

## The Impact of Capital Structure on Performance in SMEs: The Saudi Parallel Financial Market

Qusay Muhammad Al-Shehab<sup>1</sup>, Abdul Aziz Ahmed Al-Omran<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Independent researcher, Riyadh, Saudi Arabia

<sup>2</sup> Department of Finance, College of Business Administration, King Faisal University, Al-Ahsa, Saudi Arabia

## أثر الهيكل المالي على أداء الشركات الصغيرة والمتوسطة: دراسة على أساس السوق المالية الموازية السعودية

قصي محمد الشهاب<sup>1</sup> وعبد العزيز أحمد العمران<sup>2</sup>

<sup>1</sup> باحث مستقل، الرياض، المملكة العربية السعودية

<sup>2</sup> قسم المالية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل، الأحساء، المملكة العربية السعودية



LINK الرابط	RECEIVED الاستقبال	ACCEPTED القبول	PUBLISHED ONLINE النشر الإلكتروني	ASSIGNED TO AN ISSUE الإحالة لعدد
<a href="https://doi.org/10.37575/h/mng/240019">https://doi.org/10.37575/h/mng/240019</a>	21/02/2024	27/05/2024	27/05/2024	01/09/2024
NO. OF WORDS عدد الكلمات	NO. OF PAGES عدد الصفحات	YEAR سنة العدد	VOLUME رقم المجلد	ISSUE رقم العدد
8576	8	2024	25	2

### ABSTRACT

This study aims to analyse the effect of corporate capital structure on the financial performance of small and medium enterprises (SMEs). Despite the importance of SMEs for economic growth and technology advancements and the vital role of capital structure on financial performance, there is a scarcity of studies that investigate SMEs. This study focuses on SMEs that were listed in the Saudi Parallel Market (Nomu) for the period of 2017–2022. To the best of our knowledge, this is the first study that examines this relationship for Saudi SMEs. Our research utilises secondary data and employs descriptive statistics and Pooled OLS regression analyses. This study finds that the firm's capital structure impacts its financial performance. In particular, we find that there is a positive significant relationship between total debt and return on equity. However, when we distinguish between long-term and short-term debt, we find that positive effect is mainly attributed to long-term rather than short-term debt. This study employs several robust tests. Based on the findings of this study, the authors provide several practical recommendations for corporate boards, executives, decision-makers, and regulators whose interest is the growth and sustainable performance of SMEs.

المخلص  
هدفت هذه الدراسة لبيان أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة، فرغم الأهمية الكبيرة لهذه الشركات في النمو الاقتصادي والتطور التكنولوجي والأثر المهم لهيكل رأس المال على أداء الشركات إلا أنه هناك محدودية في الدراسات السابقة التي ركزت على دراسة أثر هذه العلاقة. ركزت هذه الدراسة على الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية (نمو) للفترة (2017 - 2022)، حيث إنه على حد علم الباحثين تعد هذه الدراسة الأولى التي درست العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة في السوق السعودي. وقد تم استخدام البيانات الثانوية واستخدام التحليل الوصفي وتحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (Pooled OLS regression) لتحليل البيانات. توصلت الدراسة لوجود تأثير إيجابي للهيكل الرأس المالي للشركة على أدائها المالي، أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية لإجمالي القروض على العائد على حقوق الملكية. وعند التفرقة بين القروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل، تبين أن الأثر الإيجابي كان بشكل أساسي من استخدام الشركات للقروض طويلة الأجل في هيكلها المالي. قامت الدراسة باستخدام عدة اختبارات إضافية للتأكد من صحة النتائج. بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها، الدراسة ناقشت وقدمت عدة توصيات وتطبيقات عملية لمجالس إدارة الشركات والإدارات التنفيذية بالإضافة لتوصيات لتخذي القرار والمشرعين المهتمين في نمو واستدامة الشركات الصغيرة والمتوسطة.

### KEYWORDS

#### الكلمات المفتاحية

corporate finance, financial performance, leverage, Nomu exchange, Saudi firms, shareholder's equity

الأداء المالي، حجم الديون، حقوق الملكية، سوق نمو، الشركات السعودية، مالية الشركات

### CITATION

#### الإحالة

Al-Shehab, Q.M. and Al-Omran, A.A. (2024). 'Athar alhaykal almalii ealaa 'ada' alsharikat alsaghirat walmutawasitati: Dirasat ealaa 'asas alsuwq almaliai almuaziat alsaeudia 'The impact of capital structure on performance in SMEs: The Saudi parallel financial market'. *Scientific Journal of King Faisal University: Humanities and Management Sciences*, 25(2), 50–7. DOI: 10.37575/h/mng/240019 [in Arabic]

الشهاب، قصي محمد والعمران، عبد العزيز أحمد. (2024). أثر الهيكل المالي على أداء الشركات الصغيرة والمتوسطة: دراسة على أساس السوق المالية الموازية السعودية. *المجلة العلمية لجامعة الملك*

فصل: العلوم الإنسانية والإدارية، 25(2)، 50–7.

الإقراض، وتردد المصارف بإقراضها نظراً لافتقارها للمعلومات الائتمانية وغيرها.

ومع تطور الفكر المؤسسي وتداخلات العولمة التي شملت بظلالها على النواحي التجارية والصناعية والاستثمارية وغيرها مما أدى إلى قيام الشركات بمد جذورها سواء على النطاق المحلي أو الإقليمي والعالمي بهدف التوسع وتعدد مجالاتها واستثماراتها التي غالباً ما تعجز مواردها الداخلية لتلبية احتياجاتها المالية مما دعت الحاجة إلى البحث عن طرق للقيام بتمويل تلك الاستثمارات بأفضل الوسائل المتاحة بأقل تكلفة، لذا يعد قرار التمويل أحد القرارات الأساسية للشركات مما يعكسه على ربحيتها وقيمتها السوقية وبالتالي على قدرتها في التعامل مع بيئتها التنافسية (Abor, 2005).

ولا يزال تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة وأدائها لغزاً في نظريات تمويل الشركات وأدبيات مالية الشركات، ولا يوجد حتى الآن إجماع لكيفية الوصل إلى هيكل رأس مال أمثل بأقل تكلفة يضمن ربحية الشركة الذي ينعكس على قيمة الشركة (Amin and Cek, 2023; Abeywarhana, 2015). أشارا (Rauh and Sufi, 2010) إلى أن فهم هيكل رأس مال الشركات يتطلب فهماً لكيفية وسبب استخدام الشركات أنواعاً ومصادر وأولويات متعددة

شهدت المملكة العربية السعودية في السنوات الأخيرة تطورات وتغييرات جذرية مما انعكس إيجاباً على الاقتصاد المحلي. وبعد برنامج تطوير القطاع المالي أحد برامج رؤية 2030 والذي يهدف إلى تطوير قطاع مالي متنوع وفعال يدعم تنمية الاقتصاد الوطني من خلال تطوير وتعميق مؤسسات القطاع المالي، وتطوير السوق المالية السعودية لتكوين سوق مالية متقدمة، ومن أهداف البرنامج من خلال المرحلة المقبلة زيادة حصة تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة لما لها من دور مهم في الاقتصاد نظراً لكفاءتها في استخدام الموارد والقدرة على توليد فرص العمل والابتكار التكنولوجي، وزيادة الصادرات، وتطوير مهارات تنظيم المشاريع وتذليل الصعوبات التي تواجهها حيث تم إنشاء الهيئة العامة للشركات الصغيرة والمتوسطة (منشآت) في عام 2016م بغرض تنظيم هذا القطاع وتنميته ورعايته وفقاً لأفضل الممارسات العالمية لرفع إنتاجيتها وزيادة مساهمتها في الناتج المحلي من 20% إلى 35% بحلول عام 2030. ومن أبرز التحديات التي تواجه الشركات الصغيرة والمتوسطة ارتفاع تكلفة تقييم الإقراض، ارتفاع أسعار

### 1. المقدمة

للمستثمر المقترض يفترض أن يكون معدل العائد على استثمار الأموال المقترضة أعلى من تكلفة هذه القروض والذي يؤدي بالتالي إلى زيادة العائد على حقوق الملكية.

بالمقابل يجب عدم تجاهل أن الزيادة في الاقتراض يؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان التي تتعرض لها الشركة، فكمالهذه القروض من مميزات مثل انخفاض تكلفتها والوفورات الضريبة إلا أنها من ناحية أخرى تصاحبها مخاطر عالية بعدم القدرة على السداد (Opler and Titman, 1994)، لذا على الشركات التي تبحث بمصادر التمويل سواء كان ذلك عن طريق حقوق الملكية أو الديون أو المزج بين الاثنين معا أن تسعى لحصولها على التمويل بأقل تكلفة وهذا يختلف من شركة لأخرى بناء على نوعية الاستثمار وحجم النشاط وظروف السوق.

