إجمالي 25 تمثل مجتمع البحث ، بينما تتكون العينة من 5 شركة ، على مدى 14 سنة تمتد من عام 2005 إلى 2018.

وقد استخدم الباحثان الاساليب المالية المعروفة في استخراج قيمة حجم الشركة وعمرها، بالإضافة الى ملموسية الموجودات وفرص النمو، وكذلك نسبة العائد على الموجودات ونسبة التداول والاعفاء الضريبي ، واخيرا استخدم الباحثان الرفع المالي المتمثلة بنسبة المطلوبات الى الموجودات. وقد اعتمد الباحثان لغرض اختبار تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع على الانحدار المتعدد . وقد اظهرت النتائج ان محددات هيكل التمويل لجميع الشركات كان لها تأثير ذو دلالة معنوية في الرفع المالي.

الكلمات المفتاحية: حجم الشركة، عمر الشركة، الملموسية، الربحية، السيولة، فرص النمو، الاعفاء الضريبي، الرفع المالي.

Abstract:

The research seeks to test the impact and contribution of the determinants of the financing structure represented by (company size, age, tangibility of assets, profitability, liquidity, growth opportunities and tax shield) in the financial leverage of a sample of Iraqi industrial companies listed on the Iraq Stock Exchange (ISX).

The problem of the study was represented in the difficulties facing Iraqi companies in exploiting the determinants of the financing structure to reduce financing costs by determining the appropriate financial leverage and choosing the appropriate financing mixture. The research was conducted in the industrial sector of the above market out of a total of 25 representing the research community, while the sample consists of 5 companies, over a 14-year period extending from 2005 to 2018.

The researchers used well-known financial methods to extract the value of the company's size and life, in addition to the tangibility of assets and opportunities for growth, as well as the rate of return on assets, the ratio of trading and tax exemption, and finally the researchers used the financial leverage represented by the ratio of liabilities to assets.

The researchers relied for the purpose of testing the effect of the independent variables on the dependent variable on multiple regression. The results showed that the determinants of the financing structure for all companies had a significant effect on the financial leverage.

Keywords: company size, company age, tangibility, profitability, liquidity, growth opportunities, tax exemption, financial leverage.

المقدمة:

تقيس الرافعة المالية هيكل تمويل الشركات وهو مزيج من حقوق الملكية أو الديون التي عن طريقه تمويل موجوداتها. والوصول الى النسبة المثلى للديون إلى حقوق الملكية للاستمرار في النجاح والبقاء في نهاية المطاف. ويحدد هذا الهيكل عدد كبير من العوامل مثل حجم الشركة و فرص النمو وعمر الشركة والربحية والسيولة والمخاطرة .. الخ والتي تؤثر بدورها على الرافعة المالية كما اثبتته العديد من الدراسات اذ لا يمكن تصنيف الالهم لأن كل هذه العوامل لها أهمية مختلفة ويتغير تأثير كل عامل على مدى فترة من الزمن.

ونتيجة قلة الابحاث التي تناولت البيئة العرقية والخاصة بمحددات هيكل التمويل والرافعة المالية.

عليه كان من الضروري اجراء هذا البحث. وكان الغرض من هذه الدراسة هو اختبار مدى تأثير ومساهمة محددات هيكل التمويل في الرافعة المالية في الشركات التي يجري بحثها، بالإضافة الى المساهمة النظرية في الادبيات التي تناولت موضوع محددات هيكل التمويل والرافعة المالية.

وجاءت اهمية الدراسة عبر تقديمها صورة متكاملة لاهم المتغيرات التي يمكن أن تساعد الشركات في الوصول الى النسبة الملائمة للرافعة المالية فضلا عن مساهمتها في معرفة العلاقة التأثيرية بين محددات هيكل التمويل والرافعة المالية.

ومن هنا افترض الباحثان واستنادا الى مشكلة وهدف الدراسة بان محددات هيكل التمويل لا تؤثر على الرافعة المالية

و جُمعت البيانات الخاصة بالميزانية العمومية وكشف الدخل بالإضافة الى البيانات خارج هذه الكشوفات من نشرات سوق العراق للأوراق المالية .

وتطلب تحقيق اهداف البحث تقسيمها اربع مباحث تناول الاول منهجية البحث وتناول الثاني الجانب النظري للبحث، في حين تناول الثالث منها الجانب العملي للبحث واختتم البحث بالمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الاول: الدراسات السابقة ومنهجية البحث

يهدف المبحث الحالي الى بيان بعض الدراسات السابقة وضع منهجية البحث التي تشكل الاستراتيجية

العامة لتحديد الطريقة التي يجري بها إجراء البحث وعلى النحو الآتي:

اولاً : الدراسات السابقة.

يبين الجدول (1) الدراسات السابقة الخاصة بمحددات هيكل التمويل والرافعة المالية

جدول (1) الدراسات السابقة

Mathad 2020	ت السنة والمؤلف
38. A study on impact of leverage on the profitability & risks of the Indian steel industry.	1 عنوان الدراسة
38 دراسة عن تأثير الرافعة المالية على ربحية ومخاطر صناعة الصلب الهندية.	اهداف الدراسة
تهدف الدراسة الى تحليل الرافعات التشغيلية والمالية والرافعة لشركات الصلب المختارة وفحص تأثير الرافعة المالية على ربحية شركة الصلب المختارة.	الاساليب
لاختبار الفرضية فقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد	العينة
تتكون العينة من 15 شركة وللمدة من 2016 ولغاية 2019	النتائج
توصلت الدراسة الى ان الرافعة التشغيلية والرافعة المالية وقيم الرافعة الكلية مهمة جدًا لمعرفة مخاطر الصناعة. فضلا عن أن مخاطر صناعة الصلب عالية وأن المبيعات بحاجة إلى زيادة للتغلب على المخاطر أو أنها تحتاج إلى تقليل نفقاتها	
Khan& Ghayas, 2020	السنة والمؤلف
A Study on the Determinants of Capital Structure: Evidence from India	2 عنوان الدراسة
دراسة لمحددات هيكل رأس المال: أدلة من الهند	

