مجلة جامعة بنغازي العلمية

http://journals.uob.edu.ly/sjuob

محددات هيكل رأس المال وتأثيرها على السلوك التمويلي للمشروعات الصغرى في ليبيا "دراسة تطبيقية"

ميادة عبد الله محمد [1]، عبد السلام أحمد الكزة [1]، خالد زيدان الفضلي [1*]

1 قسم المحاسبة -كلية *الاقتصاد* -*جامعة بنغازي*.

تاريخ الاستلام: 04 / 05 / 2023 تاريخ القبول: 07 / 06 / 2023

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال وأثرها على السلوك التمويلي للمشروعات الصغرى في ليبيا. ركزت الدراسة على عدد من المحددات باعتبارها متغيرات مستقلة وهي: حجم المشروع، الأصول الثابتة، الربحية، النمو ومدى تأثيرها على المتغير التابع (هيكل رأس المال) مقاسا بإجمالي الديون، الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل. استخدمت الدراسة المنهج التحليلي، وقد تكونت عينة الدراسة من 31 مشروعاً التي توفرت فيها البيانات المطلوبة لقياس المتغيرات وذلك عن الفترة المالية (2015-2017)، وتحليلها ببعض الاساليب الإحصائية كمعامل الارتباط وتحليل الانحدار، وتحليل التباين.

أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير للمحددات (الخصائص) على هيكل رأس المال مقاساً بإجمالي الديون والديون قصيرة الأجل. كما توصلت الدراسة إلى أن حجم المشروع له تأثير طردي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل، أما الاصول الثابتة فلها تأثير طردي على الديون طويلة الأجل وعكسي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل، بينما ترتبط الربحية بعلاقة عكسية مع الديون قصيرة الأجل. عليه يمكن القول إنه نظرية الالتقاط التدريجي، أكثر من غيرها، تساهم بشكل مقبول في تفسير السلوك التمويلي للمشروعات الصغرى في ليبيا.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، السلوك التمويلي.

Abstract

This study aims to identify the determents of capital structure represented in the independent variables: project size, fixed assets, profitability, growth and their impact on the financing behaviour of the small Libyan enterprises measured by: total debt, long-term debt, short-term debt. The study sample consists of 31 small firms, and the data is analysed for the period 2015-2017, using statistical tools of correlation coefficient, regression, and variance analysis.

The results of the study shows an effect of the characteristics of enterprises on the capital structure (total debt and short-term debt), and the study concluded that both the firm size and fixed assets have the most impact on the total debt, and that the firm size has a direct effect on short-term debt. Fixed assets have a direct effect on long-term debt. Moreover, the study concluded that the Pecking-order theory is the most among the capital structure theories to interpret and explain the financing behavior of the Libyan small enterprises.

Keywords: Capital Structure, Financing Behaviour, Libya.

1. المقدمة:

يعتبر قطاع المشروعات الصغيرة من أهم القطاعات العاملة في أي دولة، حيث تساهم هذه المشروعات في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال الاستثمار في الطاقات والموارد المحلية بأفضل صورة واقل تكلفة ممكنة، بالإضافة إلى توفير فرص العمل, مما يساعد على القضاء على البطالة والفقر، وعلى الرغم من أهمية هذه المشروعات إلا أنها تعاني من صعوبات عدة تجعلها غير قادرة على التطور وعلى القيام بدورها في التنمية الاقتصادية، ولعل ابرز تلك الصعوبات تتمثل في عدم قدرة هذه المشروعات في الحصول على التمويل الكافي لتطويرها. حيث أشارت منظمة التعاون والتنمية (2004) إلى أن عدم توفر الموارد المالية من أبرز التحديات التي تواجه أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة وتمنعهم من دخول الصناعة واستمرار النشاط التجاري ونموه (Chieyoe, 2011:2)، وذلك بسبب عدم ملائمة الطرق التمويلية التقليدية للاحتياجات المالية لهذا النوع من المشروعات (قريشي وبن ساسي, 2006 أ:430). على الرغم من وجود مصادر تمويل متعددة تختلف في خصائصها وطرق الحصول عليها، الا انها قد لا تكون ملائمة لطبيعة المشروعات الصغرى، عليه فانه يجب على الإدارة المالية المفاضلة بدقة بين هذه المصادر أخذه في الاعتبار تكلفتها ومدى توفرها والعائد والمخاطرة لكل منها (شلاش واخرون، 2008:51).

تحاول هذه الدراسة معرفة محددات الهيكل التمويلي للمشروعات الصغرى في ليبيا، من خلال دراسة أثر الخصائص الذاتية المشروعات الصغرى على نسب الديون.

* للمراسلات إلى: خالد زيدان الفضلي

البريد الإلكتروني: khalid.zidan@uob.edu.ly

2. مراجعة الأدب:

2-1 نظريات هيكل رأس المال Capital Structure Theories

تهتم الشركات باتخاذ القرارات التمويلية التي تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة، وذلك عن طريق الاختيار والموازنة بين مصادر التمويل المختلفة (القروض طويلة وقصيرة الأجل والملكية). يعرف هندي (2007: 527) الهيكل التمويلي على أنه "تشكيلة المصادر التي تحصلت منها الشركة على أموال بهدف تمويل استثمارها، ومن ثم فانه يتكون من كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم".

بدأ الاهتمام بالهيكل التمويلي والكيفية التي تتخذ بها القرارات التمويلية والعوامل المؤثرة فيه بظهور نظرية مودجلياني وميلر Modigliani & Miller Theory عام 1958م التي بينت أن قيمة الشركة تتمثل في قيمة استثماراتها ولا يوجد أي تأثير لهيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركة. منذ ذلك الحين ظهرت العديد من النظريات التي حاولت تفسير السلوك التمويلي للشركات والعوامل المؤثرة في تحديد هيكل رأس المال، حيث جاءت نظرية المبادلة أو الموازنة Trade-off Theory التي تنص على أن تكلفة الديون وتكلفة الوكالة والوفر الضريبي هي من أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال، كما ظهرت نظرية الالتقاط التدريجي Pecking-order Theory أو التمويل التسلسلي التي تعتمد في تفسير السلوك التمويلي للشركات على عدم تجانس المعلومات بين المستثمرين. هذه النظريات تم اختبارها في العديد من الدراسات في محاولة لتفسير قرار التمويل، الا ان نتائج تلك الدراسات جاءت مختلفة مما نتج عنه اتفاق قليل واختلاف كبير في تفسير كيفية اختيار الشركة لهيكل رأسمالها (رمضان والعقدة، 2011:228).

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: 1637-2790، الورقي: 1629-2790. رقم الإيداع القانوني: 2018/154 دار الكتب الوطنية

2-1-1 نظرية مودجلياني وميلر Modigliani & Miller Theory

ظهرت النظرية عام 1958 وافترضت وجود سوق مثالي وعالم خالٍ من الضرائب وأن قيمة الشركة تتحدد بناءً على قدرتها على تحقيق الأرباح ولا تتأثر بطريقة تمويلها. بمعنى أنه لا تأثير للديون على القيمة السوقية للشركة، ومن ثم لا يوجد هيكل تمويلي أمثل تسعى الشركة لتحقيقه (Glickman, 1996؛ Welch, 2009) .انتقدت النظرية لعدم واقعية بعض الافتراضات التي بنيت عليها (قريشي، 2005؛ قريشي ويوسف، 2006) وأهمها تجاهل تأثير الضريبة على الهيكل التمويلي. طور مودجلياني وميلر نموذجهما سنة 1963 بإدخال عامل الضريبة كمحدد لهيكل رأس المال، وذلك للوفر الضريبي الذي تحققه فوائد الديون. النموذج المطور قدم نتائج مختلفة أهمها أن الضريبة على أرباح الشركات تقود إلى تفضيل الدين على الأموال الخاصة (قريشي, 2005). بالتالي، تتأثر قيمة الشركة بالضريبة المفروضة، بحيث تكون الزيادة في القيمة مساوية لمقدار الوفر الضريبي المحقق (Zurigat, 2009). تقترح النظرية أن الهيكل التمويلي الأمثل والذي يعظم القيمة السوقية هو ذلك الذي تكون فيه نسبة الاقتراض أعلى ما يمكن. ركزت نظرية مودجلياني وميلر على الجانب الإيجابي لاستخدام الديون وتجاهلت المخاطر المالية المرتبطة بها، حيث أن الزيادة في الاستدانة بعد نقطة معينة يترتب عليه ظهور تكلفة الإفلاس والعسر المالي (قريشي، 2005). بالإضافة إلى أن استخدام الدين يؤدي إلى خلق تكاليف الوكالة الناتجة عن العلاقة بين المدراء والملاك من ناحية وبين الملاك والدائنون من ناحية أخرى، التي بدورها تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة (Cassar and Holmes, 2003).

