



**Determinants the cost of Equity of A Field study in the Sample of industry
companies in Masqat financial Market**

محددات تكلفة حقوق الملكية

دراسة ميدانية في عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق مسقط للاوراق المالية

*م. جاسم محمد حسين

Abstract The study aimed to identify and test the determinants of cost of equity and applying it in growth market as sultanate of Oman launhed the study of the problem has been expressed a number of intellectual and practical questions using a data set of 25 firms listed on Muscat security Market; we used Capital Asset Pricing Model (CAPM) to calculate the cost of equity. Correlation and regression analysis were run to test the main effect of net earnings, retention of fund, time interest earned, gearing, fixed asset backing, long term debt, tax, Share market price on cost of equity. The results' robustness is evidenced that share market price and times interest earned have significant impact on cost of equity. We also show that net earnings growth, retention of funds, financial leverage , fixed asset backing, long term debt and tax have no impact on cost of equity, Finally, This indicates that financial markets in sultanate of Oman are more volatile with respect to any information

Keywords: Determinants of Cost of Equity, Capital Asset Pricing Model, Capital security market, Sultanate of Oman

المستخلص : -هدف البحث اختيار وتعريف محددات تكلفة حقوق الملكية وتطبيقاتها في السوق النامية مثل سلطنة عمان . وانطلقت الدراسة من مشكلة تم التعبير عنها بالتساؤلات الفكرية والتطبيقية باستخدام مجموعة بيانات 25 شركة مدرجة في سوق مسقط للاوراق المالية أخذين بعين الاعتبار تأثير إشارات المعلومات عن أداء أسواق رأس المال في سلطنة عمان وقد تم استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) في حساب تكلفة حقوق الملكية . وتم اجراء تحليل الارتباط والانحدار لاختبار التأثير الرئيسي لكل من صافي الأرباح، والاحتفاظ بالاموال ، وعدد مرات اكتساب الفائدة ، والرافعة المالية، وتعزيز الأصول الثابتة، والديون طويلة الاجل، الضريبة، وسعر السهم السوقي على تكلفة حقوق الملكية . وظهرت نتائج الدراسة أن متغيرات الدراسة (عدد مرات اكتساب الفائدة وسعر السهم السوقي لها تاثير معنوي على تكلفة حقوق الملكية أما متغيرات (نمو صافي الارباح ، والاحتفاظ بالأموال، وتغطية الأصول الثابتة، والديون طويلة الأجل، والضرائب)) فليس لها تأثير معنوي على تكلفة حقوق الملكية . وهذا يشير إلى أن سوق راس المال في سلطنة عمان تستجيب بصورة اعتيادية فيما يتعلق بأي معلومات تتماشى مع نظريات هيكل راس المال.

: المقدمة

تشير غالبية الدراسات الى محددات مختلفة لتكلفة حقوق الملكية ومعظم الدراسات السابقة التي اجريت في البلدان المتقدمة ركزت على قرارات هيكل رأس المال في القطاع الصناعي ولم يتم اجراء اي دراسة فيا يتعلق بمحددات هيكل رأس المال للقطاع الصناعي في سلطنة عمان ، كما لم تبحث هذه المسألة اي من الدراسات التطبيقية لهذه المحددات . وقد تم اجراء هذه الدراسة في قطاع الصناعة العمانية كمختبر طبيعي للتحقق من تأثير المتغيرات المختلفة لمحددات تكلفة حقوق الملكية للشركات كيفية نمو صافي الارباح ، والاحتفاظ بالاموال ، وعدد مرات اكتساب الفائدة ، والرافعة المالية ، وتغطية الاصول الثابتة ، والديون طويلة الامد ، والضرائب و رسمة السوق .

تألفت الدراسة من المبحث الاول منهجية البحث ، والمبحث الثاني التأطير المفاهيمي والفكري لمتغيرات البحث والمبحث الثالث : عرض وتحليل نتائج البحث واختبار الفرضيات ، والمبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الاول : منهجية البحث

اولا : مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة الدراسة بالتساؤلات الاتية :

هل هناك علاقة معنوية بين كل من (نمو صافي الأرباح ، و الاحتفاظ بالأموال ، والفائدة المكتسبة ، والرافعة المالية ، وتعزيز الاصول الثابتة ، الزيادة في الديون طويلة الاجل ، والضريبة ، وسعر السهم السوقي) وتكلفة حقوق الملكية .

ثانيا : أهداف الدراسة :

يتمثل هدف هذه الدراسة البحث في الإجابة عن التساؤلات الآتية :

1. هل تسد الفجوة بين النظرية والممارسة من خلال تحليل محددات تكلفة حقوق الملكية. فعلى الرغم من أن العديد من الدراسات قد أجريت بشأن محددات هيكل حقوق الملكية، غير أنها لم تولي اهتمام كاف لمحددات التكلفة من الأسهم في الأسواق الناشئة في سلطنة عمان. فتكلفة حقوق الملكية هي قضية هامة في تمويل الشركات، ولا يزال يعرف أقل جدا عن ذلك في الأسواق الناشئة.
2. ما هي محددات هيكل رأس المال في قطاع الصناعة في سلطنة عمان .
3. هل تؤثر ظروف سوق رأس المال ومتغيرات السياسة المالية على حقوق الملكية في القطاع الصناعي.

ثالثا : اهمية الدراسة :

تكمّن اهمية هذه الدراسة في الاجابة على الاسئلة الآتية كيف تقرر الشركة هيكل رأسمالها و تمويل عملياتها ؟ ماهي العوامل الخاصة بالشركة التي تؤثر على هذه القرارات؟ كما ان قياس النمو الاقتصادي من خلال توفير نتائج حقيقية لتكلفة الأسهم في القطاع الصناعي . ولا شك في أن صافي الدخل يأخذ في الاعتبار تكلفة الدين، أي في بيان الدخل كمصروف فوائد، ولكن لا تمثل تكلفة حقوق الملكية، وبالتالي يمكن للشركات أن تحقق أرباحا صافية لا تزال غير مربحة بالمعنى الاقتصادي إذا كان الربح أقل من تكلفتها من حقوق الملكية .