قدم موديلياني وميلر (Modigliani and Miller, 1958) نظريتهما التي تعد حجر الأساس لتمويل الشركات والتي خلصت بأن الهيكل المالي وقيمة الشركة مستقلان عن بعضهما فلا يوجد تأثير للرافعة المالية على القيمة السوقية للشركة. لكن قاما العالمان في عام 1963 بدراسة مزايا الدرع الضريبي للديون، فخلصا إلى أن قيمة الشركة ترتفع مع ارتفاع الرافعة المالية (Modigliani and Miller, 1963)، فعليه فإن النظرية الحديثة لموديلياني وميلر تفترض أن الشركات التي تستخدم الديون في هيكلها المالي لتمويل أصولها الرأسمالية واستثماراتها ستمتكن من تخفيض تكلفة رأس مالها مما سينعكس بشكل إيجابي في تحسين الأداء المالي لهذه الشركات وزيادة قيمتها السوقية.

وبعد عدة أعوام من ظهور نظرية موديلياني وميلر، قام العالمان جينسن وماكلين بنشر ورقتهم البحثية الهامة والتي ركزت على تكاليف الوكالة وتأثيرها على القرارات المالية للشركات. وتعتبر نظرية الوكالة (Agency Theory) (Jensen and Mackling, 1976) من النظريات المستخدمة بشكل كبير كإطار نظري في الدراسات التي تدرس العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات، وتقترح هذه النظرية أن استخدام الديون كمصدر لتمويل الشركة من المتوقع أن يكون له أثر إيجابي على أداء الشركة، وذلك بسبب أن جهات التمويل (من بنوك ومشتري السندات التي تصدرها الشركة) ستقوم بمراقبة أداء الشركات الممولة للتأكد من قدرة الشركات على سداد الديون التي عليها مما سينعكس بشكل إيجابي على أداء هذه الشركات. بالإضافة لذلك فإن إدارة الشركات ستحرص على تحسين أداء الشركات للمساهمة في زيادة الطاقة الافتراضية، فجهات التمويل بالدين من بنوك أو مشتري السندات سيكون لديهم حافز أكبر لإقراض الشركات ذات الأداء المالي الأفضل.

ظهرت بعد ذلك عدة نظريات لشرح هيكل رأس مال الشركات كنظرية الترتيب (Packing-Order Theory) (Myers and Majluf, 1984) والتي تقترح أنه وبسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) بين إدارة الشركة والمساهمين فإن الشركات ستقوم بالاعتماد على مصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة) وبعد ذلك الديون وتقوم بإصدار أسهم جديدة لتمويل الشركة كآخر مصدر للتمويل، وبالمقابل نظرية المقايضة (Trade-off Theory) (Myers, 1984) تقترح أن الشركات ستقوم بالمقارنة بين تكاليف وفوائد مصادر التمويل ستقوم باستخدام مصدر التمويل الذي يحقق أعلى عائد للشركة. بينما كل من نظرية الترتيب ونظرية المقايضة لا تعطي افتراض واضح لتأثير هيكل رأس المال واستخدام الديون على الأداء المالي للشركة، في المقابل نظرية موديلياني وميلر ونظرية الوكالة تفترض علاقة ذات أثر إيجابية بين الديون في الهيكل المالي والأداء المالي للشركة.

## 2. الدراسات السابقة

يعد الأداء المالي للشركات مفهوماً جوهرياً وهاماً بالنسبة لمنظمات الأعمال بشكل عام، ومحور أساسي تدور حوله جهود الشركات ومن أهم أهدافها، ويعتبر المقياس الموضوعي للأداء المالي للشركة هو قدرة على تحقيق الإيرادات باستخدام أصولها، وقدرة الشركة على جني الأرباح بالأصول المستخدمة والتي يعبر عنها معدل العائد على الاستثمار الذي باستطاعة

للبديون، أيضاً عدم وجود إدارة فعالة لهيكل رأس مال الشركة من شأنه أن يؤدي لضائقة مالية (Financial Distress) وبالتالي إلى الإفلاس. يذكر (Opler and Titman, 1994) أن المستثمرين والماليين لم يتوصلوا إلى كيفية تأثير الضائقة المالية على أداء الشركة لما لها من تكاليف عالية تنعكس على الدائنين وأصحاب المصلحة مما يؤدي إلى صعوبة الحصول على الائتمان ويزيد من تكاليف الوكالة مع أصحاب المصلحة التي تستغلها الشركات المنافسة ذات الملائمة المالية العالية بتسويق منتجاتها.

وعلى الرغم من الدراسات النظرية والتجريبية حول هيكل رأس المال الشركات إلا أن أغلب هذه الدراسات ركزت على الشركات الكبيرة، إلا أنه من الممكن تطبيق التحليل النظري لهيكل رأس المال على الشركات الصغيرة مع بعض التعديلات الضرورية (Daskalakis et al, 2017)، التي غالباً ما يكون هيكل رأس مالها أكثر ترجيحاً نحو حقوق الملكية والتمويل الداخلي نتيجة الصعوبات التي تواجهها للحصول على التمويل الخارجي، لذا فهي تتصرف بشكل مختلف عن الشركات الكبيرة فيما يتعلق بالتمويل الخارجي خلال دورة حياتها ومع مستويات مختلفة من الديون وحقوق الملكية (Martinez et al, 2019)، لذلك يعد فهم قرارات الشركات حيال هيكلها المالي أمراً مهماً لفهم التأثير المالي على آفاق نمو هذه الشركات (Vanacker and Manigart, 2010).

تهدف هذه الدراسة لفهم سلوك الشركات الصغيرة والمتوسطة نحو الهيكل المالي، ومدى تأثير اختياراتها بما يخص الهيكل المالي على الأداء المالي لهذه الشركات. تركز هذه الدراسة على الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في سوق الأسهم السعودي الموازي (سوق نمو)، وتغطي فترة الدراسة بيانات الشركات منذ تأسيس سوق نمو في عام 2017م وحتى نهاية عام 2022م. باستخدام منهج التحليل الوصفي واستخدام نموذج تحليل الانحدار المتعدد (Pooled OLS regression)، توصلت الدراسة لوجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية للهيكل المالي للشركة على أدائها المالي. بشكل أدق فالنتائج تبين أن الشركة التي تستخدم الديون وبالأخص الديون طويلة الأجل تحقق عائد أكبر على حقوق الملكية.

الدراسة تقدم عدة إضافات نظرية وتجريبية للدراسات السابقة التي ركزت على هيكل رأس مال الشركات. الدراسات السابقة ركزت بشكل رئيسي على الشركات الكبيرة في دراسة الهيكل المالي وأثره على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركة، بينما هذه الدراسة تضيف للدراسات المحدودة التي ركزت على الشركات الصغيرة والمتوسطة. الدراسات السابقة كذلك وجدت نتائج غير متماثلة في تأثير الهيكل المالي على أداء الشركة المالي، فبينما هناك دراسات وجدت أن اعتماد الشركة على الديون يؤثر بشكل سلبي على الأداء المالي للشركة (Abeywardhanan, 2015)، دراسات أخرى وجدت أن التأثير إيجابي (Nhan and Cong, 2023; Iqbal et al, 2018). بالإضافة إلى الإضافة النظرية، فإن هذا الدراسة في حدود اطلاع الباحثين تعد الدراسة الأولى التي تدرس علاقة تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة في السوق السعودي.

### 1.1. الإطار النظري:

يعد هيكل رأس المال أحد القضايا الرئيسية في أدبيات تمويل الشركات وتحديد المزيج التمويلي الأمثل قراراً مهماً لما له من تأثير في تعظيم القيمة السوقية للشركة (Pervin and Newreen, 2018)، ويتمثل هذا المزيج من التمويل الداخلي كالأرباح المحتجزة لدى الشركة والتمويل الخارجي كالديون وإصدار الأسهم. ومصادر التمويل تختلف في تكلفتها على الشركة، مما يجعل قرار وعملية اختيار الهيكل المالي للشركة من القرارات المؤثرة على العائد على استثمارات الشركة وبالتالي على الأداء المالي للشركة بشكل عام. وتسعى الشركات في تحديد الهيكل المالي المناسب الذي يجعل تكلفة رأس المال في أدنى حد ممكن، والذي بدوره يسهم في تعظيم ثروة الملاك ورفع قدرة الشركة في توفير فرص استثمارية جديدة (العامري، 2018).