<p>تهدف هذه الدراسة التجريبية إلى استكشاف العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال في الشركات الهندية ومعرفة عمل نظرية هيكل رأس المال (نظرية الترتيب و نظرية المقايضة)</p> <p>استخدم الباحث معادلة الانحدار الخطي البسيط في ايجاد الاثر</p> <p>الشركات الهندية المدرجة في البورصة الوطنية.(NSE 500) من 2009 الى 2018.</p> <p>تشير النتائج إلى أن متغيرات مثل الربحية ، وحجم الشركة ، والسيولة ، والمخاطر ومعدل الضريبة تؤثر على هيكل رأس المال للشركات الهندية ، ووجد أن الدين قصير الأجل هو مصدر أساسي للتمويل للشركات الهندية.</p>	<p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p> <p>العينة</p> <p>النتائج</p>
<p>Zhang & Zhou 2020</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Leverage structure and stock price synchronicity: Evidence from China.</p> <p>تزامنية هيكل الرافعة واسعار الاسهم: دليل من الصين.</p> <p>تسعى هذه الدراسة الى معرفة تأثير هيكل الرافعة المالية على أسعار الأسهم.</p> <p>تستخدم نموذج الانحدار الكمي للتحقيق في تأثير الرافعة المالية في مستويات مختلفة لأسعار الأسهم</p> <p>تتمثل العينة ب 2818 شركة صينية للمدة من 2007 ولغاية 2016</p> <p>تظهر نتائج الدراسة التجريبية أن الرافعة التشغيلية والتمويلية لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم. وكلما ارتفع سعر السهم زاد هذا التأثير. عل إضافة على ذلك ، يجري تخفيف التأثير الرافعة المالية مع زيادة ربحية الشركات ، ولا يوجد تأثير للرافعة التشغيلية. على العكس من ذلك يجري تعزيز التأثير للرافعة المالية عندما تصبح القيمة السوقية للشركات أكبر ، أخيراً ونظراً لأن الشركات مملوكة للدولة فإن تأثير الرافعة التشغيلية والتمويلية سيكون أعلى</p>	<p>3 عنوان الدراسة</p> <p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p> <p>العينة</p> <p>النتائج</p>
<p>Gharaibeh & Saqer 2020</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Determinants of capital structure: evidence from Jordanian service companies.</p> <p>محددات هيكل رأس المال: شواهد من شركات خدمية أردنية.</p>	<p>4 عنوان الدراسة</p>

<p>تهدف الدراسة الى البحث واستكشاف الاثر في محددات هيكل رأس المال لجميع شركات الخدمات الأردنية</p> <p>جرى اختبار فرضيات البحث لتحليل العلاقات بين المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار الثابت.</p> <p>تتكون عينة الدراسة من 45 شركة لشركات الخدمات في الأردن بين عامي 2014 و 2018.</p> <p>أظهرت النتائج أن المتغيرات المستقلة ، المقترحة كمحددات لهيكل رأس المال ، لها تأثير على نسبة الديون التي تقدمها شركات الخدمات. يكون للحجم وللإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي كبير على نسبة الدين ، في حين أن الربحية ومخاطر الأعمال لها تأثير سلبي كبير على نسبة الدين. لا تستخدم شركات الخدمات الأردنية الأصول الثابتة كضمان أو الشركات ذات القيمة الإضافية الأعلى تميل إلى الاقتراض أقل من الديون.</p>	<p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p> <p>العينة</p> <p>النتائج</p>
Marie 2021	السنة والمؤلف
<p>Relationship Between Profitability and Financial Leverage in Selected European Sugar Companies.</p> <p>العلاقة بين الربحية والرافعة المالية في شركات السكر الأوروبية المختارة</p> <p>كان الهدف من الدراسة هو معرفة ما إذا كانت هناك صلة بين الربحية والرافعة المالية لشركات السكر الأوروبية المختارة</p> <p>جرى استخدام نموذج الانحدار المتعدد</p> <p>تمثلت عينة الدراسة في شركات السكر في الاتحاد الأوربي وقد استخدم بيانات المدة من 2010 الى 2018 للتحليل.</p> <p>تركزت نتائج الدراسة في أن العلاقة بين الرافعة المالية والربحية ليست واضحة في حالة الشركات التي تم تحليلها في البلدان المختارة. وأن بعض شركات السكر تعمل كهيئات متعددة الجنسيات ، والتي لا تخصص صراحةً فقط في إنتاج السكر ومحفظتها شديدة التنوع ، لذلك قد لا يكون من السهل مقارنة هيكل رأس المال من حيث الأعمال وتقييم الفعالية.</p>	<p>5 عنوان الدراسة</p> <p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p> <p>العينة</p> <p>النتائج</p>

ثانياً منهجية البحث:**1- مشكلة البحث: -**

على الرغم من أن موضوع محددات هيكل التمويل قد نوقش في الأوساط الأكاديمية إلا إنَّ هذا الموضوع يتميز برود متباينة، حيث لم يتم العثور على إجابة موحدة وموضوعية ولا يزال موضوعاً مثيراً للجدل في نظرية التمويل، وبسبب عدم تجانس الأدلة التجريبية، فإنه يوضح أن الموضوع لم يجري استكشافه بالكامل بعد ولا يزال الفهم الأفضل لمحددات هيكل تمويل الشركة بعيد المنال ولا يزال الخلاف قائم أيضاً حول نوع وقوة تأثير كل محدد على هيكل التمويل الذي يجري قياسه عبر الرافعة المالية، لذلك تكمن مشكلة البحث عبر التساؤل الآتي:

(هل توجد علاقة تأثيرية بين محددات هيكل التمويل والرافعة المالية ؟)

2- أهمية البحث: -

يعد القطاع الصناعي من أهم القطاعات في الاقتصاديات العالمية المتطورة والنامية فهو المحرك الأساس للاقتصاد وتحقيق النمو في النواتج المحلية الاجمالية للدول، لذلك فان محاولة بحث وتحليل وتطوير هذا القطاع تسهم بشكل واضح في تطوير الاقتصاد ككل. يمكن إبراز أهمية البحث عن طريق ما يأتي: -

أ- إبراز المفاهيم المهمة التي تحسن بعض القرارات التي يتخذها المديرون من أجل دعم الاستثمارات طويلة الأجل ، وتحديد مصادر التمويل المناسبة للمساهمة في زيادة النمو للشركة.