2-1-2 نظرية الموازنة The Trade-Off Theory

تقوم نظرية الموازنة على إضافة بعض التعديلات على نظرية M&M (1963) المعدلة وذلك بإضافة تكاليف الاقتراض وموازنتها مع الوفر الضريبي (الفاخري, 2008). تفترض النظرية وجود هيكل رأس المال أمثل يتحدد بالتوازن بين المنافع الضريبية المرتبطة باستخدام الديون، وتكاليف الاقتراض المتمثلة في تكلفة الوكالة Agency Cost وتكلفة الإفلاس Bankruptcy Cost. بحسب النظرية، تقوم الشركة بعملية إحلال بين الديون وحقوق الملكية حتى تصل إلى نسبة الدين الأمثل لهيكل رأس المال التي تعظم قيمة الشركة، التي تتساوى عندها تكلفة الديون مع منافعه الضريبية (Zurigat, 2009 ؛Myers, 1984).

2-1-3 نظرية الالتقاط التدريجي Pecking-Order Theory

قدمت هذه النظرية لأول مرة من خلال دراسة (Donalson,1961)، الذي وجد أن بعض الشركات رغم كبر حجمها إلا أنها تميل إلى استخدام أرباحها المولدة داخليا لتغطية احتياجاتها المالية، ولم تقدم هذه الدراسة أي تفسيرات عملية لهذا السلوك التمويلي. لاحقا، طورت دراسة Myers (1984) ودراسة Myers and Majluf (1984) هذه النظرية وتم إطلاق مصطلح الالتقاط التدريجي عليها، حيث توصلت الدراستان إلى أن تكلفة الاختيار المعاكس (السلبي) تدفع بالشركات إلى إتباع سلوك تمويلي معين، وذلك بسبب تباين المعلومات بين الشركة (المدراء) والمستثمرين (مصادر التمويل)، حيث غالباً ما يتاح للمدراء والمستثمرين الحاليين كم أكبر من المعلومات عن الشركة لا يتوفر للمستثمرين خارج المؤسسة. تسمى بحالة عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information تؤدي إلى اختلاف في تكاليف التمويل التي تؤثر على قرار المديرين في الاختيار بين مصادر التمويل المتاحة (رمضان والعقدة, 2011).

تقترح نظرية الالتقاط التدريجي أن لدى الشركة ترتيب والأفضلية في اختياراتها التمويلية (Cassar and Holmes, 2003) بحيث تكون الأولوية لمصدر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة) الأقل تأثراً بعدم تماثل المعلومات، ثم الاقتراض الخارجي إذا احتاجت إلى أموال إضافية، مفضلةً الديون قصيرة الأجل على الديون طويلة الأجل وأخيراً الأسهم (Abbas, 2016). وخلافاً لنظرية الموازنة فان نظرية الالتقاط التدريجي ليس لديها نسب ديون مستهدفة، حيث يشير مايرز (1984) إلى أن نسبة الديون لأي شركة تعكس احتياجات الشركة التراكمية للتمويل الخارجي، حيث تقوم النظرية على افتراض أن تركيبة هيكل رأس المال تتكون بناءً على الاحتياجات التمويلية للشركة ومحاولة لتقليص تكلفة الاختيار المعاكس (Baker and Martin, 2011)، وتكلفة المعاملات المرتبطة بكل مصدر تمويل.

2-2 دراسات سابقة Previous studies

بالنظر إلى النظريات السابقة نجد أن هناك العديد من العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد الهيكل التمويلي لأي شركة، إلا أن تلك العوامل وأهميتها النسبية تختلف من شركة إلى أخرى نتيجة لاختلاف طبيعة الشركة، ومركزها المالي، بالإضافة إلى اختلاف الظروف الاقتصادية والقطاع الذي تعمل فيه الشركة (النعيمي والخرشة، 200:2007). حيث تعتمد المفاضلة بين مصادر التمويل أو اختيار الهيكل التمويل الأفضل على عدد من العوامل والخصائص الذاتية للشركات مثل حجم الشركة ونمو مبيعاتها وارباحها، وغيرها.

تفترض نظريات السلوك التمويلي قدرة الشركات على الوصول إلى سوق رأس المال والديون، وهذا الافتراض لا ينطبق على الشركات الصغرى (Ang, 1991). في هذا السياق، توصلت نتائج الأبحاث التي أجريت على هيكل رأس مال المشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى وجود فرق واضح في السلوك التمويلي للمشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم مقارنة بالمشاريع كبيرة الحجم (Hashemi, 2013:9)، ويرى Cassar and Holmes (124:2003), يعود الاختلاف في اتخاذ القرارات التمويلية إلى ارتباطها بالمهارات الإدارية والمعرفة المحدودة لملاك/مديري الشركات الصغيرة فيما يتعلق بخيارات التمويل المتاحة. يجادل Cassar and Holmes (2003) "أن المعرفة والتفضيلات وعدم الرغبة أحيانا، وعدم القدرة أحيانا أخرى على استخدام بعض مصادر التمويل، ربما تعيق تطبيق نظريات الهيكل التمويلي المعروفة على قطاع الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم" (بوفرنة، 4:2006).

حاولت عديد الدراسات اختبار مدى تأثير الخصائص الذاتية لمشروعات صغرى ومتوسطة (في بيئات اقتصادية ونامية) على هياكلها التمويلية. في دراسته لعدد من الشركات النرويجية، توصل Abbas (2016) أن الوفر الضريبي يعتبر من أهم عوامل اختيار الشركات للتمويل عن طريق الدين قصير الأجل، وحجم الأصول الثابتة العامل الأهم في اللجوء إلى استخدام الدين طويل الأجل، فيما لم تجد الدراسة أي تأثير لعناصر مثل الربحية والحجم على هيكل رأس المال. بالمقابل، أظهرت Cassar وHolmes (2003) أن هيكل الأصول، والربح، والنمو من أهم محددات الهيكل التمويلي للشركات الأسترالية الصغرى والمتوسطة. كما تدعم دراسة Cakova (2011) في تركيا وDegryse وآخرون (2012) في هولندا نظرية الالتقاط التدريجي، حيث خلصت إلى وجود تأثير لعوامل النمو، الحجم والأرباح على الهيكل التمويلي للشركات الصغيرة والمتوسطة.

هدفت دارسةAdasku و Adair (2015) إلى اختبار فرضيات نظرية الالتقاط التدريجي ونظرية الموازنة في المؤسسات الصغرى والمتوسطة في فرنسا، وتوصلت إلى أنه وفقاً لنظرية التوازن يعتمد الائتمان التجاري على الضمانات (الأصول الثابتة)، فيما وجدت علاقة سالبة بين الاستدانة والربحية، وعلاقة موجبة بين الاستدانة والنمو وهذا ما يتوافق مع نظرية الالتقاط التدريجي، في حين لم تستطع الدراسة تحديد طبيعة العلاقة بين الاستدانة وعمر المؤسسة وحجمها. فيما وجدت دراسة Harc وSarlija (2016) التي شملت 500 شركة كرواتية أن الرفع المالي يرتبط بعلاقة موجبة مع الأصول الثابتة وعلاقة سالبة مع النمو.

