



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة كربلاء - كلية الإدارة والاقتصاد
قسم إدارة الأعمال - الدراسات العليا

تأثير محددات هيكل التمويل في القيمة السوقية المضافة عبر الرفع المالي

والقيمة الاقتصادية المضافة.

(دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق

المالية).

اطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كربلاء

وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه فلسفة في علوم إدارة الأعمال

تقدم بها

حيدر خضير جوان

بإشراف الأستاذ المساعد الدكتور

علي احمد فارس

2021 م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ
وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ

صدق الله العلي العظيم

سورة المجادلة الآية (11)

الاهداء

الى صاحب السيرة العطرة، والفكر المُستنير، فلقد كان له الفضل الأوّل في بلوغي التعليم العالي... (والدي الحبيب)، أطال الله في عُمره.

إلى من وضع المولى - سبحانه وتعالى - الجنة تحت قدميها، ووقَّرها في كتابه العزيز... (أمي الحبيبة).

إلى زوجتي ورفيقة الكفاح في مسيرة الحياة

إلى أصدقائي الذين أشهد لهم بأنهم نعم الرفقاء في جميع الأمور..

إلى أساتذتي في كلية الادارة والاقتصاد.

أهديكم اطروحتي المتواضعة

الباحث

الشكر والتقدير

الحمد لله صاحب الفضل العظيم الذي اعانني وسهل لي كتابة هذه الاطروحة وأود أن أشكر الاستاذ المساعد الدكتور علي احمد فارس مشرفي على هذه الاطروحة لإعطائي ساعات لا حصر لها من التأمل ، والقراءة ، والتشجيع ، والصبر الطويل على العملية برمتها.

وكذلك الشكر الخاص الى السادة رئيس لجنة المناقشة وأعضائها، والمقومين العلميين والمقوم اللغوي الذين كانوا كرماء بخبرتهم ووقتهم الثمين.

وأود أن أشكر مجلس قسم ادارة الاعمال للسماح لي بإجراء هذه الاطروحة وتقديمهم المساعدة المطلوبة.

والشكر موصول الى الاستاذ الدكتور فيصل علوان الطائي مدير قسم المكتبة المركزية الذي ارشدني على مصادر الاطروحة عبر المكتبة الالكترونية.

والشكر كذلك الى الاستاذ الدكتور احمد كاظم بريس والدكتور امير غانم وادي والدكتور محمد تركي عبد العباس والمدرس احمد محمد شهيد على مساندتهم وتشجيعهم المستمر لإتمام هذا الاطروحة.

أخيراً وليس آخراً، أود أن أشكر الاستاذ الدكتور اكرم محسن الياسري الذي تعلمت على يده خطوات اعداد الاطروحة.

الباحث

المخلص:

سعت الدراسة إلى تحقيق العديد من الأهداف أهمها اختبار مدى تأثير ومساهمة محددات هيكل التمويل المتمثلة بـ (حجم الشركة وعمرها وملموسية الموجودات والربحية والسيولة وفرص النمو والاعفاء الضريبي) في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية و القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من الشركات العراقية الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية البالغ عددها عشر شركات.

وتمثلت مشكلة الدراسة في الانخفاض المستمر في قيم الشركات التي تظهرها التقارير المالية المنشورة والصعوبات التي تواجه الشركات العراقية في استغلال محددات هيكل التمويل لزيادة القيمة السوقية المضافة عند توسط القيمة الاقتصادية المضافة والرافعة المالية عند اختيار المزيج المناسب من القروض وحق الملكية.

وتم اجراء الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) من إجمالي 130 شركة مدرجة منها 25 شركة تمثل القطاع الصناعي حيث يتم استبعاد شركات القطاعات غير الصناعية وكذلك شركات القطاع الصناعي التي لديها سنوات مفقودة على مدى 14 سنة تمتد من عام 2005 إلى 2018. وبعد تطبيق المحددات أعلاه، تكونت العينة النهائية من 10 شركة صناعية مدرجة في السوق اعلاه.

وقد استخدمت الدراسة مجموعة من الاساليب المالية لاستخراج قيمة حجم الشركة وعمرها عبر اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الموجودات وعمر الشركة ، فضلا عن ملموسية الموجودات عبر نسبة الموجودات الثابتة الى مجموع التمويل، وفرص النمو المتمثلة بالنسبة المئوية للتغير في مجموع الموجودات، وكذلك استخدم الباحث نسبة العائد على الموجودات والعائد على حق الملكية ونسبة التداول والاعفاء الضريبي المتمثل بنسبة الاندثار الى مجموع الموجودات، واخيرا استخدم الباحث الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

وقد اعتمدت الدراسة تحليل المسار (Path analysis) لغرض اختبار تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة . فيما استخدم الباحث أسلوب (Bootstrap) لغرض اختبار معنوية التأثير غير المباشر الكلي . علما ان اجراء تحليل المسار والاختبار تم عن طريق البرنامج الاحصائي (AMOS, V.23).

واظهرت النتائج ان خمس شركات والتي تشكل نصف عينة الدراسة تمتلك عدد من محددات هيكل التمويل لها تأثير ذو دلالة معنوية في القيمة السوقية المضافة عبر توسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.

وهذا قد يرجع الى ضعف اداء تلك الشركات من مدة الدراسة، فقد وجد الباحث هناك سبع شركات من عينة الدراسة لها قيمة اقتصادية مضافة سلبية، وهذا يشير إلى أن الإدارة لم تستطيع زيادة قيمة الشركة ، وعليه فإن ثروة المساهمين ليست بالشكل الأمثل ، فضلا عن عدم وجود أي قرار مدروس بشأن مزيج من الديون وحقوق الملكية في تكوين رأس مال الشركات عينة الدراسة ، وكل ذلك افقد الشركات عينة الدراسة قدرتها على استغلال هذه المحددات في تنمية القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.

الكلمات المفتاحية : حجم الشركة، عمر الشركة، ملموسية الموجودات، فرص النمو، الربحية ، السيولة، الاعفاء الضريبي، الرافعة المالية، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة.

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
	الآية القرآنية
	الإهداء
	الشكر والتقدير
أ-ب	المستخلص
ت	قائمة المحتويات
ث	قائمة الأشكال
ث-خ	قائمة الجداول
خ	قائمة الملاحق
2-1	المقدمة
3	الفصل الأول: الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة
15-3	المبحث الأول: الدراسات السابقة
25-16	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
26	الفصل الثاني: المرتكزات الفكرية والمفاهيمية لمتغيرات الدراسة
62-26	المبحث الأول: محددات هيكل التمويل
87-63	المبحث الثاني: الرافعة المالية – القيمة الاقتصادية المضافة – القيمة السوقية المضافة
91-88	المبحث الثالث: العلاقة بين متغيرات الدراسة

92	الفصل الثالث: الجانب التطبيقي للدراسة
135 -92	المبحث الاول: وصف وتحليل متغيرات الدراسة
199 -136	المبحث الثاني: الاختبار الاحصائي فرضيات الدراسة
200	الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات
202 -200	اولا: الاستنتاجات
204 -203	ثانيا: التوصيات
229 -205	المصادر
	الملاحق
	المستخلص باللغة الانكليزية

قائمة الاشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
20	المخطط الفرضي لمتغيرات الدراسة	(1-1)

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
3	الدراسات السابقة الخاصة بمحددات هيكل التمويل والرافعة المالية.	(1-1)
9	الدراسات السابقة الخاصة بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة	(2-1)
21	الشركات عينة الدراسة	(3-1)

23	المقاييس المستخدمة في الدراسة	(4-1)
34	محددات هيكل التمويل	(1-2)
93	الايوساط الحسابية لمتغيرات الدراسة للشركات عينة الدراسة	(1-3)
94	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة	(2-3)
99	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة بغداد للمشروبات الغازية	(3-3)
104	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة للشركة الوطنية للصناعات الكيميائية والبلاستيكية	(4-3)
108	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة للشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور	(5-3)
112	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات	(6-3)
116	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية	(7-3)
120	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل	(8-3)
124	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة الصناعات الكيميائية العصرية	(9-3)
128	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	(10-3)
132	النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة الخياطة الحديثة	(11-3)
136	F المحسوبة ومستوى معنوية الاختبار لمحددات هكل التمويل للشركات عينة الدراسة.	(12-3)

- 138 (13-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة.
- 139 (14-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة بغداد للمشروبات الغازية.
- 140 (15-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية.
- 141 (16-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد للشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور.
- 142 (17-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد للشركة العراقية للسجاد والمفروشات.
- 143 (18-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية.
- 143 (19-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل.
- 144 (20-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة الصنائع الكيماوية العصرية.
- 145 (21-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات.
- 146 (22-3) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة الخياطة الحديثة.
- 148 (23-3) تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطه لشركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة.

153	تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة لشركة بغداد للمشروبات الغازية	(24-3)
158	تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	(25-3)
163	تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة للشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور	(26-3)
168	تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات	(27-3)
173	تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية	(28-3)
178	تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل	(29-3)
183	تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة لشركة الصنائع الكيماوية العصرية	(20-3)
188	تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات.	(31-3)
193	تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة لشركة الخياطة الحديثة.	(32-3)
199	الاثر المعنوي للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة.	(33-3)

قائمة الملاحق

الصفحة	الموضوع
50-1	اشكال التحليل المالي
8-51	اشكال التحليل الاحصائي

المقدمة:

القيمة السوقية المضافة هي ببساطة الفرق بين القيمة السوقية الإجمالية الحالية للشركة ورأس المال الذي يسهم به المستثمرون (بما في ذلك كل من المساهمين والدائنين على مدار مدة زمنية). ويعد مقياس للثروة، يقيس مستوى القيمة التي تراكمت لدى الشركة بمرور الوقت.

أما القيمة الاقتصادية المضافة فهي لا تعد مقياس للثروة ولكنها مقياس للأداء والذي تحاول قياس الربح الاقتصادي الحقيقي الذي تنتجه شركة معينة، وتوفر قياساً للنجاح الاقتصادي للشركة (أو الفشل) على مدار مدة زمنية معينة.

ومن ناحية أخرى يشير هيكل التمويل إلى الطريقة التي تختارها الشركة لتمويل موجوداتها عبر مزيج من حقوق الملكية أو الديون. والوصول إلى النسبة المثلى للديون إلى حقوق الملكية للاستمرار في النجاح والبقاء في نهاية المطاف، ويحدد هذا الهيكل عدد كبير من العوامل مثل حجم الشركة وفرص النمو وعمر الشركة والربحية والسيولة والمخاطرة.. الخ والتي تؤثر بدورها على الرافعة المالية كما اثبتته العديد من الدراسات التي يتم التطرق لها في هذه الأطروحة ولا يمكن تصنيف الأهم، لأن كل هذه العوامل لها أهمية مختلفة ويتغير تأثير كل عامل على مدى من الزمن.

وقد غابت عن الشركات المساهمة العراقية مقاييس القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة، فضلا عن قلة الأبحاث التي بحثت البيئة العراقية والخاصة بمحددات هيكل التمويل والرافعة المالية.

اذ تعد مقاييس القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة المقاييس الأكثر شيوعاً والمستخدمه في تحديد قيمة الشركة. وهناك اختلافات واضحة بين استراتيجيتي التقييم هاتين، حيث يجب على المديرين ان يكونوا على دراية بكيفية استخدام كل منهما.

وعليه كان من الضروري اجراء هذه الدراسة، اذ ان الدراسات السابقة حسب علم الباحث لم تجمع هذه المتغيرات معا في دراسة واحدة لتوضيح اثرها وتفسيرها.

وكان الغرض من هذه الدراسة هو اختبار مدى تأثير ومساهمة محددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية و القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات التي يتم دراستها، فضلا عن المساهمة النظرية في الأدبيات التي بحثت موضوع محددات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة وكذلك القيمة الاقتصادية المضافة والرافعة المالية.

وجاءت اهمية الدراسة عبر تقديمها صورة متكاملة لاهم المتغيرات التي يمكن ان تساعد الشركات في تحقيق هدفها الالهم وهو تعظيم قيمتها السوقية فضلا عن مساهمتها في معرفة العلاقة التأثيرية بين محددات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة عند توسط القيمة الاقتصادية المضافة والرافعة المالية، وتقديمها أطارا نظريا ومنهجية فكرية تحدد مسارات الدراسات اللاحقة في الموضوع ذاته.

ومن هنا افترض الباحث واستنادا الى مشكلة وهدف الدراسة بان الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لا تتوسطان الاثر بين محددات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة.

وكانت فرضية الدراسة الرئيسية هي (لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين محددات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة).

وتم جمع البيانات الخاصة بالميزانية العمومية وكشف الدخل فضلا عن البيانات خارج هذه الكشوفات من نشرات سوق العراق للأوراق المالية والهيئة العراقية للأوراق المالية.

وتطلب تحقيق اهداف الدراسة تقسيمها الى اربعة فصول، اذ بحث الفصل الاول الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة حيث انقسم على مبحثين لكل منهما. اما الفصل الثاني فقد اختص بالمرتكزات الفكرية والمفاهيمية لمتغيرات الدراسة وقد انقسم على مبحثين تضمن المبحث الاول محددات هيكل التمويل وتضمن المبحث الثاني الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة. في حين بحث الفصل الثالث الجانب العملي للدراسة وقد انقسم على مبحثين تضمن الاول منه وصف وتحليل متغيرات الدراسة ، بينما بحث الثاني الاختبار الاحصائي لفرضيات الدراسة. واختتمت الدراسة بالفصل الرابع الذي تضمن مبحثين بحث الاول منها الاستنتاجات وبحث الثاني التوصيات .

الفصل الاول

الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة

تمهيد

يبحث هذا الفصل الدراسات السابقة بهدف توسيع اطلاع الباحث على موضوع الدراسة، وزيادة الافكار التي قد تغيب عنه وعليه الاستفادة منها في دراسته، وتوفير الوقت والجهد على الباحث عبر دراسته هذه المعلومات، وتجنب ارتكاب الاخطاء التي من المحتمل ان يكون قد وقع بها بعض الباحثين عند دراستهم متغيرات الدراسة.

فضلا عن بحث منهجية الدراسة التي تتضمن مشكلة الدراسة واهدافها واهميتها وفرضياتها فضلا عن عينتها واسلوب جمع وتحليل وعلى النحو الاتي:

المبحث الاول: الدراسات السابقة

توطئة

يهدف المبحث الحالي استعراض الدراسات السابقة ومراجعة الأدبيات الخاصة بهيكل بمتغيرات الدراسة لتقدير ما توصل إليه الباحثون الآخرون تحت موضوع الاطروحة نفسها.

وعليه قام الباحث بتقسيم الدراسات على جدولين، بحث الاول منها الدراسات الخاصة بمحددات هيكل التمويل والرافعة المالية كون هذان المتغيران مرتبطان في اغلب الدراسات السابقة، وبحث الجدول الاخر كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وحسب التسلسل الزمني وعلى النحو الاتي:-

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

ت	السنة والمؤلف
1	عنوان الدراسة
	اهداف الدراسة

Šarlija & Harc 2016

Capital structure determinants of small and medium enterprises in Croatia.