ب- تعرف الإدارة على نتيجة القرارات الخاطئة في اختيار هيكل التمويل التي تؤدي الى زيادة تكلفة التمويل.

ت- مساهمتها في معرفة العلاقة التأثيرية بين محددات هيكل التمويل والرافعة المالية.

ث- يمكن لهذه الدراسة التعرف على الجدالات الكبيرة في محددات هيكل التمويل والرافعة المالية كون جميع الشركات تسعى لمعرفة المزيد عنها لرسم صورة كاملة عن أنشطتها المالية.

3- أهداف البحث: -

يسعى البحث إلى تشخيص مدى تأثير ومساهمة محددات هيكل التمويل في الرافعة المالية للشركات التي يجري دراستها.

4- فرضيات البحث: -

يرتكز البحث على فرضيتين رئيسيتين والتي من شأنها تحقيق أهدافها وهي كالاتي: -

1- لا تتباين محددات هيكل التمويل في الشركات عينة الدراسة.

2- لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لمحددات هيكل التمويل في الرافعة المالية.

5- مجتمع وعينة البحث:-

يتكون مجتمع البحث الحالي من الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) العاملة في القطاع الصناعي والبالغة 25 شركة لارتباطها بمتغيرات الدراسة ولأهمية هذا القطاع في تعزيز الاقتصاد الحقيقي ولما يعانيه القطاع من تدهور حالياً، اما عينة البحث فهي 5 شركات هي شركة بغداد للمشروبات الغازية (IBSD) ، الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور (IIDP)، شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية (IKLV)، الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات (IMIB)، شركة الخياطة الحديثة (IMOS). على مدى 14 سنة تمتد من عام 2005 إلى 2018. ويبين الجدول (2) بيانات تعريفية عن الشركات عينة البحث

جدول (2) بيانات تعريفية عن الشركات عينة البحث

ت	الشركة	وصفها
1	شركة بغداد للمشروبات الغازية (IBSD)	هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ حزيران 2004، وهي تعمل في قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ مع التركيز على المشروبات الغازية. ويقع مقر شركة بغداد للمشروبات الغازية في بغداد ، العراق. وقد جرى تأسيسها في تموز 1989. بداية السنة المالية / الربع الاول.
2	الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور (IIDP)	هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ أيلول 2004، وهي تعمل في قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ مع التركيز على الأطعمة واللحوم المعبأة. يقع مقر الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور في بغداد ، العراق. وقد جرى تأسيسها في كانون الثاني 1989.

	بداية السنة المالية / الربع الاول	
3	شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية (IKLV) هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ تموز 2004. تعمل شركة الكندي في قطاع الأدوية والتكنولوجيا الحيوية وعلوم الحياة مع التركيز على الأدوية . يقع مقر شركة الكندي في بغداد ، العراق. وقد جرى تأسيسها في تشرين الأول 1990. بداية السنة المالية/ الربع الاول	
4	الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات (IMIB) هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ يوليو 2004. وهي تعمل في قطاع السلع الاستهلاكية المعمرة وقطاع الملابس مع التركيز على المنتجات الترفيهية. يقع مقر الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات في بغداد ، العراق. وقد جرى تأسيسها في سبتمبر 1964. بداية السنة المالية/ الربع الاول	
5	شركة الخياطة الحديثة (IMOS) هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ تموز 2004. وهي تعمل في قطاع السلع الاستهلاكية المعمرة وقطاع الملابس مع التركيز على المنسوجات. يقع مقر شركة الخياطة الحديثة في بغداد العراق. وقد جرى تأسيسها في سبتمبر 1988. بداية السنة المالية / الربع الاول	

6- المقاييس المستخدمة بالبحث:

استخدم الباحثون مجموعة مختلفة من المقاييس والتي كانت تتناسب مع ابحاثهم. وعن طريق هذا البحث استخدم

الباحثان المقاييس المستخدمة بشكل واسع من قبل اغلب الباحثين. ويمكن تلخيص المقاييس بالجدول (3)

جدول (3) المقاييس المستخدمة في الدراسة

ت	المتغير	المقياس
1	حجم الشركة	Company size = the logarithm of total assets
2	العمر	Age of the company = The natural logarithm of the company's age
3	ملموسية الموجودات	Tangibility of the assets = Fixed assets / total assets
4	فرصة النمو	Growth opportunity = Percentage change in total assets
5	العائد على الموجودات	Return on assets = Net income / assets
6	نسبة التداول	Current Ratio = Current Assets / Current Liabilities
7	الاعفاء الضريبي	Tax shield = depreciation / total assets
8	الرافعة المالية	Debt-to-Assets Ratio = Total Debt / Total Assets
9	تحليل الانحدار	$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \dots + b_tX_t + u$

المبحث الثاني: المرتكزات الفكرية والمفاهيمية لمتغيرات البحث.

يهدف المبحث الحالي الى مناقشة الادبيات والبحوث ذات الصلة في مجال محددات هيكل التمويل والرفعة

المالية لتوفير فرصة نظرية للبحث. وعلى النحو الاتي:

اولا: محددات هيكل التمويل للشركة.

لدراسة موضوع محددات هيكل التمويل فقد قام الباحثان باعتماد المحددات الاكثر اعتمادا في الدراسات السابقة

وحسب البيانات المتوفرة في سوق العراق للأوراق المالية عن الشركات عينة البحث.

1- حجم الشركة: -

يمكن الإشارة الى حقيقة أن الشركات الأكبر حجمًا عادةً ما تتمتع بسهولة الوصول إلى الائتمان ولها أهمية كبيرة لاقتصاد البلاد ككل فهي عموماً تتمتع بتصنيف عالٍ بسبب انخفاض مخاطر السوق، وتلقى الدعم من الحكومات (El-Masry, 2016:83) .

