مجلة جامعة بنغازي العلمية (2019) مجلد 32(1): صفحة 173- 196
Scientific Journal of University of Benghazi (2018) vol. 32 (1):pp 173 -196
http://sjuob.uob.edu.ly

مناهج البحث في دراسات الهيكل التمويلي

فاخر مفتاح بوفرنة [1]

قسم التمويل –كلية الاقتصاد –جامعة بنغازي–بنغازي–ليبيا

الملخص

تهدف هذه الدراسة الى مناقشة المنهجية السائدة في أغلب دراسات الهيكل التمويلي، كما تسلط الضوء على أهم النواقص التي تعتري هذه المنهجية والتطورات التي حصلت عليها، وذلك للوصول الى منهجية تلائم دراسات الهيكل التمويلي وتتلافي العيوب والنواقص التي تعتري المنهجية التقليدية السائدة. ولتحقيق أهداف الدراسة، تم تبني الأسلوب المفاهيمي بغرض الوصول الى منهجية تتوافق مع دراسات الهيكل التمويلي. وتستعرض هذه الدراسة، التطور التاريخي لدراسات الهيكل التمويلي، وأوضحت كذلك كيفية اختبار بعض المفاهيم النظرية للهيكل التمويلي مثل نظرية الالتقاط التدريجي، ونظرية الإشارة، وبعض العوامل المالية والسلوكية المؤثرة في قرارات الهيكل التمويلي. لقد خلصت الدراسة إلى أن استخدام أساليب الانحدار والأساليب المسحية في آن واحد من أجل اختبار العوامل المالية وغير المالية (السلوكية)، المؤثرة على الهيكل التمويلي، سيأخذ المنهجية التقليدية السائدة خطوة الى الأمام، ويخفض من مشاكل عدم توفر البيانات المالية اللازمة لاختبار محددات الهيكل التمويلي في بعض البيئات الاقتصادية.

كلمات مفتاحية: الهيكل التمويلي – نظرية المقابلة – نظرية الالتقاط التدريجي – نظرية الإشارة – نظرية تكلفة الوكالة.

Abstract

This study aims to discuss the methodology mainly used in previous capital structure studies and shed more lights on the drawbacks of this methodology, in order to reach a methodology appropriate to studies of capital structure and avoid the shortcomings and shortages of prevailing traditional methodology. To achieve the aim of this study, the conceptual research methodology was adopted, in order to reach suitable methodology for capital structure studies. This study shows the historical developments of capital structure studies and illustrates how some conceptions of capital structure theory, such as, the pecking order theory and Signalling theory, and some financial and non- financial and behavioural factors, which affect capital structure decisions, can be tested. This study reveals that a systematic combination of regression analysis models and survey questionnaire for testing financial and non-financial and behavioural factors that affect firms' capital structure may take the methodology in the mainstream capital structure studies a step further. Furthermore, it would mitigate the problem of the unavailability of "hard" data (financial statements) needed in capital structure studies in some business contexts.

Keywords: Capital Structure- The Static trade-off Theory –The Pecking Order Theory – The Signalling theory – The Agency Cost Theory.

1- مقدمة:

منذ المقال الشهير للباحثين Modigliani and Miller (M&M) (1958)، بدأت دراسات الهيكل التمويلي تحظى باهتمام الباحثين الماليين في مختلف دول العالم. وقد سيطرت المنهجية التي تعتمد على استنباط الأساس النظري لمفاهيم الهيكل التمويلي، فظهرت بعض النظريات التي تعنى بتفسير السلوك التمويلي للشركات. ومع بداية الثمانينيات من القرن الماضي ظهر نوع أخر من الدراسات والتي تعتمد على النماذج الرياضية في تحديد العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي للشركات. وعرفت هذه الدراسات بدراسات الهيكل التمويلي. ومع بداية الألفية الجديدة، ظهرت منهجية جديدة لدراسات الهيكل التمويلي والتي تعتمد على المزج بين النماذج الرياضية وبين الأساليب المسحية من أجل تلافي عيوب المنهجية التي تعتمد فقط على الأساليب الرياضية وعدم قدرتها على إظهار تفضيلات الإدارة ورغباتها ومعتقداتها تجاه القرارات التمويلية.

تهدف هذه الدراسة الى التعرف على الطرق العلمية والمنهجية لدراسات الهيكل التمويلي، والنواقص التي تعتريها وكيفية التغلب عليها وإيجاد حلول لها، وتسليط الضوء حول الاتجاهات الحديثة لأبحاث الهيكل التمويلي، وكذلك التعرف على الطرق المتبعة لاختبار بعض المفاهيم والافتراضات النظرية للهيكل التمويلي.

تناقش الفقرة الثانية، دوافع ومبررات هذه الدراسة، بينما تم استعراض الاتجاه التقليدي والسائد لأبحاث الهيكل التمويلي في الفقرة الثالثة. ناقشت الفقرة الرابعة الاتجاهات الحديثة لدراسات الهيكل التمويلي وكانت الفقرة الخامسة خلاصة لهذه الدراسة.

2- دوافع الدراسة ومبرراتها:

يرى Buferna (2005) أن النقص الواضح في البيانات المالية والقوائم المالية للشركات وتأخر تلك الشركات في إعداد قوائمها المالية وعدم وجود سوق مالي نشط يوفر مستخدمين لهذه القوائم المالية، ويجبر الشركات على إعداد قوائمها المالية ونشرها، وخاصة في دول العالم الثالث، قد حد كثيراً من قدرات الباحثين في مجال دراسات الهيكل التمويلي والتي تستخدم الأسلوب التقليدي والمتمثل في استخدام النماذج الرياضية. كما أن النواقص الملازمة لهذا الأسلوب الرياضي التقليدي من حيث عدم قدرته على استيعاب تفضيلات وتطلعات ورغبات وأهداف المديرين تجاه القرارات التمويلية التي يتخذونها بشركاتهم، قد يجبر الباحثين على تبني منهجية جديدة تتلافى هذه النواقص والعيوب.

لقد ظهرت انتقادات شديدة للمنهجية السائدة لدراسات الهيكل التمويلي والتي تعتمد فقط على المحددات المالية دون الأخذ في الاعتبار المحددات السلوكية المتعلقة بتفضيلات المديرين حول أنواع التمويل المختلفة ودوافعهم ومعتقداتهم وأهدافهم الشخصية وأهداف شركاتهم وتأثيرها على طريقة تمويلهم لمشروعات الشركة الاستثمارية. إن أبرز الانتقادات للمنهجية التقليدية لأبحاث الهيكل التمويلي تتلخص في اقتصار المتغيرات التفسيرية أو العوامل المؤثرة على السلوك التمويلي للشركات حول تلك المتغيرات التي يمكن قياسها رقمياً أو كمياً، وإن هذا الاقتصار سبب تبسيط مبالغ فيه للبيئة التي تعمل فيها تلك الشركات.