محددات هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كرواتيا

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل هيكل رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة

<p>في كرواتيا عبر تحليل المحددات الأساسية لهيكل رأس المال وهي : النمو ، الحجم ، الربحية والأصول الملموسة. استخدمت الدراسة الانحدار الخطي. تم إجراء الدراسة على عينة تتكون من 500 شركة في كرواتيا في المدة 2005-2011. تدعم نتائج هذه الدراسة نظرية ترتيب الالتقاط التي تؤكد أن الشركات الصغيرة والمتوسطة في كرواتيا يتم تمويلها بشكل أساسي من الأموال المتولدة داخليًا والتي تؤثر على الربحية والنمو والأصول الملموسة وحجم الشركات. وأن الشركات الصغيرة والمتوسطة تستخدم الأرباح لتقليل الديون ، واستخدام الأصول الملموسة كضمان في التمويل طويل الأجل ، وزيادة الديون عبر زيادة الحجم وإمكانات النمو. من أجل توفير المزيد من فرص التمويل للشركات الصغيرة والمتوسطة في كرواتيا.</p>	<p>الاساليب العينة النتائج</p>
<p>Kumar & Colombage 2017</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Research on capital structure determinants: a review and future directions. البحث عن محددات هيكل رأس المال: مراجعة والاتجاهات المستقبلية تهدف هذه الدراسة الى تحليل الدراسات الخاصة لمحددات هيكل رأس المال لمدة اربعين عام. وتسلط الضوء على الثغرات الرئيسية في الأدبيات حول محددات هيكل رأس المال وتهدف أيضًا إلى إثارة أسئلة محددة للبحث في المستقبل. اعتمدت الدراسة في تحليل العلاقة بين محددات هيكل رأس المال عبر تحليل ميتا (meta-analysis). تستند المراجعة إلى 167 بحثًا تم نشرها من عام 1972 إلى عام 2013 في العديد من المجالات التي راجعها النظراء. تظهر النتائج الرئيسية زيادة الاهتمام بالبحث عن محددات هيكل رأس المال للشركات الموجودة في الأسواق الناشئة. ومع ذلك ، لوحظ أن هذه المجالات لا تزال قيد الدراسة مما يوفر نطاقًا أكبر للبحث في كل من الدراسات التجريبية</p>	<p>2 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب العينة النتائج</p>

<p>والقائمة على المسح. تُجرى غالبية الدراسات البحثية على شركات كبيرة الحجم باستخدام بيانات ثانوية ونماذج قائمة على الانحدار للتحليل ، في حين أن الدراسات على الشركات الصغيرة الحجم قليلة للغاية. وان تأثير الرافعة المالية على الصناعات المختلفة لم يتم فحصه بعد.</p>	
<p>Hedau & Singh 2018</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Determinants Of Capital Structure–A Sector Specific Approach. محددات هيكل رأس المال – مدخل اختلاف القطاعات تهدف هذه الدراسة الى تحليل أوجه التشابه والاختلاف في محددات هيكل التمويل بين القطاعات المختلفة لسوق رأس المال الهندي. يُستخدم نموذج انحدار المربعات الصغرى لتحليل تأثير المتغير التوضيحي على نسبة الدين إلى حقوق الملكية. القطاعات المختلفة لسوق رأس المال الهندي باستخدام البيانات من عام 2008 إلى عام 2018. تؤكد نتائج الدراسة وجود محددات قطاعية لهيكل التمويل في سوق رأس المال الهندي. الورقة لها تأثيرها في مجال التمويل من حيث توسيع فهم حول تباين العوامل التي تؤثر على هيكل التمويل للشركات من مختلف القطاعات.</p>	<p>3 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب العينة النتائج</p>
<p>Bylo & Çankaya 2019</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Capital structure determinants in transitional economies محددات هيكل رأس المال في الاقتصادات الانتقالية تهدف هذه الدراسة إلى تحليل محددات هيكل التمويل للشركات في غرب البلقان. استخدمت الدراسة نموذج انحدار في تحليل محددات هيكل التمويل تتكون عينة الدراسة من 30 شركة غير مالية مدرجة في بورصة بلغراد ، والبورصة المقدونية عبر مدة 2012-2017. تظهر الدراسة أن الشركات تميل إلى الاعتماد بشكل أكبر على الديون قصيرة</p>	<p>4 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب العينة النتائج</p>

<p>الأجل بدلاً من الديون طويلة الأجل. تتأثر نسبة الديون طويلة الأجل بشكل إيجابي بشكل كبير بفرص نمو هذه الشركات ومستواها السابق. نظرية، و أن الشركات تتبع ترتيب النقر.</p>	
<p>Ardi et al. 2020</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Capital Structure Determinants of Construction Firms: Does Firm Size Moderate the Results? محددات هيكل رأس المال لشركات البناء: هل يعدل حجم الشركة النتائج؟ تسلط الضوء على كيفية تأثير العوامل الخاصة بالشركة ومتغيرات الاقتصاد الكلي الخارجية على هيكل رأس المال. وكذلك يسلط الضوء على تأثير العوامل الخاصة بالشركة والمتغيرات الخارجية الكلية على هيكل رأس المال مع حجم الشركة. استخدمت الدراسة نموذج الانحدار في تحليل البيانات تمثلت عينة الدراسة في شركات البناء المدرجة في بورصة إندونيسيا. واستخدمت 30 شركة كعينة بحث تغطي المدة من 2009 إلى 2014. اظهرت نتائج الدراسة أن العوامل التي تحدد بشكل كبير هيكل رأس المال هي الربحية والسيولة والتضخم والناتج المحلي الإجمالي. وفي الوقت نفسه ، لا تؤثر الملموسية على هيكل رأس المال.</p>	<p>5 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب العينة النتائج</p>
<p>Mathad 2020</p>	<p>ت السنة والمؤلف</p>
<p>38. A study on impact of leverage on the profitability & risks of the Indian steel industry. 38 دراسة عن تأثير الرافعة المالية على ربحية ومخاطر صناعة الصلب الهندية. تهدف الدراسة الى تحليل الرافعات التشغيلية والمالية والرافعة لشركات الصلب المختارة وفحص تأثير الرافعة المالية على ربحية شركة الصلب المختارة. لاختبار الفرضية فقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد تتكون العينة من 15 شركة وللمدة من 2016 ولغاية 2019</p>	<p>6 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب العينة</p>

<p>توصلت الدراسة الى ان الرافعة التشغيلية والرافعة المالية وقيم الرافعة الكلية مهمة جدًا لمعرفة مخاطر الصناعة. فضلا عن أن مخاطر صناعة الصلب عالية وأن المبيعات بحاجة إلى زيادة للتغلب على المخاطر أو أنها تحتاج إلى تقليل نفقاتها</p>	<p>النتائج</p>
<p>Khan& Ghayas, 2020</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>A Study on the Determinants of Capital Structure: Evidence from India</p> <p>دراسة لمحددات هيكل رأس المال: أدلة من الهند</p> <p>تهدف هذه الدراسة التجريبية إلى استكشاف العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال في الشركات الهندية ومعرفة عمل نظرية هيكل رأس المال (نظرية الترتيب و نظرية المقايضة)</p> <p>استخدم الباحث معادلة الانحدار الخطي البسيط في ايجاد الاثر الشركات الهندية المدرجة في البورصة الوطنية.(NSE 500) من 2009 الى 2018.</p> <p>تشير النتائج إلى أن متغيرات مثل الربحية ، وحجم الشركة ، والسيولة ، والمخاطر ومعدل الضريبة تؤثر على هيكل رأس المال للشركات الهندية ، ووجد أن الدين قصير الأجل هو مصدر أساسي للتمويل للشركات الهندية.</p>	<p>7 عنوان الدراسة</p> <p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p> <p>العينة</p> <p>النتائج</p>
<p>Zhang & Zhou 2020</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Leverage structure and stock price synchronicity: Evidence from China.</p> <p>تزامنية هيكل الرافعة واسعار الاسهم: دليل من الصين.</p> <p>تسعى هذه الدراسة الى معرفة تأثير هيكل الرافعة المالية على أسعار الأسهم.</p> <p>تستخدم نموذج الانحدار الكمي للتحقيق في تأثير الرافعة المالية في مستويات مختلفة لأسعار الأسهم</p> <p>تتمثل العينة ب 2818 شركة صينية للمدة من 2007 ولغاية 2016</p>	<p>8 عنوان الدراسة</p> <p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p> <p>العينة</p>

<p>تظهر نتائج الدراسة التجريبية أن الرافعة التشغيلية والتمويلية لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم. وكلما ارتفع سعر السهم زاد هذا التأثير. علاوة على ذلك ، يتم تخفيف التأثير الرافعة المالية مع زيادة ربحية الشركات ، ولا يوجد تأثير للرافعة التشغيلية. على العكس من ذلك يتم تعزيز التأثير للرافعة المالية عندما تصبح القيمة السوقية للشركات أكبر ، أخيراً ونظراً لأن الشركات مملوكة للدولة فإن تأثير الرافعة التشغيلية والتمويلية سيكون أعلى</p>	<p>النتائج</p>
<p>Gharaibeh & Saqer 2020</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Determinants of capital structure: evidence from Jordanian service companies. محددات هيكل رأس المال: شواهد من شركات خدمية أردنية. تهدف الدراسة الى البحث واستكشاف الاثر في محددات هيكل رأس المال لجميع شركات الخدمات الأردنية تم اختبار فرضيات البحث لتحليل العلاقات بين المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار الثابت. تتكون عينة الدراسة من 45 شركة لشركات الخدمات في الأردن بين عامي 2014 و 2018. أظهرت النتائج أن المتغيرات المستقلة ، المقترحة كمحددات لهيكل رأس المال ، لها تأثير على نسبة الديون التي تقدمها شركات الخدمات. يكون للحجم وللاعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي كبير على نسبة الدين ، في حين أن الربحية ومخاطر الأعمال لها تأثير سلبي كبير على نسبة الدين. لا تستخدم شركات الخدمات الأردنية الأصول الثابتة كضمان أو الشركات ذات القيمة الإضافية الأعلى تميل إلى الاقتراض أقل من الديون.</p>	<p>9 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب العينة النتائج</p>
<p>Marie 2021</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Relationship Between Profitability and Financial Leverage in Selected European Sugar Companies.</p>	<p>10 عنوان الدراسة</p>

<p>العلاقة بين الربحية والرافعة المالية في شركات السكر الأوروبية المختارة كان الهدف من الدراسة هو معرفة ما إذا كانت هناك صلة بين الربحية والرافعة المالية لشركات السكر الأوروبية المختارة تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد تمثلت عينة الدراسة في شركات السكر في الاتحاد الاوربي وقد استخدم بيانات المدة من 2010 الى 2018 للتحليل. تركزت نتائج الدراسة في أن العلاقة بين الرافعة المالية والربحية ليست واضحة في حالة الشركات التي تم تحليلها في البلدان المختارة. وأن بعض شركات السكر تعمل كهيئات متعددة الجنسيات ، والتي لا تتخصص صراحةً فقط في إنتاج السكر ومحفظتها شديدة التنوع ، لذلك قد لا يكون من السهل مقارنة هيكل رأس المال من حيث الأعمال وتقييم الفعالية.</p>	<p>اهداف الدراسة الاساليب العينة النتائج</p>
---	---

الجدول (2-1) الدراسات السابقة الخاصة بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة

ت	السنة والمؤلف
<p>Pandya 2016 An Empirical Analysis of Market Value Added and Economic Profit with Reference to Listed Public Sector Enterprises of India تحليل تجريبي للقيمة السوقية المضافة والأرباح الاقتصادية مع الإشارة إلى مؤسسات القطاع العام المدرجة في الهند تهدف هذه الدراسة إلى قياس ثروة المساهمين باستخدام مقاييس مثل القيمة السوقية المضافة (MVA) والأرباح الاقتصادية في سياق مؤسسات القطاع العام المدرجة في الهند. تم استخدام الإحصاء الوصفي لتحليل الأداء العام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث القيمة المضافة والربح الاقتصادي. وتم استخدام اختبار t</p>	<p>1 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب</p>

<p>لاختبار الفرضيات تم إجراء الدراسة على عينة تتكون من 20 شركة هندية من شركات القطاع العام لمدة أربع سنوات تتراوح من 2012 إلى 2015. اوضحت الدراسة أنه لم يكن أداء جميع الشركات العشرين جيداً من حيث القيمة المضافة والربح الاقتصادي. في حين أن متوسط القيمة المضافة لشركات العينة ككل ربما لم يشهد تقلباً أكبر ، فقد أظهر متوسط الربح الاقتصادي الذي تحقق ركوداً وتقلباً كبيراً كما يتضح من الاتجاهات. كشفت الدراسة أن القيمة السوقية المضافة والربح الاقتصادي كانا مرتبطين إحصائياً بشكل كبير</p>	<p>العينة النتائج</p>
<p>Bognárová 2017</p>	<p>السنة</p>
<p>Analysis of the relationship between economic value added and market value added. تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة تهدف الدراسة الى إجراء التحليل على عينة من الشركات السلوفاكية المختارة من أجل تحديد ومقارنة وتقييم العلاقة بين مقاييس الأداء المختارة اجمالي الأرباح والأرباح لكل سهم والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركة. استخدم نموذج الانحدار الخطي في تحليل أداء متغيرات الدراسة تتضمن عينة هذه الدراسة 50 شركة سلوفاكية مختارة، للمدة الزمنية من 2010 ولغاية 2015 وفقاً لنتائج النماذج تم التوصل إلى ان الشركات المختارة عبر المدة الزمنية التي تم تحليلها ، عبرها تم التأكيد على هيمنة مقياس الأداء EVA على مقياسي الأداء التقليديين الآخرين في تفسير التغيرات في MVA</p>	<p>2 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب العينة النتائج</p>
<p>Bognárová 2018</p>	<p>السنة</p>
<p>The effect of leverage and economic value added on market value added. تأثير الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة. تهدف هذه الدراسة الى معرفة الطريقة التي يمكن للمديرين الماليين عبرها</p>	<p>3 عنوان الدراسة اهداف الدراسة</p>

<p>معرفة تأثيرات الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لتعظيم القيمة السوقية المضافة.</p> <p>تم استخدام أساليب ارتباط Pearson والانحدار البسيط في التحليل.</p> <p>تم اختيار 20 شركة من الشركات السلوكية المختارة كعينة للتحليل للمدة الزمنية من 2012 إلى 2016.</p> <p>أظهرت النتائج أن EVA والرافعة المالية ليس لهما تأثير كبير على القيمة السوقية المضافة للشركات السلوكية المختارة.</p>	<p>الاساليب</p> <p>العينة</p> <p>النتائج</p>
<p>Leite & Silva 2019</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Relationship of Capital Structure and Economic Value Added to Economic Performance in Brazilian and Chilean Industrial Companies.</p> <p>العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة الاقتصادية المضافة والأداء الاقتصادي للشركات الصناعية البرازيلية والتشيلية.</p> <p>تهدف الدراسة الى تحليل وفهم العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة الاقتصادية المضافة في الأداء الاقتصادي للمنظمات في الاقتصادات الناشئة ، وتحديدًا البرازيل وتشيلي.</p> <p>لتحليل العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة الاقتصادية المضافة في الأداء الاقتصادي في الشركات الصناعية البرازيلية والتشيلي ، استخدمت الدراسة التحليل الإحصائي الوصفي والارتباط .</p> <p>تم اختيار 127 شركة صناعية، 82 برازيلية و 45 شركة تشيلية للمدة من 2009 إلى 2013.</p> <p>تشير النتائج إلى أن المشاركة المتزايدة لرأس المال في هيكل التمويل للشركات البرازيلية والتشيلية قد أثرت بشكل كبير على الأداء الاقتصادي للمنظمات التي تم تقييمها. ومع ذلك ، أظهرت القيمة الاقتصادية المضافة علاقة سلبية منخفضة مع الأداء الاقتصادي للشركات البرازيلية وعلاقة إيجابية منخفضة مع الأداء</p>	<p>4 عنوان الدراسة</p> <p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p> <p>العينة</p> <p>النتائج</p>