ولا يوجد هيكل رأس مال أمثل لأن ظروف الأسواق المالية (أسواق الدين وأسواق رأس المال) تتغير باستمرار وتختلف من بلد لآخر (Sarlijia and Harc, 2016)، لذا تسعى الشركات لتحديد مزيج التمويل الأنسب لها والتي تهدف من خلاله إلى تعظيم قيمتها (Amin and Cek, 2023)، وقد يؤدي الاقتراض إلى حد معين (التمويل الخارجي) إلى تعظيم ربحية الشركة لأن

التي ركزت على دراسة أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي والتي طبقت على المصارف المدرجة بالسوق المالي السعودي، حيث وجدت الدراسة أثر إيجابي للرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للمصارف محل الدراسة، ودراسة (الصالح والبراك، 2023) التي ركزت على المصارف الإسلامية السعودية ووجدت علاقة ذات أثر إيجابي للديون على ربحية هذه البنوك، بالإضافة إلى دراسة (Rababah, 2022) التي درست أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لشركات المواد الأساسية السعودية والتي خلصت بوجود أثر إيجابي لإجمالي الديون على العائد على حقوق الملكية ومن ضمن ما أوصت به الدراسة ضرورة استخدام الشركات السعودية للديون طويلة وقصيرة الأجل لتمويل عملياتها، وبالمقابل دراسة (Boshnak, 2023) والتي ركزت على مجموعة من الشركات السعودية الكبيرة المدرجة في سوق الأسهم السعودي (تاسي) للفترة 2016-2020 ووجدت علاقة ذات أثر سلبي للديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل على العائد على الأصول وعلى العائد على حقوق الملكية، وكذلك دراسة (Twairish, 2014) بعنوان أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات السعودية الكبيرة للفترة 2004-2013 وأظهرت النتائج وجود تأثير سلبي للديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على العائد على الأصول بينما الديون طويلة الأجل هي فقط ذات تأثير سلبي على العائد على حقوق الملكية.

انه وفي ظل ما تم مناقشته من الدراسات السابقة يتضح عدم التوافق فيما بينها بشأن العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات موضع الدراسة، فالبعض توصل إلى النتائج الإيجابية والبعض إلى السلبية، بالإضافة إلى أنه لا يوجد توافق في المقاييس فالبعض أدرج ربحية السهم ومؤشر Tobin's Q ورأس المال العامل وغيرها كمتغيرات للأداء، أيضا الائتمان المصرفي و حقوق الملكية وغيرها كمتغيرات للرافعة المالية، وعلى الرغم من وجود عدد من الدراسات على الأسواق الناشئة والأسواق العربية والشرق الأوسط بشكل عام ببيان تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي إلا أن الدراسات التي ركزت على دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة يظل محدود، وعليه ستساهم هذه الدراسة بدراسة تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركات السعودية المدرجة بسوق نمو.

### 3. حول الدراسة

يختلف تعريف ومفهوم الشركات الصغيرة والمتوسطة بناء على معايير الجهة المنظمة ذات العلاقة لكل بلد ففي المملكة العربية السعودية نجد في تصنيفها بحسب الحجم تبعاً لمطابقتها لمعيار عدد الموظفين بالادوام الكامل وحجم الإيرادات معاً وفي حالة وجود استثناءات، يؤخذ بالتصنيف الأعلى بين المعيارين.

تعتبر الشركات الصغيرة والمتوسطة عنصر هام وركيزة من ركائز الاقتصاد لما لها من دور بارز في دعم الناتج المحلي والقومي للدولة ومساهمتها في القضايا الاجتماعية والاقتصادية من خلق فرص العمل والنمو الاقتصادي (Adeoye et al., 2023) من خلال تعزيز الاستخدام الكامل والأفضل للموارد الاقتصادية والبشرية وغيرها من الموارد المتاحة وكذلك في التنمية المحلية وجذب استثمارات صغار المدخرين (مرابط وطبائية، 2019) وزيادة الصادرات وتنوع مصادر الدخل وتوسيع القاعدة الإنتاجية (منصور، 2020)، فهي شركات تمتاز بالتنوع وذات انتشار جغرافي عالي مقارنة بالشركات الكبيرة التي تتمركز بالغالب في المدن والمناطق ذات الكثافة السكانية والاقتصادية.

ومن هذا المنطلق أولتها المملكة العربية السعودية برؤيتها 2030 جزءاً هاماً، فأما على المستوى الحكومي فقد تم إنشاء الهيئة العامة للشركات الصغيرة والمتوسطة (منشآت) لتنظيم هذا القطاع وتنميته ورعايته وفقاً لأعلى المعايير العالمية، أيضاً لما لتلك الشركات من امتيازات خاصة فيما يخص المنافسات الحكومية كإعفاءها من تقديم الضمان الابتدائي، الأولوية في المنافسات المحدودة، الأولوية في الشراء المباشر والأولوية في الترسية للشركات المحلية.

وعلى صعيد سوق الأوراق المالية، يعد السوق المالي السعودي الموازي (نمو) للأوراق المالية الذي أطلق في عام 2017م مصدراً إضافياً لتمويل تلك

الشركة تحقيقه (Nini et al., 2020)، وعنصر مهم لممارسي الأعمال لما له من تأثير واسع النطاق على نمو الشركات وبقاء تنافسيتها، كما يعكس مدى فعالية وكفاءة الإدارة في استخدام موارد الشركة وبالتالي النتيجة المترتبة على تنفيذ النشاط (العامري، 2018).

ويعتبر الأداء المالي ذا أهمية كبيرة لكافة الأطراف ذات المصلحة فمن ناحية الإدارة فهو يتيح للشركة معرفة أدائها الفعلي المخطط له في استراتيجياتها وأهدافها فكلما كانت مقاييس الأداء المالي عالية انعكس إيجاباً بالثقة لدى المستثمرين بقدرته الشركة على تنمية استثماراتهم، وكذلك للدائنين بقدرته الشركة على سداد الأموال التي سيقترضونها في الوقت المحدد (Nina et al., 2020). أجريت العديد من الدراسات لإيضاح العلاقة والأثر لهيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات فمنها ما وجدت العلاقة الإيجابية بينهما (Abor, 2005, Gill et al., 2011, Nhan and Cong, 2023) ومنها ما وجدت العلاقة السلبية بينهما (Yang et al., 2016, Al-Haddad et al., 2023) ومنها ما كانت العلاقات مختلفة داخل الدراسة الواحدة (Muhammed, 2023, Salim and Yadav, 2012).

فمن الدراسات التي وجدت علاقة ذات أثر إيجابي بين هيكل رأس المال والأداء المالي دراسة (Abor, 2005) والتي ركزت على تأثير الهيكل المالي على الربحية للشركات في غانا والتي وجدت العلاقة الإيجابية لهيكل رأس المال بإجمالي الديون على الربحية التي عبر عنها بالعائد على حقوق الملكية، وأيضاً دراسة (Gill et al., 2011) التي درست تأثير هيكل رأس المال على الربحية على عينة من شركات الخدمات والصناعة الأمريكية حيث أظهرت العلاقة الإيجابية بين هيكل رأس المال والربحية وخلصت بأن الشركات ذات الربحية العالية تعتمد أكثر على الديون كخيار رئيسي للتمويل، وتوافقت نتائج هذه الدراسات مع دراسة (Nhan and Cong, 2023) التي وجدت كذلك علاقة ذات أثر إيجابي بين استخدام الديون والأداء المالي للشركات الفيتنامية.

ومن الدراسات التي وجدت علاقة ذات أثر سلبي لاستخدام الديون في الهيكل المالي على الأداء المالي للشركة دراسة (Yang et al., 2016) التي قام بالتركيز على دراسة العلاقة بين رأس المال الاستثماري والرافعة المالية وأداء الشركة، حيث أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي للرافعة المالية على الأداء المالي للشركات، وكذلك دراسة (Al-Haddad et al., 2023) التي ركزت على الشركة الأردنية العائلية ووجدت كذلك علاقة ذات أثر سلبي بين الديون والأداء المالي لهذه الشركات، بالإضافة إلى دراسة (Vaong et al., 2017) تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات بالمملكة المتحدة وكانت نتائجها بالأثر السلبي لهيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات موضع الدراسة، ودراسة (Nini et al., 2020) بتأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة وخلصت الدراسة إلى أن زيادة الديون تؤثر بشكل سلبي على الأداء المالي للشركة.

ومن الدراسات التي نتائج متباينة لتأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي دراسة (Hasan et al., 2014) والتي ركزت على تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركات البنغلاديشية وخلصت بالأثر السلبي لهيكل رأس المال على العائد على الأصول وأن الديون طويلة الأجل تؤثر بشكل سلبي على ربحية السهم، وبالمقابل وجد أن الديون قصيرة الأجل تؤثر بشكل إيجابي على ربحية السهم، ودراسة أخرى (Salim and Yadav, 2012) كذلك ركزت على الشركات الماليزية ووجدت أثر سلبي لهيكل رأس المال على أداء الشركة (العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وربحية السهم) بينما أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي للديون طويلة وقصيرة الأجل على مقياس، أيضاً دراسة (Nathan and El Hadidi, 2020) التي على ركزت على دراسة تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات غير المالية بمصر وطبقت على أكثر 50 شركة نشطة في البورصة المصرية وتوصلت نتائجها بالأثر السلبي لهيكل رأس المال على العائد على الأصول بالمقابل تؤثر الديون قصيرة الأجل بشكل إيجابي على Tobin's Q، وأخيراً دراسة (Zeitun and Tian, 2014) والتي أجريت على عينة من الشركات الأردنية حيث أوضحت نتائج هذه الدراسة الأثر السلبي لهيكل رأس المال على الأداء كذلك توصلت إلى أن الديون قصيرة الأجل ذات تأثير إيجابي على مقياس أداء السوق الذي عبر عنه بـ Tobin's Q.