استخدمت دراسة Serrasqueiro وآخرون (2016) بيانات عدد 2,329 شركة برتغالية صغيرة الحجم لغرض التعرف على محددات هيكل رأس المال، وتوصلت الدراسة إلى أن تكلفة الوكالة وعدم تماثل المعلومات، من العوامل المهمة التي تؤثر على قدرة شركات الصغرى في الحصول على قروض طويلة الأجل. كما وجدت الدراسة أن للسيولة علاقة طردية مع

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: 1637-2790، الورقي: 1629-2790. رقم الإيداع القانوني: 2018/154 دار الكتب الوطنية

الديون طويلة الأجل وسلبية مع الديون قصيرة الأجل. توصلت الدراسة أيضاً إلى أنه مع تزايد الربحية تميل الشركات إلى الاعتماد على الديون بصورة أقل والتركيز يكون على الديون قصيرة الأجل نظراً لصعوبة الحصول على تمويل طويل الأجل.

نتائج مشابهة توصلت إليها عدد من الدراسات في بيئات اقتصادية أقل تطوراً. أختبر Ali (2011) محددات الهيكل التمويلي للشركات الباكستانية غير مالية والمدرجة في سوق كراتشي المالي مستخدماً بيانات مالية للفترة من 2003 إلى 2008. وأوضحت نتائج الدراسة وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من الحجم، الأصول الثابتة، النمو، والربحية. حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية والرفع المالي، وعلاقة إيجابية بين النمو والتمويل طويل الأجل وإجمالي الرفع المالي، وهذا ما يدعم افتراضات نظرية الالتقاط التدريجي في تفسير السلوك التمويلي. أما العلاقة الايجابية بين كل من حجم المشروع والأصول الملموسة والرفع المالي فتدعم افتراضات نظرية الموازنة. وتوصلت الدراسة إلى أن اختلاف السلوك التمويلي للشركات يمكن إرجاعه إلى اختلاف الصناعة التي تنتمي إليها الشركات التي تضمنتها الدراسة.

وباستخدام قاعدة بيانات لعدد 19000 شركة برازيلية، توصلت دراسة Forte,et,al (2013) إلى وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي والربحية وعلاقة إيجابية بين الرفع المالي والنمو. تتوافق هذه النتائج مع نظرية الالتقاط التدريجي حيث تميل الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم إلى تمويل توسعاتها بالديون وذلك بعد استنزاف كافة مصادر التمويل الداخلية. بالإضافة لذلك، أشارت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ضعيفة بين الحجم والرفع المالي وهذا يدل على أن الشركات كبيرة الحجم لها قدرة على الوصول بصورة أكبر إلى ثقة السوق، أما الشركات الصغيرة والمتوسطة التي تتضمن عملياتها التشغيلية مخاطر عالية فإنها تميل إلى تجنب التمويل عن طريق الرفع المالي وهذا ما يتفق مع افتراضات تكلفة الإفلاس الخاصة بنظرية الموازنة.

تناولت دراسة Saarani وShahadan (2013) محددات هيكل رأس المال في الشركات الصغيرة والمتوسطة في ماليزيا باستخدام بيانات مالية لعدد 384 شركة للسنوات (2005-2009). اختبرت الدراسة تأثير متغيرات تمثلت في عمر الشركة، الحجم، الأصول الثابتة، السيولة، الربحية، النمو، والضرائب على الهيكل التمويلي، وتوصلت إلى أن حجم الشركة، العمر، معدل النمو، الأصول الثابتة، السيولة، الربحية من المحددات الرئيسية المحددة لهيكل رأس المال فيما لم تجد أي تأثير لعامل الضريبة. فيما توصلت دراسة Chieyoe (2011) إلى وجود علاقة بين متغيرات الربحية وهيكل الأصول وعمر الشركة على الهيكل التمويلي للمشروعات الصغرى والمتوسطة في ليبيريا على الوجه الذي يدعم افتراضات نظرية الالتقاط التدريجي.

في دراسته لشركات مساهمة فلسطينية، أختبر أبو شربة (2005) العلاقة بين عوامل الربحية، معدل النمو، حجم الشركة، الضريبة، الأصول الثابتة، والمخاطر النظامية والهيكل التمويلي مقاساً بنسبة الالتزامات إلى الأصول، والالتزامات إلى حقوق الملكية. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لعاملي الربحية وحجم الشركة على هيكل رأس المال، فيما لم تثبت الدراسة أي تأثير لعوامل معدل النمو، الأصول الثابتة، الضرائب، والمخاطر. دراسة رمضان والعقدة (2011) على شركات أردنية بينت وجود تأثير لحجم الشركة والربحية والسيولة والمخاطر على هيكل رأس المال، بينما عوامل مثل عمر الشركة والنمو والضريبة لم يكن لها أي تأثير.

كما استخدمت دراسة قريشي وبن ساسي (2006) أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار تأثير متغيرات مستقلة متمثلة في حجم الشركة، الربحية، والضمانات (هيكل الأصول)، ومعدل النمو، ونوع النشاط، على الهيكل التمويلي للشركات الجزائرية الصغرى والمتوسطة مقاساً بثلاثة مؤشرات مالية (نسبة الدين الإجمالية، ونسبة الدين طويل الأجل، ونسبة الديون قصيرة الأجل). توصلت الدارسة إلى عدة نتائج أهمها: وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ونسبة الديون طويلة الأجل وعلاقة طردية بين الأصول الثابتة ونسبة الديون قصيرة الأجل. كذلك اظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية قوية بين معدل النمو ونسبة الدين وعلاقة طردية بين الربحية ونسبة الدين.

أختبر الزبيدي وسلامة (2014) تأثير مجموعة من المتغيرات على هيكل رأس المال (مقاساً بالرفع المالي) للشركات السعودية المدرجة في السوق المالي عن الفترة (2003-2007). توصلت الدراسة إلى نتائج، أهمها وجود تأثير لبعض لعوامل مثل الأصول الملموسة والحجم والربحية على هيكل رأس المالي مع عدم وجود تأثير لكل من المخاطرة والسيولة والزكاة على هيكل رأس المال. كما تتفق دراسة بوفليسي (2016) مع نظرية التمويل التسلسلي من خلال نتائجها التي خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية والتمويل بالدين، فيما لم تبرهن على وجود تأثير لباقي المتغيرات على الهيكل التمويلي.

وفي البيئة البريطانية اجري حمد والفخاخري (2015) دراسة هدفت إلى فهم سلوك المصارف التجارية تجاه هياكلها المالية باستخدام اسلوب الانحدار المتعدد بطريقة Penal Data وطبقت على المصارف 20 مصرف تجاري مسجلة بسوق لندن للأوراق المالية خلال الفترة (2004-2013) وتوصلت الدراسة إلى أن حجم المصرف، ربحية، تركيبة الاصول، فرص نمو المصرف هي العوامل لها تأثير على قرار الاستعانة بأموال المودعين في المصارف التجارية البريطانية، كما أن الدراسة اظهرت نظريتي الموازنة والالتقاط التدريجي يمكن الاعتماد عليهما في تفسير سلوك المصارف اتجاه الاعتماد على أموال المودعين في بيئية الأعمال البريطانية.

وفيما يتعلق بالبيئة الليبية هدفت دراسة بوفرنة (2006) إلى دراسة الهيكل التمويلي في الشركات الصغرى والمتوسطة للفترة من 1995-1999. بينت النتائج وجود ارتباط إيجابي بين الربحية والنمو والحجم مع نسب الديون، وخاصة نسب الديون القصيرة الأجل، مما يشير إلى تفضيل الشركات الليبية الصغرى والمتوسطة للتمويل قصير الأجل. كما أظهرت النتائج أن نظرية المقابلة أو الموازنة تبدو الأكثر قدرة، من بين نظريات الهيكل التمويلي، على تفسير السلوك التمويلي للشركات محل الدراسة.

3. مشكلة البحث:

يشير بوفرنة (4:2006) إلى خصوصية البيئة الليبية بسبب إعادة هيكلة الاقتصاد الليبي وغياب السوق المالي الثانوي، الأمر الذي يجعل من دراسة السلوك التمويلي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم في البيئة الليبية إضافة هامة إلى المعرفة الحالية في مجال الهيكل التمويلي. هدفت دراسة الفاخري (2008) إلى اختبار مدى قدرة نظريات التمويل الحديثة على تفسير السلوك التمويلي للشركات الصناعية الليبية وذلك من خلال اختبار بعض محددات الهيكل التمويلي متمثلة في (الحجم، الربحية، النمو، السيولة- هيكل الأصول). بينت النتائج أن نظريات التمويل الحديثة المتمثلة في (نظرية المقابلة، نظرية الالتقاط التدرجي، نظرية تكلفة الوكالة) فسرت بشكل محدود السلوك التمويلي للشركات الصناعية العامة في بنغازي، ويعتبر كل من الحجم ومعدل النمو وهيكل الأصول من أهم محددات الهيكل التمويلي لتلك الشركات.