الاقتصادي للشركات التشغيلية.	
السنة والمؤلف	Alvear et al. 2020
5	<p>عنوان الدراسة</p> <p>The determinants of EVA in Ecuadorian communication companies: period 2012-2018.</p> <p>محددات القيمة الاقتصادية المضافة في شركات الاتصالات الأكوادورية: للمدة 2018-2012</p> <p>الهدف المراد تحقيقه من هذه الدراسة هو تحديد ما إذا كان EVA لشركات الاتصالات الأكوادورية للمدة 2018-2012 يتأثر بالربحية والأرباح وتكلفة رأس المال وربحية الاستثمارات.</p> <p>استخدمت الدراسة نموذج الانحدار بين متغيرات الدراسة اعلاه.</p> <p>حللت هذه الدراسة القيمة الاقتصادية المضافة لجميع الشركات في قطاع المعلومات والاتصالات في المدة 2018-2012 الإكوادور</p> <p>تركزت النتائج التي تم الحصول عليها عبر الانحدار أن ROE لا يرتبط بـ القيمة الاقتصادية المضافة، و كلما ارتفع الربح التشغيلي، ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة.</p>
	<p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p> <p>العينة</p> <p>النتائج</p>
السنة	Fioresi de Sousa, et al. 2020
6	<p>عنوان الدراسة</p> <p>Economic Assessment of Brazilian Public Ports: Value-Based Management</p> <p>التقييم الاقتصادي للموانئ العامة البرازيلية: الإدارة القائمة على القيمة</p> <p>تهدف هذه الدراسة إلى التحقيق في النتائج الاقتصادية والمالية للموانئ العامة البرازيلية عبر تقييم قدرتها على توليد قيمة اقتصادية بواسطة مؤشرات القيمة المضافة الاقتصادية (EVA) ، بهدف تقييم قدرة الشركات على تكوين ثروة لمستثمري رؤوس أموال الموانئ.</p> <p>تحليل البيانات المالية والتقارير المحاسبية المتاحة للجمهور في مواقع الويب الخاصة بالشركات، حيث تم تجميع المؤشرات وترتيبها بترتيب تصاعدي وتقسّم إلى فئات عشرية ، حيث يمثل كل فئة عشرية نمط أداء مجموعة شركات السوق</p>
	<p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p>

<p>شركات الموائى العامة البرازيلية للمدة بين 2011 و 2016 تشير النتائج إلى أنه الوضع المالي المرضي ليست بسبب عمل الشركات ، ولكن على الأرجح بسبب الإعانات الحكومية. أي ان الموائى البرازيلية تمثل حالة تدمير للقيمة</p>	<p>العينة النتائج</p>
<p>Behera, 2020</p>	<p>السنة</p>
<p>Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required return than constant required return? هل يشرح نموذج التقييم EVA القيمة السوقية للأسهم بشكل أفضل في ظل العائد المطلوب المتغير من العائد المطلوب الثابت ؟ تهدف الدراسة الى معرفة ما إذا كان يمكن تنفيذ نموذج التقييم EVA مع العائد المطلوب . وامكانية استبدال القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالقيمة الحالية ومعرفة التأثير الافضل للأرباح المطلوبة و أرباح السوق العادية. وكذلك ما إذا كانت القدرة التفسيرية لنموذج التقييم EVA هي الأفضل تم إجراء تحليلات محتوى المعلومات المنشورة، واستخدام نموذج القيمة السوقية المضافة للعينة شملت العينة 69 شركة كبيرة و 88 شركة متوسطة و 79 شركة صغيرة. أظهرت النتائج أن نموذج التقييم القائم على EVA تفوق في الأداء عندما يعمل مع العائد على حق الملكية قياسا مع العائد المطلوب.</p>	<p>7 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب العينة النتائج</p>
<p>Geng & Liao 2021</p>	<p>ت السنة والمؤلف</p>
<p>Operating Performance of Tourism Listed Companies in China: The Perspective of Economic Value Added الأداء التشغيلي للشركات السياحية المدرجة في الصين: منظور القيمة الاقتصادية المضافة ايجاد طريقة أفضل لقياس أداء الشركات السياحية المدرجة تحلل بيانات الشركة باستخدام مؤشر EVA</p>	<p>8 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب</p>

<p>حجم العينة المأخوذة هو 17 شركة سياحية للمدة من 2013 إلى 2015 توصلت الدراسة الى أن 47٪ فقط من الشركات المدرجة لديها قيمة اقتصادية مضافة إيجابية. توصلت هذه الدراسة أيضًا إلى أنه بالنسبة لأنواع مختلفة من الشركات السياحية المدرجة في البورصة ينبغي عليها اعتماد مجموعة متنوعة من الاستراتيجيات للتحسين وعليها الانتباه إلى احتياجات العملاء الجديدة وزيادة الاستثمار في التكنولوجيا</p>	<p>العينة النتائج</p>
<p>Satwiko & Agosto 2021</p>	<p>السنة والمؤلف</p>
<p>Added economic value, added market value, and financial performance over equity القيمة الاقتصادية المضافة ، والقيمة السوقية المضافة ، والأداء المالي على عائد الأسهم هدف البحث هو تحديد المتغيرات التي تؤثر على عوائد المخزون. التي تتضمن المتغيرات المستقلة المستخدمة في هذه الدراسة وهي القيمة الاقتصادية المضافة ، القيمة السوقية المضافة ، نسبة الدين إلى حقوق الملكية ، السعر إلى القيمة الدفترية ، إجمالي دوران الأصول ، العائد على حقوق الملكية ، هامش الربح الصافي ، وربح السهم. استخدم نماذج الانحدار المتعددة في اختبار الفرضيات. 52 شركة غير مالية مدرجة في بورصة إندونيسيا لمدة 5 سنوات متتالية ، من 2013 إلى 2017. كانت طريقة اختيار العينة المستخدمة هي أخذ العينات الهادف. تشير النتائج إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة ، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية ، وإجمالي دوران الأصول ، وهامش الربح الصافي ، وربح السهم ليس لها أي تأثير على عوائد الأسهم. ومع ذلك ، فإن القيمة السوقية المضافة والعائد على حقوق الملكية لهما تأثير إيجابي على عوائد الأسهم. وفي الوقت نفسه ، فإن السعر إلى القيمة الدفترية له تأثير سلبي على عوائد الأسهم.</p>	<p>9 عنوان الدراسة اهداف الدراسة الاساليب العينة النتائج</p>

Irawan 2021	السنة والمؤلف
<p>Effects of Return on Equity, Debt to Equity Ratio, Core Earning Power, Economic Value Added, Market Value Added vs Return on Equity</p> <p>تأثير العائد على حقوق الملكية ، نسبة الدين إلى حقوق الملكية ، قوة الربح الأساسية ، القيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الاسهم</p> <p>كان الغرض من هذه الدراسة هو فحص تأثير العائد على حقوق الملكية ، نسبة الدين إلى حقوق الملكية ، قوة الربح الأساسية ، القيمة الاقتصادية المضاف على عوائد الأسهم لتقديم نظرة عامة ومعلومات حول الشركة التي سيتم الاستثمار فيها.</p> <p>استخدمت الدراسة الانحدار الخطي المتعدد في الاختبار</p> <p>تتكون العينة من 33 من الشركات النشطة المدرجة في بورصة LQ45 للمدة 2019-2017.</p> <p>تظهر نتائج الاختبار أن ROE و EVA و MVA ليس لهما أي تأثير على عوائد الاسهم</p>	<p>10 عنوان الدراسة</p> <p>اهداف الدراسة</p> <p>الاساليب</p> <p>العينة</p> <p>النتائج</p>

المبحث الثاني: منهجية الدراسة

توطئة

يهدف المبحث الحالي الى وضع منهجية الدراسة التي تشكل الاستراتيجية العامة لتحديد الطريقة التي يتم بها إجراء الدراسة. اذ يشرح هذا المبحث مشكلة الدراسة وأهدافها وأهميتها وفرضياتها والاساليب المالية والاحصائية المستخدمة في الدراسة فضلا عن عينة الدراسة ومجتمعها ومحدداتها والشكل الفرضي الذي يوضح العلاقات التأثيرية بين متغيرات الدراسة لتشكل إطارًا عامًا.

أولاً: مشكلة الدراسة: -

على الرغم من أن موضوع محددات هيكل التمويل قد نوقش في الأوساط الأكاديمية إلا أن هذا الموضوع يتميز برود متباينة، حيث لم يتم العثور على إجابة موحدة وموضوعية ولا يزال موضوعًا مثيرًا للجدل في نظرية التمويل، وبسبب عدم تجانس الأدلة التجريبية، فإنه يوضح أن الموضوع لم يتم استكشافه بالكامل بعد ولا يزال الفهم الأفضل لمحددات هيكل تمويل الشركة بعيد المنال لا يزال الخلاف قائم أيضا حول نوع وقوة تأثير كل محدد على هيكل التمويل الذي يتم قياسه عبر الرافعة المالية والقيمة السوقية التي تعد الأساس في احتساب القيمة السوقية المضافة. وكذلك الحال بالنسبة للخلاف حول مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة. وهذا يبدو واضحا عبر نتائج الدراسات السابقة اذ ان بعض محددات هيكل التمويل لها تأثير ايجابي على القيمة السوقية واخرى لها تأثير سلبي واخرى لم تؤثر اطلاقا حسب البيئة التي تم تطبيق الدراسة عليها، والحال نفسه لعدد المحددات فهي غير متفق عليها فقد تبنت كل دراسة لعدد معين من المحددات.

وعند النظر الى القيمة السوقية للشركات والى محددات القطاع الصناعي في ظل الظروف الاقتصادية والسياسية غير المستقرة في مدة الدراسة يلاحظ هناك انخفاض مستمر لهذه القيم، فضلا عن ذلك يلاحظ ايضا غياب مقاييس مهمة والتي يمكن ان يستخدمها المستثمرين ومديرين تلك الشركات ، ومن اهم هذه المقاييس هي القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة.

لذلك تكمن مشكلة الدراسة عبر التساؤلات الآتية: -

- 1- هل لدى الشركات التي يتم دراستها إمام كافي لمحددات هيكل التمويل من ناحية العدد والمحتوى ومدى التأثير في القيمة السوقية المضافة؟
- 2- هل يمكن قياس محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركات التي يتم دراستها؟
- 3- هل توجد علاقة بين محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة؟
- 4- هل يوجد تأثير مباشر لمحددات هيكل التمويل في القيمة السوقية المضافة وكذلك الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة؟
- 5- هل يوجد تأثير للرافعة المالية في القيمة السوقية المضافة؟
- 6- هل يوجد تأثير للقيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة؟
- 7- هل يوجد تأثير غير مباشر لمحددات هيكل التمويل في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة؟

ثانياً: أهمية الدراسة: -

يعد القطاع الصناعي من اهم القطاعات في الاقتصاديات العالمية المتطورة والنامية فهو المحرك الاساس للاقتصاد وتحقيق النمو في النواتج المحلية الاجمالية للدول، لذلك فان محاولة دراسة وتحليل وتطوير هذا القطاع تسهم بشكل واضح في تطوير الاقتصاد ككل. كما ان تحديد نقاط الضعف واسباب تدهور الصناعة ونتائج هذا التدهور يسهم بشكل كبير في تجنب هذه النقاط، كما يسهم في مواجهة التحديات الكبيرة التي تواجه القطاع الصناعي والمرتبطة بجودة المنتجات والمنافسة الدولية والامكانات التسويقية وغيرها من التحديات.

يمكن إبراز أهمية الدراسة عبر ما يأتي: -

- 1- ابراز المفاهيم المهمة التي تحسن بعض القرارات التي يتخذها المديرون من أجل دعم الاستثمارات طويلة الأجل ، وتحديد مصادر التمويل المناسبة للمساهمة في زيادة النمو للشركة.
- 2- تعرف الادارة على نتيجة القرارات الخاطئة في اختيار هيكل التمويل التي تؤدي الى فقدان الشركة قيمتها الاقتصادية المضافة وقيمتها السوقية المضافة.
- 3- تقدم هذه الدراسة صورة كبيرة لمجموعة من المتغيرات المهمة لمساعدة الادارة في الشركات المبحوثة على اتخاذ القرارات الملائمة لتعظيم قيمة المساهمين

- 4- مساهمتها في معرفة العلاقة التأثيرية بين محددات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة عند توسط القيمة الاقتصادية المضافة والرافعة المالية.
- 5- يمكن لهذه الدراسة التعرف على الجدالات الكبيرة في محددات هيكل التمويل والرافعة المالية كون جميع الشركات تسعى لمعرفة المزيد عنها لرسم صورة كاملة عن أنشطتها المالية.
- 6- تقديمها أطارا نظريا ومنهجية فكرية تحدد مسارات الدراسات اللاحقة في الموضوع ذاته.

ثالثا: أهداف الدراسة: -

تسعى الدراسة إلى تحقيق العديد من الأهداف هي: -

- 1- تشخيص مدى تأثير ومساهمة محددات هيكل التمويل في الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في الشركات التي يتم دراستها.
- 2- تشخيص مدى تأثير ومساهمة الرافعة المالية على القيمة السوقية المضافة في الشركات التي يتم دراستها.
- 3- تشخيص مدى تأثير ومساهمة القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية المضافة في الشركات التي يتم دراستها.
- 4- اختبار مدى تأثير ومساهمة محددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية و القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات التي يتم دراستها.

رابعا: فرضيات الدراسة: -

ترتكز الدراسة على مجموعة من الفرضيات التي من شأنها تحقيق أهدافها واختبار مخططها الفرضي وهي كالآتي: -

الفرضية الرئيسية الاولى: لا تمتلك الشركات عينة الدراسة قيمة سوقية مضافة في اثناء مدة الدراسة.

الفرضية الرئيسية الثانية: لا تمتلك الشركات عينة الدراسة قيمة اقتصادية مضافة في اثناء مدة الدراسة.

الفرضية الرئيسية الثالثة: لا تمتلك الشركات عينة الدراسة استراتيجية ثابتة في تحديد الرافعة المالية.

الفرضية الرئيسية الرابعة: لا تتباين محددات هيكل التمويل في الشركات عينة الدراسة.

الفرضية الرئيسية الخامسة : لا يوجد تأثير معنوية لمحددات هيكل التمويل في القيمة السوقية المضافة .

وتنبثق من الفرضية الخامسة مجموعة فرضيات الفرعية حسب الاتي : -

1. لا يوجد تأثير معنوي لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة.
2. لا يوجد تأثير معنوي لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة.
3. لا يوجد تأثير معنوي لملموسية الموجودات في القيمة السوقية المضافة.
4. لا يوجد تأثير معنوي لفرص النمو في القيمة السوقية المضافة.
5. لا يوجد تأثير معنوي للعائد على الموجودات في القيمة السوقية المضافة.
6. لا يوجد تأثير معنوي للعائد على حق الملكية في القيمة السوقية المضافة.
7. لا يوجد تأثير معنوي لنسبة التداول في القيمة السوقية المضافة.
8. لا يوجد تأثير معنوي للإعفاء الضريبي في القيمة السوقية المضافة.

الفرضية الرئيسية السادسة : لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية في القيمة السوقية المضافة.

الفرضية الرئيسية السابعة : لا يوجد تأثير معنوي للقيمة الاقتصادية المضافة في القيمة السوقية المضافة.

الفرضية الرئيسية الثامنة : لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين محددات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة .

وتنبثق من الفرضية الثامنة مجموعة فرضيات الفرعية حسب الاتي : -

1. لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين حجم الشركة والقيمة السوقية المضافة.
2. لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين عمر الشركة والقيمة السوقية المضافة.
3. لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين ملموسية الموجودات والقيمة السوقية المضافة.
4. لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين فرصة النمو والقيمة السوقية المضافة.
5. لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين العائد على الموجودات والقيمة السوقية المضافة.

6. لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين العائد على حق الملكية والقيمة السوقية المضافة .
7. لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين نسبة التداول والقيمة السوقية المضافة .
8. لا تتوسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة العلاقة التأثيرية بين الاعفاء الضريبي والقيمة السوقية المضافة .

خامساً : المخطط الفرضي للدراسة :-

في ضوء مشكلة وأهداف الدراسة وضمن إطارها النظري والتطبيقي تم تصميم مخطط فرضي يعبر عن العلاقات المنطقية بين متغيرات الدراسة وكما في الشكل (1-2)، اذ يشير هذا المخطط إلى ثلاثة أنواع من المتغيرات .