وبالتركيز على الدراسات التي ركزت على دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات في السوق السعودي فإن دراسة (العامري، 2018)

#### 4.2. مجتمع الدراسة:

يمثل مجتمع الدراسة كل الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة بالسوق الموازي السعودي (نمو) سواء المتواجدة حالياً أو التي انتقلت إلى السوق الرئيسي (تاسي) وشملت الفترة (2017-2022) وعددها 22 شركة، حيث تم الاعتماد على التقارير السنوية المنشورة في موقع السوق السعودي للأوراق المالية (تداول) بالإضافة إلى موقع أرقام حيث تم تجميع البيانات بشكل يدوي. من الجدير بالذكر أن حجم مجتمع الدراسة 116 مشاهدة وليس 132 مشاهدة بسبب أن بعض الشركات تم إدراجها في سوق نمو في سنوات لاحقة لسنة تأسيس السوق (بعد عام 2017).

#### 4.3. متغيرات الدراسة:

بالاستناد للدراسات السابقة التي بحثت العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي (Zeitun and Tian, 2014; Salim and Yadav, 2012; Abor, 2005)، تم تحديد ثلاث متغيرات كمقاييس لهيكل رأس المال واعتبرها متغيرات مستقلة للدراسة لمعرفة أثرها على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة السعودية المدرجة بالسوق الموازي السعودي نمو، حيث كانت المتغيرات التالية (إجمالي الديون، الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل)، وتم استخدام العائد على حقوق الملكية كمتغير تابع كمقياس للأداء المالي للشركة لأنه يمكن أن يعكس النتائج النهائية لأنشطة الشركة التشغيلية وربحية الأموال الاستثمارية للمساهمين (Yang *et al.*, 2016)، بالإضافة أنه تم الأخذ بعين الاعتبار عدد من المتغيرات الضابطة التي استخدمت في أغلب الدراسات السابقة التي تقيس أثر الهيكل المالي على الأداء المالي (Salim and Yadav, 2012; Zeitun and Tian, 2014; Gill *et al.*, 2011).

المتغير الضابط الأول هو الحجم، حيث يعد محددًا ذا أهمية لربحية الشركة وتأثير على أدائها المالي، لما يوفره من قدرات وإمكانات وأيضاً بالتقلبات بالأرباح، كذلك تحقيق التنوع بالمنتجات وحصص أكبر في السوق بالإضافة إلى تخفيض تكاليف الإفلاس. أيضاً تم إضافة نمو الشركة كمتغير ضابط آخر، حيث من المتوقع أن الشركات التي تتمتع بفرض نمو عالية تحقق نسبة أداء عالية حيث إن الشركات النامية قادرة على جني الأرباح من استثماراتها. كذلك تم إضافة متغير الأصول الملموسة والتي تعتبر علامة إيجابية خاصة للشركات الصغيرة والمتوسطة والتي قد تستخدمها كضمانات للحصول على القروض، وأيضاً يعتبر مؤشر إيجابي للمساهمين في حالة تصفية الشركة.

#### 4.4. نموذج الدراسة:

للإجابة عن أسئلة الدراسة، سيتم الاعتماد على النموذج الانحدار المتعدد التالي:

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1 LOTD (SHTD)_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 TaAs_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + Year FE + \varepsilon_{c,t}$$

تم استخدام نموذج الانحدار السابق للإجابة عن أسئلة الدراسة، للإجابة عن السؤال الأول تم استخدام المتغير  $LOTD$  والذي يمثل الديون طويلة الأجل، وللإجابة عن السؤال الأول تم استخدام المتغير  $SHTD$  والذي يمثل الديون طويلة الأجل، وأخيراً تم استخدام المتغير إجمالي الديون ( $TD$ ) للإجابة عن السؤال الثالث. يقدم الجدول (1) تعريف مفصل لكل المتغيرات المستخدمة نموذج الانحدار،  $Year FE$  ترمز إلى إضافات السنوات كمتغير ضابط في نموذج الانحدار لضبط تأثير التغيرات الدورية على مستوى الاقتصاد والسوق.

جدول (1): متغيرات الدراسة وطرق قياسها

نوع المتغيرات	المتغير	الرمز	قياس المتغيرات
1	العائد على حقوق الملكية	ROE	صافي الربح/إجمالي حقوق الملكية
2	الفروض طويلة الأجل	LOTD	الفروض طويلة الأجل/إجمالي الأصول
3	الفروض قصيرة الأجل	SHTD	الفروض قصيرة الأجل/إجمالي الأصول
4	إجمالي الفروض	TD	إجمالي الفروض/إجمالي الأصول
5	الحجم	Size	اللوغاريتم الطبيعي للإجمالي الأصول
6	الضابطة	Growth	مبيعات السنة الحالية - مبيعات السنة الماضية / مبيعات السنة الماضية
7	الأصول الملموسة	TaAs	الأصول الثابتة/مجموع الأصول

الشركات وزيادة رأس المال وأيضاً لزيادة وتنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة للمستثمرين المؤهلين، وذلك بشروط أكثر مرونة مقارنة بالسوق الرئيسية (تداول) من حيث القيمة السوقية ونسبة الأسهم المطروحة للاكتتاب وعدد المساهمين والالتزامات، فعلى سبيل المثال في سوق نمو يجب أن تكون القيمة السوقية على الأقل 10 مليون ريال بينما في السوق الرئيسي (تاسي) 300 مليون ريال، كذلك لا بد من طرح 20% كحد أدنى أو 30 مليون كحد أدنى للقيمة السوقية للأسهم المطروحة أيها أقل للشركات بسوق نمو بينما لا بد من طرح 30% على الأقل من أسهم الشركات بالسوق الرئيسية، أيضاً عدد المساهمين لا بد أن يكون 50 مساهم للشركات بسوق نمو بينما 200 مساهم على الأقل بالسوق الرئيسية، أما من حيث الالتزامات فالإفصاح عن البيانات المالية نص سنوية للشركات بسوق نمو بينما تكون ربع سنوية للشركات المدرجة بالسوق الرئيسية. كذلك من المحفزات الهامة التي سمحت بها هيئة سوق المال للشركات الصغيرة والمتوسطة هي إمكانية الإدراج المباشر وذلك من غير عملية الاكتتاب سواء للشركات الاستثمارية أو الأفراد بعد استيفاء شروط الإدراج المباشر في السوق الموازي (نمو) 1 بإشراف هيئة سوق المال السعودية 2، بالإضافة إلى إمكانية انتقالها للسوق الرئيسية بعد استيفاء متطلبات الانتقال وأخذ موافقة الجهات التنظيمية.

إلا أنه بحسب حدود اطلاع الباحثين هناك قلة من الدراسات والأبحاث الأكاديمية التي ركزت على دراسة الشركات الصغيرة والمتوسطة ومدى ارتباطها بالنظريات المالية سواء في الأسواق العربية وحتى العالمية، حيث إن غالبية التركيز على الشركات الكبيرة، حيث إن أغلب الدراسات التي أجريت لاختبار النظريات المتعلقة بهيكل رأس المال كانت على الشركات الكبيرة على مستوى الأسواق المتقدمة والنامية بالمقابل مشاركتها على الشركات الصغيرة والمتوسطة متواضعة وفي الغالب أجريت على الدول المتقدمة. ومن هذا المنطلق تناقش دراستنا هذه المشكلة بمحاولة إيجاد العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة بسوق نمو السعودي.

لذا فإن الدراسة الحالية ذات أهمية كبيرة بمحاولة توضيح الفجوة بين النظرية والتطبيق في سوق نامي كالسعودية باستخدام أحدث البيانات وإضافة للدراسات السابقة بهذا الخصوص، بالإضافة إلى الأهمية العملية التي تكمن بندرة الدراسات التي أجريت على أسواق الأوراق المالية العربية حيث كانت على الشركات الكبيرة وعلى حد علم الباحثين لا توجد أي دراسة أجريت على السوق السعودي للأوراق المالية نمو، والتي شملت أحدث البيانات والإحصائيات، وأن النتائج تمكن من معرفة ما مدى تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي والذي سيفيد الجهات التشريعية من حيث تطوير أنظمتها وقوانينها وكذلك لإدارات تلك الشركات ومتخذي القرار بالإضافة إلى المستثمرين الراغبين بالاستثمار بتلك الشركات ومعرفة أدائها المالي وإدارتها لهيكل رأس المال وكذلك إلى المحللين الماليين.