رابعا : فرضية الدراسة :

استنادا على التساؤلات المطروحة في مشكلة الدراسة تم صياغة الفرضيات وكما يلي:

- 1- الفرضية الاولى: هناك علاقة معنوية بين نمو صافي الربح وتكلفة حقوق الملكية.
- 2- الفرضية الثانية هناك علاقة معنوية بين الاحتفاظ بالاموال وتكلفة حقوق الملكية.
- 3- الفرضية الثالثة: هناك علاقة معنوية بين الفائدة المكتسبة وتكلفة حقوق الملكية.
- 4- الفرضية الرابعة : هناك علاقة معنوية بين الرافعة المالية وتكلفة حقوق الملكية.
- 5- الفرضية الخامسة: هناك علاقة معنوية بين تدعيم الموجودات الثابتة وتكلفة حقوق الملكية.
- 6- الفرضية السادسة: هناك علاقة معنوية بين الزيادة في الديون طويلة الأجل تكلفة حقوق الملكية.
- 7- الفرضية السابعة: هناك علاقة معنوية بين الضريبة وتكلفة حقوق الملكية.
- 8- الفرضية الثامنة: هناك علاقة معنوية بين سعر السهم السوقي السوق وتكلفة حقوق الملكية.

خامسا : عينة الدراسة

تكونت عينة الدراسة من 25 شركة صناعية في قطاع الصناعة البالغ عدد شركاتها 42 شركة اي نسبة تقارب 60% من الشركات الصناعية المدرجة في سوق مسقط للاوراق المالي اعتبارا من كانون الثاني 2011 الى كانون الاول 2016 وتم جمع البيانات المالية من التقارير السنوية للشركات من موقع السوق .

سادسا :ادوات الدراسة

اعتمدت الدراسة في جانبها النظري والتطبيقي على عدد من الادوات كما موضح ادناه
1- الجانب النظري : تم الاعتماد على الكتب والدوريات (العربية والاجنبية) ذات العلاقة بموضوع الدراسة فضلا على الاعتماد على البحوث والدراسات المنشورة على شبكة المعلومات الدولية (الانترنت)

2- الجانب التطبيقي : لقد استخدمت في الجانب التطبيقي مجموعة من المقاييس العالمية التي استخدمت في البحوث والدراسات السابقة عن متغيرات الدراسة وقد قام الباحث بالربط بين هذه المتغيرات بالطريقة المنطقية التي تسهم في صياغة نموذج قابل للتطبيق والتعميم على عينة الدراسة ككل

المبحث الثاني : الاطار المفاهيمي للدراسة

اولا : تكلفة حقوق الملكية Cost of equity

هي اقل عائد يجب على الشركة تحقيقه لملأها المساهمين فيها لتعويضهم عن تحملهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار وعن مقدار التغير في قيمة النقود عبر الزمن وتساوي تكلفة الفرصة البديلة التي يتحملها المستثمرون نتيجة استثمارهم في الشركة وتستعمل حقوق الملكية كمعدل خصم عند تقييم الاسهم التجارية كما انها احد عنصري تكلفة رأس المال الذي يستخدم في تقييم الاستثمار في المشاريع التجارية .

مفهوم حقوق الملكية

يقوم مفهوم تكلفة حقوق الملكية على ان المساهمين في مشروع ما بإمكانهم استثمار اموالهم في اي مشروع اخر . ولكي يقرروا ان يستثمروها في هذا المشروع فعليه تحقيق عائد لا يقل عما يمكنهم تحقيقه من مشروع مشابه له وبطبيعة الحال يجب على هذا العائد ان لا يقل عما يمكن ان يحصل عليه المستثمرين بدون اي تعب او مخاطرة عن طريق الاستثمار في السندات الحكومية والتي يطلق على عائدها بالعائد الخالي من المخاطرة ، ويبنى المستثمرين توقعاتهم بناء على المخاطر المرتبطة بالاستثمار في المشروع ، فكلما زادت المخاطر زادت تكلفة حقوق الملكية .

طريقة الحساب

توجد عدة طرق لتقدير تكلفة حقوق الملكية لأي شركة ولكن كل الطرق مبنية على نفس المعادلة النظرية وهي :

$$K=R_f+R_j$$

الرمز	المعنى	وحدة القياس
K	تكلفة حقوق الملكية	%
R _f	العائد الخالي من المخاطرة	%
R _j	علاوة المخاطرة	%

نموذج خصم الارباح الموزعة

يعتبر هذا النموذج من ابسط السبل لتقدير تكلفة حقوق الملكية لسهم شركة ما مدرجة في سوق الاسهم ويتم ذلك طبقا للمعادلة :

$$K = \frac{D_1}{P} + g$$

حيث ان

الرمز	المعنى	وحدة القياس
K	تكلفة حقوق الملكية	%
D ₁	الربح المتوقع للسهم	عملة
P	سعر السهم	عملة
G	معدل النمو المتوقع في الربح الموزع	%

نموذج تقييم الاصول الرأسمالية

يعتمد هذا النموذج على قياس المخاطر النظامية لاستثمار ما بافتراض اضافة هذا الاستثمار الى محفظة استثمارية متنوعة تنوعا ممتازا ، وهذا النموذج الاكثر شيوعا في التطبيقات الاستثمارية ،ويستخدم المعادلة :

$$K = R_f + \beta_x (R_m + R_f)$$

الرمز	المعنى	وحدة القياس
K	تكلفة حقوق الملكية	%
R _f	العائد الخالي من المخاطرة	%
B	معامل بيتا	بيتا
R _m	علاوة مخاطر السوق	%

تشير غالبية الدراسات إلى محددات مختلفة لتكلفة حقوق الملكية: إعلامية (Lambert, Leuz & Verrecchia, (2007 : 29) إعادة الايراد (المكتسب) Hribar & Jenkins (337 : 2004) ،