واختبرت دراسة البرغثي (2010) العلاقة بين محددات الهيكل التمويلي التي تتمثل في (هيكل الأصول، الربحية، معدل النمو، السيولة، الحجم، مخاطر الأعمال) ونسبة الديون فيها التي تم التعبير عنها بثلاثة متغيرات هي (إجمالي الديون والديون طويل الأجل والديون قصيرة الأجل) في الشركات العامة الليبية. بينت نتائج الدراسة وجود ثلاثة عوامل مالية محددة للهيكل التمويلي، وهي وجود علاقة عكسية بين كل من السيولة ونسبة (إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل)، ووجود علاقة طردية بين مخاطر الأعمال ونسبة (إجمالي الديون والديون طويلة الأجل) وكذلك بينت الدراسة عدم وجود تأثير معنوي لكل من هيكل الأصول، الربحية، حجم الشركة، معدل النمو على مؤشرات الديون.

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: 2790-1637، الورقي: 2790-1629. رقم الإيداع القانوني: 2018/154 دار الكتب الوطنية

بينت مراجعة الأدب اهتمام الدراسات السابقة بالهيكل التمويلي للشركات باختلاف احجامها وخصائصها. كما خلصت هذه المراجعة إلى وجود تباين في النتائج وطبيعة العلاقة بين المحددات كمتغيرات مستقلة ونسبة الديون في هيكل رأس المال كمتغير تابع، ففي حين توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير لمتغير معين على هيكل رأس المال، لا تثبت دراسات أخرى وجود هذه العلاقة. كما أن قدرة النظريات المختلفة على تفسير السلوك التمويلي للمنشآت تتباين من دراسة لأخرى، مما يستدعي اجراء مزيد من البحث للوصول إلى إطار نظري يفسر سلوك الشركات في الاختيار بين بدائل التمويل، حيث تعتبر هذه الدراسة خطوة في هذا الاتجاه من حيث تركيزها على مشروعات ليبية صغرى ومتوسطة. عليه، تحاول هذه الدراسة الإجابة عن السؤال التالي:

ما أثر محددات رأس المال على السلوك التمويلي للمشروعات الصغرى في ليبيا؟

4. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة للتعرف أثر محددات رأس المال على السلوك التمويلي للمشروعات الصغرى في ليبيا من خلال استعراض نظريات السلوك التمويلي ومدى قدرتها على تفسير السلوك التمويلي للمشروعات الصغرى في ليبيا بالأخذ في الاعتبار الخصائص الذاتية لهذه الشركات المتمثلة في حجم المشروع، حجم الأصول الثابتة، ربحية المشروع، نمو المشروع، والاخطار التشغيلية.

5. أهمية الدراسة:

تمثل المشروعات الصغيرة الجزء الأكبر من إجمالي عدد المشاريع العاملة في أي دولة، وتكمن أهميتها في أنها تلعب دوراً كبيراً في النمو والتطور الاقتصادي إضافة إلى مساهمتها في الحد من البطالة والفقر، وعلى الرغم من أهميتها الاقتصادية إلا أنها تواجه العديد من العقبات التي تعرقل نموها وتطورها، أهمها عدم القدرة على الحصول تمويل كافي، وذلك بسبب عدم الوعي بأهمية هذه المشروعات بالإضافة إلى عدم فاعلية البنوك في تقديم التمويل والدعم المناسب لها.

أجريت العديد من الأبحاث التي اختصت بدراسة الجانب التمويلي للمنشآت الليبية، إلا أن معظم هذه الدراسات شملت مؤسسات كبيرة مملوكة للدولة، مما أدى إلى وجود فجوة في الأدبيات المتعلقة بدراسة الجانب التمويلي للمشروعات الصغرى، عليه تأتي هذه الدراسة العملية في محاولة لتقليص هذه الفجوة بالاستناد إلى النتائج العلمية، وذلك من خلال تحليل البيانات المالية للمشروعات الصغيرة لمعرفة السلوك التمويلي لتلك المشروعات والتعرف على أهم العوامل المؤثرة في اختيار القرارات التمويلية.

6. فرضيات الدراسة:

الفرضية الرئيسية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للخصائص الذاتية للمشروعات المتمثلة في (حجم المشروع، الأصول الثابتة الملموسة، الربحية، الخطر التشغيلي، النمو) على هيكل رأس المال مقاساً بـ (اجمالي الديون، الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل، التمويل الخارجي، التمويل المصرفي).

7. منهجية للدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي الذي يتلاءم وطبيعة موضوع الدراسة لوصف الخليفة النظرية للظاهرة محل الدراسة، والإجابة على مشكلة الدراسة من خلال التوجه إلى الدراسة الميدانية، وجمع البيانات الخاصة بالشركات محل الدراسة، من أجل التعرف على أثر الخصائص الذاتية للمشروعات على الهيكل التمويلي في المشروعات الصغرى في ليبيا، وقد تم جمع المعلومات والبيانات المتعلقة بالدراسة كالتالي:

- تحديد الإطار النظري للدراسة، وذلك من خلال مراجعة الأدبيات السابقة

جمع البيانات اللازمة من القوائم المالية وهي قائمة الدخل والمركز المالي التي تحقق أغراض الدراسة ومن ثم تحليلها باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة، كذلك النسب المالية المستخدمة لاختبار فرضيات الدراسة والمتعارف عليها في أدبيات البحث في هذا المجال.

8. مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في المشروعات الليبية الصغرى والمدرجة بغرفة التجارة والصناعة-بنغازي، بحيث لا يتجاوز عدد عامليها 50 فرداً. كما اختيرت عينة عشوائية قوامها (44) شركة استنادا على جدول مورجان (Krejcie &Morgan, 1970)، حيث حصلت على (31) شركة عاملة في مجال التعليم والتدريب، السفر والسياحة، الاستيراد والتوزيع، المقاولات، والصناعة، تقوم بإعداد بياناتها المالية، التي أمكن الحصول منها على المعلومات المطلوبة لقياس المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة. واجهت الدراسة العديد من المشاكل أهمها عدم التزام بعض المشاريع بمسك دفاترها المالية وإعداد تقاريرها الختامية، بالإضافة إلى الظروف الاقتصادية والأمنية التي أدت إلى توقف بعض المشاريع عن مزاولة نشاطها، وفقدان بعضهم الآخر لسجلاته المالية والمحاسبية، الأمر الذي أدى إلى التأثير بشكل كبير في تحديد مجتمع الدراسة وحجم العينة المتحصل عليها.