أكدت الدراسة التي قام بها كل من Barton and Matthews (1989)، بأن هناك حاجة ملحة لمنهجية بحثية جديدة تحتوي على العوامل الكيفية التي لها تأثير على القرارات التمويلية للشركات، كما يرى Barton and Gordon (1987) أن هذه المنهجية الجديدة يجب أن تتضمن دور الإدارة وتفضيلاتها ومعتقداتها وتوقعاتها حيال القرارات التمويلية. أما Matthews et al (1994) فيقول أن تحليل قرارات الهيكل التمويلي يجب أن تتضمن كذلك علوم الإدارة الاستراتيجية والعلوم السلوكية وعلوم اتخاذ القرارات من أجل بناء نموذج مفاهيمي يساعد على فهم قرارات الهيكل التمويلي. في حين أن دراسة Norton (1990) تشير إلى صعوبة اختبار بعض مفاهيم نظرية الوكالة ونظرية الالتقاط التدريجي ونظرية الإشارة بدون استخدام أسلوب الاستبيان والمقابلات الشخصية. وقد ظهرت العديد من الدراسات التي استخدمت أسلوب الاستبيان لدراسة الهيكل التمويلي، ومن هذه الدراسات ما يلي: Graham and Harvey (2001)، Bancel and Mittoo (2002 - 2004)، Brounen et al. (2004)، Buferna (2006).

ولذلك فإن هذه الدراسة تهدف الى استعراض أهم المنهجيات المتبعة في دراسات الهيكل التمويلي وبيان نقاط القوة والضعف بها. ولتحقيق أهداف هذه الدراسة، فقد تم تبني منهجية البحث المفاهيمي Conceptual Research، وهي المنهجية المرتبطة بأفكار ونظريات تستخدم من قبل الباحثين من أجل تطوير مفاهيم جديدة أو إعادة تفسير للأفكار والنظريات القائمة Kothari (2004). وحيث أن فكرة هذا البحث تتطلب مراجعة فكرية وانتقادية لنظريات ومفاهيم الهيكل التمويلي واستعراض الأفكار التي وردت في الدراسات السابقة للهيكل التمويلي من أجل تطوير المنهجية التقليدية السائدة في دراسات الهيكل التمويلي، فإن منهجية البحث المفاهيمي قد تكون هي المنهجية المناسبة لهذا النوع من الدراسات.

3-الاتجاه التقليدي لأبحاث الهيكل التمويلي:

لقد دأب الباحثين في مجال الهيكل التمويلي على تبني منهجية تقليدية تتمحور حول جانبين مهمين وهما: تكوين الإطار النظري والفلسفي لدراسات الهيكل التمويلي، ودراسات أخرى تضمنت تحديد العوامل التي تؤثر على السلوك التمويلي للشركات.

3-1 اختبار نظريات الهيكل التمويلي:

بدأت نظرية الهيكل التمويلي الحديثة مع مقال M&M (1958)، والذي استنتجا فيه بأن لا علاقة لطريقة تمويل الشركة بقيمتها السوقية في ظل وجود مجموعة من الافتراضات: (1) أنّ الشركة تعمل في سوق المنافسة الكاملة، (2) إمكانية الاقتراض بنفس سعر الفائدة بين الأشخاص والشركات، (3) الأسواق المالية ذات كفاءة قوية، (4) يمكن تقسيم الشركات إلى شرائح متجانسة من الخطر، (5) أن الشركات لا تقوم باحتجاز الأرباح، (6) عدم وجود تكاليف معاملات، (7) عدم وجود تكاليف إفلاس، (8) عدم وجود ضرائب.

تعرض مقال M&M الى انتقادات شديدة، بسبب عدم واقعية الافتراضات التي بنيت عليها نتيجة المقال، بأن تكلفة رأس المال وقيمة الشركة لن يتأثرا بطريقة تمويلها، وأن التمويل عن طريق الديون (مصدر التمويل الأقل تكلفة) لن يجعل من قيمة الشركة المستخدمة له أعلى من الشركة التي تستخدم التمويل بالملكية (مصدر التمويل الأغلى تكلفة)، كما أنه لن يجعل متوسط تكلفة التمويل منخفضة أيضاً. دفعت هذه الانتقادات الباحثين إلى إغفال بعضاً من تلك الافتراضات، واختبار تأثير ذلك على قيمة الشركة وتكلفة رأس المال لها. وقد بدأت أولى تلك الأبحاث عن طريق M&M (1963) نفسيهما، بعد أن استثنيا افتراض عدم وجود ضرائب. أوضح M&M أن استخدام الديون سوف يرفع من قيمة الشركة بسبب انخفاض متوسط تكلفة رأس المال الناتجة عن الوفر الضريبي الناتج عن خصم مصروفات الفوائد من الدخل الخاضع للضريبة. وكنتيجة لهذا المقال فأن استخدام الشركة للديون سيرفع من قيمتها وبالتالي فأن الشركة ستكون في أعلى قيمة لها إذا استخدمت الديون بنسبة 100% في تمويل نشاطاتها، (إذا أمكنها ذلك)، في ظل وجود افتراض عدم وجود تكاليف للإفلاس.

كمحاولة منه لإغفال فرض عدم وجود تكاليف للإفلاس بمقال M&M (1958)، يقول Baxter (1967) أن استخدام المزيد من الديون من قبل الشركة سيزيد من قيمتها السوقية الى حدود نسبة معينة، ثم تتحول المنافع المرتبطة باستخدام هذه الديون (الوفر الضريبي) الى عبء على الشركة بسبب ازدياد مخاوف الدائنين من احتمالات الإفلاس (تكاليف الإفلاس). ويضيف Baxter(1967) أن هناك نسبة مثلى من الديون ينبغي للشركة عدم تجاوزها في تمويل مشاريعها المختلفة، والتي توصف بأنها النسبة التي تتساوى عندها المنافع

المرتبطة باستخدام الديون (الوفر الضريبي) مع التكاليف المرتبطة باستخدام هذه الديون (تكاليف الإفلاس). وهنا ظهرت أولى نظريات الهيكل التمويلي وهي نظرية المقابلة أو الموازنة The Static Trade-off Theory.

وفي محاولة منهم لإغفال افتراض كفاءة السوق القوي، التي وردت في مقال M&M (1958)، قام Myers and Majluf (1984) بإجراء دراسة تمحورت حول عدم قدرة الشركة على توصيل المعلومات التي بحوزتها عن مشاريعها الاستثمارية والربحية المتوقعة لها إلى المستثمرين المحتملين بطريقة جيدة تكفل التقييم المتماثل لأسعار الأوراق المالية لشركاتهم. وقد بنيت هذه النظرية على افتراض أن هناك اختلاف في المعلومات حول الشركة وقدرتها الإيرادية ومشاريعها الاستثمارية بين المستثمرين في السوق المالي (الأطراف الخارجية)، وبين إدارة الشركة (الأطراف الداخلية). إن هذا الاختلاف في المعلومات سوف ينتج عنه اختلاف في تقييم أسعار الأوراق المالية للشركة، وتظهر عندها مشكلة تسمى بمشكلة التقييم المنخفض للأوراق المالية للشركة، وهذا هو سبب ظهور نظرية عدم تماثل المعلومات The Asymmetric Information Theory.