عليه تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر تركيبة هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في سوق الأسهم السعودي (سوق نمو)، بالإجابة عن التساؤلات التالية:

1. هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الديون طويلة الأجل والأداء المالي؟
2. هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الديون قصيرة الأجل والأداء المالي؟
3. هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لإجمالي الديون على الأداء المالي؟

#### 4. تصميم الدراسة

##### 4.1. منهجية الدراسة:

سيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم على جمع البيانات لعينة البحث وتصنيفها وتحليلها وتفسيرها لاستخلاص الدلالات والوصول إلى النتائج لأثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة بسوق نمو السعودي، وقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (Pooled OLS regression) للإجابة عن تساؤلات الدراسة.

## 5. تحليل البيانات ومناقشة النتائج

### 5.1. التحليل الوصفي:

يقدم الجدول (2) ملخصاً للإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستقلة والتابعة للشركات الصغيرة والمتوسطة السعودية المدرجة بالسوق المالي السعودي (نمو) للفترة 2017-2022م، من خلال البيانات المالية التي تم جمعها من القوائم المالية للشركات، يكشف الأداء المالي للشركات المقاس بمعدل عائد على حقوق الملكية (ROE) والذي يوضح مساهمة صافي الدخل لكل ريال (العملة المحلية) مستثمر من قبل مساهمي الشركات مقياساً لكفاءة رأس المال المستثمر للمالكين عن متوسط 11.9% وبوسيط 10.9%. تشير هذه النتيجة إلى أن الشركات الصغيرة والمتوسطة السعودية بالمتوسط تحقق 12 ريال سنوياً لكل 100 ريال مستثمرة من ملاك الشركة. رغم انخفاض العائد بالمقارنة بالشركات الصغيرة والمتوسطة في الأسواق الأخرى (Amoa-Gyarteng, 2022 and Dhlwayo)، لكنها أفضل نوعاً ما لو تم مقارنتها بالشركات السعودية الكبيرة والتي أظهرت متوسطات للعائد على حقوق الملكية 11.9% و 7.12% على التوالي والتي بينتها دراستا (Twairesh, 2014; Rababah, 2022).

جدول (2): التحليل الوصفي

	N	Mean	SD	P25	Median	P75
ROE	116	0.119	0.119	0.054	0.109	0.182
TD	116	0.116	0.130	0.000	0.074	0.182
LOTD	116	0.060	0.094	0.000	0.000	0.106
SHTD	116	0.055	0.086	0.000	0.000	0.100
Size	116	19.105	0.853	18.463	19.057	19.842
TaSa	116	0.561	0.301	0.241	0.675	0.795
Growth	116	0.109	0.374	-0.070	0.023	0.195

وقد كشفت نتائج متغيرات هيكل رأس المال (TD, LOTD, SLTD) عن مدى اعتماد تلك الشركات على الديون في تمويل أصولها، حيث بلغت إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول متوسط 11.6% ووسيط 7.4%، والقروض طويلة الأجل بمتوسط 6%، والقروض قصيرة الأجل 5.5%، وهذا يدل على أن الشركات الصغيرة والمتوسطة السعودية تعتمد على الديون بشكل أقل مقارنة بالشركات الكبيرة التي بالمتوسط تمول ما نسبته 28% من أصولها عن طريق الديون (Twairesh, 2014; Rababah, 2022)، أيضاً نجد أن هناك شركات لا تستخدم الديون سواء الديون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل وان هناك شركات بالمقابل تعتمد على الديون بمقدار 10.6% للديون طويلة الأجل و10% من الديون قصيرة الأجل، وتعد هذه النسبة كذلك أقل بشكل واضح مقارنة بالدراسات الأخرى على الشركات الصغيرة والمتوسطة حيث بلغت متوسطات نسب إجمالي الديون من 50% إلى 80%، والتي كان اعتمادها بشكل كبير على القروض قصيرة الأجل حيث تراوحت متوسطاتها بين 40% - 50% مقابل القروض طويلة الأجل بمتوسطات 12% - 33% (Abeywardhana, 2015; Amo-Gyarteng and Dhlwayo, 2022).

أخيراً تجب الإشارة بأن متوسط النمو السنوي لشركات عينة الدراسة كان 10.9%، وأن الأصول الملموسة تمثل 56% من حجم إجمالي الأصول.

### 5.2. مصفوفة الارتباط:

تفيد نتائج تحليل الارتباط في إعطاء نتائج أولية للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وبالإضافة لذلك توضح مصفوفة الارتباط مدى الارتباط بين المتغيرات المستقلة والضابطة في نموذج الانحدار للتأكد من عدم وجود ارتباط عالي بينها (Multicollinearity) مما قد يؤثر على دقة نتائج تحليل الانحدار المتعدد. الجدول رقم (3) يبين العلاقة الإيجابية بين الأداء المالي (ROE) والقروض طويلة الأجل بمعامل ارتباط (0.162)، وارتباط إيجابي وسلي للمتغيرات الضابطة حيث كانت للحجم والنمو في المبيعات (-0.214) و (0.339) على التوالي. كذلك توضح العلاقة الإيجابية والقوية بين القروض طويلة الأجل وإجمالي الديون في هيكل رأس المال حيث كانت (0.721)، وهذه النتائج للشركات الصغيرة والمتوسطة السعودية موضع الدراسة تتوافق مع النتائج المعروضة في الدراسات السابقة لأسواق أخرى (Gill et al., 2011). أيضاً الجدول (3) بين معامل ارتباط موجب بين الديون طويلة الأجل والأصول الملموسة بمقدار (0.342) وبين القروض قصيرة الأجل والحجم بمقدار (-0.098)، وبين الحجم والأصول الملموسة (0.264).

جدول (3): مصفوفة الارتباط

	ROE	TD	LOTD	SHTD	Size	Growth
ROE	1					
TD	0.1523	1				
LOTD	0.1621	0.7216*	1			
SHTD	0.0439	0.6827*	0.038	1		
Size	-0.2147*	0.1542	-0.0005	0.2303*	1	
Growth	0.3392*	0.1645	0.2193*	-0.0276	0.0705	1
TaSa	-0.1585	0.1815*	0.3420*	-0.0986	0.2645*	0.0996

ورغم عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة والضابطة تم استخدام قياس معامل تضخم البيانات (Variance Inflation Factor) للتأكد من التداخل الخطي المتعدد (Multicollinearity). أظهر تحليل معامل تضخم البيانات أن جميع معاملات التضخم للمتغيرات المستقلة والضابطة أقل من 5% وهذا يشير إلى عدم وجود احتمالية التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات، وكذلك فإن متوسط معاملات التضخم للمتغيرات المستقلة والضابطة التي استخدمت في نموذج التحليل أقل من 5%.

### 5.3. نتائج تحليل الانحدار:

يظهر الجدول رقم (4) نتائج تحليل الانحدار المتعدد، وكما يبين العمود رقم (1) وجود علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية لإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول مع العائد على حقوق الملكية، حيث بلغ معامل الانحدار (0.193) بقيمة احتمالية أصغر من 5% مما يدل على أهمية العلاقة إحصائياً بين متغير إجمالي الديون والعائد على حقوق الملكية. في العمود رقم (2) تم إعادة اختبار النموذج مع استبدال متغير إجمالي الديون بمتغير القروض طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ويظهر معامل الانحدار البالغ (0.251) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون طويلة الأجل والعائد على حقوق الملكية، فالزيادة في القروض طويلة الأجل بنسبة 1% من متوسطها الحسابي تؤدي إلى ارتفاع بالعائد على حقوق الملكية بمقدار 0.25%. في المقابل توضح النتائج في العمود رقم (3) أنه لا يوجد أي تأثير ذي دلالة إحصائية للقروض قصيرة الأجل على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة السعودية، رغم أن معامل الانحدار بين القروض قصيرة الأجل والعائد على حقوق الملكية موجب ويساوي (0.154) إلا أنه أكبر من القيمة الاحتمالية 10% مما يدل على أن العلاقة بين المتغيرين لا تصل لدرجة الدلالة الإحصائية.

جدول (4): نتائج نموذج تحليل الانحدار المتعدد

	(1) ROE	(2) ROE	(3) ROE	(4) ROE
TD	0.193** [0.081]			
LOTD		0.251** [0.117]		0.237** [0.118]
SHTD			0.154 [0.124]	0.126 [0.123]
Size	-0.017 [0.012]	-0.011 [0.012]	-0.018 [0.013]	-0.015 [0.013]
TaSa	-0.081** [0.035]	-0.099** [0.037]	-0.063* [0.036]	-0.090** [0.038]
Growth	0.111*** [0.028]	0.108*** [0.028]	0.122*** [0.028]	0.110*** [0.028]
Constant	0.458* [0.232]	0.366 [0.233]	0.485** [0.242]	0.424* [0.240]
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R-squared	0.20	0.19	0.17	0.19
N	116	116	116	116

تتميز: \*\*، \*\*\* إلى أن قيمة P-value تساوي أو أكبر من 1%، 5%، 10% على التوالي.