مستوى الإفصاح (Espinosa & Trombetta, 2007:1371)، معلومات متماثلة Lambert, Leuz
Core, Hail & Verdi (2012:385 & Verrecchia الملكية (2012:385 & Verrecchia
Brennan, Huh & Subrahmanyam المستتر 2015:201 Clinch & Verrecchia
24: 2015 والمسؤولية الاجتماعية للشركات Xu, Liu & Huang 2015:245 وكل هذه الدراسات
تتعامل مع الاقتصادات النامية والناشئة ولكن أيا منها لم تترك انطباع على سلطنة عمان. وهناك عدد
كبير من الدراسات تشير إلى أن عوامل محددات تكلفة الملكية المناسبة في سوق رأس المال قد تختلف
من دولة إلى أخرى ومن ثقافة إلى أخرى. ولذلك فإن الدراسة الحالية هي محاولة لسد هذه الفجوة .
ويمثل هدف تعظيم ثروة المساهمين من بين العديد من أهداف مديري تمويل الشركات من خلال زيادة
صافي الدخل من الأعمال التجارية. وتشير الدراسة إلى أن هناك علاقة خطية بين تعظيم الثروة وتكلفة
رأس المال (Bhatnagar Kumari & Sharma) 2015:28 ومع ذلك فإنه يمكن تحقيق ذلك
بواسطة خفض تكلفة رأس المال . وقد تم إجراء هذه الدراسة في قطاع الصناعة في سلطنة عمان وهكذا
قدمت الصناعة العمانية مختبر طبيعي للتحقق من تأثير المتغيرات المختلفة كمحددات لتكلفة حقوق
ملكية الشركات . ويشير عدد من الدراسات إلى عدة محددات في حقوق الملكية .على وجه الخصوص
كيفية نمو صافي الأرباح، والاحتفاظ بالأموال، وعدد مرات اكتساب الفائدة ، و الرافعة المالية وتغطية
الأصول الثابتة، والديون طويلة الأجل، والضرائب، ورسملة السوق قد تكون مفيدة في تحديد تكلفة حقوق
الملكية. فالريح هو محدد لتكلفة (Fama & French) 1998:819 ، والنمو في الأرباح يحفز توقعات
المساهمين مما يزيد من تكلفة حقوق الملكية Bilal, Khan and Akoorie, 2016:365 ، اما
مرات اكتساب الفائدة فهي الاخرى محدد لتكلفة التمويل فتؤدي نسبة تغطية الفوائد الكبيرة إلى تخفيض
الخطر المالي وتكلفة التمويل (Horne & Wachowicz) 1998:145 ، وتمويل الديون سيزيد من
المخاطر المالية ويزيد في نهاية المطاف العائد المتوقع لحامل الأسهم Change & Rhee
1990:21 والتمويل على المدى القصير يمثل جانب كبير بالمقارنة مع التمويل على المدى الطويل
في الأسواق الناشئة Booth et.al., 2001:87. عليه يطلب المستثمر تعويضا عن المخاطر وفي
حالة وجود مخاطر والتوزيع فليس من الممكن ان تزيد تكلفة الأسهم Clarkson et.al., 1996:69
تساهم هذه الدراسة باختبار وتعريف المحددات وتطبيقها في السوق النامية مثل سلطنة عمان.

تكلفة رأس المال هي مزيج من الأسهم العادية ، والأسهم الممتازة ، والأرباح المحتجزة تشكل هيكل رأس
المال . وتمثل تكلفة رأس المال منتجة جزء مؤثر للتحقق في النشاط المالي Da, et al., 2009:204
فعائد توزيعات الأرباح ، والمكاسب الراسمالية هما من المكونات الأساسية التي تشكل تكلفة الملكية ،
ويعتبر العائد على الأرباح أكثر قابلية للتحديد من الأرباح الراسمالية Pointon & Omran
2004:237) . وتبين النظرية التراتبية انه إذا كانت في اولوية استخدامات المنشأة في توليد الدخل
غير ممكنة فيتم استخدام الدين وهو ما يؤدي إلى ارتفاع الرافعة المالية Drobetz & Fix .

Modigliani & Miller, 2003:4 بسبب التأثير الكبير لهيكل رأس المال على تكلفة المديونية
1958:433 ويتم التركيز على أن الشركة تضع أهدافا محددة لتقدير الدين. وتبين نظرية الاشارات التي
كتبها Ross 1977 أن الدين يعطي إشارات في السوق حول التدفقات الإيجابية.

ثانيا : صافي نمو الارباح (النمو المريح)

Net earned growth
هو مصطلح يستخدمه غالبا كبار المديرين التنفيذيين عند وصف الهدف الاستراتيجي لشركتهم والنمو
المريح هو الجمع بين الربحية والنمو وعلى نحو ادق هو الجمع بين الربحية الاقتصادية ونمو التدفقات
النقدية الحرة . Wiki 20/8/2018

العلاقة بين نمو صافي الأرباح وتكلفة حقوق الملكية علاقة قوية وفقا Bazley and Hancock
441: 2004 فإن المستثمر يفترض كافة المخاطر في الملكية ويحق له في نهاية المطاف الحصول
على المكافآت .وفي نفس السياق فإن النمو في الأرباح سوف يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأسهم & Fama
French, 1998:81 الأرباح لها أهمية حيوية للمساهمين Gibson, 35: 1998 الإفصاح العام
عن الأرباح يرتبط بتكلفة رأس المال botosan 2004:233 . يحتوي الإفصاح على المستوى
القطري على التأثير على العائدات المحققة وتكلفة رأس المال , Core et al., 2015:29. ويزعم كذلك
أن الزيادة في الأرباح ستزيد من سعر السهم في السوق التي سوف تؤدي إلى مكاسب رأسمالية وبالتالي
سوف تزيد تكلفة الأسهم . (Gibson 1998:35 فالشركات التي لديها فرص نمو عالية ستولد نسبة
ارباح عالية والشركات ذات فرص النمو المنخفض لديها ارباح منخفضة؟

ثالثا :الارباح المحتجزة والاحتياطات

Relined earning

الارباح المحتجزة

هي جزء من ارباح الفترة السابقة لم يوزع على المساهمين او الشركاء والغرض منها اعادة توظيفها
للحصول على عائد استثماري اكبر .

كما ان النقاش حول الأسلوب المفضل للتمويل يحتاج لنظر خاص فيما يتعلق بسلطنة عمان فإن
الاتجاه العام هو ان الشركات تختار طريقة التمويل على أن الأرباح المحتجزة هي مصدر التمويل
المفضل في حقوق الملكية .والتمويل بالديون افضل إذا ما قورنت بالتمويل بإصدار الأسهم . ويفضل
المستخدمين الإفصاح عن الكشوفات المالية المرتبطة بأسعار الاسهم التي تؤثر على تكلفة رأس المال
مع مناقشة اقتراح تخفيض تكلفة الأسهم باعتبارها تمويل داخلي ويجب تجنب تكاليف الإصدار
1984:187 Mayers,

Reserves

الاحتياطات

هو مبلغ من المال يحتجز من ارباح الوحدة الاقتصادية القابلة للتوزيع لتحقيق اهداف معينة مثل تدعيم المركز المالي او لتنفيذ سياسة ادارية او تنفيذ للسياسة العامة للدولة وعلى ذلك يعتبر الاحتياطي توزيعاً للربح وبالتالي يتوقف تكوينه على شرط تحقيق الربح .

Time interest earned

رابعا : عدد مرات اكتساب الفائدة ratio

نسبة الارباح قبل خصم الفوائد والضريبة الى الفوائد المدفوعة (نسبة الفائدة المدفوعة الى الربح) . ويمكن رؤية قدرة الشركة على تحمل الديون من خلال الفائدة المكتسبة وتغطية المصاريف الثابتة سوناقش, 1998:35 Gibson ما إذا كان مرات استلام الفائدة المكتسبة غير كافي فإن الشركة لن تتمكن الشركات من الوفاء بالتزاماتها وقد يؤدي عدم الوفاء بالتزامات الفوائد إلى اتخاذ إجراءات قانونية والافلاس Brigham & Ehrhardt 2002:73 وتغطية الفائدة سيقبل من المخاطر المالية .لذا يطالب المستثمرون بعائد مرتفع للمخاطر العالية وبالتالي فإن النمو في الأرباح يؤدي إلى زيادة نسبة تغطية الفائدة مما يقلل من المخاطر ويؤثر سلبا في نهاية المطاف على تكلفة حقوق الملكية. وتظهر أن الشركة يمكن أن تغطي مدفوعات الفائدة و القدرة على تحمل ديون جديد Horne & Wachowicz, 1998:53 .