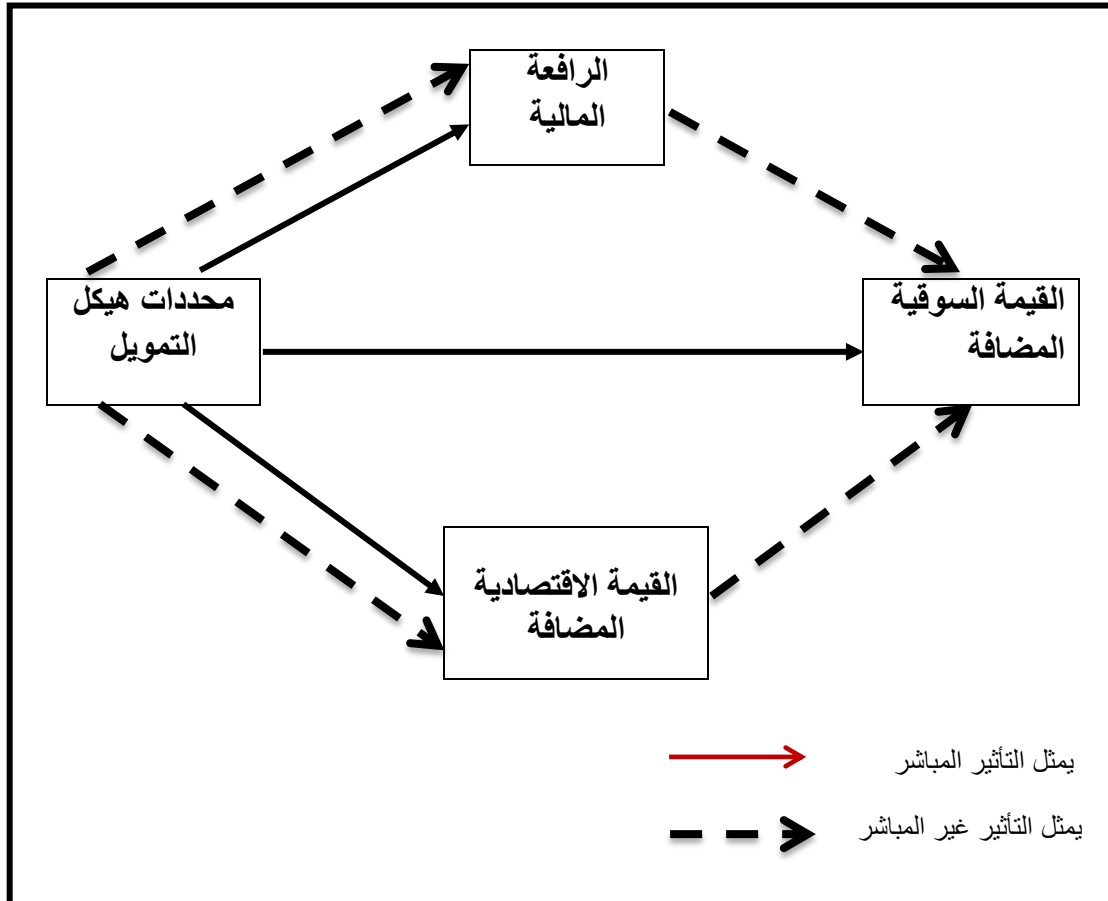
المتغيرات المستقلة: - محددات هيكل التمويل.

المتغيرات الوسيط الاول: - تتمثل في الرافعة المالية .

المتغيرات الوسيط الثاني: - تتمثل القيمة الاقتصادية المضافة.

المتغيرات المعتمدة: - تتمثل القيمة السوقية المضافة.

الشكل (1-1) المخطط الفرضي لمتغيرات الدراسة



سادسا: مجتمع وعينة الدراسة:-

تتكون العينة المستخدمة في الدراسة الحالية من الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) من إجمالي 130 شركة مدرجة منها 25 شركة تمثل القطاع الصناعي لارتباطها بمتغيرات الدراسة ولأهمية هذا القطاع في تعزيز الاقتصاد الحقيقي ولما يعانيه القطاع من تدهور حالياً، وقد تم استبعاد شركات القطاعات غير الصناعية وكذلك شركات القطاع الصناعي التي لديها سنوات مفقودة على مدى 14 سنة تمتد من عام 2005 إلى 2018. وبعد تطبيق المحددات أعلاه، تكونت العينة النهائية من 10 شركة صناعية مدرجة في السوق اعلاه.

تم جمع البيانات الخاصة بالميزانية العمومية وكشف الدخل فضلا عن البيانات خارج هذه الكشوفات من نشرات سوق العراق للأوراق المالية والهيئة العراقية للأوراق المالية والبنك المركزي العراقي.

وتم اختيار هذا القطاع بسبب ان موضوع الدراسة يتمثل بشكل اوضح من القطاعات الاخرى، وتم تحديد العينة بالجدول (3-1)

جدول (3-1) الشركات عينة الدراسة

ت	الشركة	وصفها
1	شركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة (IBPM)	هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ تموز 2004، وهي تعمل في قطاع المواد مع التركيز على التغليف الورقي. يقع مقر شركة بغداد لصناعة مواد التغليف في بغداد ، العراق. وقد تم تأسيسها في ايار من عام 1962. بداية السنة المالية لها هو الربع الاول.
2	شركة بغداد للمشروبات الغازية (IBSD)	هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ حزيران 2004، وهي تعمل في قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ مع التركيز على المشروبات الغازية. ويقع مقر شركة بغداد للمشروبات الغازية في بغداد ، العراق. وقد تم تأسيسها في تموز 1989. بداية السنة المالية / الربع الاول.
3	الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية	هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ حزيران 2004، وهي تعمل في قطاع المواد.

<p>يقع مقر الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية في بغداد ، العراق. وقد تم تأسيسها في تشرين الأول 1962. بداية السنة المالية / الربع الاول.</p>	<p>والبلاستيكية (INCP)</p>	
<p>هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ أيلول 2004، وهي تعمل في قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ مع التركيز على الأطعمة واللحوم المعبأة. يقع مقر الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور في بغداد ، العراق. وقد تم تأسيسها في كانون الثاني 1989. بداية السنة المالية / الربع الاول</p>	<p>الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور (IIDP)</p>	<p>4</p>
<p>هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ تموز 2004. وهي تعمل في قطاع السلع الاستهلاكية المعمرة وقطاع الملابس مع التركيز على المنسوجات. يقع مقر الشركة العراقية للسجاد والمفروشات في بغداد ، العراق . وقد تم تأسيسها في شباط 1989. بداية السنة المالية/ الربع الاول</p>	<p>الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (IITC)</p>	<p>5</p>
<p>هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ تموز 2004. تعمل شركة الكندي في قطاع الأدوية والتكنولوجيا الحيوية وعلوم الحياة مع التركيز على الأدوية . يقع مقر شركة الكندي في بغداد ، العراق. وقد تم تأسيسها في تشرين الأول 1990. بداية السنة المالية/ الربع الاول</p>	<p>شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية (IKLV)</p>	<p>6</p>
<p>هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ تشرين الثاني 2004. تعمل في قطاع الأدوية والتكنولوجيا الحيوية وعلوم الحياة مع التركيز على الأدوية. يقع مقر شركة المنصور للأدوية في بغداد ، العراق. وقد تم تأسيسها في نيسان 1989. بداية السنة المالية / الربع الاول</p>	<p>شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (IMAP)</p>	<p>7</p>
<p>هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ تموز 2004. تعمل في نتاج الكحول الطبي ، والكحول المعدم ، والمشروبات الكحولية على اختلاف أنواعه. يقع مقر شركة الصناعات الكيماوية العصرية في بغداد، العراق. وقد تم تأسيسها في حزيران 1946</p>	<p>شركة الصناعات الكيماوية العصرية (IMCI)</p>	<p>8</p>

9	الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات (IMIB)	بداية السنة المالية الربع الاول هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ يوليو 2004. وهي تعمل في قطاع السلع الاستهلاكية المعمرة وقطاع الملابس مع التركيز على المنتجات الترفيهية. يقع مقر الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات في بغداد ، العراق. وقد تم تأسيسها في سبتمبر 1964. بداية السنة المالية/ الربع الاول
10	شركة الخياطة الحديثة (IMOS)	هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ تموز 2004. وهي تعمل في قطاع السلع الاستهلاكية المعمرة وقطاع الملابس مع التركيز على المنسوجات. يقع مقر شركة الخياطة الحديثة في بغداد العراق. وقد تم تأسيسها في سبتمبر 1988. داية السنة المالية / الربع الاول

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات سوق العراق للأوراق المالية

سابعاً: المقاييس المستخدمة في الدراسة

لطالما استخدم الباحثون مجموعة مختلفة من المقاييس والتي كانت تتناسب مع دراساتهم. وعبر هذه الدراسة استخدم الباحث المقاييس المستخدمة بشكل واسع من قبل اغلب الباحثين. وقد تم استبعاد عدد من المحددات لأسباب تتعلق بالبيانات ويمكن تلخيص المقاييس بالجدول (4-1)

جدول (4-1) المقاييس المستخدمة في الدراسة

ت	المتغير	المقياس
1	حجم الشركة	Company size = the logarithm of total assets
2	العمر	Age of the company = The natural logarithm of the company's age
3	لموسية الموجودات	Tangibility of the assets = Fixed assets / total assets
4	فرصة النمو	Growth opportunity = Percentage change in total assets
5	العائد على الموجودات	Return on assets = Net income / assets

Return on Equity = Net Income / Equity	العائد على حق الملكية	6
Current Ratio = Current Assets / Current Liabilities	نسبة التداول	7
Tax shield = depreciation / total assets	الاعفاء الضريبي	8
Debt-to-Assets Ratio = Total Debt / Total Assets	الرافعة المالية	9
Economic Value Added = Net Operating Profit After Tax - Cost of Capital	القيمة الاقتصادية المضافة	10
Market Value Added = Market Value of the firm – Capital Invested in the firm	القيمة السوقية المضافة	11

ثامنا: قيود الدراسة

لهذه الدراسة عدة قيود هي:

1. القيود على اختيار عينة الدراسة المستخدمة ، حيث تركزت فقط على الشركات الصناعية التي تتوفر معلوماتها بشكل كامل على طول السلسلة الزمنية من عام 2005 ولغاية 2018 ، اما الشركات التي لم يتم اختيارها فقد تم استبعادها فقط كونها تنقصها بعض البيانات والتي من الممكن ان تعمل بشكل افضل من عينة الدراسة المختارة.
2. الشركات المختارة كعينة غالبا ما تعاني من خسائر متكررة بحيث لا يمكن في هذه الحالة أن تنعكس الصورة الحقيقية للمقاييس المستخدمة بشكل مناسب.
3. عدم دقة البيانات المعلنة في سوق العراق للأوراق المالية حيث وجد الباحث بعض كشوفات الميزانية والدخل لبعض الشركات ولنفس السنة تحمل بيانات مختلفة وهي ليست دقيقة تماما.
4. هناك قيد آخر وهو النطاق الزمني لمجموعة بيانات الإدخال، حيث لا يتضمن البحث بيانات عام 2019 ، ناهيك عن بيانات عام 2020 ، والتي لم تكن متوفرة في أي قاعدة بيانات في وقت كتابة هذا الاطروحة.

5. تستخدم هذه الدراسة فقط المتغيرات المستقلة حجم الشركة العمر ، ملموسية الموجودات، فرصة النمو، العائد على الموجودات، العائد على حق الملكية، نسبة التداول، الاعفاء الضريبي، وهي لا تعبر عن جميع محددات هيكل التمويل. وتم استبعاد متغيرات اخرى مثل التضخم والنتاج المحلي الاجمالي كونهما متغيرات خارجية لا يمكن السيطرة عليها من قبل الشركات وتؤثر على جميع الشركات على حد سواء . وكذلك تم استبعاد متغيرات داخلية مثل التفرد كون الشركات عينة الدراسة لا تملك تفردا، والضريبة كونها قليلة جدا ولا تؤثر بسبب الارباح القليلة والخسائر المتكررة في بعض الاحيان، ومقسوم الارباح لعدم قيام الشركات المذكورة بتوزيع الارباح ، المخاطرة كون نسبة التداول تعبر عن المخاطرة ايضا، والرافعة التشغيلية بسبب قلة الدراسات التي اعتمدها كمحدد لهيكل التمويل.

تاسعا: مساهمة الدراسة

- 1- تسهم نتائج هذه الدراسة في الأدبيات الموجودة ، مما يوفر مزيداً من الأدلة التجريبية على السلوك المالي للشركات في سياق اقتصادي لم يتم استكشافه بعد. علاوة على ذلك ، يمكن أن تكون النتائج التجريبية مفيدة لرجال الأعمال العراقيين ومديري الشركات لتحسين قراراتهم المالية.
- 2- على الرغم من أن الأدبيات قد تحققت على نطاق واسع من محددات هيكل التمويل الشركات في البلدان المتقدمة، إلا أن الدراسات التي بحث هذه القضية في الاقتصادات الناشئة والبلدان النامية لا تزال نادرة لذلك فان تطبيقها على البيئة العراقية تعد من المساهمات في هذ المجال.
- 3- والمساهمة الرئيسية لهذه الدراسة هي أنها قدمت اسلوباً منهجياً بسيطاً يمكن تطبيقه في الممارسة العملية. هذه الطريقة قابلة للتطبيق في جميع قطاعات الأعمال (وليس القطاع الصناعي فقط).

الفصل الثاني: المرتكزات الفكرية والمفاهيمية لمتغيرات الدراسة.

تمهيد.

يهدف الفصل الحالي الى مناقشة الادبيات والبحوث ذات الصلة في مجال محددات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة فضلا عن الرفعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لتوفير فرصة نظرية للدراسة. وقد جاء هذا الفصل بمبحثين تضمن الأول منها محددات هيكل التمويل وتناول المبحث الثاني الرفعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن القيمة السوقية المضافة.

المبحث الأول: محددات هيكل التمويل للشركة.

توطئة.

لدراسة موضوع محددات هيكل التمويل فقد قام الباحث بتقسيم المبحث على قسمين يتعلق الاول بشرح نظريات هيكل التمويل والثاني يشرح العوامل الرئيسية المؤثرة على هيكل التمويل (محدداته).

أولاً: نظريات هيكل التمويل.

إن التنظير بموضوع هيكل التمويل يدور حول الطريقة التي تمول بها الشركة نفسها عبر الجمع بين الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل وحقوق الملكية (Jahanzeb et al.,2015:3) (Haladu,2016:924). ويعد هيكل التمويل المورد المسؤول في تمويل الشركات، حيث يمثل الدين وحقق الملكية الفئتان الرئيستان من المطلوبات، فمأحي الديون وحملة الأسهم يمثلون المستثمرين في الشركة، وكل منها يتحمل مستويات مختلفة من المخاطر والفوائد والسيطرة (Ng& Bundala,2012:402). وتحديد مصادر التمويل هذا مرتبط بطبيعة الحاجة إلى تلك الأموال، فعند اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل، تقوم الإدارة بدراسة وتحليل ما إذا كانت الشركة تمويل نفسها عبر رأس مالها الخاص أو رأس المال المقترض (الدين) (Thalib et al.,2019:87).