وأظهر الجدول رقم (5) نتائج نموذج تحليل الانحدار المتعدد باستخدام العائد على الأصول كمتغير تابع بدل العائد على حقوق الملكية، وتبين أن العلاقة بين هيكل رأس المال والعائد على الأصول علاقة إيجابية لكنها ليست ذا دلالة إحصائية، وكان نمو المبيعات له علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية مع الأداء المالي، وبالمقابل حجم الأصول الملموسة له علاقة ذات تأثير سلبي مع الأداء المالي.

جدول (5): نتائج نموذج تحليل الانحدار المتعدد باستخدام العائد على الأصول كمتغير تابع

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROA
TD	0.029 [0.044]			
LOTD		0.041 [0.064]		0.039 [0.064]
SHTD			0.018 [0.067]	0.013 [0.067]
Size	0.001	0.002	0.001	0.002



حجم الديون في الهيكل المالي من المتوقع أن يكون له أثر إيجابي على أداء الشركة، حيث إنه من المتوقع أن جهات التمويل ستحرص على مراقبة أداء الشركات الممنوحة التمويل لضمان قدرة الشركات على سداد الالتزامات التي عليها لجهات التمويل، وهذه الرقابة من المتوقع أن تحفز إدارة الشركة على الحرص على تحسين الأداء المالي، كذلك اقتراض الديون من شأنها أن تشكل ضغطاً على المدراء للتركيز بشكل أكبر على الاستثمارات المربحة التي تهدف إلى توليد التدفق النقدي كافٍ لمدفوعات الفائدة وتجنب الإفلاس المحتمل (Jensen *et al.*, 1976)، وقد أوضح (Abdullah and Tursoy, 2019)، وقد أوضح (Jensen *et al.*, 1976) أن الرافعة المالية العالية لديها القدرة على تقليل تكاليف الوكالة المتعلقة بالأسهم.

وعند مقارنة نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة التي ركزت على دراسة العلاقة بين الديون في الهيكل المالي وأداء الشركة المالي، فنتائج الدراسة توافقت بوجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين القروض طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول والأداء المالي مع دراسة (Gill *et al.*, 2011; Twaiesh, 2014)، أيضاً مع دراسة (Abor, 2005; Gill *et al.*, 2011)

بالتأثير الإيجابي لإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي، كذلك مع دراسة (Vaong *et al.*, 2017)، وتوافقت نتائج الدراسة الحالية مع دراسة (Iqbal *et al.*, 2018) التي ركزت على الشركات الصغيرة والمتوسطة بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقروض قصيرة الأجل لإجمالي الأصول على العائد على حقوق الملكية.

بالمقابل فإن نتائج هذه الدراسة والتي ركزت على الشركات الصغيرة والمتوسطة السعودية اختلفت مع دراسة (Abor, 2005; Salim and Yadav, 2012; Zeitun and Tian, 2014; Hasan *et al.*, 2014; Vaong *et al.*, 2017) حيث أظهرت نتائج هذه الدراسات وجود علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول مع الأداء المالي، بالإضافة إلى دراسة (Amoa-Gyarteng, 2022) التي أجريت على الشركات الصغيرة والمتوسطة ووجدت كذلك علاقة سلبية بين الديون والأداء المالي لهذه الشركات. ويمكن تفسير الاختلاف بين النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية مع بعض الدراسات السابقة إلى اختلاف مجتمع العينة، فالدراسة الحالية ركزت على الشركات الصغيرة والمتوسطة في السوق السعودي والتي قد يكون لها خصائص مختلفة من ناحية الاقتصاد التي تعمل فيه، وأيضاً الدراسة الحالية ركزت على دراسة سنوات حديثة والتي تتوافق مع تحول اقتصادي في المملكة العربية السعودية وتوجه نحو دعم للشركات الصغيرة والمتوسطة، فهذه الشركات من المتوقع أن تكون قد استفادت من برامج التمويل المدعومة من ناحية انخفاض التكلفة وتوفر فرص التمويل لدعم نمو هذه الشركات.

الدراسة الحالية قامت باستخدام متغيرات مختلفة لقياس الأداء المالي للشركات للوصول لفهم أدق للعلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات، فعند استخدام العائد على الأصول كمقياس للأداء المالي بدلاً من العائد على حقوق الملكية أوضحت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للديون (سواء طويلة أو قصيرة الأجل) مع الأداء المالي للشركة. وقد توافقت نتائج الدراسة الحالية بعد وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لهيكل رأس المال على العائد على الأصول كمقياس للأداء المالي مع دراسة (Vaong *et al.*, 2017) (Iqbal *et al.*, 2018). بالمقابل اختلف مع بعض الدراسات السابقة التي وجدت علاقة ذات دلالة إحصائية سواء كان سلبية أو إيجابية بين هيكل رأس المال والعائد على الأصول، مثل دراسة (Zeitun and Tian, 2014; Twairish, 2014)، بالإضافة إلى دراسة (Abeywardhana, 2015; Amo-Gyarteng and Dhliwayo, 2022) التي تناولت الشركات الصغيرة والمتوسطة في أسواق مالية أخرى.

ويمكن تفسير النتائج التي توصلت إليها دراسة الحالية بوجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية لاستخدام الديون على العائد على حقوق الملكية وعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية على العائد على الأصول بأنه برغم أن كلا المقياسين يتم استخدامهم في الدراسات السابقة كمقاييس للأداء المالي فإن كل مقياس له دلالة مختلفة. فبينما العائد على حقوق الملكية يركز على العائد للأموال المستثمرة من الملاك (رأس المال المدفوع)، فإن العائد على

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROA
	[0.007]	[0.007]	[0.007]	[0.007]
TaSa	-0.046**	-0.049**	-0.044**	-0.048**
	[0.019]	[0.020]	[0.019]	[0.021]
Growth	0.050***	0.049***	0.051***	0.049***
	[0.015]	[0.015]	[0.015]	[0.015]
Constant	0.062	0.047	0.064	0.053
	[0.127]	[0.127]	[0.130]	[0.131]
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R-squared	0.10	0.10	0.10	0.09
N	116	116	116	116

ترمز: \*\*، \*\*\* إلى أن قيمة P-value تساوي أو أكبر من 10%، 5%، 1% على التوالي

في الجدول رقم (6) تم إعادة دراسة النموذج في الجدول (4) لكن مع إضافة متغيرات لحكومة الشركة والتي شملت (حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة) نظراً لأن الدراسات السابقة وجدت أن حكومة الشركة لها تأثير على الأداء المالي للشركات (خليصة وعبد الناصر، 2019). فتم إضافة متغيرات الحكومة كمستغيرات ضابطة على نموذج تحليل الانحدار. حيث يظهر الجدول (6) العلاقة السالبة ذات الدلالة الإحصائية لحجم مجلس الإدارة مع الأداء المالي، وليس مع استقلالية أعضاء مجلس الإدارة التي لم يكن لها أي تأثير ذي دلالة إحصائية على الأداء المالي، أما من حيث تأثيرها على النموذج الرئيسي فنجد توافق في النتائج حيث أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية لإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول العائد على حقوق الملكية حيث بلغ معامل الانحدار (0.251)، وكذلك قد كانت القروض طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ذات تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية على الأداء المالي للشركات المقاسة بالعائد على حقوق الملكية حيث بمعامل انحدار (0.268)، ولكن أيضاً بعد إضافة متغيرات الحكومة على النموذج تبين وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقروض قصيرة الأجل على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة السعودية.

جدول (6): نتائج نموذج تحليل الانحدار المتعدد مع إدخال عوامل الحكومة كمستغيرات ضابطة

	(1) ROE	(2) ROE	(3) ROE	(4) ROE
TD	0.251***			
	[0.086]			
LOTD		0.268**		0.273**
		[0.133]		[0.130]
SHTD			0.253*	0.258**
			[0.128]	[0.126]
Size	0.015	0.022	0.011	0.016
	[0.015]	[0.015]	[0.015]	[0.015]
TaSa	-0.077**	-0.090**	-0.047	-0.078**
	[0.035]	[0.039]	[0.036]	[0.039]
Growth	0.063**	0.067**	0.065**	0.064**
	[0.029]	[0.030]	[0.030]	[0.030]
Board Independency	-0.014	-0.016	-0.015	-0.016
	[0.012]	[0.012]	[0.012]	[0.012]
Board Size	-0.016**	-0.014*	-0.018**	-0.015*
	[0.008]	[0.008]	[0.008]	[0.008]
Constant	-0.023	-0.127	0.085	-0.031
	[0.271]	[0.284]	[0.283]	[0.282]
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R-squared	0.28	0.23	0.23	0.27
N	86	86	86	86

ترمز: \*\*، \*\*\* إلى أن قيمة P-value تساوي أو أكبر من 10%، 5%، 1% على التوالي

أيضاً تم الأخذ بالاعتبار احتمالية تأثير فايروس كورونا على نتائج دراستنا، حيث إن بعض الدراسات الحديثة (Zheng, 2023) وجدت أن لفيروس كورونا له تأثير على الأداء المالي للشركات. فتم إضافة متغير ضابط لسنوات فايروس كورونا (2020-2021)، وأيضاً في نموذج آخر كمستغير وسيط لقياس هل سوف تؤثر على نتائج دراستنا في العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للشركة، وأظهرت النتائج أنه في كلتا الحالتين ليس له تأثير على النتائج.