وتعني الشركات التي لديها إجمالي موجودات كبيرة أيضاً أنها وصلت إلى مرحلة النضج وتعدُّ لديها آفاق جيدة في فترة مستقرة نسبياً وتمكنت من تحقيق أرباح. وعندما يكون لدى الشركة إجمالي موجودات كبيرة، فإن الإدارة يكون لديها العديد من التفضيلات لاستخدام الموجودات وتستطيع الحصول على تمويل الدين بسهولة (Husna&Satria,2019:52) .

بينما تقبل الشركات الصغيرة التي تستخدم تمويل الديون التزاماً مباشراً بسداد الأموال في غضون فترة معينة، ويزداد معدل الفائدة المفروضة على الأموال المقترضة اعتماداً على مستوى المخاطر التي يتحملها المقرض عن طريق تقديم الأموال (Bundala,2012:403) .

ويمكن قياس حجم الشركة وتصنيفها على أنها شركات صغيرة او متوسطة او كبيرة الحجم عن طريق الصيغة الاتية:-

$$\text{Company size} = \frac{\log(\text{total assets})}{\log(10)} \quad 1$$

(Yazdanfar& Öhman,2015:332), (Kolsi,2017:258), (Anton& Nucu, 2019:126)

2- العمر: -

يعدُّ عمر الشركة دليل على نضج الشركة، إذ من الامور الراسخة في الأدبيات المالية مفهوم أن الشركات تتطور وتتعلم عن طريق دورة الحياة. إذ تعد الشركات موازنة هيكل تمويلها مع دورة حياتها. وتستخدم الشركات الأصغر عمراً ديوناً أكثر نسبياً من الشركات القديمة، وتنخفض الديون مع التقدم في عمر الشركة، حيث يجري تمويل الشركات الأصغر عمراً من الخارج بينما تعتمد الشركات الأكبر عمراً بشكل أساسي على الأرباح المحتجزة. (Acedo-Ramirez et al., 2017:84) وتوضح الأدبيات ايضاً ان الشركات الأصغر عمراً تركز

على البقاء بشكل اكبر من اهتمامها بالنمو إذا لم تقشل خلال السنوات القليلة الأولى من إنشائها
(Kozubíková et al.2016:171).

وعادة يجري استخدام اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات في احتساب عمر الشركة.

Age of the firm = the natural logarithm of the number of years 2

(Chakrabarti& Chakrabarti,2019:13)

3- ملموسية الموجودات: -

يمكن أن نقسم الموجودات الى موجودات ملموسة وأخرى غير ملموسة اذ تشمل الموجودات الملموسة موارد الشركة مثل الاستثمارات والممتلكات.(Bercaw,2017:32) وإن مدى ملموسية موجودات الشركة يعكس نسبة الموجودات الملموسة (الثابتة / المادية / المرئية) الى مجموع موجوداتها. (Hundal et al.,2018:37) وتمثل الموجودات الملموسة ضمانات، حيث يمكن للشركات الحصول على الديون بسهولة، لأن الموجودات الملموسة توفر ضماناً مالياً للدائنين ضد الإفلاس، مما تعني انها تشير إلى علاقة إيجابية بين الموجودات الملموسة والرافعة المالية (Akgül& Sigalı,2018:198) ويجري قياس ملموسية الموجودات من الصيغة الاتية

Tangibility of the assets = Fixed assets / total assets 3

(Mayuri& Kengatharan,2019:47) (Gharaibeh & AL-Tahat,2020:367).

4- فرص النمو: -

تسعى الشركات العالمية الى النمو الاقتصادي لأنها لا تؤمن بالاستقرار على المدى الطويل، فهي تستفيد في الغالب من أرباح النمو الاقتصادي لسداد الديون طويلة الأجل وتقليل المخاطر المالية، حيث يبدو لها النمو الاقتصادي المرتفع فرصة وزيادة ديون إضافية لتمويل احتياجاتهم الاستثمارية المتزايدة (Ahsan ET AL.,2016:379). وتتطلب زيادة نمو الموجودات للشركة أموالاً كبيرة في المستقبل، لذلك يفضل المديرون حجب الأرباح عن المساهمين واستخدام هذه الأموال للاستثمار في مشاريع مربحة بدلاً من تقاسمها كأرباح

للمساهمين، وكلما كان معدل نمو الشركة أسرع، زادت الحاجة إلى التمويل المستقبلي لنموها. وعادة ما تكون الشركة أكثر حرصًا على حجب الأرباح بدلاً من دفعها كمقسوم أرباح على المساهمين بسبب تكلفتها. وكلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة لنمو الشركة، ستكون أرباح الأسهم التي يجب دفعها أصغر.

(Wahjudi,2019:6)

وإستخدم الباحثين في قياس نمو الشركة النسبة المئوية السنوية للتغير في إجمالي الموجودات.

Company Growth = Percentage Change in Total Assets 4

(Chipeta& Deressa,2016:656) , (Wasim et al.,2016:107)

5- الربحية.

تشير الربحية إلى قدرة الشركة على جني الأرباح كعائد على الأموال المستثمرة، وتعكس نسب الربحية الوضع التنافسي للشركة بالإضافة إلى جودة الإدارة وتشير كذلك إلى نجاح أو فشل الشركة (Abdul,2017:87).

وقد اعتمد الباحثان في قياس الربحية على معدل العائد على الموجودات هو أحد أشهر مقاييس نسبة الربحية التي تقيس قدرة الشركة على توليد الدخل الصافي بناءً على مستوى معين من الموجودات، إذ يشير هذا إلى وضع الربحية للشركة مقارنة بموجوداتها بالكامل، ويجري الحصول عليه عن طريق قسمة صافي الربح بعد الفائدة والضريبة على إجمالي موجودات الشركة (Hidayat et al.,2020:4).

7- السيولة: -

تشير السيولة إلى السرعة والسهولة التي يمكن بها تحويل الموجود إلى نقد، ويمكن النظر إليها بأنها مؤشر مالي رئيس لقياس ما إذا كانت الشركة قادرة على الوفاء بالتزاماتها من الديون قصيرة الأجل، ونسبة الدين طويل الأجل، ونسبة الدين الإجمالية دون التسبب في خسائر غير مرغوب فيها. فقد تواجه الشركات التي تتمتع برافعة مالية عالية والتي لا تتمتع بالمرونة المالية صعوبة في العثور على أموال جديدة لتمويل مشاريعها (Šeligová,2018:224).