ولتفادي مشكلة التقييم المنخفض، كما يقول Myers (1984)، فإن الشركات سوف تستخدم أولاً مصادر التمويل الأقل عرضه لهذه المشكلة وهي على التوالي: الأرباح المحتجزة ثم الديون ثم الأسهم كحل أخير للتمويل. وهذا الترتيب لمصادر التمويل هو ما أطلق عليه Myers نظرية الالتقاط التدريجي The Pecking Order Theory، وهي جزء من نظرية عدم تماثل المعلومات وهناك فرع أخر لهذه النظرية يسمى بنظرية الإشارة Signaling Theory، وقد جاء به Ross (1977)، ويشير الى أن الشركات قد تستخدم بعض قراراتها التمويلية لإرسال معلومات الى السوق المالي، حيث تم اعتبار إصدار الشركات للسندات والحصول على الديون هو بمثابة إرسال رسائل إيجابية للسوق المالي عن حالة الشركة.

نتيجة لكبر حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة وظهور الشركات المساهمة، تكونت علاقات بين الملاك (الموكل) والإدارة (الوكيل). وفي محاولة لتفسير طبيعة الصراعات التي تدور في الشركات، يقول Jensen and Meckling (1976)، أنه من الصعب على الملاك أن يراقبوا تصرفات المديرين ولذلك سوف يقوم الملاك بتحديد تصرفات هؤلاء المديرين عن طريق تكليف لجان مراجعة داخلية ومكاتب امتثال ومراجعين خارجيين، وهذا ما يعرف بتكاليف وكالة حقوق الملكية. ويضيف Jensen and Meckling بأن هناك صراع أخر يحدث بين المديرين والدائنين عندما يشعر الدائنين بأن المديرين يفضلون تحقيق أهداف

المـديرين علـى حسـاب الـدائنين، وعنـدها سـيطالب الـدائنون بمعـدلات فائـدة أعلـى علـى قروضـهم، وهذا ما يعرف بتكاليف وكالة الديون. هذه الصراعات سوف تؤثر بشكل واضح على السلوك التمويلي للشركة، وبالتالي ظهرت نظرية أخرى سميت بنظرية تكاليف الوكالة The Agency Cost Theory. وقد قام Harris and Raviv (1991) بحصر أغلب الدراسات التي أجريت حول نظريتي عدم تشابه المعلومات وتكلفة الوكالة، في حين قام .Bradley et al (1984) بسرد العديد من الدراسات المتعلقة بنظرية المقابلة. يقول Um (2001) أن هذه النظريات الثلاثة للهيكل التمويلي، هي من أطرت نظرياً للدراسات المتعلقة بمحددات الهيكل التمويلي.

3-2 اختبار محددات الهيكل التمويلي:

منذ بداية ثمانينيات القرن الماضي، بدأ نوع جديد من أبحاث الهيكل التمويلي في الظهور، وهي الأبحاث التي تتناول تأثير بعض العوامل المالية للشركات على هياكلها التمويلية عن طريق إيجاد علاقات إحصائية بين هذه العوامل ونسب استخدام الديون بهذه الشركات، وسميت هذه العوامل بمحددات الهيكل التمويلي. وقد استخدمت العلاقات الإحصائية بين محددات الهيكل التمويلي ونسب الديون في عملية تأييد أو رفض نظرية معينة من نظريات الهيكل التمويلي الثلاث المعروفة، وبالتالي اصبحت هناك دراسات تتناول فهم لنظريات الهيكل التمويلي كمياً من خلال دراسة عوامل أو محددات الهيكل التمويلي، وتراجعت، الى حد ما، الدراسات التي تعنى بالتفسيرات النظرية أو الفلسفية للهيكل التمويلي. وتنقسم دراسات محددات الهيكل التمويلي إلى قسمين أساسيين هما: دراسات محددات الهيكل التمويلي الثابت Static analysis وتعنى بمعرفة قيمة واتجاه تأثير بعض المحددات المالية على نسب الديون المستخدمة، وهى القسم الأكبر من هذه الدراسات، في حين تناولت بعض الدراسات مدى قدرة الشركات وسرعتها في تعديل نسب ديونها للوصول إلى هياكلها التمويلية المثلىDynamic analysis، مثل دراسات Qian et al (2007)، ودراسة Flannery and Rangan (2006) ودراسة Antoniou et al (2002). أما في ليبيا فقد أجريت بعض الدراسات التي تناولت المحددات المالية للهيكل التمويلي، وكانت أولى هذه الدراسات هي دراسات Buferna (2005)، Buferna (a 2005)، Buferna (b 2005)، Buferna (2006) ودراسة بوفرنة (2006) ودراسة عباس (2006) ودراسة الفاخري (2008) ودراسة البرغثي (2010) ودراسة إبريك (2013).

لقد تمحورت أغلب الدراسات المتعلقة بمحددات الهيكل التمويلي في الدول المتقدمة على العديد من المحددات الرئيسية التي تفسر السلوك التمويلي للشركات، ولكن هناك أربع محددات رئيسية تمحورت حولها أغلب الدراسات وهي: الربحية والنمو والحجم ونسبة الأصول الثابتة لدى الشركة. ولعل دراسة Rajan and Zingales (1995) ودراسة، Bevan and Danbolt (2000) ودراسة Antoniou et al, (2002) ودراسة Hall, et al (2004)، هى من أهم الدراسات التي تناولت محددات الهيكل التمويلي في الدول المتقدمة. في حين ظهرت بعض الدراسات في الدول النامية التي حاولت أن تجد تفسيراً للسلوك التمويلي للشركات في هذه الدول ومعرفة أهم المحددات لهذا السلوك التمويلي، ومن أهمها، هي دراسة Booth et al, (2001) والتي اجريت على عشر دول نامية ودراسة Chen (2004) في الصين ودراسة Pande (2001) في ماليزيا ودراسة Omet and Nobanee (2001) في الأردن ودراسة Alsakran (2001) في السعودية، ودراسة Sivalingam and kengatharan (2018) في سيريلانكا، ودراسة Purwohandoko (2017) في إندونيسيا.

قام بوفرنة (2006) بتلخيص علاقة بعض العوامل المالية بالشركات على هياكلها التمويلية ونسب الديون التي تستخدمها، في محاولة لفهم وتفسير السلوك التمويلي للشركات وفقاً لنظريات الهيكل التمويلي الثلاثة الرئيسية. ويظهر الجدول رقم (1)، هذه العلاقات بين محددات الهيكل التمويلي ونسب استخدام الديون بالشركات.