Financial

خامسا : الرافعة المالية leverage

يقصد بالرافعة المالية مدى اعتماد الوحدة الاقتصادية على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية اي درجة اعتمادها في تمويل اصولها من مصادر تمويل ذات دخل ثابت سواء كانت قروض او سندات وغيرها عن طريق التمويل المتعارف عليه ما ينعكس على الارباح التي يحصل عليها الملاك ومن ثم ينعكس على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها من اثر استخدام اموال الغير . لتحقيق اكبر عائد ممكن للساهمين وتقيس الرافعة اجمالي الالتزامات الطويلة والقصيرة الاجل الى اجمالي الموجودات وللرافعة المالية ارتباط بهيكل تمويل الوحدة الاقتصادية فكلما علا مصادر خارجية في التمويل ازدادت الرافعة المالية وتصبح الرافعة فعالة اذا استطاعت الوحدة الاقتصادية استثمار الاموال المقترحة بمعدل اعلى من تكلفة الاموال المقترضة والعكس فأنها تتعرض لمخاطر كبيرة وتحقق خسائر . ويطلق على استخدام تكاليف التشغيل الثابتة من قبل الشركة بالرافعة المالية Horne & Wachowicz, 1998:53 والرافعة هي نسبة إجمالي المطلوبات إلى حقوق الملكية وتسمى أيضا باسم نسبة هيكل رأس المال .ويصور هيكل رأس المال ملاءة الشركة في المدى الطويل Khan & Change 1993:46 وتوجد علاقة قوية بين الرافعة المالية وتكلفة الملكية فارتفاع نسبة أرباح الأسهم سيؤدي إلى تمويل الديون وزيادة المخاطر المالية Change & Rhee 1990:31 وسوف تزيد

من العائد المتوقع لحامل السهم والذي يطالب بعائد أعلى مقابل تحملهم مخاطر عالية وبالتالي سترتفع تكلفة حقوق الملكية .ومن جانب آخر في البلدان النامية يكون استخدام التمويل القصير الامد أعلى من التمويل الطويل الامد . Booth,et, al. 2001:130 .

Fixed Assets consolidation

سادسا : تعزيز الاصول الثابتة

القيمة السوقية العادلة للاصول وتعتبر المعيار الاكثر شيوعا للتقييم وهي تمثل اعلى سعر متاح في سوق العمل بين اطراف تتمتع بحسن الاطلاع والحيلة وتعمل بحرية من التعامل .
ويسمح تعزيز الأصول الثابتة للشركات بزيادة الديون بأسعار منخفضة الامر الذي يمكن الشركات التعهد بأصولها المستهلكة بالكامل ولها قيمة سوقية Francis 2008:99. فإجمالي الموجودات له علاقة سلبية بتكلفة حقوق الملكية، وإنخفاض تكلفة حقوق الملكية بسبب زيادة الموجودات الثابتة قد يجعل العمل أكثر أمنا وبالتالي تقليل تكلفة رأس المال . وفي نفس السياق يطالب المستثمر بتعويض أعلى عند عدم امكانية تنويع المخاطر بسبب تكلفة حقوق الملكية Clarkson 1996:84 وتعزيز الاصول الثابتة تجعل الأعمال أقل خطورة وبالتالي انخفاض معدل العائد المتوقع للمساهمين . وتتيح زيادة نسبة الأصول الثابتة للشركات الاقتراض أكثر وبأسعار أرخص فالشركة التي تمتلك أصول ثابتة كبيرة يمكنها الاقتراض بأقل معدلات مقارنة بالشركات التي تمتلك اصول ثابتة اقل .

Long term

سابعا : الديون طويلة الاجل

debt

هي الخصوم او المطلوبات او الالتزامات او تعهدات على الوحدة الاقتصادية تجاه الغير مقابل حصولها منهم على سلع او خدمات او قروض وهي جزء من الميزانية تدرج الى الجانب اليسار وتبين مصادر تمويل الوحدة الاقتصادية وتبين تمويل ونسبة رأس المال الى رأس المال المقترض كما انها تشمل المدخرات والالتزامات وامثالها .

وناقش Gibson 1998:35 استخدام الديون طويلة الأجل وتأثيرها على الأرباح وتحقق الشركات ارباح عندما تدفع فوائد اقل على الأموال المقترض .وعندما يكون هيكل رأس المال (الرافعة المالية) لأي شركة منخفض فهو مفضل من وجهة نظر المساهمين وأصحاب السندات وينعمون بدرجة أكبر من الأمن Nikolaev & Vanlent 2005:724. اما الزيادة في تكلفة في الديون طويلة الأجل ستزيد من المخاطر المالية ويجب أن يتحمل مالك السهم المخاطر ، كما أن زيادة التقلب في الأرباح ستزيد من المديونية وبالتالي العائد المتوقع لحقوق الملكية Debra C. Setter Paul K. Chaney 2004:221 .

ثامنا : الضريبة

هي مبلغ نقدي تتقاضاه الدولة من الاشخاص والمؤسسات بهدف تمويل نفقات الدولة اي بهدف تمويل كل القطاعات التي تصرف عليها الدولة كالتعليم متمثلا في المدارس ورواتب المدرسين والوزارات ورواتب عمالها وصولا الى عامل النظافة الحكومية والسياسات الاقتصادية كدعم سلع وقطاعات معينة او الصرف على البنية التحتية كبناء الطرقات والسدود او التأمين على البطالة في الانظمة الديمقراطية يتم تحديد الضريبة بقوانين يتم المصادقة عليها من قبل ممثلي الشعب .