## 5.4. مناقشة النتائج:

توافقت النتائج التي تم الوصول إليها باستخدام نموذج تحليل الانحدار مع نظرية مودلياني وميلر والتي تفترض علاقة تأثير إيجابية بين هيكل رأس المال والأداء المالي، حيث إن الشركات تستفيد من انخفاض تكلفة التمويل بالدين بالمقارنة بالتمويل عن طريق حقوق الملكية لتحسين العائد على أموال المساهمين، فالشركات التي تستخدم الديون في هيكلها المالي لتمويل استثماراتها وزيادة حجم أصولها من المتوقع أن يحسن ذلك من أدائها المالي، خصوصاً لما للوفورات الضريبية للديون من أثر إيجابي على ربحية الشركة. بالإضافة لذلك فإن نتائج الدراسة توافقت مع نظرية الوكالة في أن زيادة

لمساعدتهم بجودة اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والأخذ بالاعتبار الهيكل المالي للشركة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فالشركات التي لديها نسب منخفضة من الديون لإجمالي الأصول سيكون لديها قدرة اقتراضية يمكن استغلالها لتعظيم العائد على حقوق الملكية، والشركات التي تعتمد على الديون في هيكلها المالي فكمما يجب الاهتمام بجودة القرارات الاستثمارية لهذه الشركات في توظيف هذه الأموال لتنعكس بشكل إيجابي في تعظيم ثروة الملاك، كذلك يجدر الإشارة إلى أن جزءاً من عينة الدراسة انتقلت من سوق نمو إلى السوق الرئيسي (تاسي) خلال سنوات عينة الدراسة.

وكما هو الحال لمثل هذه الدراسات التي أجريت على الشركات الصغيرة والمتوسطة فنقص المعلومات كان أحد التحديات لدراستنا نظراً لأن الأنظمة والتشريعات غير ملزمة لتلك الشركات بوضع القوائم المالية لفترات طويلة، أيضاً تعتبر الشركات موضوع الدراسة حديثة التحول لشركات مساهمة وهي كذلك حديثة الإدراج في سوق نمو والذي بدوره حديث التأسيس في عام 2017. بينما هذه الدراسة وجدت علاقة ذات تأثير إيجابي لاستخدام الديون طويلة الأجل على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها كذلك وجدت أن حجم الديون لهذه الشركات أقل من نظيرتها في الأسواق الأخرى، فمن المهم أن الأبحاث المستقبلية تركز على فهم الأسباب والتحديات التي تواجه الشركات الصغيرة والمتوسطة في استخدام الديون في هيكلها المالي لتحسين أدائها المالي. بالإضافة لذلك فإن الدراسة توصلت إلى أن الهيكل المالي المقاس بحجم الديون إلى إجمالي الأصول له تأثير إيجابي على العائد على حقوق الملكية وليس العائد على الأصول، فبينما قامت الدراسة بتقديم تفسير لذلك، فإن الدراسات المستقبلية من الممكن أن تستخدم هذه المقاييس بالإضافة لمقاييس أخرى للأداء المالي ومقاييس لقيمة الشركة لتقديم تحليل أكثر عمقاً حول التباين في تأثير الهيكل المالي على المقاييس المختلفة أداء الشركة المالي.

## نبذة عن المؤلفين

قصي محمد الشهاب

باحث مستقل، الرياض، المملكة العربية السعودية، 00966543700600.  
Qusai.m.alshahab@gmail.com

الشهاب، سعودي، حاصل على درجة الماجستير في الإدارة المالية من جامعة الملك فيصل. حصل على درجة البكالوريوس في إدارة الأعمال تخصص الإدارة المالية من جامعة الملك فيصل، يعمل في وزارة العدل في المملكة العربية السعودية. لديه خبرة عملية لا تقل عن ١٠ سنوات في مجالات المالية الحكومية، وعمليات اتخاذ القرارات المالية. تتضمن اهتماماته البحثية كلاً من الهيكل المالي للشركات، ومالية الشركات؛ بما فيها حجم الديون وسياسات إدارة النقدية، بالإضافة إلى حوكمة الشركات والقطاع العام، والأسواق المالية والاستثمار.

رقم أوركيد (ORCID: 0009-0009-8491-1656)

عبد العزيز العمران

قسم المالية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل، الأحساء، المملكة العربية السعودية، aalomran@kfu.edu.sa، 00966546955505

العمران، أستاذ مساعد، سعودي، حاصل على درجة الدكتوراه في المالية وحوكمة الشركات من جامعة إيست انجليا (University of East Anglia) بالمملكة المتحدة. أستاذ مساعد متخصص في مالية وحوكمة الشركات في كلية إدارة الأعمال بجامعة الملك فيصل. يركز بحثه على عمليات صنع القرارات المالية في الشركات مع اهتمام خاص بسياسات إدارة النقدية وهيكل الملكية وحوكمة الشركات والممارسات البيئية والاجتماعية للشركات. نشر عدة أوراق بحثية في مجلات دولية منها: (International Review of Financial Analysis)، (Financial Analysis)، (International Journal of Managerial Finance)، (Vision: The Journal of Business Perspective).

رقم أوركيد (ORCID: 0000-0002-3329-5090)

الأصول يركز على قياس العائد على إجمالي الأصول المملوكة للشركة بغض النظر عن طريق تمويل هذه الأصول، فالأصول قد تكون ممولة من المساهمين أو من الدائنين. لذلك يمكن تفسير النتيجة بأن الشركات السعودية بينما تقوم بتعظيم العائد على رأس مال الشركة باستخدامها للديون حيث إنها تقوم باستخدام الديون لشراء أصول وتمويل استثمارات جديدة والتي بدورها ترفع صافي الرفع مقابل رأس المال المستثمر من الملاك، فإنه النتائج لا تدعم أن الشركات بزيادة حجم أصولها أنها تحقق عوائد مجدية من استثماراتها وأصولها الجديدة، حيث إن حجم الأصول قد يكون ارتفاع بمقدار أعلى من الارتفاع في صافي الربح المحقق.

## 6. الخاتمة

تركز هذه الدراسة على ماهية تأثير الهيكل المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، حيث تقدم هذه الدراسة مساهمة عملية من خلال دراسة علاقة الهيكل المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة المطروحة في سوق الأسهم السعودي (سوق نمو) على أدائها المالي للفترة (2017-2022)، فهذه تعد أول دراسة على حد علم الباحثين التي تدرس هذه العلاقة للشركات الصغيرة والمتوسطة في السوق السعودي، ومن الدراسات القليلة التي درست تأثير الهيكل المالي على العائد على حقوق الملكية للشركات الصغيرة والمتوسطة في الأسواق الناشئة، فنتائج هذه الدراسة من شأنها أن تقدم إضافة عملية لمجالس الإدارة والإدارات التنفيذية والمشرعين ومتخذي القرار في فيما يتعلق بأثر الديون في هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات، كذلك نتائج الدراسة تضيف للدراسات السابقة في توضيح أن نظريات هيكل رأس المال والتي ركزت على تفسير هيكل رأس المال على أداء الشركات تنطبق على الشركات الصغيرة والمتوسطة.

توصلت الدراسة لوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية ما بين الهيكل المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة وأدائها المالي، لكن عند التفقة بين الديون طويلة الأجل والقصيرة الأجل، تبين أن التأثير الإيجابي كان من تأثير الديون طويلة الأجل، وأن الديون قصيرة الأجل لم يكن لها مساهمة في تحسين العائد على حقوق الملكية. قامت الدراسة كذلك بعدة تحليلات إضافية لتأكد من موثوقية النتائج التي تم التوصل لها من خلال النموذج الأساسي، فتم إضافة السنوات كمتغير ضابط بالإضافة لإدراج متغيرات حوكمة الشركات أيضاً تأثير فيروس كورونا، وأظهرت هذه التحليلات نتائج متوافقة مع النتائج التي تم الوصول لها بالنموذج الرئيسي للدراسة. من الجدير بالذكر هو أنه عند استخدام العائد على الأصول كمتغير تابع ومقاييس للأداء المالي بدلاً من العائد على حقوق الملكية، أظهرت النتائج أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون والعائد على الأصول كما كان الحال مع العائد على حقوق الملكية. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأنه بينما الشركات تقوم باستخدام الديون لشراء أصول وتمويل مشاريع جديدة تحقق أرباح إضافية تزيد من العائد على الأموال المستثمرة من الملاك (العائد على حقوق الملكية)، فإن هذه الزيادة والارتفاع في حجم الأصول لم يقابلها ارتفاع كافٍ في صافي الربح المحقق والذي يفسره وجود علاقة موجبة بين الديون والعائد على الأصول ولكن العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية.