الجدول رقم (1)

محددات الهيكل التمويلي وعلاقتها المتوقعة مع الديون وفقا لنظريات الهيكل التمويلي الثلاث.

المتغير	المقياس	نظرية المقابلة أو الموازنة	نظرية اختلاف المعلومات (الالتقاط التدريجي)	نظرية الوكالة (اختلاف المصالح)
الربحية	الربح قبل الضرائب الى إجمالي الأصول	+	-	?
النمو	النسبة المئوية للتغير في قيمة الأصول	?	+	-
نسبة الأصول الثابتة	الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	+	+	+ (تكلفة ديون) - (تكلفة ملكية)
الحجم	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	+	?	+

المصدر: بوفرنة (2006).

الإشارة الموجبة "+" تشير الى أن النظرية تفترض وجود علاقة موجبة بين المتغير والديون، بينما الإشارة السالبة "-" تشير الى أن النظرية تفترض وجود علاقة سالبة بين المتغير والديون. علامة الاستفهام "؟" تعنى عدم وجود توقع واضح للعلاقة.

وفقاً للجدول رقم (1)، فأنه يمكن الاستدلال على تفسير نظريات الهيكل التمويلي من خلال المحددات أو العوامل الأربعة الشائعة الاستخدام في دراسات الهيكل التمويلي كما يلي:

أولاً: الربحية:

تقاس بنسبة الربح الى إجمالي الأصول، ويمكن تفسير علاقة الربحية باستخدام الديون حسب وجهتي النظر التاليتين: الأولى تنسجم مع نظرية الالتقاط التدريجي، التي تقول إن هناك علاقة عكسية بين ربحية الشركة ونسبة الديون المستخدمة من قبل الشركة، وبمقتضى وجهة النظر هذه فإنَّ الشركة ذات الربحية المرتفعة تستخدم ديوناً أقل بسبب ارتفاع الأرباح المحتجزة كما يقول Myers (1984). كما ذهب Titman and Wessels (1988) إلى تفسير أخر للالتقاط التدريجي لمصادر التمويل، حيث قال أن ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة ، قد تدفع الشركة لأن تختار الأرباح المحتجزة كخيار

مفضل ، ثم تأتي القروض والتي قد يشوب بعضها تكاليف الوكالة مع وجود وفورات ضريبية، أما التمويل بحقوق الملكية والتي يترتب عنها تكلفة وكالة مع عدم وجود مزايا ضريبية، فهو الخيار غير المفضل للشركة.

أما وجهة النظر الثانية والتي تنسجم مع نظرية المقابلة، فهي تنص على أن الشركة تستخدم الديون، كلما كانت مخاطر الإفلاس قليلة، وحيث أن الشركة ذات الأرباح العالية تكون مخاطر الإفلاس بها قليلة، فإنّ بإمكانها استخدام المزيد من الديون، وإنّ الدائنون سوف يفضلون التعامل معها وإعطاءها المزيد من الديون وفقا لتفسيرات Brigham (1992).

ثانياً: النمو:

يقاس نمو الشركة بالنسبة للشركات المدرجة في السوق المالي بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة، أما بالنسبة للشركات غير المدرجة في السوق المالي فلا توجد لها قيمة سوقية، وبالتالي يمكن قياس النمو عن طريق قياس النسبة المئوية للتغير في المبيعات، أو قياس النسبة المئوية للتغير في إجمالي الأصول. وفيما يتعلق بعلاقة نمو الشركة بنسب استخدام الديون، يوجد هناك وجهتي نظر: الأولى، تتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي، التي تقول بأن الشركات التي تنمو سيكون لها مشروعات جديدة كثيرة، وقد لا تكفي الأرباح المحتجزة لتمويلها، وعندها ستضطر الشركة للجوء إلى استخدام المزيد من الديون، وبالتالي هناك علاقة طردية بين نمو الشركة واستخدامها للديون. وقد دعمت دراسة Keister (2000) هذا التوجه، والتي تقول أن معدل النمو العالي في الشركة يؤثر وبشكل كبير في الهيكل التمويلي للشركة، حيث يجعلها تستنفذ مخزونها من الأرباح المحتجزة مما يدفعها إلى البحث عن مصادر تمويل أخرى كالديون، وتنشأ هنا العلاقة الطردية بين نمو الشركة وحجم استخدامها للديون.

أما وجهة النظر الثانية والتي تتفق مع نظرية الوكالة، حيث تقول، إن الشركات التي لها معدلات نمو عالية وتنفذ مشروعات كثيرة تكثر بها مشاكل الوكالة، وخاصة مشاكل الوكالة بين المديرين والدائنين، لأن الدائنون قد ينظرون بعين الريبة والشك لبعض هذه المشروعات التي ستنفذها الشركة، وبالتالي سيمتنعون عن إعطاء المزيد من الديون.

ثالثاً: نسبة الأصول الثابتة:

نسبة الأصول الثابتة تقاس بنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، حيث كل ما كانت النسبة أعلى كلما كان ذلك أفضل من ناحية الضمان الذي يبحث عنه الدائنون. هناك أيضاً وجهتي نظر لتفسير العلاقة بين نسبة الأصول الثابتة بالشركة ونسبة استخدامها للديون، تشير الأولى الى أن العلاقة الموجبة تدعم تفسير نظرية المقابلة والتي تقول أن الشركة لن تجبر على الإفلاس من قبل الدائنين مادام هؤلاء الدائنين قادرين على الحصول على الأصول التي قدمت لهم كضمانات لقروضهم، وبالتالي فإن الشركة لن تدفع الى الإفلاس طالما هناك أصول مرهونة يمكن الاستيلاء عليها من قبل الدائنين دون التأثير على استمرارية الشركة. كما تدعم هذه العلاقة الموجبة تفسير نظرية الالتقاط التدريجي، والتي بنيت في الأساس على اختلاف المعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية للشركة، وبالتالي فإن تقديم الأصول الثابتة للدائنين كضمان لقروضهم يعتبر بمثابة تقديم معلومات كافية عن الشركة ومشروعاتها الاستثمارية وقدرتها على توليد الأرباح وسيكتفي الدائنين بها.

أما نظرية الوكالة، والتي تفترض حدوث مشاكل بين المديرين والدائنين عندما يشعر الدائنين بتنفيذ الشركة لمشاريع خطرة ذات عوائد عالية نزولاً عند رغبة المساهمين دون مراعاة لمصالح الدائنين، فقد تلجأ الشركة إلى طمأنة الدائنين وضمان حقوقهم، وتخفيض حدة التوتر معهم عن طريق تقديم أصول ثابتة كضمانات لهم، وبالتالي كلما امتلكت الشركة أصولاً ثابتة كلما كانت لها قدرة على الحصول على المزيد من الديون. في حين أن العلاقة بين نسبة الأصول الثابتة والديون ستكون سالبة عندما توجد مشكلة وكالة بين المديرين والمساهمين، الذين سوف يسعون الى استهلاك كل النقدية المتوفرة في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، لمنع المديرين من استخدام النقدية الزائدة في الحصول على علاوات وبدلات سفر ومكافآت.