والضرائب شكل من أشكال التدفق النقدي الخارج الذي يقلل الربحية . إن انخفاض التدفقات النقدية الداخلة يقلل من العائد على حقوق الملكية لذا قد يكون للضريبة تأثير سلبي على تكلفة حقوق الملكية . وفي نفس السياق فان الإفصاح الاختياري للبيانات المالية يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال بالمقارنة مع الشركات التي لا تفصح . Cheynel 2013:987 إن سمات وممارسات الإفصاح ستخفض تكلفة رأس المال في الشركات , Chen , et al., 2010:106 والفائدة على الدين لها تأثير على التدفق النقدي بسبب الضريبة وتتفق هذه الظاهرة أيضا مع مفهوم (Modigliani & Miller, 1963:433 فالضريبة تقلل من العائد على المساهمين كما تقلل من تكلفة الدين ، وقد يتم تخفيضها حيث يتم التعامل مع الضريبة كمصروف وتخصم من الإيرادات . إن عدم التأكد بشأن توزيع التدفقات النقدية المستقبلية يخلق عدم تأكد بين المستثمرين الذين يطالبون بعائد أعلى لمقابلة مخاطر معلومات عالية Paugam & Ramond 2015:583.

Market capitalization

تاسعا : رسملة السوق

هو اجمالي سعر اسهم شركة مساهمة عامة يعني تساوي سعر السهم مضروب في عدد الاسهم المتداولة او مجموع القيمة السوقية لجميع الاسهم القائمة يحسب سعر السهم السوقى بالعدد الاجمالي للاسهم القائمة .

وناقش . Bekaert et al. 2002:295 اثر زيادة القيمة السوقية للسهم على قيمة الشركة بسبب انخفاض تكلفة حقوق الملكية . حيث أن الكثير من رأس المال يأتي عن طريق طرح الاسهم وعند عدم استخدام هذه الاموال استخدام عقلاني فإن راس المال يذهب بسرعة أكبر مما أتى ، وكذلك تتحرك والمسؤولية الاجتماعية للشركات بنفس الاتجاه وبالتالي فانها تخفض من توقعات الأرباح، وتقلبات العائدات وتكلفة رأس المال . وناقشوا أيضاً تدفقات الاستثمار الاولية التي تزيد من العائد على حقوق الملكية، وانخفاض هذا التأثير لاحقاً مما يقلل من تكلفة قيمة الملكية.

عاشرا : نظريات هيكل رأس المال

كرس الباحثون وقتا طويلا نظريا و تجريبيا للإجابة على سؤال محددات خيار هيكل راس مال الشركة؟ واكتسب هذا السؤال أهمية خاصة بعد نشر أوراق موديليانى وميلر (1958، 1963) . وقد تم التحقيق في محددات هيكل رأس المال من قبل العديد من الباحثين . ومع ذلك وبعد عقود من البحث الجاد فلا

توجد هناك نظرية موحدة لهيكل رأس المال ، مما يترك موضوع هيكل رأس المال مفتوحاً لمزيد من البحث . وهيكل رأس المال في الأساس هو مزيج من ديون الشركة وحقوق الملكية التي تستخدمها لتمويل أصولها، ومن الضروري ان تتعامل كل شركة مع قرار هيكل رأس المال بعناية وإلا فإنها يمكن أن تواجه مشكلة الصعوبات المالية والإفلاس. وقد تم تقديم عدد من النظريات لتفسير هيكل رأس المال للشركات، ومع ذلك لا توجد نظرية واحدة قادرة على شرح التسلسل الزمني لانماط هيكل رأس مال الشركات. وفيما يلي عرض موجز لنظريتين أساسيتين من هيكل رأس المال.

أ- نظرية المفاضلة التجارية

لتوضيح نظرية المفاضلة التي اقترحها موديليانى وميلر (1963) تحديد المستوى الأكثر ملاءمة لهيكل رأس المال عن طريق الموازنة بين الفوائد و التكاليف المرتبطة بتمويل الديون . وهو أكثر توازناً بين الميزة الضريبية لمصروفات الفوائد والتكلفة المرتبطة بالصعوبات المالية . وتتوقع نظرية هيكل رأس المال أن المنظمات ذات الربحية الأفضل ينبغي لها تمويل رأس المال عن طريق الديون بدلاً من تمويل الأسهم من أجل الاستفادة من الميزة الضريبية .

ووفقاً لنظرية المفاضلة فإن الضرائب ، وتكاليف الوكالة، والصعوبات المالية هي العوامل الرئيسية الثلاثة التي تؤثر على هيكل رأس المال الأمثل للشركة وتستخدم الشركات الكبيرة مبلغ الدين في هيكل رأس المال لأنه يوفر لهم ميزة ضريبية وتحسين ربحيتها . غير أن استخدام الديون المرتفعة سيزيد من تكاليف الإفلاس. وبالتالي، سيطالب الدائنون بعلاوة مخاطر إضافية تزيد من تكاليف الدين ، Baxter, 1967:395

ب- النظرية التراتبية

النظرية الثانية المهيمنة بهيكل رأس المال للشركات هي النظرية التراتبية Myers 1984:187، و Myers and Majluf . وتنشأ مشاكل المعلومات غير المتماثلة في تمويل الشركات عندما تطلع إدارة الشركة على المعلومات أكثر من الآخرين خارج الشركة كالمستثمرين أو الدائنين Myers and Majluf 1984:187. وترى هذه النظرية أنه بسبب عدم تناظر تسلسل معلومات التمويل في الشركات فإنها تبحث إلى تمويل المشاريع بواسطة التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة أو الدين الداخلي)، والانتقال إلى أسواق الدين الخارجي عند ما يكون التمويل الداخلي غير متوفرة، وأخيراً جمع الأموال في أسواق الأسهم الخارجية عند التمويل الآخر تم استنفاد موارد التمويل الأخرى، وهناك أسباب متعددة لهذه التفضيلات إلا أنهم أساس يفكرون في سهولة الإدارة ومحاولة الحد من التأثير المالي على المساهمين .Turner 2010:14

المبحث الثالث : الدراسة الميدانية:

عينة الدراسة

تكونت عينة الدراسة من 25 شركة صناعية في قطاع الصناعة البالغ عدد شركاته 42 شركة اي بنسبة تقارب الـ 60% من الشركات الصناعية المدرجة في سوق مسقط للاوراق المالية اعتباراً من يناير 2011 إلى ديسمبر 2016. وتم جمع البيانات المالية التقارير السنوية للشركات من موقع السوق.