نشأة وظهور نظريات هيكل التمويل

شهد العقد الأول من القرن الحادي والعشرين تغيرات هائلة من حيث حقب الازدهار ومراحل الركود، فقد أثرت هذه التغيرات على هيكل تمويل الشركات واجبرتها على اختيار المزيج المالي المناسب لتمويل استثماراتها المختلفة (Kumar et al,2017:106) . وهذا دفع الباحثون في موضوع هيكل التمويل لأجراء دراسات مكثفة خاصة بعد ان قدم (Modigliani & Miller) ورقتهما عام (1958) واصبح موضوع هيكل التمويل أحد أكثر مجالات البحث غزارة (Khalaf et al.,2017:365) ورغم ذلك لم يسفر البحث المكثف منذ الخمسينات عن توجيهات قاطعة تذكر للشركات كطريقة مثلى عندما تختار بين الدين وحقوق الملكية في تمويل نفسها (Akingunola & Oyetayo, 2014:1). ومنذ ذلك الوقت ظهرت عدة نظريات مثل نظرية المقايضة، نظرية الترتيب، ونظرية توقيت السوق. (Maina et al.,2018:217) فضلا عن نظرية التدفق النقدي الحر التي ترى أن تعظيم المديونية يمكن ربطها بمشكلة الوكالة (Rahmawati et al,2018:274) . ورغم تعدد هذه النظريات الا ان النظريتين الرئيسيتين والأكثر شهرة هما نظرية المقايضة ونظرية الترتيب (Sarlija & Hanc ,2016:252) اذ يعدان إطاران متنافسان ويحتويان على مجموعة متميزة ومختلفة تمامًا من الحجج ويتنبأ بسلوك هيكل التمويل بشكل مختلف، ويقترح البعض أن كليهما لا يستبعد الآخر. ومع ذلك، فإن كلا الإطارين النظريين لهما نبوءات متعارضة حول علاقة بعض المتغيرات مثل الربحية الحالية والسابقة، وحجم الشركة، ومعدل النمو (Qureshi,2015:345) . وسوف يتم التطرق الى هذه النظريات على النحو الاتي: -

1- نظرية المقايضة (المبادلة) Trade off theory

تعد هذه النظرية أساس البحوث التجريبية لهيكل التمويل التي بدأها (Modigliani & Miller عام 1958) وتشير افتراضات هذه النظرية الى ان أسواق رأس المال تكون مثالية. (Adair& Adaskou, 2015:2) , (Ng& Bundala,2012:406) وتشير افتراضات أسواق رأس المال مثالية الى الاتي: - (Nenu et al.,2018:3)

- أ- لا توجد تكاليف معاملات في سوق رأس المال.
- ب- إمكانية إقراض واقتراض الأموال بسعر فائدة خالٍ من المخاطر.
- ت- لا توجد تكاليف الإفلاس.

- ث- يمكن للشركات إصدار نوعين فقط من الأوراق المالية: سندات خالية من مخاطر الفائدة وأسهم عادية.
- ج- يتم تضمين جميع الشركات في نفس فئة المخاطر.
- ح- التدفقات النقدية ثابتة ودائمة.
- خ- جميع الوكلاء لديهم نفس المعلومات (لا توجد إمكانية للتحكيم عن طريق إرسال إشارات السوق).
- د- يريد المديرون تعظيم قيمة المساهمين (لا توجد تكاليف وكالة).
- ذ- التدفقات النقدية لا تتأثر بالتغيرات في هيكل رأس المال.

وفي الحقيقة أن هذه الافتراضات يمكن النظر إليها على أنها غير واقعية في نظر المستثمرين والوكلاء الاقتصاديين الآخرين.

وبشكل عام ركزت البحوث اللاحقة على تخفيف بعض افتراضاتها لتطوير نهج أكثر واقعية. بهذا المعنى، نشر (Modigliani & Miller) ورقة أخرى تأخذ في الحسبان بعض الانتقادات أو أوجه القصور في نظريتهم وخففوا الافتراض القائل بعدم وجود ضرائب على الشركة وتكاليف الإفلاس (Ng & Bundala, 2012: 406). فقد ضمنوا وجود الضرائب في السوق الحقيقية، وكذلك تكاليف المعاملات، وتكاليف الإفلاس، والاختلافات في تكاليف الاقتراض، وعدم تناسق المعلومات وتأثيرات الديون على الأرباح (Elmizaev & Elmurodov, 2020: 2).

ويشير جوهر هذه النظرية إلى عملية موازنة فوائد الديون (الاعفاء الضريبي، وتخفيض تكاليف وكالة الأسهم، وانخفاض تكاليف الإصدار) وتكاليف الدين (تكاليف الضائقة المالية المباشرة وغير المباشرة، وارتفاع تكاليف الوكالة للديون) مما يؤدي إلى مفهوم هيكل رأس المال الأمثل. (Cwynar et al, 2015: 2) بمعنى التفاضل بين الميزة الضريبية الناتجة عن استخدام الديون وتكاليف الإفلاس المتوقعة الناتجة عن الديون الزائدة، فإذا زادت الشركة من مديونيتها، تزداد الفوائد الضريبية للديون أيضاً. في الوقت نفسه، وترتفع تكاليف الإفلاس أيضاً (Henrique et al., 2018: 133). وتحدد الشركة التي تتبع نظرية المقايضة نسبة الدين إلى القيمة المستهدفة ثم تتحرك تدريجياً نحو الهدف. يتم تحديد الهدف من موازنة اعفاءات ضريبة الديون مقابل تكاليف الإفلاس.

وتتنبأ نظرية المقايضة أيضاً في نسب الديون المستهدفة والتي قد تختلف من شركة إلى أخرى. إذ يكون للشركات ذات الموجودات الآمنة والملموسة والكثير من الدخل الخاضع للضريبة نسب

مستهدفة عالية. ويجب ايضا أن تعتمد الشركات غير المرعبة ذات الموجودات الخطرة وغير الملموسة بشكل أساسي على تمويل الأسهم (Berzkalne & Zelgalve, 2014:24).

وتقسم نظرية المقايضة الى نوعين (Yulianto et al, 2016:21) :

أ- نظرية المقايضة الثابتة - يقال أن الشركة تتبع نظرية المقايضة الثابتة إذا تم تحديد الرافعة المالية عبر مفاضلة مدة واحدة بين المزايا الضريبية للديون وتكاليف الإفلاس.

ب - نظرية المقايضة الديناميكية (المتغيرة) - يقال إن الشركة تتبع نظرية المقايضة الديناميكية إذا كان لدى الشركة مستوى مستهدف من الرافعة المالية وإذا تمت إزالة الانحرافات عن هذا الهدف تدريجياً بمرور الوقت، أي سرعة تعديل أهداف الديون والديون الفعلية من أجل زيادة قيمة الشركة وعلى الرغم من ذلك لا تزال العديد من الدراسات التي اختبرت تظهر نتائج غير متسقة.

ورغم ما تقدم فإن نتائج عدد كبير من الدراسات تقدم دعم ضعيف للغاية لاتباع نظرية المقايضة على المدى الطويل. وأن المديرين يميلون إلى التكيف مع هيكل التمويل المستهدفة ولكن هذا لا يمنعهم من الانحراف عن هذا الهدف للاستفادة من ظروف سوق الأسهم ومشكلة عدم تناسق المعلومات. (Berzkalne & Zelgalve, 2014:24)

2- نظرية ترتيب الانتقاط Pecking order theory

نتيجة للانتقادات التي تعرضت لها نظرية المقايضة فقد أشار (Myers) في عام 1984 بان الباحثين لا يعرفون عن هيكل التمويل سوى القليل. ولا يعرفون ايضا كيف تختار الشركات الدين أو حقوق الملكية أو الأوراق المالية المختلطة التي تصدرها. ولم يكتشفوا سوى أن التغييرات في هيكل رأس المال تنقل المعلومات مختلفة إلى المستثمرين. ومن غير المعقول تقديم المشورة للشركات بشأن الهيكل الأمثل للتمويل عندما يكونون بعيدين عن تفسير القرارات الحقيقية (Myers, 1984:575).

وبذلك تم تطوير نظرية ترتيب الانتقاط من قبل Myers عام (1984) وقد اوضح أن الشركات لا تسعى عادةً إلى نسبة ديون مستهدفة، ولكن قرارات التمويل الخاصة بها تتبع تسلسلاً هرمياً، مع تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي والدين على حقوق الملكية فهي تفضل أولاً استخدام الأموال الداخلية، ثم الاقتراض، وإصدار الأسهم كمالذ أخير (Kaur, 2014:40), (Jahanzeb et al., 2015:4), (Balios et al., 2016:3).

حيث تقوم الشركات ذات العائد المرتفع باختيار فرار الاحتفاظ بالأرباح (احتجازها) لجمع الأموال. ومن الناحية العملية، تتبنى الشركات مثل هذه السياسة عندما تسدد جزء من ديونها وتحاول المحافظة على مديونيتها أقل ما يمكن. أما الشركة ذات الخسائر الكبيرة فتقوم بزيادة مديونيتها. وبذلك تصبح النتائج على النقيض من نظرية المقايضة (Ur-Rahman, 2017:244).

يوضح هذا النموذج أن الشركة عندما تقوم بتمويل الاستثمارات الجديدة لا تسعى عبر ذلك إلى مستوى دين مثالي، إذ تختار الدين فقط عندما تكون الموارد الداخلية شحيحة. ومع ذلك، ستواصل الشركات نمو المديونية عندما تتجاوز الاستثمارات المتوقعة للتمويل الداخلي، أي أن المديونية تكون أعلى عندما يكون هناك عجز مالي، والذي يفهم على أنه الفرق بين احتياجات التمويل ومصادر التمويل الداخلي.

وبعبارة أخرى، من منظور المديونية، يكون الاعتماد على الديون أقل عندما تكون الشركات رابحة، وإذا نظرنا إليها من حيث الربحية، فإنها تكون أعلى عندما يكون لدى الشركات المزيد من فرص الاستثمار. حيث يمكن أن تؤدي موازنة هذه التكاليف إلى دفع الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية عالية للحفاظ على مستوى منخفض من المديونية من أجل الحفاظ على قدرة تمويلية معينة، وتجنب إصدار الأوراق المالية الخطرة (Nenu et al., 2018:6).

ولا تتكر نظرية الترتيب أن تكون الضرائب والضائقة المالية عوامل مهمة، ولكنها أقل أهمية من تفضيل المدير للأموال الداخلية على الخارجية وتمويل الديون على الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية (Badshah et al., 2016:19).

ومن الجدير بالذكر أن نظرية المقايضة ونظرية الترتيب ليسا متعارضين. فهما يلعبان دورًا مهمًا في تحديد نسبة الدين المثلى للشركات. وتدعم بعض الدراسات نظرية الترتيب أو نظرية المقايضة، (Gwatidzo et al., 2016:278), (Berzkalne & Zelgalve, 2014:23).

ومن مأخذ النظرية هي في حالة تمويل الموجود غير الملموس، يتم عكس التسلسل الذي قدمه (Myers) (1984) فيكون على النحو الآتي: الأرباح المحتجزة، وحقوق الملكية، والديون. (Adair & Adaskou, 2015:3-4) وكذلك لا تدعم نتائج بعض الدراسات نظرية الترتيب إذ تفضل بعض الشركات المزيد من الديون وتفضل البعض الآخر المزيد من الأسهم في تمويل موجوداتها. (Charity et al., 2019:2).

3- نظرية توقيت السوق Market timing theory

ظهرت نظرية توقيت السوق لـ (Baker & Wurgler) سنة (2002) والتي تم تطويرها من الأعمال التجريبية الأولية Lucas & MacDonald (1992) وLukas & MacDonald (1990) كبديل رائد لنظرية المقايضة والترتيب في تفسير سلوك تمويل الشركات. وتنص النظرية على أن هياكل رأس المال المرصودة هي انعكاس للمحاولات السابقة من قبل المديرين لتوقيت السوق في إصدار كل من الأسهم والديون عند زيادة رأس المال. (Moyo,2015:2048)

وهناك الكثير من الأدبيات التي بحثت موضوع توقيت السوق، ويُعزى الدافع وراء استخدام استراتيجيات توقيت السوق إلى تقليل تكلفة رأس المال، إذ يجب فحص نجاح هذه الاستراتيجيات عبر منظور تكلفة رأس المال وما إذا كان توقيت السوق من قبل المديرين الماليين يقلل تكلفة رأس المال بنجاح، وعليه يزيد من القيمة للمساهمين. (Iyer & Javadi,2018:460)

وربط (Baker & Wurgler) بين توقيت سوق الأسهم وهيكل رأس المال، إذ يقترح أن توقيت إصدارات الأسهم له تأثيرات طويلة الأمد على هيكل رأس مال الشركات المصدرة. ولقد أظهروا بشكل تجريبي أن شركات تميل إلى إصدار أسهمها عندما تكون قيمتها السوقية مرتفعة ومن المرجح أن تقوم بإعادة شراء الأسهم أو إصدار الدين عندما تكون القيمة السوقية منخفضة من أجل الحصول على أموال بتكلفة أرخص لرأس المال (Kaya,2014:62).

ويؤدي عدم تناسق المعلومات إلى قيام المدراء المطلعين على أداء الشركة أكثر من غيرهم بعدم إصدار أسهم عندما يعتقدون أنها مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، وبالعكس يميلون إلى إصدارها عندما تكون مقومة بأقل من قيمتها. ويدرك المساهمون أيضاً هذا الأمر والذين قد يفسرون عملية إصدار الأسهم على أنها إشارة إلى أن الإدارة تعتقد أن الأسهم مبالغ فيها، وفي المقابل، قد يزيد المساهمون من تكلفة حقوق الملكية. ولا يوجد مزيج مستهدف واضح للديون والأسهم. (Berzkalne & Zelgalve,2014:23)

وقد أوضحت النظرية أيضاً أن توقيت السوق قد أثر بشكل سلبي على مستوى المديونية. وهذا يعني أيضاً أن التغيرات في هيكل التمويل على المدى الطويل يتأثر بتصورات المديرين في الاستفادة من إصدار حقوق الملكية وإعادة شرائها. ولذلك، فإن شكل هيكل التمويل هو نتيجة لقرار استخدام الأسهم اعتماداً على قيمتها، عبر التداول في السوق، عند المبالغة في تقدير قيمتها أو التقليل من قيمتها. (Wulandari & Setiawan,2015:43)

ويتم تصنيف توقيت السوق في بعض الأحيان كجزء من أدبيات التمويل السلوكي، وتفسر الآثار المترتبة على هذا السلوك هو أن قرار إصدار الدين يعتمد أيضاً على حالة سوق السندات وأسعار الفائدة السائدة.

وهذا يعني أن الشركات ستعمل على توقيت أسواق الديون حيث يصدر الديون عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة. وتقلل الشركات إصدار تلك الديون عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة، لأن أسعار الفائدة المرتفعة تقلل من قيمة القرض قياساً بالقيمة الحقيقية، حيث تدفع الشركات سعراً أعلى لمبلغ قرض صغير. ومع ذلك، فإن نظرية توقيت السوق لا تفسر ما يحدث عندما يكون سوق الأسهم منخفضاً وسوق السندات مرتفعاً. هل ستكون الشركة غير مبالية بإصدار حقوق الملكية أو الديون، أم أنها ستقوم بإصدارات مزدوجة في ظل هذه الظروف. وبعبارة أخرى ترفض نظرية توقيت السوق فكرة هيكل رأس المال الأمثل أو المستهدف كما هو مفترض عبر نظرية المقايضة الديناميكية.

كما ترفض فرضية التسلسل الهرمي للتمويل لنظرية الترتيب. وفقاً لنظرية توقيت السوق، فإن المحدد الوحيد لقرار تمويل الشركات هو المبالغة في تقدير قيمتها السوقية. وهذا يعني أن الشركات لا تعيد توازن هياكل رأس المال الخاصة بها. علاوة على ذلك، فإنه هذا يعني أن الإعفاءات الضريبية للفائدة، و الإعفاءات الضريبية لغير الفائدة، وتكاليف الوكالة والتسلسل الهرمي للتمويل لا تلعب أي دور في قرار تمويل الشركات (Moyo,2015:2048).

4- نظرية التدفق النقدي الحر. Free cash flow theory.

تركز نظرية التدفق النقدي الحر على مشكلة الوكالة التي تنشأ عندما يكون لدى الأطراف المستفيدة والمدير والوكيل مواقف مختلفة تجاه المخاطر. حيث تكمن المشكلة الرئيسية لعلاقة الوكالة في الاختلاف على رفاهية المدير (Budiarso,2017:4). إذ تؤدي زيادة حجم الموجودات الإجمالية لشركة ما إلى صعوبة إدارة شؤونها بسبب اللامركزية، وتضارب المصالح بين المالكين والمديرين لذلك، يعدها المستثمرون نقطة ضعف أثناء الاستثمار في أسهم هذه الشركات (Pasha & Ramzan,2019:11).