وعن طريق الاحتفاظ بالموجودات السائلة، فان الشركات تستفيد من فرص الاستثمار عند ظهورها. ومن ثم ، تميل الشركات التي لديها موجودات سائلة كبيرة إلى تحقيق أداء تشغيلي جيد، لأن الحيازات النقدية الزائدة تدعم إمكانات النمو (Scholz et al.,2015:222).

ويمكن قياسها بوسطة نسبة التداول هي النسبة التي تُستخدم لقياس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل التي تستحق قريباً باستخدام إجمالي الموجودات المتداولة المتاحة. (Pordea et al.,2020:26) وبعبارة أخرى، تصف هذه النسبة مقدار توافر موجودات الشركة المتداولة لتغطية إجمالي المطلوبات المتداولة (Husna&Satria,2019:52) وكما في المعادلة الآتية:

$$\text{Current Ratio} = \text{Current Assets} / \text{Current Liabilities} \quad \dots\dots\dots 5$$

8 - الاعفاء الضريبي لغير الديون.

وقد نشأت فكرة الاعفاءات الضريبية من نظرية Miller&Modigliani (1958، 1963)، (Boshoff- Knoetze& Steenkamp,2019:26) إذ يعد وجود الاعفاءات الضريبية على الاموال الخاضعة للضريبة عاملاً هاماً في تحديد ربحية المؤسسات وقابليتها للاستمرار، وفي الأفق طويل الأجل، تمثل هذه الاعفاءات مصدرًا مهمًا ومناسبًا لقيمة الشركة.

حيث يمكن للشركات استخدام طرق مختلفة لتقليل مسؤوليتها الضريبية من أجل تعظيم الربح بعد الضرائب عن طريق التحسين الضريبي (Kliestik et al.,2018:296). وقد تقدم الحكومة للشركات درعاً ضريبياً وهذا يؤدي إلى زيادة الإيرادات عن طريق تخفيض الضريبة. (Fischer& Jensen, 2019:154)

وإنَّ المكونات الرئيسية للدع الضريبي لغير الدين هي الاندثار والإطفاء. والتي تحدث يوميًا تقريبًا في أنشطة الإنتاج والتشغيل للشركات لذلك، تستخدم الشركات دروعاً ضريبية غير متعلقة بالديون لتوفير الضرائب ولا توجد أي تكاليف ومخاطر تقريباً. (Deng & Shao,2020:21) ويمكن استخراج الاعفاءات الضريبية لغير الفائدة من الصيغة الآتية (Janor et al.,2018:21)

$$\text{Non-interest tax shield} = \text{Depreciation} / \text{Total Assets} \quad \dots\dots\dots 6$$

ثانيا: الرافعة المالية.

يشير مفهوم الرافعة المالية الى قيام الشركة بتضخيم الارباح عن طريق استخدام عمولة ثابتة تتمثل بالفائدة على الديون (Pasha& Ramzan,2019:3). حيث يعد التمويل عن طريق الديون بمثابة رافعة مالية للشركة والذي يشمل الديون قصيرة الأجل، والجزء المستحق من الديون طويلة الأجل، والديون طويلة الأجل، والأسهم الممتازة الممكنة للاسترداد. (Nawazish et al.,2016:86) وترتفع الرافعة المالية بارتفاع نسبة الدين في هيكل راس المال ، وكلما ارتفعت الرافعة المالية كلما حققت الشركة أرباحًا أكثر وزادت قدرتها على سداد الديون. (Dewi et al.,2020:278) ويبدو أن الشركات تستخدم الديون لزيادة الرافعة المالية كاستراتيجية لتمويل موجوداتها للحصول على اعلى عائد لتساهم في تضخيم ثروة المساهمين أو تعظيم قيمة الشركة. (Gunarathna,2016:58)

والفلسفة الأساسية من ظاهرة الرافعة المالية هي تحقيق المزيج المناسب من الديون وحقوق الملكية وكيف تستخدم الشركات الأموال المقترضة لتوفير إجمالي العائد المستهدفة لصالح المساهمين . اذ يؤدي هذا الاقتراض إلى النقطة المثلى في البنية الرأسمالية للشركات التي تؤدي في نهاية المطاف الى تعظيم قيمة الشركات في السوق، ومن ثمّ تعظيم ثروة المساهمين. (Kizildag,2015:1949)

وترتبط الرافعة المالية العلاقة بين أصحاب المصلحة من المستثمرين وغير المستثمرين ايضا. فالشركات عادة يكون عليها مطالبات لأصحاب المصلحة وأن الفشل في تلبية مطالبات أصحاب المصلحة من غير المساهمين سيؤثر سلبًا على مطالبات المساهمين ايضا. وأنه من الأهمية بمكان أن يكون هناك مفاضلة بين تلبية المطالبات بين المساهمين (المستثمرين) وأصحاب المصلحة من غير المستثمرين. (Harjoto,2017:488)

ويمكن أن تتحمل الشركات ذات الرافعة المالية العالية (التي لديها ديون كبيرة) مخاطر مالية كبيرة. وتنشأ هذه المخاطر المالية الكبيرة بسبب اضطرار الشركات لتحمل مدفوعات الفائدة الكبيرة. وعليه يكون على ادارة الشركة ان تتمتع بالخبرة في إدارة مستوى الرافعة المالية، لا سيما في فحص العلاقة بين المخاطر المالية ومستوى العوائد المتولدة من الأموال المستحقة للشركة. (Hamilah,2020:352) وفي احيان اخرى تكون الرافعة المالية مرتفعة جدا في الحالات التي تتجاوز فيها مبلغ إجمالي المطلوبات مبلغ إجمالي الموجودات والتي يؤدي إلى احتمال

عدم قدرة الشركة على سداد ديونها. (Chaidir & Pitriana, 2017:61). وهناك مقاييس متعددة اعتمدها الباحثون في قياس الرافعة المالية. وقد اعتمد الباحثان المقياس الاتي كونه الاكثر ملائمة مع عينة البحث

$$6. \text{ Financial Leverage} = \text{Liabilities} / \text{book value of assets} \quad \dots \quad 6$$

(Iqbal et al., 2019:178)

المبحث الثالث: الجانب التطبيقي للبحث

يهدف المبحث الحالي الى اختبار فرضيات البحث احصائيا ، حيث يقوم الباحثان بالتحليل المالي للرافعة المالية للتحقق من الفرضية الاولى، بعدها يجري تحليل البيانات احصائيا لمعرفة تباين محددات هيكل التمويل في الشركات عينة البحث، واخيرا يقوم الباحثان باختبار تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع.