9. نموذج الدراسة

لتحقيق اهداف الدراسة تم الاعتماد على المدخل الكمي (Quantitative Approach)، واستخدام أسلوب المعاينة العشوائية لعدد من المشروعات الصغيرة، وذلك باستخدام بيانات حصلت عليها من القوائم المالية للمشروعات الصغيرة الحجم حيث تم استخراج البيانات الأساسية اللازمة لتحليل وقياس مؤشرات المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة خلال الفترة الزمنية (2015-2017) باستخدام النموذج الرياضي الاتي:

$$D=\alpha+\beta_1 SIZE+\beta_2 TANG+\beta_3 PROF+\beta_4 RISK+\beta_4 GROW+\varepsilon_i$$

حيث أن D تمثل المتغيرات التابعة وهي الرفع المالي، التمويل طويل الأجل، التمويل قصير الأجل، التمويل المصرفي، التمويل الخارجي، أما β1، β2، β3، β4، β5 تعبر عن معاملات المتغيرات المستقلة (SIZE حجم المشروع، TANG الأصول الثابتة، PROF الربحية، RISK الخطر، GROW النمو التشغيلي). جدول (1) يوضح متغيرات الدراسة وأسس قياسها:

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: 1637-2790، الورقي: 1629-2790. رقم الإيداع القانوني: 2018/154 دار الكتب الوطنية

جدول (1): متغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة		المتغيرات التابعة	
المتغير	المقياس	المتغير	المقياس
حجم المشروع	اللوغاريثم الطبيعي لإجمالي الأصول	الرفع المالي	إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول
الأصول الثابتة	الأصول الثابتة ÷ إجمالي الأصول	الرفع طويل الأجل	الديون طويلة الأجل ÷ إجمالي الأصول
الربحية	صافي الدخل ÷ إجمالي الأصول	الرفع قصير الأجل	الديون قصيرة الأجل ÷ إجمالي الأصول
المخاطر	التغير في صافي الدخل ÷ إجمالي الأصول	التمويل الخارجي	التمويل الخارجي ÷ إجمالي الأصول
النمو	(مبيعات1 – مبيعات0) ÷ مبيعات0	التمويل المصرفي	التمويل المصرفي ÷ إجمالي الأصول

10. تحليل البيانات:

من أجل تحديد العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال في المشروعات الصغيرة في ليبيا استخدمت أساليب إحصائية تضمنت: التحليل الوصفي، اختبار طبيعة البيانات للتأكد من توزيعها توزيعا طبيعياً، اختبار الازدواج الخطي باستخدام تحليل مصفوفة الارتباط وتحليل عامل التفاوت للتأكد من عدم وجود أي مشاكل تتعلق بالعينة، وتحليل الانحدار المتعدد والانحدار البسيط لاختبار فروض الدراسة.

10-1 التحليل الوصفي للبيانات:

يوضح الجدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستقلة (حجم المشروع، الأصول الثابتة، الربحية، النمو) والمتغيرات التابعة (إجمالي الديون، ديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل). يتضح من الجدول أن الشركات الصغيرة الليبية تعاني من انخفاض معدل نموها والذي بلغ 3.033 فقط، الأمر الذي ينعكس سلباً على أدائها المالي، حيث نجد أن المشروعات ضمن عينة الدراسة تحقق خسائر بقيمة 0.045 أما نسبة أصولها الثابتة إلى إجمالي الأصول بلغت 24%. فيما يتعلق بالمتغيرات التابعة فقد بلغت نسبة اجمالي الديون 41.7% تقريبا، وتتكون نسبة كبيرة منها من الديون قصيرة الأجل.

جدول (2): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	حجم المشروع	الأصول الثابتة	الربحية	النمو	إجمالي الديون	ديون قصيرة الأجل	ديون طويلة الأجل
الوسط	5.191	0.24	-0.045	3.0335	0.417	0.416	0.0175
الوسيط	5.211	0.101	-0.015	-0.02	0.159	0.159	0.0175
الانحراف المعياري	0.719	0.310	0.356	13.714	0.573	0.573	0.000
الحد الأدنى	3.833	0	-2.645	-1	0	0	0.017
الحد الأعلى	6.959	1.051	0.712	79.103	3.247	3.247	0.018

10-2 اختبار طبيعة البيانات:

اختير طبيعة البيانات Test of normality باستخدام اختبار شابيرو-ويلكس Shapiro-Wilks لكل متغير من متغيرات الدراسة على حدة (يستخدم عندما يكون حجم البيانات أقل من 100مفردة). جدول (3) يبين أن البيانات موزعة طبيعياً، حيث إن الدلالة الإحصائية لجميع متغيرات أكبر 0.05.

جدول (3): اختبار اعتدالية البيانات

المتغيرات الدراسة	قيمة الاختبار (شابيرو-ويلكس)	العدد	الدلالة الإحصائية
حجم المشروع	.255	93	0.077
الأصول الثابتة	.255	84	0.059
الربحية	.138	93	0.081
معدل النمو	.442	51	0.052
الرفع المالي	.453	56	0.087
الرفع قصير الأجل	.326	56	0.085
الرفع طويل الأجل	.389	2	0.233

كما تحدث المشكلة الازدواج الخطي Multiclinearity عندما يكون أحد المتغيرات المستقلة عبارة عن مركب من المتغيرات الأخرى أو عندما تكون المتغيرات المستقلة مرتبطة ارتباطاً وثيقاً. في هذه الحالة تبدأ المتغيرات بإلغاء بعضها بعضاً مما يؤدي إلى انخفاض في القوة التنبؤية للمتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة، لذلك عند إجراء تحليل الانحدار المتعدد لا ينبغي وجود الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة، وعليه تم استخدام اختبار تحليل مصفوفة الارتباط للكشف عن الازدواج الخطي. حيث يشير معامل الارتباط 0.90 وما فوق إلى وجود الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة (Hair وآخرون، 2010). وبالنظر إلى جدول (4) نجد أن نتائج مصفوفة الارتباطات تشير إلى عدم وجود ازدواج خطي للمتغيرات المستقلة حيث إن أعلى نسبة ارتباط بلغت 0.459 بين النمو المشروع وحجمه.

جدول (4): مصفوفة الارتباطات للمتغيرات المستقلة

المتغيرات المستقلة	حجم المشروع	الأصول الثابتة	الربحية	النمو
حجم المشروع	1			
الأصول الثابتة	0.169	1		
الربحية	0.190	0.350	1	
النمو	0.459	0.025	0.106	1

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: 1637-2790، الورقي: 1629-2790. رقم الإيداع القانوني: 2018/154 دار الكتب الوطنية

3-10 اختبار الفرضيات:

يتناول هذا الجزء اختبار فرضيات الدراسة وذلك للتأكد من وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع. حيث أُجريت نوعين من التحليل أولا الانحدار المتعدد لاختبار الفرضية الرئيسية وثانياً تحليل الانحدار البسيط لاختبار الفرضيات الفرعية.

1-3-10 تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression:

ينص الفرض الرئيسي على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للخصائص الذاتية للمشروعات المتمثلة في كل من (حجم المشروع، الأصول الثابتة، الربحية، النمو، الخطر التشغيلي) على الهيكل التمويلي مقاسا بـ (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل)، وعند إجراء تحليل الانحدار المتعدد عند مستوى الدلالة الإحصائية (α=0.05)؛ لاختبار الفرضية الرئيسية تبين ما يلي:

يتضح من الجدول (5) لتحديد أثر الخصائص الذاتية للمشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، أن قيمة معامل ارتباط (R) مرتفعة لكل من الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون والديون قصيرة الأجل، وبالنظر إلى النتائج الخاصة بالهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون نجد أن معامل التحديد (R2) قد بلغ (0.938), هذا يعني أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير 94% من التغيرات الحاصلة في الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون, مما يعني قبول الفرضية الرئيسية أي انه "يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للخصائص الذاتية للمشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون". كما يلاحظ من الجدول أن اختبار معنوية النموذج (ANOVA) معنوي بقيمة احتمالية ((P-value= 0.000) مما يؤكد تفسير النموذج من الناحية الإحصائية.

جدول (5): الانحدار الخطي المتعدد لتحديد أثر الخصائص الذاتية على الهيكل التمويلي

المتغيرات المستقلة		إجمالي الديون		الديون قصيرة الأجل		الديون طويلة الأجل	
		إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value
حجم المشروع		31.845	.000	20.271	.000	-.302	.764
الاصول الثابتة		-7.528	.000	-7.142	.000	2.876	.006
الربحية		-1.781	.078	-2.110	.041	-.997	.324
النمو		.413	.681	.233	.817	.093	.926
معامل الارتباط		R=0.968		R=0.959		R=0.406	
معامل التحديد		R^2=0.938		R^2=0.920		R^2=0.165	
معامل التحديد المعدل		Adjusted (R^2)= 0.938		Adjusted (R^2)= 0.913		Adjusted (R^2)= 0.089	
اختبار معنوية ANOVA	F	330.554		126.412		2.174	
	P-value	.000[b]		.000[b]		.088[b]	

أما معامل التحديد (R^2) للهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل فيساوي (0.920)، وهذا يعني أن الجزء الأكبر من التغيرات الحاصلة في الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل يمكن تفسيره بالمتغيرات المستقلة والباقي البالغ نسبته 8% يمكن إرجاعه إلى عوامل أخرى غير مدرجة بالدراسة. مما يعني قبول الفرضية الرئيسية أي انه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للخصائص الذاتية للمشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل". كما يلاحظ من الجدول أن اختبار معنوية النموذج (ANOVA) معنوي بقيمة احتمالية (P-value= 0.000) مما يؤكد تفسير النموذج من الناحية الإحصائية.