وحسب مدخل تكاليف الوكالة الخاصة بنظرية التدفق النقدي الحر التي اقترحها Jensen (1986) بأنه عندما يكون لدى المديرين نقود أكثر مما هو مطلوب لتمويل جميع مشاريع صافي القيمة الحالية (أي التدفق النقدي الحر)، يكون هناك حافز للمديرين لإهدار الأموال الزائدة على استثمارات غير مربحة مثل عمليات الاستحواذ.

ويقترح Jensen (1986) أنه في ظل وجود تدفق نقدي حر كبير، فإن تضارب الوكالة بين المديرين والمساهمين يصبح أكثر حدة. ويرجع ذلك إلى أن الاحتفاظ بالتدفق النقدي الزائد يقلل من الحاجة المستمرة لزيادة التمويل من أسواق رأس المال، مما يمنح المديرين الحرية من في تجنب المساهمون.

من وجهة نظر المساهمين، يفضلون إعادة توزيع هذه الأموال عليهم عبر توزيعات الأرباح أو برامج إعادة شراء الأسهم إذا كان لدى الشركات إمكانات نمو محدودة ولا يمكن استثمار الأموال النقدية بشكل أفضل في أي مكان آخر (Lin & Lin, 2013:95).

وتدعم نظرية تكلفة الوكالة وجهة نظر المساهمين إذ أن الاحتفاظ على نطاق واسع بالأرباح يشجع السلوك الإداري الذي لا يزيد من قيمة المساهمين. وعليه، فإن توزيعات الأرباح تصبح أداة مالية قيمة لهذه الشركات لأن دفع توزيعات الأرباح يساعد على تجنب منح المديرين سلطة تقديرية واسعة لإجراء استثمارات مخفضة القيمة.

وسلط Jensen (1986) في نظريته الضوء على أهمية توزيع الأرباح بدلاً من الاستثمار في مشاريع تقلص الإيرادات. للتخلص من رغبة كبار المساهمين في الحصول على منافع خاصة ومصادرة حقوق الأقلية من المساهمين، خاصة في بيئة حوكمة الشركات الضعيفة للاقتصاد الناشئ. (Baker et al, 2019:3)

جدول (1-2): محددات هيكل التمويل

The authors	المحددات													
	الربحية	الحجم	الملموسية	النمو	السيولة	الإعفاء الضريبي	المخاطر	التفرد	العمر	الضريبة	مقسوم الأرباح	التضخم	الناتج المحلي	التشغيلية الرافعة
1 Mangafic&Martinovic,2015	✓	✓	✓	✓			✓							
2 Mouton& Smith, 2016			✓	✓	✓	✓	✓							
3 Kumar& Babu,2016	✓	✓	✓	✓										
4 Singh,2016	✓	✓		✓	✓	✓								
5 Haladu,2016	✓		✓	✓	✓	✓							✓	
6 Bhatia& Sitlani,2016	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓					✓
7 Morri& Parri,2017	✓	✓	✓	✓			✓							
8 Sakti et al.,2017	✓	✓	✓	✓										
9 Kenan,2017	✓	✓			✓	✓				✓				
10 M'ng et al.,2017	✓	✓	✓			✓						✓		
11 Renata et al.,2017	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓						
12 Jędrzejczak-Gas,2018	✓	✓	✓	✓	✓	✓				✓				
13 Tripathi,2018	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓					
14 Husaeni,2018	✓	✓		✓	✓									
15 Khan& Akhtar,2018	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓						
16 Rahman,2019	✓	✓	✓	✓	✓				✓					
17 Taran, 2019	✓	✓	✓	✓					✓					
18 Jaworski Czerwonka,2019	✓	✓	✓	✓	✓	✓								
19 Sutomo,2020	✓	✓	✓											
20 Gunardi et al., 2020	✓	✓	✓		✓							✓	✓	

الجدول اعداد الباحث بالاعتماد على مجموعة من الدراسات

ثانياً محددات هيكل التمويل

إن البحث عن محددات مستوى المديونية ينطوي على فكرة تحسين هيكل التمويل. يجادل الباحثون أنه بافتراض وجود المستوى الأمثل للمديونية، فإنه من الضروري تحديد العوامل التي تحدد، وذلك من أجل تحقيق هدفين أساسيين هما صحة التحليل التجريبي للنظريات المتعلقة بهيكل التمويل، وتزويد المديرين بمؤشرات واضحة حول العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد هيكل التمويل. ومن الواضح بأنه لا يوجد إجماع على العوامل التي تحدد هيكل تمويل الشركة بشكل دقيق حيث وجد بعض العوامل أكثر ملاءمة من غيرها وحسب الظروف الاقتصادية مختلفة (Bylo& Çankaya,2019:71) (Britto et al.,2018:367).

وهناك من يحدد هذه المحددات عبر عوامل خارجية فهناك المتغيرات الكلية لاقتصاد بلد مثل السياسة الضريبية للحكومة، ومعدل التضخم، ويعدها العوامل الخارجية الرئيسية التي تؤثر على هيكل التمويل للشركة (Ng& Bundala,2012:407).

والتي لم يتم تشخيصها بعد بشكل نهائي ولكنها تركز بشكل أساسي على النمو والربحية والسيولة والمخاطر والملموسة و الإعفاء الضريبي غير المتعلق بالدين وحجم الشركة وعمرها. ويبين الجدول (1-2) هناك تفاوت بين الباحثين بعدد المحددات التي تم تبنيها من الباحثين وسوف يتم مناقشتها بشكل مفصل: -

1- حجم الشركة: -

يمكن الإشارة إلى حقيقة أن الشركات الأكبر حجمًا عادةً ما تتمتع بسهولة الوصول إلى الائتمان ولها أهمية كبيرة لاقتصاد البلاد ككل فهي عموماً تتمتع بتصنيف عالٍ بسبب انخفاض مخاطر السوق، وتلقى الدعم من الحكومات (El-Masry, 2016:83) والحكومات بدورها (وكذلك الجمهور المستفيد) تشرف على هذه الشركات بصرامة (Le& Do,2017:83).

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

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

ووجد عالمياً ان الشركات الصغيرة والمتوسطة تعاني من نقص مالي أكثر مما تعانيه الشركات الكبيرة. وهذه التحديات بارزة في البلدان النامية وتظهر بشكل رئيسية في صعوبات تمويلها، عبر المخاطر العالية، والمحافظ الصغيرة، وارتفاع تكلفة المعاملات المرتبطة بالإقراض التجاري (Waweru et al.,2017:3-4).

ويبدو ان الشركات الصغيرة لا تستطيع الوصول إلى أسواق الأسهم والدين العام بسهولة، وبذلك تميل إلى الاعتماد بشكل أكبر على التمويل المقدم من البنوك، والتي بدورها لا تكون مستعدة دائماً لإقراض الأموال التي تحتاجها تلك الشركات (Acedo-Ramírez et al.,2017:85).

علاوة على ذلك تكون الشركات الأكبر سعة وأكثر تنوعاً قادرة على تلبية التزامات الدائنين، وهي أقل عرضة للإفلاس المصرفي، لأنها تملك موجودات عالية وتوفر أفضل ضمان للدائنين (Gharaibeh& Saqer,2020:366). وهذا ما جادل به انصار نظرية المقايضة والتي ترى من المتوقع تمتع الشركات الكبيرة بالقدرة على تقليل تكاليف المعاملات المرتبطة بإصدار الديون طويلة الأجل (Li et al., 2016:56) أي توجد علاقة إيجابية للحجم مقارنة بديون الشركة (Dani et al,2016:150).

ومن ناحية أخرى فقد يجادل أنصار نظرية المقايضة ايضاً في أن الشركات الأكبر تميل إلى أن تكون أكثر تنوعاً، وتميل إلى الكشف عن معلومات أكثر من تلك الأصغر والتي من الضروري ان يمتلكها المستثمرون الخارجيون، والتي تزيد من تفضيلهم لحقوق الملكية مقارنة بالديون (Sheikh& Qureshi,2017:27). ولذلك تحصل الشركة الكبيرة بسهولة على المزيد من التمويل الإضافي عبر إصدار الأسهم، لأنها تتمتع بسمعة جيدة

(Nguyen et al.,2017:274). وكذلك تؤدي اقتصاديات الحجم الكبير من جانب الشركات الكبيرة دوراً يجعلها تتمتع بقدرة كبيرة على المساومة في الائتمانات ومن ثم تحصل على ديون طويلة الأجل، ولهذه الأسباب يمكن القول بأن الشركات الأصغر من المرجح أن تعتمد على الأسهم بينما تستخدم الشركات الكبيرة المزيد من الديون. (Nyeadi et al.,2017:162) ويمكن قياس حجم الشركة وتصنيفها على أنها شركات صغيرة او متوسطة او كبيرة الحجم عبر الصيغة الآتية:-

Company size = the logarithm of total assets 1

كما اتفق عدد كبير من الباحثين على ذلك انظر، على سبيل المثال، (Yazdanfar& (Kolsi,2017:258) (Al-Malkawi& Pillai, 2018:615), Öhman,2015:332) (Sisay,2019:51), (Amidu et al,2019:249),((Charles et al,2018:22),

(Anton& Nucu, 2019:126)

وهناك مقاييس أخرى فقد أشار (Wei& Xu,2017:319) الى انه يتم قياس حجم الشركة عبر لوغار يتم القيمة السوقية لموجودات الشركة، ويتم تقدير القيمة السوقية للموجودات بإضافة القيمة الدفترية للدين إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية. اما (Kilenthong et al,2016:133) فقد قام بقياس حجم الشركة بواسطة عدد العاملين كما اشارت الى ذلك دراسة.

2- العمر: -

يعد عمر الشركة دليل على نضج الشركة، اذ من الامور الراسخة في الأدبيات المالية مفهوم أن الشركات تتطور وتتعلم عبر دورة الحياة.

الشركات تعيد موازنة هيكل تمويلها مع دورة حياتها. وتستخدم الشركات الأصغر عمرا ديوناً أكثر نسبياً من الشركات القديمة، وتخفض الديون مع التقدم في عمر الشركة، حيث يتم تمويل الشركات الأصغر عمرا من الخارج بينما تعتمد الشركات الأكبر عمرا بشكل أساسي على الأرباح المحتجزة. ومع ذلك، فإن الشركات الأكبر عمرا تتميز بانخفاض حدة مشاكل الإفلاس وأيضاً لديها ميل أكبر لاختيار مشاريع استثمارية آمنة. وعليه تستطيع ان تمتلك مستوى أعلى من الديون (Acedo-Ramirez et al., 2017:84).

وتوضح الأدبيات ايضا ان الشركات الأصغر عمراً تركز على البقاء بشكل اكبر من اهتمامها بالنمو إذا لم تفشل عبر السنوات القليلة الأولى من إنشائها عكس الشركات الأكبر عمراً (Kozubíková et al.2016:171).

فضلا عن أهمية العمر من خلال الحصول على المزايا للوقت الطويل الذي يتم فيه إدراج الشركة في سوق رأس المال، وتكون الشركات الأكبر عمرا مستعدة للإفصاح عن المعلومات، وهذا يرتبط ارتباطاً إيجابياً بحالة إدراج أسهم الشركة المعنية في البورصة والذي يؤثر بشكل إيجابي على سمعة الشركة.

من ناحية أخرى، تكون الشركات الأصغر عمرا في مواجهة قدرًا أكبر من عدم اليقين في أعمالها ولديها تفاوتات عالية في المعلومات (Winter& Zülch,2019:107).

وقد يؤدي العمر دورا بارز في هيكل التمويل للشركات عبر دورة حياتها لما يحدثه من تغييرات على الهيكل. وتعد العلاقات طويلة الأمد بين الشركات والبنوك مهمة جدا، وهذه العلاقات يمكن أن توفر للشركات وضع المدينين الموثوق بهم، ومن ثم ، ظروف مالية أفضل مقارنة بالشركات

الأصغر عمرا. ومع ذلك، تكون الشركات الأكبر عمرا أقل استعدادًا لتحمل المخاطر عبر تخفيض الديون، مقارنة بالشركات الشابة. (Acedo-Ramirez et al., 2017:84)

ويتم استخدام عمر الشركات كبديل للسمعة في أسواق رأس المال لاكتساب ثقة المستثمرين في الحصول على مزيد من التمويل الخارجي بسبب الحد من عدم تناسق المعلومات. (Bukair.2019:9)

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

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

(Chakrabarti & Chakrabarti, 2019:13)

وأیضا في أحيان أخرى يتم الاعتماد على عدد السنوات التي عملت بها الشركة، ابتداء من تاريخ التأسيس في مدة الدراسة لاحتساب العمر. (Aggarwal & Acharya, 2019:55)

3- ملموسية الموجودات: -

يمكن ان نقسم الموجودات الى موجودات ملموسة وأخرى غير ملموسة اذ تشمل الموجودات الملموسة موارد الشركة مثل الاستثمارات والممتلكات. (Bercaw, 2017:32) وإن مدى ملموسية موجودات الشركة يعكس نسبة الموجودات الملموسة (الثابتة / المادية / المرئية) الى مجموع موجوداتها. (Hundal et al., 2018:37)

وتمثل الموجودات الملموسة ضمانات، حيث يمكن للشركات الحصول على الديون بسهولة، لأن الموجودات الملموسة توفر ضماناً مالياً للدائنين ضد الإفلاس، مما تعني انها تشير إلى علاقة إيجابية بين الموجودات الملموسة والرافعة المالية (Akgül & Sigalı, 2018:198)

ففي حالة الإفلاس، من المرجح أن يكون للموجودات الملموسة قيمة سوقية، بينما تفقد الموجودات غير الملموسة قيمتها. لذلك، فإن خطر الإقراض للشركات ذات الموجودات الملموسة الأعلى أقل، وعليه سوف يطلب المقرضون علاوة مخاطرة أقل. وبذلك فإن الشركات ذات الموجودات الملموسة، سوف يكون لديها المزيد من الديون ذات التكلفة الأقل (العائد الأعلى) لها قيمة سوقية أعلى من الشركات المماثلة التي لا تتمتع بهذه الميزة. (Sibindi, 2018:112)

ومن جانب اخر تنخفض قيمة معظم الموجودات الملموسة، مثل الآلات والمباني، عامًا بعد عام، وتصبح صغيرة بمرور الوقت. ولأغراض المحاسبية، يتم استخدام طريقة للاندثار لتخصيص جزء من مصروف الموجود المادي إلى عمره الإنتاجي. ولا يتم تحميل عملية الشراء

لعام الشراء لأنه لم يتم إنفاقها بالكامل في ذلك العام ولها عمر أكثر فائدة، في حين أن قيمة الموجودات غير الملموسة تزداد بمرور الوقت في كثير من الأحيان، مما يخلق المزيد من القيمة. (Pereira,2019:98)

ويعرّف الأصل غير الملموس بأنه أصل غير نقدي يتجلى في خصائصه الاقتصادية. ليس لديها صفة مادية ولكنها تمنح الحقوق و / أو الفوائد الاقتصادية لمالكها ". اذ يقدم هذا التعريف الأساس الصحيح لفهم الطبيعة التوسعية للموجودات غير الملموسة، والتي تشمل الحقوق والعلاقات والملكية الفكرية، وهو مصطلح شامل يغطي مجموعة متنوعة من الحقوق القانونية المرتبطة بأنواع مختلفة من المعلومات والأفكار وأشكال التعبير عنها. وهذا يشمل: براءات الاختراع. حقوق النشر العلامات التجارية؛ الصيغ. وصفات؛ مواصفات؛ تركيبات؛ برامج التدريب؛ استراتيجيات التسويق؛ التقنيات الفنية؛ قوائم العملاء؛ الدراسات الديمغرافية. نتائج اختبار المنتج؛ والمعرفة التجارية مثل المهلة الزمنية للموردين، وبيانات التكلفة والأسعار، والأسرار التجارية والدراية. في حين أن القائمة أعلاه قد تبدو واسعة النطاق، إلا أنها ليست شاملة. (Baldwin,2018:28)

وأن الموجودات غير الملموسة يستخدمها طرف واحد، ومن الصعب قياس تكاليف نقلها، وحقوق الملكية الخاصة بها محدودة، وإنفاذ حقوق الملكية صعب نسبيًا. (Ocak& Fındık,2019:2)

وتعد الموجودات غير الملموسة مثل البرمجيات والبحث والتطوير استثمارات مهمة جدا وتحافظ على وجود الشركات في السوق في السنوات المقبلة عبر خفض التكاليف وزيادة الأرباح، لان الاستثمارات غير الملموسة هي الاستثمارات الاستراتيجية لمسار النمو طويل المدى للشركات. (Ocak& Fındık,2019:2)

وغالبًا ما يتم وصف الموجودات غير الملموسة أيضا على أنه الفرق بين القيمة السوقية للشركة وتكلفة استبدال موجوداتها. يمكن أيضًا الإشارة إلى الموجودات غير الملموسة على أنها موجودات غير مادية تنشأ عن أنشطة البحث والتطوير والإعلان وأنشطة العلامات التجارية وتكنولوجيا المعلومات. ويمكن أن تثبت الموجودات غير الملموسة عند دمجها مع الموجودات الملموسة لتصبح أكثر تأثيراً في خلق قيمة للمؤسسة. وقد تستخدم الشركة كلا من الموجودات الملموسة وغير الملموسة في خلق قيمة لأصحاب المصلحة.