رابعا: حجم الشركة:

تشير الدراسات الى أن حجم الشركة يعتبر محدداً هاماً لسلوكها وهيكلها التمويلي. ويقاس حجم الشركة بعدة مقاييس أهمها، اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول أو إجمالي المبيعات، وتشير الدراسات كذلك إلى أنّ هناك علاقة موجبة بين حجم الشركة وبين نسبة استخدامها للديون. حيث ترى نظرية المقابلة إلى أنّ كبر حجم الشركة يشير إلى استبعاد احتمال إفلاسها، وفقاً للقاعدة التي تقول "أن الشركات الكبيرة لا يسمح لها بالإفلاس"،

Too big to fail، الأمر الذي يعني أن الحكومات والدول لن تسمح لشركاتها الكبرى والتي توظف عدد كبير من الموظفين بالإفلاس، حتى تتجنب هذه الحكومات مخاطر الإضرابات والقلاقل الاجتماعية والسياسية الناتجة عن إفلاس هذه الشركات، وتضطر إلى دعمها والمحافظة على بقاءها.

أما نظرية الوكالة فتقول أنّ الشركات الكبيرة تنطوي على مشاكل وكالة ملكية أكثر من الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم لكثرة عدد المساهمين وانفصال الملكية عن الإدارة بشكل واضح، وبالتالي لحل مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين سيتم تنفيذ كل المشروعات التي لها صافي قيمة حالية موجبة لاستهلاك كل النقدية الموجودة لدى المديرين والبحث عن تمويل أكثر وبالتالي سوف يزداد حجم الشركة من ناحية، وزيادة استخدامها للديون من ناحية أخرى.

4-الاتجاهات الحديثة لأبحاث الهيكل التمويلي:

إن الاتجاه السائد في معظم الأبحاث العملية لدراسات الهيكل التمويلي هو عبارة عن تقدير للمعاملات المتعلقة بالمتغيرات التفسيرية (المستقلة) في معادلة الانحدار، والتي تتضمن اختبار لعلاقات بين متغيرات مستقلة وأخرى تابعة. تتلخص المتغيرات المستقلة في تلك العوامل التي يعتقد أن لها تأثير على نسبة استخدام الديون للشركات (المتغير التابع). وقد تعرضت هذه المنهجية لانتقادات عديدة من قبل Hempel (1983) بسبب محدودية التوسع في استخدام المتغيرات المستقلة (التفسيرية)، واقتصارها فقط في تلك المتغيرات التي يمكن تقديرها كمياً. إن اقتصار المتغيرات التفسيرية أو المستقلة حول تلك التي يمكن قياسها عددياً أو كمياً، كما يرى Barton and Gordon (1987)، قد قاد أبحاث الهيكل التمويلي إلى التبسيط المبالغ فيه حول كيفية عمل الشركات، وإغفال تفضيلات المديرين للخيارات التمويلية. ولذلك، كما يقول Barton and Matthews (1989)، أن الحاجة الى نموذج جديد new paradigm، قد تكون ملحة بحيث يتضمن هذا النموذج عوامل كيفية لها تأثير على القرارات التمويلية للشركات.

يجادل Barton and Gordon (1987) بأنه إذا كان الهدف هو الحصول على فهم أفضل لسياسات الهيكل التمويلي، فإن نماذج الهيكل التمويلي يجب أن تتضمن دور لتفضيلات الإدارة ومعتقداتها وتوقعاتها حول سياسات الهيكل التمويلي للشركة. ويضيف Matthews et al. (1994) أن تحليل قرارات الهيكل التمويلي

ينبغي أن يتضمن علوم الإدارة الاستراتيجية، علوم اتخاذ القرارات، والعلوم السلوكية حتى يمكن بناء نموذج مفاهيمي يساعد على فهم قرارات الهيكل التمويلي. بالإضافة الى ذلك، يقول Norton (1990) أن هناك بعض المفاهيم والافتراضات والنظريات حول نظريات الوكالة والالتقاط التدريجي والإشارة، من الصعب اختبارها بدون استخدام التحليل المبني على الاستبيانات والمقابلات الشخصية. يجادل Graham and Harvey (2001) بأن الأبحاث المبنية على الاستبيانات والمقابلات تشابه الى حد بعيد الأبحاث المبنية على النماذج الرياضية، في أنها تستخدم عينات كبيرة من الشركات ولكن استخدام الاستبيانات والمقابلات يسمح بطرح أسئلة نوعية محددة عن كيفية إدارة الشركات. ويقول Bancel and Mittoo (2002)، أن الأبحاث المبنية على الاستبيانات والمقابلات تسمح بتجميع بيانات يكون من الصعب الحصول عليها بالوسائل الأخرى.

وفي معرض حديثه عن ميزات الأبحاث المبنية على الاستبيانات، يقول Norton (1990)، أن الاستبيان يوفر أدلة عن العوامل التي تؤثر في خيارات الهيكل التمويلي والتي تعجز النماذج الرياضية عن توفيرها. ويضيف Norton (1990)، إن تقنيات الاستبيان يمكن استخدامها في دراسات الهيكل التمويلي، من أجل اختبار بعض افتراضات نظريات الهيكل التمويلي، وتحديد المواقف التي يمكن أن يواجهها المديرين وحدود ما يمكنهم فعله عند اتخاذهم لقرارات الهيكل التمويلي.

يقول Michaelas (1998) أن استخدام الدراسات المسحية والنماذج الرياضية معاً هو أمر غير معتاد في أبحاث التمويل، إلا أن استخدامهما معاً قد يقدم منهجية بحثية جديدة في مجالات أبحاث الهيكل التمويلي، كما أن هذه المنهجية الجديدة قد تتجاوز المشاكل والصعوبات المصاحبة لكل أسلوب على حدة. ويضيف Buferna (2005) أن استخدام هذين الأسلوبين معاً هو ما يطلق عليه أحياناً طريقة التثليث Triangulation Method في منهجيات البحث العلمي، والتي تتضمن النظر إلى الأدلة البحثية من عدة زوايا أو وجهات نظر (Fielding and Fielding, 1986).

وقد حدد Denzin (1978)1 أربعة أنواع من التثليث Triangulation وهي: أولاً: تثليث البيانات وتنطوي على استخدام مصادر بيانات مختلفة، ثانياً: تثليث الباحثين وتتضمن استخدام باحثين مختلفين لدراسة الظاهرة

نفسها، ثالثاً: تثليث النظرية وتعني استخدام وجهات نظر ونظريات متعددة لتفسير مجموعة محددة من البيانات، ورابعاً: تثليث المنهجية وتتضمن استخدام طرق متعددة لدراسة مشكلة بحثية واحدة1.