قياس المتغيرات

جدول رقم 1 : تعريف وتحديد المتغيرات المستقلة

ت	المتغيرات المستقلة	تعريف المتغير	احتساب المتغير
1	صافي نمو الارباح	زيادة نمو الايرادات اعلى من تكلفة الملكية Brgham & Ehrjardt 2002	الايرادات قبل الفوائد/ اجمالي الموجودات
2	الاحتياطات والارباح المحتجزة	يجب تجنب تكاليف الاصدار الداخلية ، وبالتالي خفض تكلفة الأسهم حيث ان الاحتفاظ بالاموال له تأثير سلبي على تكلفة حقوق الملكية 1996 Mayers, & Krishnan	الاحتياطات والارباح المحتجزة / اجمالي الاستثمارات
3	مرات اكتساب الفائدة	الفائدة الزمنية المكتسبة تؤثر سلبا على تكلفة الملكية 1998 Gibson,	الايرادات قبل الفوائد والضرائب / مصروفات الفائدة
4	الرافعة المالية	تؤثر الرافعة المالية ايجابا على تكلفة الملكية 2002 Brgham & Ehrjardt	اجمالي الالتزامات / حقوق الملكية
5	تعزيز الاصول الثابتة	يؤثر تعزيز الاصول الثابتة سلبا على تكلفة الملكية 1996Clarkson, Guedes & Thompson	الموجودات الثابتة / اجمالي الموجودات
6	الديون طويلة الاجل	الزيادة في الديون طويلة الاجل تؤثر ايجابا في تكلفة الملكية Gibson, 1998	الالتزامات طويلة الاجل / اجمالي الاستثمارات
7	الضريبة	تؤثر الضريبة سلبا على تكلفة الملكية (Modigliani & Miller, 1963)	الضريبة / صافي الربح قبل الضريبة
8	رسملة السوق	تؤثر رسملة السوق سلبا على تكلفة الملكية	سعر السهم السوقى * عدد اسهم الشركة

تقدير تكلفة حقوق الملكية

بالرغم من النقاش الحاد بشأن مدى ملاءمة نموذج تسعير الاصول الرأسمالية (CAPM) في طريقة حساب تكلفة حقوق الملكية، وأنه لا يوجد توافق قوي في الآراء بشأن هذه الطريقة Nasr et al., 2012:605 فقد تم اعتماده كمقياس لحساب لتكلفة حقوق الملكية. وهناك طرق أخرى متاحة أيضا لمراقبة سلوك السوق، ولكن ميزة نموذج تسعير الاصول الرأسمالية هو أنه بسيط ومطبق في الواقع العملي Horne & Wachowicz 1998:53. فهذا النظام يوفر ويوضح بعض الآثار المترتبة على المخاطر . كما انه مؤثر في الممارسة العملية ويلعب دورا رئيسيا في مجال تكلفة حقوق الملكية .و نموذج تسعير الاصول الرأسمالية النموذج الأول الذي وضعته النظريات المالية Graham & Harvey 2001:187 , وهو نموذج جذاب وعقلاني للغاية على المستوى الفكري والمنطقي . وبامكان أي فرد استخدامه وقبوله اذا ما تم فهمه والعمل عليه , Brigham & Ehrhardt 2002:99. كما وجدت دراسة استقصائية اجريت من قبل Bruners 1998 أن نموذج تسعير الاصول الرأسمالية هو المفضل عادة من قبل الممارسين. ولذلك استخدمت هذه الدراسة الحالية هذا النظام لتقدير تكلفة حقوق الملكية.

نموذج الانحدار

استخدم تحليل الانحدار الذي يتماشى مع خط Hall et al., 2004 وكما يلي:
معادلة الانحدار المتعدد

$$Ke_{it} = \beta_0 + \beta_1 (NEG_{it}) + \beta_2 (RF_{it}) + \beta_3 (TIE_{it}) + \beta_4 (GR_{it}) + \beta_5 (FA_{it}) + \beta_6 (LD_{it}) + \beta_7 (TX_{it}) + \beta_8 (MC_{it}) + e$$

عندما :

Ke = تكلفة حقوق الملكية

NEG = صافي نمو الارباح

RF = الاحتفاظ بالاموال

TIE = عدد مرات اكتساب الايراد

GR = الرافعة المالية

FA = تعزيز الاصول الثابتة

LD = الالتزامات طويلة الاجل

T = الضريبة

MC = القيمة السوقية

e = الخطأ العشوائي

وبين الجدول 2 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة. حيث ان صافي نمو الارباح يرتبط ايجابيا بتكلفة حقوق الملكية بقيمة بلغت 0.025 فإن نمو صافي الأرباح بشكل إيجابي مرتبطاً بتكلفة حقوق الملكية مما يعني زيادة صافي الربح مما يحفز توقعات المساهمين التي تزيد من تكلفة القيمة المالية. الترابط جوهري بين تكلفة حقوق الملكية والاحتياطيات و الأرباح المحتجزة بقيمة 0.57 (*)، كان الاحتفاظ بالأموال أيضاً ارتباط معنوي مع تكلفة حقوق الملكية. فرضية أن الاحتياطيات والأرباح المحتجزة لها تأثير سلبي على تكلفة حقوق المساهمين غير مقبول على الرغم من إن الاحتياطيات والأرباح المحتجزة لها علاقة معنوية مع تكلفة حقوق الملكية. و ترتبط مرات اكتساب الفائدة إيجابيا مع تكلفة الأسهم بقيمة بلغت 0.016

وعلى الرغم من أن الارتباط الإيجابي ليس معنويا بين مرات الفائدة المكتسبة وتكلفة حقوق الملكية. وترتبط الرافعة المالية مع تكلفة حقوق الملكية ايجابياً بقيمة بلغت 0.058 ويستدل على ذلك التأثير الايجابي على تكلفة حقوق الملكية وإن لم يكن

اما علاقة تعزيز الأصول الثابتة فتظهر العلاقة المعنوية والايجابية مع تكلفة حقوق الملكية بقيمة 0.092. ** دعم الأصول الثابتة لا يقلل وتكلفة الأسهم بدلا من ذلك دعم الأصول الثابتة زيادة تكلفة الأسهم. وأظهرت النتائج أن دعم الأصول الثابتة له تأثير معنوي وإيجابي على التكلفة من الأسهم وترتبط الالتزامات طويلة الاجل ارتباطا إيجابيا بتكلفة حقوق الملكية بقيمة بلغت قيمة 0.041. والتي تتوافق مع نتائج ارتباط الفرضية التي تنص على إن الالتزامات طويلة الاجل لها تأثير إيجابي على تكلفة حقوق الملكية.

و أظهرت الدراسة الحالية أن الضرائب لديها ارتباطا سلبي مع تكلفة الأسهم بقيمة (0.021)، اما علاقة ارتباط القيمة السوقية فهي سلبية بتكلفة حقوق الملكية. هناك ارتباط كبير بين القيمة السوقية وتكلفة حقوق الملكية بقيمة -0.221. ** وهو ما يعني أن الزيادة في قيمة الشركة سوف تقلل من تكلفة الأسهم والانخفاض في قيمة الشركة سوف تزيد من تكلفة حقوق الملكية ولذلك فإن الفرضية القائلة بأن القيمة السوقية لها تأثير معنوي سالب على تكلفة حقوق الملكية. تتفق مع الدراسة .