وتعد النتائج التي توصلت لها الدراسة ذات قيمة لمجالس الإدارة والإدارات التنفيذية للشركات الصغيرة والمتوسطة، فالدراسة توصلت إلى أن الشركات التي تستخدم الديون في تمويل أصولها خصوصاً الديون طويلة الأجل تحقق عائد أكبر للأموال المستثمرة من قبل الملاك، وأن نسب الديون إلى إجمالي الأصول للشركات السعودية الصغيرة والمتوسطة متواضعة بالمقارنة مع الشركات في الأسواق الأخرى، فهذا يشجع مجالس الإدارة والإدارات التنفيذية لتفكير بجدية أكبر في استغلال الديون لتمويل الأصول والمشاريع الجديدة لتحقيق نمو أكبر وتحسين العائد. كذلك نتائج هذه الدراسة مهمة للمشرعين ومتخذي القرار في ضرورة سن تشريعات وبرامج دعم لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة لتحسين أدائها المالي وضمان استدامتها، مما سينعكس إيجاباً على الاقتصاد المحلي وتطور السوق المالية في المملكة العربية السعودية. أخيراً بالإضافة إلى أهمية هذه النتائج لمتخذي القرارات، أيضاً ذات أهمية للمساهمين والمستثمرين في السوق المالية

## المراجع

- Mansour, A.N.A. (2020). Almarshrueat alsaghirat walmutawasitat fi almamlakat alearabiat alsaoudiat bayn alwaqie walmamuli, fi daw' ruyat 2030m - dirasat tatbiqiatun 'Small and medium enterprises in the Kingdom of Saudi Arabia between reality and hopes, in light of Vision 2030 - an applied study'. *Journal of Economic, Administrative and Legal Sciences*, 4(9), 1-31. [in Arabic]
- Martinez Cillero, M., Lawless, M. and O'Toole, C. (2019). *The Determinants of SME Capital Structure across the Lifecycle* (No. 614). ESRI: Working Paper.
- Michaelas, N., Chittenden, F. and Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(n/a), 113-30.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-97.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American economic review*, 53(3), 433-43.
- Muhammed, A.A. (2023). The role of capital structure on profitability during financial crisis: An empirical evidence of financial-firms listed in the Iraq stock exchange. *Journal of Namibian Studies: History Politics Culture*, 36(n/a), 93-109.
- Murabit, B. and Tabaybia, S. (2019). Tatwir watarqiat almuasasat alsaghirat walmutawasitat wadawruha fi daem al'ada' alaiqtisadi 'Developing and promoting small and medium enterprises and their role in supporting economic performance'. *Journal of Human Sciences of Umm El Bouaghi University*, n/a(1), 456-81. [in Arabic]
- Myers, S.C. (1984). Capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-92.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Nathan, D. and El Hadidi, A. (2020). Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from a Transition Country. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 4(2), 481-511.
- Nini, N., Patrisia, D. and Nurofik, A. (2020). The effect of capital structure on company financial performance. *Jurnal Economia*, 16(2), 173-83.
- Opler, T.C. and Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *The Journal of finance*, 49(3), 1015-40.
- Panova, E. (2020). Determinants of capital structure in Russian small and medium manufacturing enterprises: Equilibrium. *Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 15(2), 361-75.
- Pervin, R. and Nowreen, R. (2018). Determinants of capital structure of commercial banks in Bangladesh listed in the Dhaka stock exchange limited. *ASA University Review*, 12(1), 85-97.
- Rabab'ah, M.M. (2022). The impact of the capital structure on financial performance: An applied study on the Saudi basic materials companies. *International Journal of Economics and Finance*, 14(6), 77-87.
- Rauh, J.D. and Sufi, A. (2010). Capital structure and debt structure. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4242-80.
- Salim, M. and Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65(n/a), 156-66.
- Sarlija, N. and Harc, M. (2016). Capital structure determinants of small and medium enterprises in Croatia. *Managing Global Transitions: International Research Journal*, 14(3), 251-66.
- Twairesh, A.E.M. (2014). The impact of capital structure on firm's performance evidence from Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance and Banking*, 4(2), 183-93.
- Vanacker, T.R. and Manigart, S. (2010). Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35(n/a), 53-69.
- Yang, R., Xia, K. and Wen, H. (2016). Venture capital, financial leverage and enterprise performance. *Procedia Computer Science*, 91(n/a), 114-21.
- Zeitun, R. and Tian, G.G. (2014). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1(4), 40-61.
- Zheng, F., Zhao, Z., Sun, Y. and Khan, Y.A. (2023). Financial performance of China's listed firms in presence of coronavirus: Evidence from corporate culture and corporate social responsibility. *Current Psychology*, 42(11), 8897-918.
- خليصة، مجيلي وعبد الناصر، روايحي. (2019). أثر الدور الجوكي على الأداء على الأداء المالي للشركات. *مجلة معارف، جامعة فرحات عباس، سطيف، 11* (21)، 426-47.
- فاطمة نبيل والبراك، محمد. (2022). أثر هيكل رأس المال على ربحية البنوك الإسلامية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول). *المجلة العربية للإدارة*. (DOI:10.21608/AJA.2022.161217.1317). 16-1. (3)44
- العامري، أحمد بن محمد. (2018). أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي: دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي. *المجلة العربية للإدارة*. 38(2)، 151-66.
- مرباط، بلال، طبائية، سليمة. (2019). تطوير وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في دعم الأداء الاقتصادي. *مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي*. بدون رقم المجلد(1)، 481-56.
- منصور، علي ناجح علي. (2020). المشروعات الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية بين الواقع والمأمول، في ضوء رؤية 2030م - دراسة تطبيقية. *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية*. 4(9)، 1-31.
- Abeywardhana, D.K.Y. (2015). Capital structure and profitability: An empirical analysis of SMEs in the UK. *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*, 4(2), 1661-75.
- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-45.
- Adeoye, O.O., Olubiyi, T.O., Ajiteru, W.O. and Adaranijo, L.O. (2023). Unveiling capital structure determinants, business characteristics and high-growth performance of small and medium sized enterprises: Evidence from Nigeria. *Journal of Interdisciplinary Socio-Economic and Community Study*, 3(2), 86-98.
- Al Saleh, F.N. and Al Barrak, M. (2022). 'Athar hikal ras almal ealaa ribhiat albnuk al'islatmiat almdrajat fi alsuwq almalii alsaoudii (tdawula) 'The impact of capital structure on the profitability of Islamic banks listed on the Saudi Financial Market (Tadawul)'. *Arab Journal of Management*, 44(3), 1-16. (DOI:10.21608/AJA.2022.161217.1317). [in Arabic]
- Al-Amiri, A.M. (2018). 'Athar haykal almilakiat ealaa alealaqat bayn haykal ras almal wal'ada' almalii: Dirasat tatbiqiat ealaa almasarif almdrajat fi alsuwq almalii alsaoudii 'The impact of ownership structure on the relationship between capital structure and financial performance: An applied study on banks listed in the Saudi financial market'. *Arab Journal of Management*, 38(2), 151-66. [in Arabic]
- Al-Haddad, L.M., Saidat, Z., Seaman, C. and Gerged, A.M. (2024). Does capital structure matter? Evidence from family-owned firms in Jordan. *Journal of Family Business Management*, 14(1), 64-76.
- Amin, H.I.M. and Cek, K. (2023). The effect of golden ratio-based capital structure on firm's financial performance. *Sustainability*, 15(9), 7424.
- Amoa-Gyarteng, K. and Dhlwayo, S. (2022). The Impact of Capital Structure on Profitability of Nascent Small and Medium Enterprises in Ghana. *African Journal of Business and Economic Research*, 17(2), 275-91.
- Boshnak, H. (2023). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Saudi-listed firms. *International Journal of Disclosure and Governance*, 20(1), 15-26.
- Daskalakis, N., Balios, D. and Dalla, V. (2017). The behaviour of SMEs' capital structure determinants in different macroeconomic states. *Journal of Corporate Finance*, 46(n/a), 248-60.
- Duong, N.T. and Nguyen, T.C. (2023). Relationship involved by Vietnamese small businesses between capital structure and firm performance. *Economics, Finance and Management Review*, n/a(1), 50-9.
- Gill, A., Biger, N. and Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3.
- Hasan, M.B., Ahsan, A.M., Rahaman, M.A. and Alam, M.N. (2014). Influence of capital structure on firm performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 9(5), 184.
- Iqbal, J., Farooq, M.U., Sandhu, M.A. and Abbas, M. (2018). The impact of capital structure on the financial performance of SME's in Pakistan. *Pakistan Journal of Social Sciences*, 38(2), 363-74.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-60.
- Khalisa, M. and Abdel Nasser, R. (2019). 'Athar aldawr alhawkamii ealaa al'ada' ealaa al'ada' almalii lilsharikati 'The impact of the governance role on performance on the financial performance of companies'. *Maaref Magazine, Farhat Abbas University, Setif*, 11(21), 426-47. [in Arabic]
- Li, K., Niskanen, J. and Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs: Does credit risk make a difference? *Managerial Finance*, 45(5), 582-601.