(Sharma& Khushdeep,2019:83)

ويبدو ان هناك فرقا مهما بين الموجودات غير الملموسة والشهرة وهو أن الأخيرة مرتبطة بشركة أو شركة تجارية ولا يمكن بيعها أو شراؤها بشكل مستقل. يمكن أن يشمل ذلك مهارة

وخبرة فريق الإدارة في الشركة، وأيضًا سمعتها وولاء عملائها إذ يمكن وصف الشهرة بأنها علاوة مدفوعة تزيد عن القيمة العادلة للموجودات أثناء شراء الشركة، مما يعكس جميع الأشياء التي تجعل الشركة أكثر من قيمتها الدفترية. (Baldwin,2018:28)

وتستخدم الموجودات غير الملموسة أيضًا للحصول على الموجودات الملموسة، وكذلك الحصول على الائتمان، والتعليم والمهارات، والتعرف على العمل (Bercaw,2017:32)

وهذا النوع من الموجودات تعبر عن مصالح الشركة نفسها، وهي أحد مصادر الربح الرئيسية على المدى الطويل. وهي عنصرًا رئيسيًا في استراتيجية الشركة الواسعة. ومع التعقيد المتزايد للعلاقات بين الشركات في مختلف البلدان، وإنشاء الشركات العالمية، تخلق الموجودات غير الملموسة معايير موحدة للإنتاج والتوزيع والتسويق والاستهلاك في جميع أنحاء العالم. كل هذا يحدده المجال الحالي للبحث. (Lukianenko & Shelest,2018:391)

ويتم قياس ملموسية الموجودات عبر الصيغة الآتية

$$\text{Tangibility of the assets} = \text{Fixed assets} / \text{total assets} \dots\dots\dots 3$$

(Lu-Andrews & Yu-Thompson,2015 :452), (Silva et al.,2016:144)
(Chaklader & Chawla,2016:271), (Al Momamni & Obeidat,2017:194)
(Sofat & Singh,2017:1034), (Kang & Ausloos,2017:11) ,
(Sibindi,2018:117), (Mayuri & Kengatharan,2019:47) (Gharaibeh & AL-Tahat,2020:367).

4- فرص النمو: -

تسعى الشركات العالمية إلى النمو الاقتصادي لأنها لا تؤمن بالاستقرار على المدى الطويل، فهي تستفيد في الغالب من أرباح النمو الاقتصادي لسداد الديون طويلة الأجل وتقليل المخاطر المالية، حيث يبدو لها النمو الاقتصادي المرتفع فرصة وزيادة ديون إضافية لتمويل احتياجاتهم الاستثمارية المتزايدة. (Ahsan ET AL.,2016:379)

ويقوم مجلس الإدارة في تخصيص موارد الشركة على موجوداتها فهو موثوق به ليدبر الشركة من أجل الحصول على أرباح تزيد في نهاية المطاف من ثروة أصحاب الشركة. إذ تستخدم الشركات أموال راس المال الخاص والديون في الوقت نفسه. ويعد استخدامها مفتاحًا

مهمًا لتحقيق أهداف الشركة. وينعكس نجاح وفشل الشركة في استغلال موجوداتها.
(Rahayu,2019:981)

تستثمر الشركات في موجوداتها وتنفق التدفق النقدي التشغيلي لشراء الموجودات أو بيعها لتحقيق أهداف النمو، ويعد الاستثمار في الموجودات أو بيعها هو إشارات ومعلومات للمستثمرين فيما يتعلق بشراء وبيع الأسهم في الشركات. إذ يراه المستثمرون معيارًا لتقييم أداء الشركات المختلفة. ويعد نمو الموجودات أيضًا أحد مؤشرات الميزانية العمومية. ويتم تفسير مؤشر نمو الموجودات على أنه أخبار جيدة من نواحي وسيئة من نواحي أخرى. فهو أخبار جيدة لأن النفقات الرأسمالية لها علاقة إيجابية وكبيرة بفرص الاستثمار. فضلًا عن ذلك، يشير ارتفاع النفقات الرأسمالية إلى أن سوق رأس المال الذي يوفر الموارد المالية للاستثمارات يثق بدرجة كبيرة في الشركة والإدارة.

أما كونه أخبار سيئة هي أن المديرين لديهم الحافز لزيادة الفوائد في الشركات. وفي ظل هكذا ظروف، يمكن للمستثمرين إدراك بان هناك مشكلة واحتمالية ان يكون العائد المستقبلي سلبي. إذ يؤدي الاستثمار في هذه الظروف إلى خداع المستثمرين بسبب عدم تناسق المعلومات بينما يكون عند المديرين المعلومات الكاملة بالسنوات المقبلة ويتم تعديل العائد على هذا الأساس.
(Delkhosh&Abdollah,2017:147)

وتتطلب زيادة نمو الموجودات للشركة أموالاً كبيرة في المستقبل، لذلك يفضل المديرون حجب الأرباح عن المساهمين واستخدام هذه الأموال للاستثمار في مشاريع مربحة بدلاً من تقاسمها كأرباح للمساهمين، وكلما كان معدل نمو الشركة أسرع، زادت الحاجة إلى التمويل المستقبلي لنموها.

وعادة ما تكون الشركة أكثر حرصًا على حجب الأرباح بدلاً من دفعها كمقسوم أرباح على المساهمين بسبب تكلفتها. وكلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة لنمو الشركة، ستكون أرباح الأسهم التي يجب دفعها أصغر.
(Wahjudi,2019:6)

وتشير الدلائل التجريبية إلى أن الشركات الكبيرة تميل إلى النمو بشكل أكبر قياسًا بالشركات الصغيرة، وكذلك تميل الشركات الجديدة إلى النمو بشكل أكبر قياسًا بالشركات القديمة.
(Badawi& AlQudah,2019:202) وأن الشركات التي شهدت نموًا سريعًا، عبر زيادة التمويل الخارجي وعن طريق القيام باستثمارات رأسمالية وعمليات استحواذ، تميل إلى إظهار أداء تشغيلي سيئ، في حين على العكس أن الشركات التي عانت من الانكماش، عبر التشذيب

وإعادة شراء الأسهم وسحب الديون، تميل إلى إظهار أداء تشغيلي جيد . (Machado& Faff,2018:419) وإن هذه العلاقة السلبية بين نمو الموجودات والاداء التشغيلي قد يرجع إلى عنصرين هما المخاطرة أو سوء التسعير .

فوفقاً لنماذج العائد والمخاطر، عند الاستثمار في شركة، يطلب المستثمرون معدل عائد يتناسب مع مخاطر الشركة، وبعبارة أخرى، من أجل الاستثمار في الشركات عالية المخاطر، يحتاج المستثمرون إلى عوائد أعلى كتعويض عن المخاطر الإضافية . مع الأخذ بالحسبان هذه العلاقة الإيجابية بين المخاطر والعائد وحقيقة أن الشركات ذات النمو المنخفض للموجودات تحقق عوائد أعلى من الشركات ذات النمو الكبير، يمكن للمرء أن يفترض أن الشركات ذات النمو المنخفض للموجودات هي أكثر خطورة من الشركات ذات النمو المرتفع للموجودات (Constantinou et al,2017:827) .

اما تفسيرات سوء التسعير فان الأدبيات تستند في ذلك الى المنظور السلوكي، أي ان الشركات تحاول ان تقلد شركات أخرى في عملية نمو موجوداتها (Machado& Faff,2018:419) .
ويعد نمو إجمالي الموجودات مقياس شامل لنمو الشركة. ويمكن الوصول اليه من جانبي الاستثمار وجانب التمويل.

فمن جانب الاستثمار يتكون نمو الموجودات من النمو في حساب النقد، مضاف اليه النمو في الموجودات المتداولة غير النقدية، مضاف اليه نمو الممتلكات والمنشآت والمعدات، مضاف اليه النمو في الموجودات الأخرى.

ومن جانب التمويل يتكون من النمو في المطلوبات التشغيلية، مضاف اليه النمو في تمويل حقوق الملكية (التخير في الأسهم والأرباح المحتجزة). (Wen,2014,15-16)

ويرى (Ibrahim& Lau) بانه يمكن تفسير النمو بشكل واضح عبر نظريتين: نظرية الترتيب ونظرية تكلفة الوكالة اذ عرضت كلتا النظريتين موقفاً متناقضاً.

فوفقاً لنظرية الترتيب هناك علاقة إيجابية بين النمو والرافعة المالية نظراً لأن فرص النمو الأعلى تعني زيادة الطلب على الأموال، ومع ثبات باقي المتغيرات، فإن التفضيل الأكبر على التمويل الخارجي عبر المصدر المفضل للديون اذ تؤكد هذه النظرية أن الإدارة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي والدين على حقوق الملكية إذا أصدرت أوراقاً مالية.

أما نظرية تكلفة الوكالة، فهناك علاقة سلبية بين فرص النمو ونسبة الديون. تشير نظرية تكلفة الوكالة إلى أن الشركات التي يسيطر عليها المساهمون تميل إلى الاستثمار دون المستوى الأمثل

لمصادرة التمويل من حملة سندات الشركة. (Ibrahim& Lau,2019:79) فمع وجود فرص نمو أعلى، تميل الشركات إلى تحمل تكاليف أكبر للوكالة، مما يؤدي إلى تكاليف كبيرة للديون. وعندما يغتنم المدير الفرصة في المشاريع المحفوفة بالمخاطر، فإن الدائنين سيطلبون المزيد من رسوم الفائدة. تؤدي هذه الممارسة إلى تحول ضوابط الشركة إلى الدائنين، حيث سيتم استخدام المزيد من التدفق النقدي كمدفوعات فائدة.

وعليه تميل هذه الشركات إلى الحفاظ على مستوى نسبة دين أقل لتقليل قيود الدائنين إلى الحد الأدنى (Cahyono& Chawla,2019:102).

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

Company Growth = Percentage Change in Total Assets 4

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

وكمقياس آخر لتحديد فرص النمو للشركة استخدم من قبل البعض معدل الفرق في القيمة الدفترية لإجمالي الموجودات، (Dzafic& Polic,2019:67) , (Onatca Engin et al,2019:689) وكذلك هناك من استخدم نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لإجمالي الموجودات لفرص النمو، (Arsov& Naumoski,2016:128), (Obay,2018:1302).

والبعض يرى فرصة النمو تتمثل بنسبة القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية الى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية، (Zafar et al.,2019:7) واستخرج النمو أيضا عبر المعدل السنوي للتغير في المبيعات (Kaloudis& Tsolis,2018:8).

5- الربحية.

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

فالربحية أساسية لأي شركة للاحتفاظ بميزتها التنافسية وتسهيل عملية نموها على المدى الطويل. وتعد الربحية عامل مؤثر بشكل كبير في تحقيق القيمة داخل المنظمة. وقد اكدت دراسة (Osazuwa & Che-Ahmad) أن المنظمة يمكن أن تحقق الربحية عبر الاستفادة من وفورات الحجم، واستكشاف سبل خفض التكلفة من الموردين، والقضاء على جميع النفقات العامة

التي تفشل في إضافة قيمة إلى المنتج وتقليل التكاليف التي لا تعزز حاجة المشتريين.
(Osazuwa & Che-Ahmad,2016:299)

ويمكن للشركات الأكثر ربحية الوصول إلى المزيد من الأموال المقترضة.
(Văidean, & Vaida,2017:195)، وبشكل عام وفقاً لنظرية الترتيب، تفضل الشركة التي
تجني أرباح عالية التمويل الداخلي عبر احتجاز الأرباح بدلاً من الذهاب إلى التمويل الخارجي
عن طريق اقتراض الديون. وعليه فإن الربحية ونسبة الدين الإجمالية لها علاقة عكسية.
(Ricardo & Florencio,2020:4), (Öhman & Yazdanfar,2017:118),

(D'Amato,2019:4), (Naser et al,2015:980), (Ahsan et al,2016:366)
من ناحية أخرى، تبين نظرية المقايضة عكس من ذلك، إلى وجود علاقة إيجابية بين الربحية
وهيكل رأس المال. إذ سيؤدي الاستخدام المتزايد للديون إلى أرباح أعلى بسبب مزايا الاعفاء
الضريبي (Ramli & Nartea,2016:303), (Chakrabarti & Chakrabarti,2019:12).
ويسلط منظرو نظرية المقايضة الضوء على تحفيز الشركات المربحة لزيادة ديونها لسببين
رئيسيين. (D'Amato,2019:4)

أ- الشركات المربحة لا تنطوي على مخاطرة، وعليه تواجه تكاليف إفلاس منخفضة.
ب- يمكن للشركات ذات الأرباح المرتفعة الاستفادة من إعفاءات ضرائب الديون عن طريق
تقليل العبء الضريبي على الأرباح.
ويتم قياس الربحية باستخدام نسب ربحية مختلفة كما في ادناه: -

أ- **نسبة هامش إجمالي الدخل:** تشير هذه النسبة إلى قدرة المبيعات على تحقيق ربح إجمالي.
وتشير النسبة المرتفعة إلى ارتفاع أسعار البيع وانخفاض تكاليف الإنتاج. وتبين أسعار البيع
المرتفعة أن منتجات الشركة قد تتمتع بميزة تنافسية. وإذا كان للمنتج ميزة تنافسية سواء من حيث
التكلفة أو الجودة، فقد يساعد ذلك الشركة على زيادة الربحية (Abdul,2017:88)

ب - **نسبة هامش صافي الدخل:** أي النسبة للعائد المتبقي بعد خصم جميع التكاليف
والمصروفات، بما في ذلك الفوائد والضرائب وتوزيعات الأسهم الممتازة المثوية على لمبيعات .
وهي النسبة المستخدمة لإظهار قدرة الشركات على تحقيق أرباح صافية بعد خصم الضرائب.
فكلما زادت هذه النسبة، زادت قدرة الشركة على تغطية النفقات الخارجة للعمليات وضريبة
الدخل، والتي تظهر في نفس الوقت أيضاً قدرة الشركة على تحقيق صافي الربح.

(Mulyadi et al,2020:589)

ت- نسبة هامش الأرباح قبل الفائدة والضرائب والاندثار: وهو مقياس شائع لربحية التشغيل. وتقيس نسبة هامش الأرباح قبل الفائدة والضرائب والاندثار مدى فعالية الشركة في تحقيق المبيعات. (TenBrink et al,2017:18) ويوضح هذا المؤشر توليد الأموال مع الأخذ في الاعتبار أنشطة التشغيل فقط، فهو يزيل آثار المصروفات غير القابلة للصرف مثل الاندثار والإطفاء والاستنفاد؛ فضلا عن إبراز القدرة على الاستثمار، والمدفوعات للدائنين وتوزيع الأرباح على المساهمين.