إن الموائمة بين الأسلوب المبني على النماذج الرياضية والاسلوب المبني على الدراسات المسحية سوف يوفر فهم أفضل لقرارات الهيكل التمويلي التي تتخذها الشركات لتنفيذ مشاريعها الاستثمارية من ناحية، وسيساهم في تلطيف مشكلة عدم توافر البيانات المالية من ناحية أخرى.

وفي هذا الصدد، فقد قام Michaelas (1998)، باستخدام الأسلوبين معاً، حيث قام بدراسة القوائم المالية لعينة محددة من الشركات من خلال المنهجية التقليدية، ثم قام بتوجيه صحائف استبيان لتلك الشركات بشكل لا يخفي اسم تلك الشركة من أجل مقارنة النتائج المتحصل عليها من تحليل القوائم المالية للشركة مع أراء ومعتقدات وتفضيلات مديريها حول قرارات الهيكل التمويلي.

4-1 اختبار بعض نظريات الهيكل التمويلي باستخدام الأساليب المسحية2:

يقول Norton (1990) أن هناك بعض المفاهيم عن الهيكل التمويلي لا يمكن اختبارها باستخدام البيانات المستخرجة من القوائم المالية للشركات، مثل نظرية الإشارة ونظرية الوكالة. إن اختبار نظرية الالتقاط التدريجي يحتاج الى توفر قائمة للتدفقات النقدية وقائمة توزيعات الأرباح لاختبارها، كما يقول Shyam-Sunder and Myers (1999)، وهو الأمر الذي قد لا يكون متوفراً في الغالب.

أولاً: اختبار نظرية الالتقاط التدريجي:

عندما يكون هناك عدم تشابه في المعلومات بين الأطراف الداخلية للشركة وبين المشاركين في السوق المالي، فإن ذلك قد يجبر المديرين على تفضيل تمويل فرصهم الاستثمارية الجديدة عن طريق الأرباح المحتجزة أولاً، وإذا لم تكفي تستخدم الديون ولا يتم استخدام الأسهم إلا كخيار أخير غير مفضل Myers and Majluf

[1] Denzin (1978) identifies four types of triangulation. First, data triangulation: the use of different data sources; second, investigator triangulation: the use of different researchers or evaluators; third, theory triangulation: the use of multiple perspectives to interpret a single set of data; finally, methodological triangulation: the use of multiple methods to study a single problem.

[2] لمزيد من المعلومات، أنظر Buferna (2005)

(1984). إن نقطة البداية في اختبار نظرية الالتقاط التدريجي هي ضرورة وجود عدم تماثل أو تشابه في المعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية للشركة، كما يقول Chirinko and Singha (2000)، وهو الأمر الذي يصعب تحديده باستخدام القوائم المالية وفقاً Ang and Jung (1993).

وفقا لمنهجيةً Ang and Jung (1993)، فإنه يتعين تقسيم عينة الدراسة من المديرين الى مجموعتين: المجموعة الأولى تشعر أن المستثمرين يقيمون شركاتهم بأقل مما تستحق، (مجموعة عدم تشابه المعلومات العالي high asymmetric information group)، والمجموعة الثانية: تشعر بأن المستثمرين يقتربون من التقييم الصحيح لشركاتهم (مجموعة عدم تشابه المعلومات المنخفض Low asymmetric information group). يضيف Ang and Jung (1993)، أنه يمكن القول أن الشركات تتبع الالتقاط التدريجي إذا كان المديرين الذين يقعون في مجموعة عدم تشابه المعلومات العالي يتبعون الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل، بينما مجموعة عدم تشابه المعلومات المنخفض يفترض أن لا تتبع الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل كما اقترحه Myers (1984).

ثانياً: اختبار نظرية الإشارة:

يقول Ross (1977) أن المديرين يمكنهم استخدام قراراتهم التمويلية من أجل إرسال إشارات إلى السوق المالي لتخفيف عدم التشابه في المعلومات مع الأطراف الخارجية للشركة. ويضيف(1977) Ross أن المستثمرين سوف يعتبرون إعلان الشركة عن إصدار سندات أو الحصول على قروض بمثابة إشارات جيدة، حيث أن هؤلاء المستثمرين سوف يعتبرون أن الشركة لن تقوم بزيادة ديونها إلا إذا كانت قادرة على رد هذا الديون وفوائدها في المواعيد المتفق عليها، وأن هذه الشركة لديها كذلك فرص استثمارية تزيد عن قدرتها على تمويلها باستخدام أرباحها المحتجزة. وفي كلا الحالتين فإن ردة فعل المستثمرين ستكون إيجابية على زيادة الشركة لديونها. إن اختبار نظرية الإشارة لن تكون ممكنة، كما يقول Buferna (2005)، مالم يتم استخدام أسلوب الدراسات المسحية عن طريق الاستبيان أو المقابلة الشخصية وسؤال المستثمرين مباشرةً عن ردة فعلهم تجاه إصدار الشركة للسندات أو الحصول على الديون.

2-4 اختبار دوافع المديرين واتجاهاتهم ومعتقداتهم تجاه القرارات التمويلية[1]:

يعتقد Michaelas (1998) أن قرارات الهيكل التمويلي في الشركات الخاصة تتأثر بمحددات سلوكية عديدة، مثل تفضيلات المديرين ومعتقداتهم تجاه استخدام الديون. وفيما يلي أهم المحددات والعوامل السلوكية المؤثرة في القرارات التمويلية:

أولاً: ميل المديرين نحو إتخاذ المخاطرة:

يقول Weston and Brigham (1979) أن الهيكل التمويلي للشركات يعكس مقدار المخاطر التي يمكن أن تتحملها تلك الشركات، ولذلك فإن Barton and Gordon (1987) يعتقد أن ميل أو جنوح الإدارة العليا نحو المخاطرة سيؤثر على الهيكل التمويلي للشركة، وإن استخدام الديون سيؤشر إلى أن المديرين إما إنهم واثقين من قدرة شركاتهم على دفع الفوائد في مواعيدها أو أن لديهم نزوع نحو أخذ المخاطرة. ويقاس نزوع أو ميول المديرين نحو أخذ المخاطرة بمقياس يسمى بمقياس جاكسون السلوكي The Jackson Personality Inventory (JPI).

يستخدم مقياس جاكسون السلوكي، كما يقول Jackson (1976)، لقياس عدد من المتغيرات السلوكية مثل: الانعزالية والتعاون والعمل بروح الفريق والاجتماعية والثقة بالنفس والمسؤولية والنزوع الى أخذ المخاطرة. وقد أستخدم هذا المعيار لقياس نزوع المديرين الى المخاطرة وتأثير ذلك على قرارات الهيكل التمويلي من قبل Michaelas(1998) وكذلك Buferna (2005).