اولا: التحليل المالي للرافعة المالية.

يظهر من الجدول (4) الاتي:

- 1- هناك اربع شركات كان معدل الرافعة المالية لها اقل من 20% وهي نسبة منخفضة وهذا يعني أن تلك الشركات تعتمد بشكل كبير على حق الملكية في هيكل تمويلها.
- 2- إن درجة نسبة الرافعة المالية للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات (IMIB) قد بلغ (0.745) وهذه النسبة كانت مشوهة بسبب كون بيانات الميزانية العمومية اظهرت مبلغ المطلوبات اكبر من مبلغ الموجودات لأسباب لم يجري توضيحها في تقرير الميزانية.
- 3- لا يوجد هناك ثبات في نسبة الرافعة المالية لجميع السنوات. ومن هذا يجري قبول فرضية العدم الاولى أي (لا تمتلك الشركات عينة الدراسة استراتيجية ثابتة في تحديد الرافعة المالية).

الجدول (4) نسب الرافعة المالية للشركات عينة الدراسة

x	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الشركات	ت
0.122	0.049	0.048	0.099	0.045	0.040	0.068	0.038	0.022	0.023	0.115	0.059	0.438	0.390	0.269	(IBSD)	1
0.173	0.200	0.232	0.186	0.149	0.097	0.107	0.137	0.140	0.119	0.193	0.240	0.169	0.199	0.259	(IIDP)	2
0.064	0.096	0.025	0.021	0.022	0.042	0.057	0.079	0.090	0.079	0.046	0.081	0.066	0.074	0.120	(IKLV)	3
0.745	2.103	1.640	1.289	0.891	0.603	0.488	0.400	0.399	0.354	0.324	0.392	0.485	0.513	0.547	(IMIB)	4
0.186	0.264	0.173	0.274	0.197	0.110	0.127	0.134	0.138	0.311	0.201	0.314	0.140	0.115	0.104	(IMOS)	5

الجدول من اعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية كما ظهر في ميزانيات الشركات عينة البحث.

ثانياً: تحليل تباين محددات هيكل التمويل.

جدول (5)

F المحسوبة ومستوى معنوية الاختبار لمحددات هيكل التمويل للشركات عينة الدراسة.

محددات هيكل التمويل	F المحسوبة	مستوى معنوية الاختبار	رفض او قبول فرضية العدم
حجم الشركة	84.370	0.000	رفض
عمر الشركة	118.188	0.000	رفض
ملموسية الموجودات	44.049	0.000	رفض
فرصة النمو	1.529	0.144	قبول
العائد على الموجودات	10.403	0.000	رفض
نسبة التداول	4.021	0.000	رفض
الاعفاء الضريبي	35.722	0.000	رفض

الجدول من اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المستخرجة من قائمة ANOVA

يظهر من الجدول (5) لتحليل التباين الاتي:

1- حجم الشركة: بلغت قيمة F المحسوبة (84.37) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل

من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى ان الشركات تتباين في قيم حجم الشركة.

2- عمر الشركة: بلغت قيمة F المحسوبة (118.188) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة

اقل من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى أنّ الشركات تتباين في قيم عمر الشركة.

3- ملموسية الموجودات: بلغت قيمة F المحسوبة (44.049) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية

البالغة اقل من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى أنّ الشركات تتباين في قيم ملموسية الموجودات.

4- فرص النمو: بلغت قيمة F المحسوبة (1.529) وهي اقل من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اكبر من (10%) وبذلك لا يجري رفض فرضية العدم بمعنى أن الشركات لا تتباين في قيم فرص النمو.

5- العائد على الموجودات: بلغت قيمة F المحسوبة (10.403) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى أن الشركات تتباين في قيم العائد على الموجودات.

6- نسبة التداول: بلغت قيمة F المحسوبة (4.021) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى أن الشركات تتباين في قيم نسبة التداول.

7- الاعفاء الضريبي: بلغت قيمة F المحسوبة (35.722) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى أن الشركات تتباين في قيم الاعفاء الضريبي.

ثالثا: تحليل تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد.

جدول (6) قيم α و F المحسوبة و مستوى معنوية الاختبار للشركات عينة الدراسة

ت	الشركات	α	F المحسوبة	مستوى معنوية الاختبار
1	(IBSD)	-6.09	14.99	0.002
2	(IIDP)	0.94	14.24	0.002
3	(IKLV)	-0.005	10.28	0.006
4	(IMIB)	64.03	9.35	0.007
5	(IMOS)	0.26	31.14	0.0003

الجدول اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المستخرجة من تحليل ANOVA

يظهر من الجدول (6) عند قياس معنوية العلاقة التأثيرية للمتغيرات المستقلة في المتغير المعتمدة الاتي:-

1- بلغت قيمة F المحسوبة لشركة بغداد للمشروبات الغازية (14.99) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى أن محددات هيكل التمويل تؤثر في الرافعة المالية.

- 2- بلغت قيمة F المحسوبة للشركة العراقية لتصنيع التمور (14.24) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى أن محددات هيكل التمويل تؤثر في الرافعة المالية.
- 3- بلغت قيمة F المحسوبة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات (10.28) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى أن محددات هيكل التمويل تؤثر في الرافعة المالية.
- 4- بلغت قيمة F المحسوبة للشركة الوطنية للصناعات المعدنية (9.35) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يتم رفض فرضية العدم بمعنى أن محددات هيكل التمويل تؤثر في الرافعة المالية.
- 5- بلغت قيمة F المحسوبة لشركة الخياطة الحديثة (31.14) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يجري رفض فرضية العدم بمعنى أن محددات هيكل التمويل تؤثر في الرافعة المالية.