جدول رقم 2 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	Ke	NEG	RRE	NFA	TIE	G	FAB	L	T	M C
Ke	1									
NE G	0.025	1								
RR	0.057	0.00	1							

E	*	6								
TIE	0.016	0.21 4**	0.00 6	0.00 7						
G	0.058	0.00 4	0.00 2	0.00 8	0.002	1				
FA	0.	0.14	0.25	0.00	0.091	0.0	1			
B	0.092**	9**		7	**	09				
L	0.41	0.02 6	0.02 8	0.00 2	0.042	0.0 38	0.20 5	1		
T	0.21	0.05 5	0.04 2	0.05 5	0.003	0.0 09	0.02 1	0.06 6	1	
MC	(0.221)**	(0.06 2)*	0.04 1	(0.0 49)*	(0.16 2)**	0.0 11	0.26 3**	0.17 3**	0.0 21	1

* معنوية الارتباط بمستوى 5%

** معنوية الارتباط بمستوى 1%

تحليل الانحدار

تظهر نتائج الانحدار بين متغيرات الدراسة في الجدول أن قيمة بيتا نمو صافي الإيرادات بلغت 0,058 مع قيمة t موجبة 1.708 أنه يمثل علاقة موجبة وإن لم يكن كبيراً جداً مما يعني زيادة في الأرباح زيادة في تكلفة حقوق الملكية من أن الزيادة في صافي الأرباح تعني زيادة في تكلفة الأسهم إلا أن هذه الزيادة لاتعادل الزيادة في تكلفة حقوق الملكية عليه ترفض الفرضية الأولى من فرضيات الدراسة. وفيما يتعلق العلاقة بين تكلفة حقوق الملكية والاحتياطيات ، والأرباح المحتجزة فقد بلغت قيمة t في الاحتفاظ بالأموال 1.405 مقارنة مع قيمة t الجدولية البالغة 1.708 . لذا فإن فرضية الاحتفاظ بالأموال لها تأثير سلبي على تكلفة حقوق الملكية لذا ترفض الفرضية الثانية.

وبشأن عدد مرات اكتساب الفائدة فقد بلغت قيمة t المحسوبة 1.949، مقارنة مع قيمة t الجدولية 1.708 عليه تقبل الفرضية الثالثة. كما بلغت قيمة t المحسوبة للرافعة المالية فبلغت (1.044) مقابل قيمة t الجدولية 1.708 ومنه يستنتج التأثير السلبي على تكلفة حقوق الملكية عليه ترفض الفرضية الرابعة .

وقد أجريت دراسات بشأن محددات تكلفة حقوق الملكية في البلدان المتقدمة النمو وهي إن الديون الطويلة الأجل التي لها نسبة مئوية محددة في هيكل رأس المال ، علماً أن البنوك في سلطنة عمان

تقوم باقراض الشركات لفترات طويلة الأجل. هذا وبلغت قيمة t المحسوبة لدعم الأصول الثابتة t 1.574 مقارنة بقيمة t الجدولية 1.708 عليه ترفض الفرضية الخامسة . ويتم تمويل الأصول الثابتة تمويلا تاما من حيث الملكية في سلطنة عمان وفي البلدان المتقدمة فإنها تمول عن طريق الديون طويلة الأجل أيضا، وبلغت قيمة t للالتزامات طويلة الأجل 0.146 مقارنة مع قيمة t الجدولية 1.708 عليه ترفض الفرضية السادسة . وبخصوص الضرائب فقد بلغت قيمة t 0215 ، وقيمة بيتا 1.708 لذا يتم رفض الفرضية السابعة ، ويتم التحاسب الضريبي في سلطنة عمان على القوائم المالية المدققة ومن ثم يتم التحاسب الضريبي النهائي والتي قد تكون السبب في ظهور اختلافات في الدخل الخاضع للضريبة حسب القوائم المالية والدخل الخاضع للضريبة بموجب احتساب الامانة العامة للضرائب طبقا لقانون الضريبة رقم 81/47 لسنة 1981 . وقد بلغت القيمة السوقية -9.259 مقارنة مع قيمة t الجدولية 1.708 . لذلك تقبل الفرضية الثامنة ثبت أنه مع زيادة في قيمة الشركة سيتم تخفيض تكلفة الأسهم والعكس بالعكس ، فرضية سعر السهم السوقي لها تأثير سلبي على تكلفة حقوق الملكية عليه يتم قبول الفرضية الثامنة .

جدول رقم 3 اختبار معنوية معاملات الانحدار

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	قيمة t الجدولية
تقاطع Intercept	23.13672	14.346
نمو صافي الايرادات (NEG)	0,058	1.708
الاحتياطيات والارباح المحتجزة (RRE)	1.405	1.708
مرات اكتساب الفائدة (TIE)	1.949	1.708
الرافعة المالية (G)	1.044	1.708
تعزير الاصول الثابتة (FAB)	1.574	1.708
الديون طويلة الاجل (LTD)	0.146	1.708
الضريبة (T)	0.215	1.708
القيمة السوقية (MC)	(9.259)	1.708
معامل التفسير R Square	0.71	
Adjusted R Square	0.68	

لقد بينت الدراسة بان المتغيرات المستقلة الثمانية لها تأثير على تكلفة حقوق الملكية بمقدار 71% ما دل عليه معامل التحديد أو معامل التفسير .

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات والاتجاهات المستقبلية

اولا : الاستنتاجات

1- هناك أدلة قوية على أن القيمة السوقية لها أثر جوهري على تكلفة حقوق الملكية وكانت نتائج الدراسة

متفقة مع التوقعات وتثبت أن صافي نمو الأرباح، والاحتفاظ بالأموال، و عدد مرات اكتساب الفائدة ، والرافعة المالية ، ودعم الأصول الثابتة، والديون طويلة الأجل والضرائب لها تأثير على تكلفة حقوق الملكية .

2- بسبب خضوع كافة الشركات العمانية المدرجة في سوق مسقط للاوراق العمانية لنظام الحوكمة على اسس سليمة كما ان مجلس ادارة الشركات غير تنفيذي ومنتخب وتخضع إلى مراقبة هيئة سوق المال.

3- بالرغم من النتائج الجيدة فإن الفهم النظري والتطبيقي لتكلفة حقوق الملكية لا يزال مبكرا فيما يتعلق بسلطنة عمان.

4- ان نتائج الدراسة الحالية توفر إلى حد ما النقص في الدراسات الموجودة ويمكن إجراء تحليل شامل باستخدام بيانات أثر المتغيرات العالمية لسوق رأس المال والتجارة ويمكن أيضا النظر في الانفتاح في المستقبل.

ثانيا : التوصيات

1- تساعد نتائج هذه الدراسة مدراء الشركات، والمستثمرين والعملاء في فهم كيفية استجابة قرارات هيكل رأس المال لظروف السوق.