وفيما يتعلق بالهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل نجد أن معامل الارتباط تساوي (0.406) أما معامل التحديد (R^2) فيساوي (0.165) مما يعني أن المتغيرات المستقلة لها تأثير ضعيف نسبياً على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل. ويمكن إرجاع ذلك إلى اعتماد المشروعات الصغرى على الديون قصيرة الأجل وندرة استخدام الديون طويلة الأجل نظراً لصعوبة الحصول عليها، حيث يشير بوفرنة (2006) إلى تفضيل الشركات الليبية الصغيرة والمتوسطة الحجم للتمويل قصير الأجل. كما يلاحظ من الجدول أن اختبار معنوية النموذج (ANOVA) غير معنوي بقيمة احتمالية (P-value= 0.088) مما يؤكد تفسير النموذج من الناحية الإحصائية، مما يعني رفض الفرضية الرئيسية أي انه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للخصائص الذاتية للمشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل".

2-3-10 مناقشة النتائج:

أوضحت نتائج التحليل الإحصائي أن هناك تأثيراً للخصائص الذاتية للمشروعات على الهيكل التمويلي, وأن من بين هذه الخصائص يعتبر كل من حجم المشروع والأصول الثابتة والربحية من أهم العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي، حيث يرتبط الحجم بعلاقة إيجابية مع الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون والديون قصيرة الأجل، بينما ترتبط الربحية بعلاقة سلبية مع الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل، أما فيما يتعلق بالأصول الثابتة فقد أوضحت النتائج أن هناك تباين في تأثيرها على الهيكل التمويلي كمتغير تابع، حيث يختلف التأثير باختلاف طريقة قياس المتغير التابع.

فيما يتعلق بالحجم نجد أن العلاقة الايجابية تعني أنه كلما زاد حجم الشركة زادت نسبة الديون فيه، وتؤيد هذه العلاقة افتراضات نظرية الموازنة التي ترى إن مؤشر الحجم يلعب دوراً معاكساً لاحتمالية إفلاس الشركة، وذلك لأن الشركات كبيرة الحجم عادة ما تتميز بتنوع مصادر الدخل وبالتالي فإن احتمالية إفلاسها وتعثرها منخفض، الأمر الذي يمكنها من الحصول على القروض بسهولة وبسعر فائدة منخفض. أما في إطار نظرية الالتقاط التدريجي التي تفترض وجود علاقة إيجابية بين كل من حجم المشروع ونسب الديون، فنجد أن النتائج الايجابية المتحصل عليها تتفق مع تلك الافتراضات، حيث إن كبر حجم المشروع يرافقه امتلاك المشروع لسجلات مالية منظمة مما يساهم في قدرته على تقديم المعلومات المطلوبة عند طلب الاقتراض، بالإضافة إلى ذلك نجد أن الشركات كبيرة الحجم عادة ما يتم مراقبتها وتحليلها من قبل المراقبين الماليين أكثر من الصغرى وهذا يزيد من قدرتها على تصدير معلومات تتمتع بمصداقية عالية، مما يخفض من

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: 2790-1637، الورقي: 2790-1629. رقم الإيداع القانوني: 2018/154 دار الكتب الوطنية

مشاكل عدم تماثل المعلومات التي تضمنتها نظرية الالتقاط التدريجي. توصلت العديد من الدراسات السابقة إلى نتيجة مشابهة منها أبو شربة، 2005؛ رمضان والعقدة، 2011؛ الزبيدي وسلامة، 2014؛ بوفرنة، 2006 Cakova, 2011; Muiru and Kamau, 2014;. على الرغم من أن العلاقة السلبية بين حجم المشروع والديون طويلة الأجل لا تحمل أي دلالة معنوية إلا أن دراسة (قريشي وساسي، 2006) توصلت أيضاً إلى وجود علاقة سلبية، وفسرت الدراسة ذلك بأن المؤسسات الكبرى هي المستفيدة من القروض طويلة الأجل مما يؤكد على أن العلاقة بين المشروعات الصغرى وشركائهم من خارج النظام المصرفي يساهم في تحديد السلوك التمويلي لتلك المشروعات، وهذا ما يتوافق مع الدراسة الحالية التي يتكون فيها إجمالي الديون من نسبة كبيرة من الديون التجارية قصيرة الأجل.

أظهرت النتائج المتحصل عليها أن هناك تباين في تأثير الأصول الثابتة على الهيكل التمويلي مقاساً بـ (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل) حيث أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين الأصول الثابتة والهيكل التمويلي مقاسا بإجمالي الديون والديون قصيرة الأجل، ووجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة والهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل. يمكن إرجاع العلاقة السلبية إلى عدة أسباب منها: إن إجمالي الديون يتكون من نسبة كبيرة من الديون قصيرة الأجل وهي عادة ديون تجارية لا تتطلب رهن أصول. بالإضافة إلى استخدام المشروعات لإيراداتها، في زيادة أصولها الثابتة يؤثر سلباً على نسبة السيولة السريعة، الأمر الذي يؤثر على قدرة المشروعات على الوفاء بديونها قصيرة الأجل في الوقت المناسب، كما أن ارتفاع نسب الأصول الثابتة يؤدي إلى ارتفاع التكاليف التشغيلية الثابتة مما يجعلها أكثر حساسية تجاه أي تغيرات في المبيعات كل هذه العوامل تؤخذ في الاعتبار من قبل المقرضين (إسماعيل، 19:2016). أما العلاقة الايجابية بين الأصول الثابتة والديون طويلة الأجل فيمكن تفسيرها إلى أن الديون طويلة الأجل غالبا ما تتحصل عليها الشركات صغيرة الحجم من المصارف وهو ما يفرض عليها تقديم ضمانات. توصلت دراسة (Cokava, 2011) ودراسة الزبيدي وسلامة (2014) إلى مثل هذه النتائج المتباينة، بالإضافة إلى دراسة بوفرنة (2006) إلا انها لا تحمل أي دلالة معنوية، بينما توصلت دراسة كل من (الزبيدي وسلامة، 2014 ,2011 Cakova, 2011; Chieyoe) إلى علاقة إيجابية.

أما فيما يتعلق بالربحية فنجد أن لها تأثير عكسي معنوي على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل أي انه كلما زادت الربحية قل اعتماد المشروعات الصغرى على الديون، وعلى الرغم من أن تأثير الربحية غير معنوي بالنسبة لكل من إجمالي الديون والديون طويلة الأجل إلا انه العلاقة العكسية المتحصل عليها تعكس افتراضات نظرية الالتقاط التدريجي التي تنص على إن التمويل الداخلي يأتي أولا. توصلت العديد من الدراسات إلى مثل هذه العلاقة العكسية منها: دراسة (ابوشربة، 2005؛ قريشي وبن ساسي،2006أ؛ رمضان والعقدة، 2011؛ الزبيدي وسلامة، 2014؛ Chieyoe, 2011؛ Adair &Adasku, 2015؛ بوفليسي، 2016) بينما توصلت دراسات اخرى إلى وجود علاقة إيجابية تدعم نظرية الموازنة منها (Muiru and Kamau, 2014; بوفرنة، 2006).

أظهرت نتائج التحليل عدم وجود أي تأثير للنمو على الهيكل التمويلي حيث أوضح الجدول (3-4) وجود علاقة إيجابية لا تحمل أي دلالة معنوية بين متغير النمو ونسب الديون، وتوصلت دراسة بوفليسي (2006) إلى نتائج متشابهة موضحة ان السبب في عدم تأثير النمو على الديون يرجع إلى تذبذب وعدم الاستقرار في المبيعات، بينما توصلت دراسات أخرى وجود علاقة الايجابية منها: (Cakova, 2011;Degryse et. al., 2012, Fortie et. al, 2013; Adair &Adasku, 2015) بينما اختلفت النتائج مع دراسة قريشي وبن ساسي (2006) التي توصلت إلى علاقة عكسية بين النمو والديون وفسرت الدراسة تلك العلاقة على أن المؤسسات الصغيرة عالية النمو غالبا ما تلجا إلى مصادر أخرى لتمويلها مثل الأموال الخاصة.