جدول (7) قيم بيتا (β) للشركات عينة الدراسة

الشركات					المحددات	ت
(IMOS)	(IMIB)	(IKLV)	(IIDP)	(IBSD)		
0.003	-1.736	-0.03	-0.023	0.26	الحجم	1
0.036	-5.828	0.21	-0.035	0.06	العمر	2
-0.207	-0.497	0.417	-0.055	-0.18	الملموسية	3
0.022	0.941	0.071	0.016	-0.03	فرص النمو	4
-0.143	0.907	0.0189	-0.026	-2.18	الربحية	5
-0.0395	-0.45	-0.003	-0.022	-0.01	السيولة	6
-0.8624	-20.219	-0.07	0.725	-6.13	الاعفاء الضريبي	7

الجدول اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المستخرجة من تحليل ANOVA

يظهر من الجدول (7) مقدار التأثير الذي تحدثه محددات هيكل التمويل في الرافعة المالية لكل شركة ، بمعنى اذا ارادت شركة بغداد للمشروبات الغازية على سبيل المثال زيادة درجة الرافعة المالية بمقدار واحد عليها أن تزيد من حجم الشركة بمقدار (0.26) او تخفض من ملموسية الموجودات بمقدار (0.18) كون الاشارة كانت سالبة .

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

اولا: الاستنتاجات:

- 1- اعتمدت الشركات على التمويل بحق الملكية بشكل كبير وهذا يعني أنّ الشركات عينة البحث قد تكون غير قادرة من الحصول على الاموال الخارجية المتمثلة بالديون.
- 2- لا تمتلك الشركات اي مطلوبات طويلة الاجل في ميزانياتها وهذا يعني انها لم تضع استراتيجية طويلة الاجل في بناء هيكلها المالي، وهذا يزيد ايضا من خطورة الشركة كون جميع التزاماتها من المطلوبات كانت قصيرة الاجل.
- 3- انخفاض نسبة الرافعة المالية للشركات عينة الدراسة قد حرم الشركات من فرص تقليل تكاليف هيكل التمويل وهذا يعطي اشارة سيئة عن تلك الشركات في السوق.
- 4- لا ينبغي أن يُعزى جميع اسباب عدم حصول الشركات على التمويل الخارجي إلى انخفاض الجدارة الائتمانية لتلك الشركات او أنها شركات ضعيفة وغير فعالة وعدم قدرتها على تنفيذ العقود. ولكن قد يكون ضعف النظام المصرفية بشكل عام هو السبب الاخر .
- 5- تعدّ النتائج عن الاثر المعنوي بين محددات هيكل التمويل والرافعة المالية وبذلك يوفر البحث الجهد والوقت للمديرين عند بناء الهيكل المالي المناسب لشركاتهم.
- 6- تساهم نتائج هذه الدراسة في الأدبيات الموجودة ، مما يوفر مزيداً من الأدلة التجريبية على السلوك المالي للشركات فيما يخص محددات هيكل التمويل والرافعة المالية. إضافة على ذلك ، يمكن أن تكون النتائج التجريبية مفيدة لرجال الأعمال ومديري الشركات لتحسين قراراتهم المالية.

ثانيا : التوصيات.

- 1- ينبغي أن يكون لدى المديرين وصانعي القرار في الشركات نظرة عامة على تكاليف هيكل التمويل ومحدداته. ولا ينبغي أن يفضلوا التمويل بحق الملكية او قصيرة الأجل بدون دراسة والتركيز على بناء أهداف طويلة الأجل. وينبغي عليهم كذلك اتخاذ خطوات لزيادة العوائد للخروج من هذه الازمة التي تواجههم.
- 2- قيام الشركات بوضع استراتيجية مناسبة لبناء الهيكل المالي عن طريق الاستفادة من محددات هيكل التمويل واستثمارها في توجيه الرافعة المالية.
- 3- بناء العلاقات مع مقدمي القروض المصرفية كونها تلعب دورًا جوهريًا في الحصول على القرض في الوقت المناسب، والاستفادة من سمعة الشركة وعمرها الطويل كونه متغير له تأثير معنوي كما اثبتته البحث.
- 4- إجراء دراسات إضافية خاصة للقطاعات النشطة وكذلك استخدام محددات الاخرى جديدة لهيكل التمويل لدراسة تأثيرها في الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.
- 5- البحث عن عوامل وسيطة ومؤثرة حيث من الممكن أن يكون هناك عامل معنوي مفقود من النموذج يتوسط محددات هيكل التمويل والرافعة المالية.

المصادر:

1- النشرة السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للأعوام 2004-2018.

Theses

- 1- Bercaw, L. E. (2017). *No Place Like Home? Housing Suitability for Older Adults Who Are Aging in Place*. Brandeis University, The Heller School for Social Policy and Management.

Scientific Journals

- 1- Abdul, A. A. A. (2017). The Relationship between Solvency Ratios and Profitability Ratios: Analytical Study in Food Industrial Companies listed in Amman Bursa. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 86-93.
- 2- Acedo-Ramirez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarrete-Martinez, E. (2017). Determinants of Capital Structure: Family Businesses versus Non-Family Firms. *Finance a Uver: Czech Journal of Economics & Finance*, 67(2), 80-103.
- 3- Akgül, E. F., & SİGALI, S. (2018). Determinants of Capital Structure: An Application on BIST Transportation Index. *Journal of Accounting & Finance*, (77), 193-215.
- 4- Anton, S. G., & Afloarei Nucu, A. E. (2019). Firm value and corporate cash holdings. Empirical evidence from the polish listed firms, *22(3)*, 121-134.
- 5- Boshoff-Knoetze, A., & Steenkamp, L. P. (2019). Quantifying the interest tax shield for different investors in South Africa. *African Journal of Business and Economic Research*, 14(2), 25-45.
- 6- Bundala, N. N. H. (2012). Do Tanzanian companies practice pecking order theory, agency cost theory or trade-off theory? An empirical study in Tanzania listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4), 401-422.
- 7- Chaidir, C., & Pitriana, M. (2017). Faktor-faktor pengaruh return on investment. *JIMFE (Jurnal Ilmiah Manajemen Fakultas Ekonomi)*, 3(2), 60-69.
- 8- Chakrabarti, A., & Chakrabarti, A. (2019). The capital structure puzzle-evidence from Indian energy sector. *International Journal of Energy Sector Management*. 13(1), 2-23.
- 9- Chipeta, C., & Deressa, C. (2016). Firm and country specific determinants of capital structure in Sub Saharan Africa. *International Journal of Emerging Markets*. Bradford 11(4), 649-673.
- 10- Deng ,D., & Shao , R.(2020). Income Tax and Capital Structure of Multinational Corporations. *Advances in Economics, Business and Management Research*, (133),20-24.
- 11- Dewi, A. P., Sutrisno, S. T., & Purwanti, L. (2020). The impact of leverage on the earning response coefficients. *International Journal of Research in Business and Social Science (2147-4478)*, 9(4), 277-285.