2- تقديم معلومات مباشرة للمستثمرين المحليين والأجانب بشأن تكلفة ما يقومون به من اعمال تجارية في مختلف القطاعات في سلطنة عمان.

3- تكشف المراقبة المالية عن حقيقة أن العائد المتوقع من قبل المساهمين يختلف من صناعة الى أخرى نظرا لتوافر فرص الاستثمار.

4- يمكن النظر إلى الجوانب الاجتماعية والثقافية باعتبارها محددات لتكلفة حقوق الملكية.

5- امكانية النظر في متغيرات السياسة المالية من قبل مجلس إدارة الشركات حين تقرر هيكل رأس المال.

ثالثا : الاتجاهات المستقبلية

تعتبر العوامل التي تؤثر على تكلفة الأسهم مجال مهم جدا في البحوث وذلك بعد تحديد العوامل التي تؤثر على تكلفة حقوق الملكية . وهذه العوامل يمكن التحكم فيها لتقليل تكلفة حقوق الملكية التي قد تسهم نحو تعظيم ثروة المساهمين .لذا يمكن النظر في البحوث المستقبلية إلى كيفية تحديد محددات هيكل رأس المال من قطاع إلى قطاع أو من صناعة إلى صناعة في سلطنة عمان وهو ما اشارت اليه الدراسات بأن محددات تكلفة حقوق الملكية قد تختلف من صناعة إلى أخرى.

المصادر :

1. Ashton, D. J. (1995). The cost of equity capital and a generalisation of the dividend growth model. *Accounting and Business Research*, 26(1), 3-17.
2. Baxter, N. D. (1967). Leverage, the Risk of Ruin and the Cost of Capital. *Journal of Finance* 22 (3) , 395-403..
3. Bazley, M., & Hancock, P. (2004). Contemporary accounting. *Melbourne, Australia: Cengage earning Australia Pty Limited.*
4. Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lumsdaine, R. L. (2002). The dynamics of emerging market equity flows. *Journal of International Money and Finance*, 21(3), 295-350
5. Bhatnagar, V. K., Kumari, M., & Sharma, N. (2015). Impact of Capital Structure & Cost of Capital on Shareholders' Wealth Maximization—A Study of BSE Listed Companies in India. *Chanakya International Journal of Business Research*, 1(1), 28-36.
6. Bilal, A. R., Khan, A. A., Akoorie, M. E. M. (2016). Constraints to growth: a cross country analysis of Chinese, Indian and Pakistani SMEs. *Chinese Management Studies*, 10(2), 365-386.
7. Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structure in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
8. Botosan, C. A., Plumlee, M. A., & Xie, Y. (2004). The role of information precision in determining the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 9(2-3), 233-259.
9. Brennan, M. J., Huh, S. W., & Subrahmanyam, A. (2015). Asymmetric effects of informed trading on the cost of equity capital. *Management Science*.
10. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2002). Financial management theory and practice. *South-Western, Thomson Learning, Inc.*

11. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2004). Fundamentals of financial management. *Thomson South-Western*.
12. Bruner, R. F., Eades, K., Harris, R., & Higgins, R. (1998). Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis. *Financial Practice and Education*, 8, 13–28.
13. Change, R. P. & Rhee, S. G. (1990). The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financial Management*, 19(2), 21–31.
14. Chen, Z., Dhaliwal, D. S., & Xie, H. (2010). Regulation fair disclosure and the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 106–144.
15. Cheynel, E. (2013). A theory of voluntary disclosure and cost of capital. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 987–1020.
16. Clarkson, P., Guedes, J., & Thompson, R. (1996). On the diversification, observability, and measurement of estimation risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(01), 69–84.
17. Clinch, G., & Verrecchia, R. E. (2015). Voluntary disclosure and the cost of capital. *Australian Journal of Management*, 40(2), 201–223.
18. Core, J. E., Hail, L., & Verdi, R. S. (2015). Mandatory disclosure quality, inside ownership, and cost of capital. *European Accounting Review*, 24(1), 1–29.
19. *Abasyn Journal of Social Sciences – Volume 9 – Issue 2* 540
20. Da, Z., Guo, R. J., & Jagannathan, R. (2012). CAPM for estimating the cost of equity capital: Interpreting the empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 204–220.
21. Debra C. Setter Paul K. Chaney 2004 Advanced Accounting. New york John Wiley & sons ,
22. Drobetz, W., & Fix. R. (2003). *What are the determinants of the capital structure? Some evidence for Switzerland*. Working Paper No. 4/03., Department of Finance, University of Basel, Basel, Switzerland.

23. Espinosa, M., & Trombetta, M. (2007). Disclosure interactions and the cost of equity capital: evidence from the Spanish continuous market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1371–1392.
24. Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819–843.
26. Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 46(1), 53–99.
27. Gibson, C. H. (1998). Financial statement analysis, using financial accounting information. *New Jersey, NJ: Prentice–Hall, Inc.*
28. Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60(2), 187–243.
29. Horne, J. C. V., & Wachowicz, J. M. (1998). Fundamentals of financial management. *New Jersey, NJ: Prentice–Hall, Inc.*
30. Hribar, P., & Jenkins, N. T. (2004). The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital. *Review of accounting studies*, 9(2–3), 337–356.
31. Khan, M. Y. & Jain, P. K. (1993). Theory and problems of financial management. *Mcgraw–Hill, New Delhi, India: Publishing Company Limited.*
32. Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1–29.
33. Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), 385–420.
34. Mayers, S.C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–222.
35. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.

36. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital a correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
37. Nasr, H., Boubakri, N. & Cosset, J. C. (2012). The political determinants of the cost of equity: Evidence from newly privatized firms. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 605–646.
38. Nikolaev, V., & Van Lent, L. (2005). The endogeneity bias in the relation between cost-of-debt capital and corporate disclosure policy. *European Accounting Review*, 14(4), 677–724.
39. Paugam, L., & Ramond, O. (2015). Effect of Impairment-Testing Disclosures on the Cost of Equity Capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5–6), 583–618.
40. Pointon, J. & Omran, M. (2004). The determinants of the cost of capital by industry within an emerging economy: Evidence from Egypt, *International Journal of Business*, 9(3), 237–258.
41. Turner, J. S. (2010). Business Risk and the Tradeoff Theory of Capital Structure. Health Services Organization and Policy in the University of Michigan Ann Arbor, MI, US
42. Xu, S., Liu, D., & Huang, J. (2015). Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms. *Australian Journal of Management*, 40(2), 245–276.
- Internet: [https://ar.wikipedia.org/wiki\(1/5/2017\)](https://ar.wikipedia.org/wiki(1/5/2017))