ثانياً: الأهداف الشخصية للمديرين وأهداف الشركة:

تختلف الشركات عن بعضها من حيث الأهداف المرجو تحقيقها. يقول Michaelas (1998) أن المديرين في الشركات الخاصة يميلون الى السيطرة على القرارات الاستراتيجية بينما المديرين في الشركات العامة لديهم أهداف تختلف عن أهداف الشركات الخاصة. ويضيف Michaelas (1998) أن أهداف الشركات العامة قد تكون توفير الوظائف أو توفير السلع والخدمات للمجتمع المحلي. كما أن Barton and Gordon

[1] لمزيد من المعلومات، أنظر Buferna (2005)

(1987) يجادلون بأن قرارات الهيكل التمويلي تعتبر قرارات استراتيجية وبالتالي فإنها تؤثر على تحقيق أهداف الشركة، وأن هدف الشركة الرئيسي قد يكون هو تعظيم ثروة الملاك، إلا أن عدد من الباحثين مثل Grabowski and Mueller (1972) وكذلك Pfeffer and Salancik (1978) يقولون بأن لدى المديرين أهداف أخرى مثل النمو وتخفيض مستوى عدم التأكد. كما يقول Jensen and Meckling (1976) أن السيطرة الإدارية على الشركة ستكون مقيدة بعقود الديون التي تبرمها الشركة مع الدائنين أكثر من عملية إصدار الأسهم.

ولذلك يرى Buferna (2005) أن المديرين في الشركات الخاصة غالباً ما يكون لديهم السيطرة الإدارية ونسبة الملكية الحاكمة، إلا أنهم دائماً ما يكونوا قلقين من احتمال فقدان السيطرة الإدارية بسبب عقود الديون الصارمة وكذلك انخفاض نسبة الملكية الحاكمة بسبب إصدار أسهم جديدة. ويضيف Buferna (2005) أن قرارات الهيكل التمويلي قد تتأثر بأهداف المديرين وأهداف الشركة نفسها.

ثالثاً: الخصائص الديموغرافية للمديرين:

يجادل Cassar (2004) بأن الخصائص الديموغرافية للمديرين مثل العمر والجنس والمستوى التعليمي، قد توفر تفسيراً جديداً لقرارات الهيكل التمويلي. أن تأثيرات العمر ومستوى الخبرة والتعليم كانت واضحة في قرارات الهيكل التمويلي، كما يقول Fredrickson (1985) وكذلك Donaldson and Lorsch (1983). ويضيف Cassar (2004) أن خبرة المديرين قد تشير إلى جودة رأس المال البشري والذي يقود إلى سهولة الوصول إلي أسواق الدين والأسهم. لقد وجد Scherr et al (1993) أن مستوى الديون بالشركة يتناسب عكسياً مع عمر المدير ومستوى الخبرة لديه، بينما Michaelas (1998) وجد أن مستوى الديون يرتبط عكسياً بعمر المدير وطردياً بالمستوى التعليمي له.

5-الخلاصة:

ناقشت هذه الدراسة المنهجية العلمية السائدة في دراسات الهيكل التمويلي وكذلك الاتجاهات الحديثة لهذه المنهجية، وتم التعرف على أهم النواقص التي تعتري المنهجية التقليدية وسبل التغلب عليها من خلال بعض المنهجيات والطرق المستحدثة ومنها اقتصار العوامل المؤثرة في قرارات الهيكل التمويلي للشركات في تلك العوامل التي يمكن قياسها كمياً او رقمياً، والتعرف على المنهجيات التي يمكنها اختبار تلك العوامل السلوكية المؤثرة في قرارات الهيكل التمويلي. كما تم التعرف على بعض المفاهيم النظرية للهيكل التمويلي والتي من الصعب دراستها واختبارها بواسطة المنهجية التقليدية مثل نظرية الالتقاط التدريجي ونظرية الإشارة، وتسليط الضوء على الطرق البديلة لدراستها.

المراجع:

اولا المراجع العربية

البرغثي، ندى (2010) " دراسة العلاقة بين العوامل المحددة للهيكل التمويلي ونسبة الديون في الشركات العامة الليبية "، رسالة ماجستير غير منشورة، أكاديمية الدراسات العليا، فرع بنغازي.

الفاخري، صلاح (2008) "محددات الهيكل التمويلي: تحليلات نظرية واستنتاجات عملية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإقتصاد، جامعة قاريونس.

بوفرنة، فاخر مفتاح (2006) محددات الهيكل التمويلي للشركات الليبية الصغيرة والمتوسطة الحجم، ندوة تنمية وتطوير المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مركز البحوث الاقتصادية بنغازي.

عباس، محمد (2006) " اختبار نظرية الإلتقاط التدريجي مقابل نظرية الموازنة في تفسير السلوك التمويلي للشركات المساهمة الليبية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإقتصاد، جامعة قاريونس.

سالمة فرج أبريك (2013) "تأثير الإصلاح الاقتصادي والمالي على السياسات والهياكل التمويلية للشركات الليبية"، رسالة ماجستير غير منشورة، أكاديمية الدراسات العليا، فرع بنغازي.

ثانيا: المراجع الاجنبية:

Al-Sakran, S., (2001), "leverage Determinants in the absence of Corporate Tax System: The Case of Non-financial Publicly traded Corporation in Saudi Arabia", Managerial Finance, Vol 27, issue 10, pp 58-86.

Ang, J., and Jung, M., (1993) "An alternative test of Myers' pecking order theory of capital structure: the case of South Korean firms", Pacific-Basin Finance Journal, Vol 1, issue 1, pp 31-46.

Antoniou, A., Guney, Y., and Paudyal, K. (2002) "Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries", Working paper, University of Durham.

Bancel, F., and Mittoo, U., (2002) "The Determinants of Capital Structure: A Survey of European Firms", Working paper.

Bancel, F., and Mittoo, U., (2004) "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choices: A Survey of European Firms", Financial Management, Vol 33, issue 4, pp 103-132.

Barton, S., and Gordon, P., (1987) "Corporate Strategy: Useful Perspective for the study of Capital Structure", Academy of Management Review, Vol 12, issue 1, pp 67-75.

Barton, S., and Matthews, C., (1989) "Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective", Journal of Small Business, Vol 3, pp 1-7.

Baxter, N., (1967) "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital", Journal of Finance, Vol 22, issues 3, pp 395-403.

Bevan, A. and Danbolt, J., (2000) "Dynamics in the determinants of capital structure in the UK", working paper, University of Glasgow.

Booth, L, Aivazian, V, Demirguc-Kunt, A, and Maksimovic, V., (2001) "Capital structures in Developing Countries", Journal of Finance, Vol LVI, issue 1, pp 87-130.