- 12- El-Masry, A. A. (2016). Capital structure and performance of Middle East and North Africa (MENA) banks: an assessment of credit rating. *Banks & bank systems*, 11(1), 77-91.
- 13- Fischer, M., & Jensen, B. A. (2019). The debt tax shield in general equilibrium. *Journal of Banking & Finance*, 100, 151-166.
- 14- Gharaibeh, O. K., & Saqer, A. T. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Jordanian service companies. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 364.
- 15- Gharaibeh, O. K., & Saqer, A. T. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Jordanian service companies. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 364-376.
- 16- Gunarathna, V. (2016). How does financial leverage affect financial risk? An empirical study in Sri Lanka. *Amity Journal of Finance*, 1(1), 57-66.
- 17- Hamilah, H. (2020). The Effect of Commissioners, Profitability, Leverage, and Size of the Company to Submission Timeliness of the Financial Statements Tax Avoidance as an Intervening Variable. *Systematic Reviews in Pharmacy*, 11(1), 349-357.
- 18- Harjoto, M. A. (2017). Corporate social responsibility and degrees of operating and financial leverage. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(2), 487-513.
- 19- Hedau, A., Singh, S., & Janor, H. (2018). Determinants Of Capital Structure—A Sector Specific Approach. *Romanian Economic and Business Review*, 13(4), 14-30.
- 20- Hidayat, W., Tjaraka, H., Fitriasia, D., Fayanni, Y., Utari, W., Indrawati, M., ... & Samsi, N. (2020). The Effect of Earning per Share, Debt to Equity Ratio and Return on Assets on Stock Prices: Case Study Indonesian. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 26(2), 1-10.
- 21- Hundal, S., Sandstrom, A., & Uskumbayeva, A. (2018). The impact of the financial crisis on corporate capital structure dynamics in the nordic countries, *Eurasian Journal of Economics and Finance; Istanbul* 6(3), 34-51

- 22- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50-54.
- 23- Iqbal, F., Ahmad, M. B., & Ali, H. F. (2019). Determinants of capital structure: an empirical study of KSE listed MNCs in Pakistan. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies* 5(1), 173-195
- 24- Khan, T. F., & Ghayas, A. (2020). A Study on the Determinants of Capital Structure: Evidence from India. *IUP Journal of Applied Finance*, 26(3), 47-59.
- 25- Kizildag, M. (2015). Financial leverage phenomenon in hospitality industry sub-sector portfolios. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 27(8), 1949-1978.
- 26- Kliestik, T., Michalkova, L., & Kovacova, M. (2018). Is a tax shield really a function of net income, interest rate, debt and tax rate? Evidence from Slovak companies. *Journal of International Studies*, 11(4), 295-311.
- 27- Kolsi, M. C. (2017). The determinants of corporate voluntary disclosure policy. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(2), 249-265.
- 28- Kozubíková, L., Vojtovič, S., Rahman, A., & Smrčka, L. (2016). The role of entrepreneur's gender, age and firm's age in autonomy. The case study from the Czech republic. *Economics and Sociology*, 9(2), 168-182.
- 29- Marie, L. I. G. O. C. K. Á. (2021). Relationship Between Profitability and Financial Leverage in Selected European Sugar Companies. *Listy Cukrovarnické a Reparské*, 137(4), 160
- 30- Mathad, M. H. C. (2020). 38. A study on impact of leverage on the profitability & risk of the indian steel industry. One Day Online International Conference Organised by IRBE Publications, Denver, USA. 4, Special Issue (1), 223-227.
- 31- Mayuri, T., & Kengatharan, L. (2019). Determinants of Capital Structure: Evidence from Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka. *SCMS Journal of Indian Management*, 16(1), 43-56.

- 32- Nawazish, M., Rahat, B., & Reddy, K. (2016). Financial leverage and stock returns: evidence from an emerging economy. *Economic research-Ekonomiska istraživanja*, 29(1), 85-100.
- 33- Öhman, P., & Yazdanfar, D. (2017). Short-and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16(1), 106-124.
- 34- Pasha, A., & Ramzan, M. (2019). Asymmetric impact of economic value-added dynamics on market value of stocks in Pakistan stock exchange, a new evidence from panel co-integration, FMOLS and DOLS. *Cogent Business & Management*, 6(1), 1-14.
- 35- Pordea, D., David, D., & Mateş, D. (2020). The Impact of Operating Cash Flow and Current Ratio on the Profitability in Construction Industry. *Studia Universitatis „Vasile Goldis” Arad-Economics Series*, 30(1), 22-32.
- 36- Scholz, A., Rochdi, K., & Schaefers, W. (2015). Does asset liquidity matter? Evidence from real estate stock markets. *Journal of European Real Estate Research*. 8(3), 220-242.
- 37- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4-17.
- 38- Wasim, S. S., Alam, S., & Saeed, M. (2016). An Empirical Analysis of Capital Structure of KSE-100 Listed Electricity Companies of Pakistan. *Global Management Journal for Academic & Corporate Studies*, 6(1), 101-114.
- 39- Zhang, X., & Zhou, H. (2020). Leverage structure and stock price synchronicity: Evidence from China. *Plos one*, 15(7), 1-15.

Conferences

- 40- Šeligová, M. (2018). The impact of selected financial indicators related to the structure of funding sources on corporate liquidity in energy sector in the Czech republic and Slovak republic. *Scientific papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics and Administration*. 42/2018.