4-10 تحليل الانحدار الخطي البسيط Simple Linear Regression:

الفرضية الفرعية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير حجم المشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بـ (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل). يوضح جدول(6) أن قيمة معامل ارتباط (R) للهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون تساوي (0.939) وهي قيمة مرتفعة، وأن معامل تحديد (R2) قد بلغ (0.881)، كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية P-value لحجم المشروع (0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) ما يعني أن حجم المشروع له تأثير على الهيكل التمويلي مقاساً بأجمالي الديون عليه نقبل الفرضية بأنه: "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم المشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون".

جدول (6): الانحدار الخطي البسيط لتحديد أثر حجم المشروع على هيكل رأس المال

المتغيرات المستقلة	اجمالي الديون		الديون قصيرة الأجل		الديون طويلة الأجل	
	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value
حجم المشروع	26.007	.000	25.086	0.000	0.315	0.753
معامل الارتباط	R=0.939		R=0.939		R=0.033	
معامل التحديد	R^2=0.881		R^2=0.882		R^2=0.001	

فيما يتعلق بمتغير الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل، نجد أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.939) وهي قيمة مرتفعة، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغ (0.882). كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية P-value لحجم المشروع (0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05). ما يعني أن حجم المشروع له تأثير طردي على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل. عليه نقبل الفرضية بأنه: "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم المشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل".

اما متغير الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل، أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.033) وهي قيمة منخفضة جداً، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغت (0.001)، كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية P-value لحجم المشروع بلغت (0.753) وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، ما يعني أن حجم المشروع ليس له تأثير على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل. عليه، نرفض الفرضية الفرعية، أي انه: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم المشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل.

الفرضية الفرعية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الأصول الثابتة على الهيكل التمويلي مقاساً بـ (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل). يتضح من الجدول (7) أن قيمة معامل ارتباط (R) الهيكل التمويلي مقاساً بأجمالي الديون تساوي (0.072) وهي قيمة

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: 1637-2790، الورقي: 1629-2790. رقم الإيداع القانوني: 2018/154 دار الكتب الوطنية

منخفضة، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغت (0.005). كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية P-value للأصول الثابتة (0.515) وهي أعلى من مستوى الدلالة (0.05) ما يعني أن رفض الفرضية أي أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأصول الثابتة على الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون".

جدول (7): الانحدار الخطي البسيط لتحديد أثر الأصول الثابتة على هيكل رأس المال

المتغيرات المستقلة	اجمالي الديون		الديون قصيرة الأجل		الديون طويلة الأجل	
	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value
الاصول الثباتة	-0.655	0.515	-0.726	0.470	3.943	0.000
معامل الارتباط	R=0.072		R=0.083		R=0.397	
معامل التحديد	R^2=0.005		R^2=0.007		R^2=0.158	

أما نتائج الانحدار البسيط الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل فوجدت أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.083) وهي قيمة منخفضة جداً، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغت (0.007). كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية P-value للأصول الثابتة (0.470) وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) ما يعني أن الأصول الثابتة ليس لها تأثير على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل. وهذا يؤدي إلى رفض الفرضية الفرعية أي انه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الأصول الثابتة على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل".

وفيما يتعلق بالهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل، أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.397) وهي قيمة متوسطة، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغت (0.158)، كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية P-value للأصول الثابتة بلغت (0.000) أقل من مستوى الدلالة (0.05)، ما يعني أن الأصول الثابتة لها تأثير على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل. نستنتج من ذلك قبول الفرضية الفرعية، أي " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم المشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل".

الفرضية الفرعية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الربحية على الهيكل التمويلي مقاساً بـ (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل). يتضح من الجدول (8) لتحديد أثر الربحية على الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.060) وهي قيمة منخفضة جداً، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغت (0.004)، كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية للربحية (0.566) وهي اعلى من مستوى الدلالة (0.05)، ما يعني أن الربحية ليس لها تأثير على الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون. وهذا يعني رفض الفرضية الفرعية أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربحية على الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون.

جدول (8): الانحدار الخطي البسيط لتحديد أثر الربحية على هيكل رأس المال

المتغيرات المستقلة	اجمالي الديون		الديون قصيرة الأجل		الديون طويلة الأجل	
	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value
الربحية	0.576	0.566	0.525	0.601	0.085	0.932
معامل الارتباط	R=0.060		R=0.057		R=0.009	
معامل التحديد	R^2=0.004		R^2=0.003		R^2=0.000	

اما نتائج الانحدار البسيط للهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل فأوضحت أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.057) وهي قيمة منخفضة جداً، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغت (0.003)، كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية لربحية المشروع (0.601)، وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، ما يعني أن ربحية المشروع ليس لها تأثير معنوي على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل. نستنتج من ذلك رفض الفرضية الفرعية، أي لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للربحية على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل.

وفيما يتعلق الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل، أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.009) وهي قيمة منخفضة جداً، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغت (0.000) أما معامل التحديد المعدل Adjusted (R^2) فيساوي (0.011)، كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية لربحية المشروع (0.932)، وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، ما يعني أن ربحية المشروع ليس لها تأثير معنوي على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل. نستنتج من ذلك رفض الفرضية الفرعية، أي لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربحية على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل.

الفرضية الفرعية الرابعة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير معدل النمو على الهيكل التمويلي مقاساً بـ (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل). يتضح من الجدول (9) لتحديد أثر معدل النمو على الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.428) وهي قيمة أقل من المتوسط بقليل، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغت (0.183)، كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية لمعدل النمو (0.002) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) ما يعني أن النمو له تأثير على الهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون. وبالتالي قبول الفرضية، أي انه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنمو المشروع على إجمالي الديون".

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: 2790-1637، الورقي: 2790-1629. رقم الإيداع القانوني: 2018/154 دار الكتب الوطنية

جدول (9): الانحدار الخطي البسيط لتحديد أثر معدل النمو على هيكل رأس المال

المتغيرات المستقلة	اجمالي الديون		الديون قصيرة الأجل		الديون طويلة الأجل	
	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value	إحصائي الاختبار T	القيمة الاحتمالية P-value
نمو المشروع	3.312	0.002	3.313	0.002	-0.507	0.614
معامل الارتباط	R=0.428		R=0.428		R=0.072	
معامل التحديد	R^2=0.183		R^2=0.183		R^2=0.005	

أوضحت نتائج الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.428) وهي قيمة منخفضة، وأن معامل تحديد(R^2) بلغ (0.183)، كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية لمعدل نمو المشروع (0.002)، وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05)، مما يعني قبول الفرضية الفرعية أي انه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنمو المشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون قصيرة الأجل".

وفيما يتعلق بالهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل نجد أن قيمة معامل ارتباط (R) تساوي (0.072) وهي قيمة منخفضة جدا، وأن معامل تحديد (R^2) قد بلغت (0.005)، كما يتبين من اختبار معنوية معاملات النموذج أن القيمة الاحتمالية P-value لحجم المشروع بلغت (0.614) وهي أعلى من مستوى الدلالة (0.05)، ما يعني أن نمو المشروع ليس له تأثير على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل. نستنتج من ذلك رفض الفرضية الفرعية، أي " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنمو المشروع على الهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل".