Bradley, G., Gregg, J., and Kim, H., (1984) "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", Journal of Finance, Vol 39, issue 3, pp 857-878.

Brigham, E., (1992) Fundamentals of Financial Management, 6 the edition, Philadelphia: The Dryden Press. In Philosophov, L., and Philosophov, V., (1999) "Optimization of corporate capital structure a probabilistic Bayesian approach", International Review of Financial Analysis, 8:3, pp 199-214.

Brounen, D., Jong, A., and Koedijk, K., (2004) "Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice", Financial Management, Vol 33, issue 4, pp 71-101.

Buferna, F., (2005) "Determinants of Capital Structure: Evidence from Libya", Unpublished PhD thesis, University of Liverpool, UK.

Buferna, F., Bangassa, K., and Hodgknison, L., (2005a) " Determinants of Capital Structure: Evidence from Libya", Working paper, Liverpool University, Management School, No 2005/ 08.

Buferna, F., Bangassa, K., and Hodgknison, L., (2005b) "The Theory and Practice of Capital Structure: A Survey of Libyan Companies",. Journal of Studies in Economics and Business, Vol 24, 2005.

Buferna, F., Bangassa, K., and Hodgknison, L., (2006) "The Theory and Practice of Capital Structure: A Survey of Libyan Companies", Journal of Studies in Economics and Business, Vol 24, 2005.

Cassar, G., (2004) "The financing of business start-ups", Journal of Business Venturing, Vol 19, issue 2, pp 261-283.

Chen, J., (2004) "Determinants of capital structure of Chinese-listed companies", Journal of Business Research, Vol 57, issue 12, pp 1341-1351.

Chirinko, R., and Singha, A., (2000) "Testing Static trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment", Journal of Financial Economics, Vol 58, Issue 3, pp 417-425.

Denzin, N., (1978) The Research Act: A Theoretical Introduction to Sociological Methods, McGraw-Hill, New York.

Donaldson, G., and Lorsh, J., (1983) Decision making at the top: The Shaping of Strategic Direction, Basic Books, New York.

Fielding, N., and Fielding, J., (1986) Linking data, Beverly Hills: Sage.

Flannery, M., and Rangan, K., (2006) "Partial adjustment towards target capital structure", Journal of Financial Economics, Vol 79, pp 469-506.

Fredickson, J., (1985) "Effects of Decision Motive and Organisational Performance Levels on Strategic Decision Processes" Academy of Management Journal, Vol 28, issue 4, pp 821- 843.

Grabowski, H., and Mueller, R., (1972) "Managerial and Stockholders Welfare Models of Firms Expenditures, Review of Economics and Statistics, Vol 54, Issue 1, pp 9-24.

Graham, J., and Harvey, C., (2001) "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", Journal of Financial Economics, Vol 60, issue 2 & 3, pp 187-243.

Hall, G., Hutchinson, P., and Michaelas, N., (2004) "Determinants of the Capital Structures of European SMEs", Journal of Business Finance & Accounting, Vol 31, issue 5&6, pp 711-728.

Harris, M., and Raviv, A., (1991) "The Theory of Capital Structure", Journal of Finance, Vol 46, issue 1, pp297-355.

Hempel, G., (1983) Teaching and research in finance: Perceptions, conflicts, and the future. Financial Management, Vol 12, issue 4, pp5-10.

Jackson, D., (1976) Jackson Personality Inventory, Goshen, NY: Research Psychologists Press.

Jensen, M., and Meckling, W., (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol 3, issue 4, pp 305-360.

Keister, L., (2000) "Capital Structure in Transition: Financial Strategy in China's Emerging Economy", Working paper, The Ohio State University.

Kothari, C., (2004), "Research Methodology: Methods and Techniques", New Age International, New Delhi.

Mathews, C., Vasudevan, D., Barton, S., and Apana, R., (1994) "Capital Structure Decision Making in Privately Held Firms: Beyond the Finance Paradigm", Family Business Review, Vol 7, issue 4, pp 349-367.

Michaelas, N., (1998) "Financial Policy and Capital Structure Choice in UK privately held companies", unpublished PhD thesis. Manchester Business School, Manchester University.

Modigliani, F., and Miller, M., (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, Vol 48, issue 3, pp 261-297.

Modigliani, F., and Miller, M., (1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, Vol 53, issue 3, pp 433-443.

Myers, S., (1984) "The capital structure Puzzle", Journal of Finance, Vol 39, issue 3, pp 575-592.

Myers, S., and Majluf, N., (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", Journal of Financial Economics, Vol 13, issue 2, pp 187-221.

Norton, E., (1990) "Similarities and Differences in Small and Large Corporation Beliefs about Capital Structure Policy", Small Business Economics, Vol 2, pp 229-245.

Omet, G., and Nobanee, H., (2001) "The Capital Structure of Listed Industrial Companies in Jordan", Arabic Journal of Administrative Sciences, Vol 8, Issue 2, pp 273-289.

Pandey, M., (2001) "Capital structure and the firm characteristics: evidence from an emerging market", Working paper, Indian Institute of Management Ahmedabad.

Pfeffer, J., and Salancik, G., (1978) The External Control of Organisation: A Resource Dependence Perspective, New York: Harper and Row.

Purwohandoko., (2017) "The influence of firm's size, growth, and profitability on firm value with capital structure as the mediator: A study on Agricultural firms listed in the Indonesian stock exchange", International Journal of Economics and Finance, Vol 9, issue 8, pp 103-110.

Qian, Y, Tian, and Wirjanto, T. S. (2007) . An empirical investigation into the capital – structure determinants of publicy Listed Chines Company: A dynamic analysis. University of Waterloo.

Rajan, R., and Zingales, L., (1995) 'What Do Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data', The Journal of Finance, Vol 50, pp1421-1460.

Ross, G., (1977) "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach", Bell Journal of Economics, Vol 8, Issue 1, PP 23-40.

Scherr, F., Sugrue, T., and Ward, J., (1993) "Financing the small start-up: determinants for debt use. The Journal of Small Business Finance, Vol 3, pp 17-36.

Shyman-Sunder, L., and Myers, S., (1999) "Testing static trade-off against pecking order models of capital structure", Journal of Financial Economics, Vol 51, issue 2, pp219-244.

Sivalingam, L and Kengatharan, L (2018) "Capital Structure and Financial performance: A Study on commercial Banks in Sir Lanka, Asian Economics and Financial Review, Vol 8, issue 5, pp 586- 598.

Titman, S. and Wessels, R. (1988) "The determinants of capital Structure Choice", Journal of Finance, Vol 43, issue 1, pp 1-19.

Um, T., (2001) Determination of Capital Structure and Prediction of Bankruptcy in Korea, unpublished PhD thesis. Cornell University.

Weston, F., and Brigham, E., (1979) Managerial Finance, Hold Rinehart& Winston, London.