11. خاتمة

حاولت الدراسة اختبار تأثير محددات هيكل رأس المال على السلوك التمويلي للمشروعات الصغرى في ليبيا، وتوصلت إلى نتائج أهمها وجود ارتباط بين هذه المحددات والهيكل التمويلي مقاساً بإجمالي الديون أو بالديون قصيرة الأجل. بالمقابل، لم تثبت الدراسة أي علاقة بين هذه المحددات والهيكل التمويلي مقاساً بالديون طويلة الأجل. بتفصيل أكثر، تبين أن حجم المشروع مثل المحدد الأكثر تأثيراً على الهيكل التمويلي، بينما كان حجم الأصول الثابتة مؤثراً في اعتماد المشروعات على التمويل طويل الأجل. كما وجدت الدراسة أن هناك ارتباطاً سلبيا بين الربحية والديون قصيرة الأجل، وبين النمو ونسب الديون معززة بذلك افتراضات نظرية الالتقاط التدريجي. بشكل عام، يمكن القول بان نظريات الهيكل التمويلي تساهم بشكل مقبول في تفسير السلوك التمويلي للمشروعات الصغرى في ليبيا.

12. المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

1. اسماعيل، أشرف عادل محمود (2016). محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الازهر: غزة، فلسطين.
2. البرغثي، ندي علي عوض (2010). دراسة العلاقة بين العوامل المحددة للهيكل التمويلي ونسبة الديون في الشركات العامة الليبية، دراسة تطبيقية على الشركات بمدينة بنغازي. رسالة ماجستير، أكاديمية الدراسات العليا: بنغازي، ليبيا.
3. أبو شربة، محمد توفيق حسن (2005). محددات هيكل رأس المال: حالة دراسية عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن.
4. بوفرنه، فاخر مفتاح (2006). محددات الهيكل التمويلي للشركات الليبية الصغيرة والمتوسطة الحجم. ورقة عمل: ندوة تنمية وتطوير المشروعات الصغيرة والمتوسطة، بنغازي.
5. بوفليسي، نجمة (2016)، العوامل المحددة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. مجلة البحوث والدراسات الانسانية، العدد 12, 339 – 362.
6. حمد، فرج محمد، الفخاخري، الصالحين قاطش (2015) محددات الهيكل التمويلي للبنوك التجارية، دراسة تطبيقية على البنوك التجارية البريطانية، مجلة دراسات الاقتصاد والاعمال، العدد الأول، يونيو، 37-53.
7. الزبيدي، حمزة، وسلامة، حسين (2014). اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السَّوق المالية السَّعودية (2003م-2007م). مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة, 28 (1) , 27-70.
8. الفاخري، صلاح محمد بشير (2008). محددات الهيكل التمويلي تحليلات نظرية واستنتاجات عملية (دراسة تطبيقية على الشركات العاملة في مدينة بنغازي). رسالة ماجستير، جامعة قاريونس: بنغازي، ليبيا.
9. رمضان، عماد زياد، والعقدة، صالح خليل (2011). محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردني: دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2000-2006). المجلة الأردنية في إدارة الأعمال, 7 (2) , 228-245.
10. شامية، عبد الله أحمد (2016)، المشروعات الصغيرة الخيار الأفضل للاقتصاد الليبي. منشورات المنظمة الليبية للسياسات الاستراتيجية.
11. شلاش، سليمان، البقوم، علي، والعون، سالم (2008). العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 – 2001). مجلة المنارة، 14 (1).
12. قريشي، يوسف، وبن ساسي، الياس (2006). خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. ورقة عمل: الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية.
13. قريشي، يوسف (2005). سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر
14. النعيمي، عدنان، والخرشة، ياسين (2007). أساسيات في الإدارة المالية (ط1). الأردن، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن.
15. نور الدين، على أبوبكر، عبد الرحيم، أبو عزوم الالفي، وبوخطوة، يونس أمبية (2017)، تجربة ليبيا في مجال تنمية وتطوير المشروعات الصغرى والمتوسط، مؤتمر علمي بعنوان: المشروعات الصغرى والمتوسطة: الفرص والتحديات، كلية الاقتصاد والمحاسبة، جامعة سبها، ليبيا.
16. هندي، منير إبراهيم (2007). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر (ط6). منشورات المكتب العربي الحديث.

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: 1637-2790، الورقي: 1629-2790. رقم الإيداع القانوني: 2018/154 دار الكتب الوطنية

ثانياً: المراجع الأجنبية:

1. Abbas, Masooma (2016). Determinants of Capital Structure: Empirical evidence from listed firms in Norway. unpublished Master thesis, Handelshøyskolen ved HiOA , Oslo, Norway.
2. Adair, Philippe and Adaskou, Mohamed (2015). Trade-off theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). Cogent Economics & Finance, 3: 1006477.
3. Ali, Afran (2011). Determinants of capital structure: Empirical evidence from Pakistan. unpublished Master thesis, university of Twente Enschede, the Netherlands.
4. Ang, James S. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management. Journal of Small Business Finance, l (1), 11-13.
5. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Allen, Franklin (2011). Principles of Corporate Finance (**10th** ed). Published by The McGraw-Hill /Irwin.
6. Cakova, Ugur (2011). Capital Structure Determinants of Turkish SMEs in Manufacturing Industry. Unpublished Master Thesis, Đhsan Doğramacı Bilkent University, Ankara, Turkey.
7. Cassar, Gavin, and Holmes, Scott (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. Accounting and Finance, 43, 123–147.
8. Chieyoe, Malayah Tamba (2011), Determinants of Capital Structure of SMEs in Monrovia Liberia. Unpublished Master Thesis, university of Nairobi.
9. Degryse, Hans, de Goeij, Peter, & Kappert, Peter (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. Small Bus Econ, 38, 431–447.
10. Forte, Denis, Barros, Lucas Ayres, & Nakamura, Wilson Toshiro (2013). Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises. Brazilian Administration Review, Rio de Janeiro, 10 (3)(6), 347-369.
11. Glickman, Murray (1996). Modigliani and Miller on Capital Structure: A Post Keynesian Critique. Working Paper, No. 8, University of East London.
12. Harris, Milton, & Raviv, Artur (1991). The Theory of Capital Structure. The Journal of Finance, 46 (1), 297-355.
13. Hashemi, Roshanak (2013). The Impact of Capital Structure Determinants on Small and Medium size Enterprise Leverage, An Empirical Study of Iranian SMEs. unpublished Master thesis, Södertörn University.
14. Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. The American Economic Review, 76 (2), 323-329.
15. Jensen, Michael C., & Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 3 (4), 305-360.
16. Modigliani, Franco, &Miller, Merton H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48 (3), 261-297.
17. Modigliani, Franco, &Miller, H. Merton, (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review. 53 (3), 433-443.
18. Muiru, Monicah, &Kamau, Simon M. (2014). An Assessment of Capital Structure Decisions by Small and Medium Enterprises in Kenya. Research Journal of Finance and Accounting. 5 (15).
19. Myers, Stewart C. & Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 1396.
20. Myers, Stewart C. (1984). The Capital Structure Puzzle. The Journal of Finance, 39 (3), 575-592.
21. Nawi, Hafizah Mat (2015). Determinants of Capital Structure in Small and Medium Size Enterprises in Malaysia. Unpublished Doctoral Dissertation, Brunel University, London.
22. Shahadan, Faridah & Saarani, Asmawi Noor, (2013). The Determinant of Capital Structure of SMEs in Malaysia: Evidence from Enterprise 50 (E50) SMEs. Asian Social Science, 9 (6).
23. Sarlija, NataSa, & Harc, Martina (2016). Capital Structure Determinants of Small and Medium Enterprises in Croatia. Managing Global Transitions, 14 (3), 251–266.
24. Serrasqueiro, Z., Matias, F. & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal, 28, 13-28.
25. Titman, S., &Wessels R, (1988). The determinants of capital structure choice. Journal of Finance, 43 (1), 1–19.
26. Vernimmen, Pierre, Quiry, Pascal, Dallocchio, Maurizio, Le Fur, Yann, & Salvi, Antonio (2005). Corporate Finance: The theory And Practice (**6th** ed). John Willy & sons.
27. Zurigat, Ziad (2009). Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan. Unpublished Doctoral Dissertation, Heriot-Watt University.

©2023 جامعة بنغازي. جميع الحقوق محفوظة. الرقم الدولي/ الإلكتروني: **1637-2790**، الورقي: **1629-2790**. رقم الإيداع القانوني: **2018/154** دار الكتب الوطنية