وتعد الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاندثار من المؤشرات المحاسبية الرئيسية في سوق رأس المال، فهي تستخدم من عدة جهات مثل المحللون والدائنون والمستثمرون والمساهمون. (de Oliveira Ritta et al.,2017:116)

ث - العائد على الموجودات: هو أحد أنواع نسبة الربحية التي تقيس قدرة الشركة على توليد الدخل الصافي بناءً على مستوى معين من الموجودات، إذ يشير هذا إلى وضع الربحية للشركة مقارنة بموجوداتها بالكامل، ويتم الحصول عليه من قسمة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الموجودات. وتستخدم هذه النسبة لقياس مدى فعالية الشركة في استخدام الموارد الاقتصادية الحالية لتحقيق أرباح من الموجودات المستخدمة. إذ يظهر العائد الإيجابي على الموجودات أن إجمالي الموجودات المستخدمة لعمليات الشركة قادرة على تحقيق أرباح. وعلى العكس من ذلك، إذا كان سالبًا يشير إلى إجمالي الموجودات التي تستخدمها الشركة، فقد تكبدت خسائر وهذا يعني ان النسبة العالية تُظهر كفاءة الموجودات. (Hidayat et al.,2020:4) ومن الممكن أن يكون العائد على الموجودات له قيمة نقدية سلبية (Orey,2016:45).

وان العائد على الموجودات مفيد جدا للمقارنة بين شركتين أو أكثر لديها شروط رأسمالية مختلفة (Fadli& Hongbing,2020:25).

الا أن هذه الطريقة في حساب الربحية لها بعض القيود: -

(أولاً)، عند حساب العائد على الموجودات، يشمل البسط فقط صافي الربح المتاح للمالكين، بينما يشمل المقام جميع مقدمي رأس المال للشركة. لذلك هناك عدم تطابق بين البسط والمقام في حساب العائد على الموجودات.

(ثانياً)، عند حساب العائد على الموجودات كمقياس لأنشطة التشغيل، فإن إجمالي الموجودات بصفته القاسم لا يشمل فقط الموجودات المطبقة على الأنشطة التشغيلية، بل يشمل أيضاً الموجودات المطبقة على الأنشطة الاستثمارية مثل النقدية الزائدة والأوراق المالية القابلة للتداول.

وفقاً للنهج التقليدي، يشمل المقام لحساب العائد على الموجودات كلا من الموجودات التشغيلية والموجودات المالية. لذلك لا يمكن للعائد على الموجودات قياس الأداء التشغيلي نفسه بشكل صحيح.

(ثالثاً)، صافي الربح وهو البسط لحساب العائد على الموجودات يشمل أيضاً أداء الأنشطة التشغيلية وأداء الأنشطة المالية مثل إيرادات الفوائد والمصروفات. يشمل صافي الربح المدرج في بيانات الدخل جميع نتائج قرارات التشغيل والقرار المالي. (Park,2017:4)

وهناك من يقسم العائد على الموجودات الى العائد على الموجودات التشغيلية وعائد على الموجودات الاستثمارية حيث يشير الأول الى الأرباح الناتجة عن الموجودات التشغيلية، وتحدد كيفية استخدام الشركة لموجوداتها التشغيلية لتحقيق الربح. وتشتمل الموجودات التشغيلية على النقدية وحسابات القبض والمخزون. (Sakib & Hossain,2020:6) وتعد نسبة العائد على الموجودات التشغيلية أيضاً مقياس لمدى كفاءة استخدام الشركة لموجوداتها التشغيلية. (Kaluarachchi,2019:128) بينما يشير الثاني الى العائد على الموجودات الاستثمارية (Park,2017:6).

وبشكل عام يمكن استخراج العائد على الموجودات من قسمة الربح التشغيلي بعد الضريبة على رأس المال المستثمر وعليه يمثل الأرباح المتاحة لجميع المستثمرين، وليس فقط للمساهمين (Parab & Reddy,2018:763) , (Bluszcz& Kijewska,2016:114).

بمعنى إذا تم استخدام رأس المال المستثمر من قبل الشركة بشكل فعال فإن العائد على الموجودات كنسبة مئوية يرتبط بحجم الموجودات وحجم رأس المال العامل أو التشغيلي. (AlAli,2019:2-3)

ج - العائد على حقوق الملكية: يطلق عليه أيضاً "الكفاءة المالية" ويظهر فعلياً الكفاءة للمالكين. ويتضمن العائد على حقوق الملكية عائداً أكبر من العائد على الموجودات اذ يمثل فقط عائداً على رأس المال الخاص (الممتلك) (Fadli&Hongbing,2020:25) ويتمثل بالعلاقة بين صافي الدخل من العمليات التجارية وحقوق المساهمين ويكشف عن الربحية أو العائد للمالك الحقيقي للشركة.

ويعد العائد المرتفع على حقوق المساهمين مناسباً لمؤسسة الأعمال ويشير إلى كيفية حصول المساهمين على عوائد على أموالهم المستثمرة في مؤسسة الأعمال. (Haque et al,2020:136) ويقترح بعض الباحثين العائد على حق الملكية كمقياس أفضل للربحية بينما يشير البعض إلى أن العائد على الموجودات هو الأفضل. (Pointer& Khoi,2019:187)

وهو يقيس أرباح المساهمين من الأنشطة التمويلية. ويشكل كل من العائد من الأنشطة التشغيلية والعائد من الأنشطة المالية الربح الكلي للشركة، ولأن العائد على حقوق الملكية يقيّم الكفاءات الإجمالية لاستخدام الأموال الممولة من المالك، فإن العائد على حقوق الملكية يعد مؤشرًا شاملاً لأداء الشركة. (Park,2017:3)

ح- **ربحية السهم:** من بين مقاييس الربحية المختلفة لقياس أداء الشركة، تعد ربحية السهم أداة معروفة وأساسية لقياس أداء الشركة ويحتاجها المستثمرون لتقييم النجاح المالي للشركة وأيضًا لتعويض المديرين. (Chandren et al.,2015:345)

وتتمثل أهمية مقياس ربحية السهم في البيانات المالية كذلك لاتخاذ قرار الاستثمار. وهو يمثل العوائد التي تقدمها الشركة لكل حصة منتهية من الأسهم العادية. والذي يمكن أن يساعد في اتخاذ قرار الاستثمار بطريقة موثوقة أفضل من التدابير الأخرى مثل العائد على الموجودات، خاصة في النماذج التنبؤية. (Elamir,2020:52)

وتعد ربحية السهم العامل الأكثر أهمية في تحديد سعر السهم وقيمة الشركة وقد أشارت الدراسات إلى أن ربحية السهم عبارة عن مقياس تم فحصه بعناية وغالبًا ما يستخدم كمقياس لقياس ربحية الشركة لكل وحدة من ملكية المساهمين، مما يجعلها محركًا رئيسيًا لأسعار الأسهم. ووصف كمؤشر أداء يوضح الوضع المالي للشركة عبر السنة المالية. ويزود المساهمين بمعلومات عن جزء الأرباح الذي يخص كل سهم. (Olaoye & Kolawole,2020:77)

وكمحاولة لزيادة الأرباح لكل سهم يتم عملية إعادة شراء الأسهم فقد يتم تحفيز المديرين التنفيذيين على فعل ذلك، إذ يُنظر إلى المساهمين على أنهم أصحاب المصلحة الرئيسيون في الشركة، ويتم تقديم مصالحهم المالية كهدف أساسي يؤدي ذلك إلى زيادة التركيز على المقياس التي تلتقط قيمة المساهمين واهمها زيادة سعر السهم سواء عند تقييم أداء الشركات أو عند مكافأة المديرين التنفيذيين (Steenkamp & Wesson,2020: 2-3). وتقاس ربحية السهم من تقسيم الأرباح الصافية (أي بعد طرح الفائدة والضريبة من الأرباح التشغيلية) على عدد الأسهم المصدرة (Jeroh,2020:7).

7-السيولة: -

تعد السيولة ذات أهمية كبيرة لكل من المحليين والداخليين والخارجيين بسبب علاقتها الوثيقة بالعمليات اليومية للأعمال التجارية.

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

ويمكن القول ان جميع اصحاب المصلحة مثل المستثمرين والمحللين والدائنين والموردين لديهم اهتمام في وضع الشركة من حيث السيولة.

فيقوم المستثمرون والمحللون بإجراء تحليلات للسيولة لتحديد قدرة الشركة على توليد التدفقات النقدية لتلبية متطلبات التشغيل الحالية، وقد يطلب الدائنون مستويات سيولة محدودة في تعهدات القروض، ويقوم المدققون بإجراء تحليلات السيولة عند تحليل مشكلات الاستمرارية (Bunker et al.,2019:11-10). ما ان موردو السلع سوف يتحققون من سيولة الشركة قبل بيع البضائع. ويشعر الموظفون بالقلق أيضًا بشأن سيولة الشركة لمعرفة ما إذا كان بإمكان الشركة الوفاء بالالتزامات المتعلقة بالموظفين. وعليه تحتاج الشركة إلى الحفاظ على السيولة الكافية. وتقوم الإدارة بتقييم الاحتياجات من الأموال للوفاء بالالتزامات وضمان توافر النقد. وتشتمل إدارتها على تحليل يومي وتقدير مفصل لحجم وتوقيت التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لتقليل مخاطر عدم الوفاء والهدف من إدارتها هو توجيه الشركة نحو وضع مالي يمكنها من الوفاء بالتزاماتها المالية (Pradhan& Gautam,2019:58).

وعبر الاحتفاظ بالموجودات السائلة ايضا، تواجه الشركات الحالات الطارئة غير المتوقعة مثل الصدمات الاقتصادية أو النفقات غير المتوقعة، مما يقلل من احتمال حدوث ضائقة مالية كبيرة، والتي قد يؤدي في النهاية إلى تصفية غير فعالة للشركة بأكملها.

(Scholz et al.,2015:222)

ويمكن تحويل أي موجود إلى نقد بسرعة إذا خفضنا السعر بدرجة كافية. وعليه فإن الموجود عالي السيولة هو الموجود الذي يمكن بيعه بسرعة دون خسارة كبيرة في القيمة. اما الموجود غير السائل هو أحد الموجودات التي لا يمكن تحويلها بسرعة إلى نقد بدون تخفيض كبير في الأسعار، وعادة ما يتم إدراج الموجودات في الميزانية العمومية من الأكثر سيولة الى الأقل سيولة، مما يعني أن معظم الموجودات السائلة يتم إدراجها أولاً.

والموجودات السائلة التي يتوقع تحويلها إلى نقد خلال الـ 12 شهرًا القادمة هي الموجودات المتداولة. مثل حسابات القبض، التي تمثل المبالغ التي لم يتم تحصيلها بعد من العملاء على

المبيعات التي تمت بالفعل ومن المؤمل أن تتحول إلى نقد في المستقبل القريب. ويعد المخزون من الموجودات المتداولة الأقل سيولة بالنسبة للعديد من الشركات. (Ross et al.,2017:25)

هناك شعور عام بين المحللين هو أن الشركات تفرط في الاستثمار في الموجودات السائلة. فهناك جزء غير ضروري من صافي الموجودات السائلة، ولكن أيضا ما يزال من الصعب إظهار ما هو المستوى المثالي بالضبط، وفي حالات أخرى قد تضطر الشركة ذات الأداء الضعيف ببساطة إلى وضع لا يمكنها فيه الوصول والحفاظ على المستوى المرغوب فيه من الموجودات السائلة.

(Ahkam& Alom,2019:308)

ومن المؤكد ان هناك فوائد كبيرة للاحتفاظ بالموجودات السائلة. فالشركات تستفيد من الموجودات السائلة، لأنها تسمح لها بالاستفادة من فرص الاستثمار عند ظهورها. وعليه تميل الشركات التي لديها موجودات سائلة كبيرة إلى تحقيق أداء تشغيلي جيد، لأن الحيازات النقدية الزائدة تدعم إمكانات النمو.

وأن الشركات ذات السيولة المنخفضة قد تفقد بعض مشاريع صافي القيمة الحالية الإيجابية، علاوة على ذلك، أن الشركات قادرة على تقليل الآثار السلبية لمخاطر إعادة التمويل عبر الاحتفاظ بالموجودات السائلة. ونتيجة لفشل إعادة التمويل، قد يُطلب من الشركات أيضًا التخلص من الموجودات الهامة بأسعار البيع والتي قد تكون مهمة بشكل خاص للموجودات الحقيقية غير السائلة. (Scholz et al.,2015:222)

ان اعتماد الشركة بشكل كبير على مستويات عالية من الديون في تمويلها واستخدامها، فإنها تميل إلى امتلاك مستوى مرتفع من الموجودات السائلة. وتتطلب المستوى المرتفع من الديون إلى مستوى عالٍ من حيازة الموجودات السائلة. اي وجود علاقة إيجابية بين تأثير المديونية طويلة الاجل وسيولة الشركة. وهذا يقود إلى بطء نمو الشركة. وتتماشى هذه العلاقة الناتجة مع وجود دافع وقائي للاحتفاظ بالموجودات السائلة في الشركات التي تحتفظ بمديونية عالية كميزة دائمة لهيكل تمويلها.

علاوة على ذلك، تم إثبات العلاقة السلبية بين المديونية قصيرة الأجل والسيولة. والسبب هو أن الديون قصيرة الأجل والموجودات السائلة يمكن أن تكون بدائل بمعنى أن الشركة التي تواجه تدفقات نقدية منخفضة سوف تتفاعل مع هذا إما عن طريق الاعتماد على الموجودات السائلة المتاحة أو عن طريق تراكم الديون قصيرة الأجل أو من الجمع بين هذين الخيارين وأن العلاقة السلبية بين سيولة الشركات والديون قصيرة الأجل هي أكثر أهمية من العلاقة الإيجابية بين سيولة الشركة والديون طويلة الأجل. (Šeligová& Košťuríková,2019:93)

وهذا ما ذهب اليه نظرية الترتيب، فعندما تفضل الشركات التمويل الداخلي على التمويل الخارجي. يمكن للشركات ذات السيولة العالية إنشاء احتياطات سائلة من الأرباح المحتجزة وعليه يكون لها خيار تمويل مشاريعها بأموال داخلية بدلاً من الديون. وعليه من المتوقع أن تكون السيولة مرتبطة بشكل سلبي بالمديونية.

وفيما يتعلق بنظرية الوكالة، يمكن استخدام سيولة موجودات الشركة لإظهار مدى إمكانية التلاعب بهذه الموجودات من قبل المساهمين على حساب حاملي السندات. هذا يعني وجود علاقة سلبية بين السيولة ومستوى الدين. (Pepur et al., 2016:502)

ويمكن قياس السيولة عبر مقاييس تقليدية مثل نسبة التداول وهي نسبة السيولة الأكثر استخداماً (Abdulla,2017:108) , (Šeligová& Košťuríková,2019:95) وكذلك النسبة السريعة أو عبر مقاييس بديلة مثل صافي رصيد السيولة ودورة التحويل النقدي. (Wasiuzzaman,2018:1578) ويمكن قياسها أيضاً عبر الملاءة المالية المقاسة بنسبة الدين إلى الموجودات، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية (Mulyadi et al.,2020:589).

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

وينظر إلى نسبة التداول كمقياس متكامل للسيولة، لأنها تجسد الاستثمار في الموجودات السائلة، مثل الأرصدة النقدية والبنوك والمخزون والذمم المدينة والموجودات المتداولة الأخرى. وهي أيضاً مقياس مهم توضح الاستثمار في (الموجودات والمطلوبات) المتداولة، مما يعني ضمناً معرفة وجود الدعم في أوقات الضائقة المالية (Ahkam& Alom,2019:309). يتم حساب نسبة التداول للشركة عبر الصيغة الآتية: (Shahar,2016:39)

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

ب- النسبة السريعة: - نسبة التداول ليست مؤشراً كافياً على ضعف أو قوة الشركة من حيث السيولة. فعند تضمين المخزونات والمصروفات المدفوعة مسبقاً من الموجودات المتداولة والتي لا يمكن تحويلها على الفور إلى سائل، فقد لا تتمكن الشركة من الوفاء بالتزاماتها السريعة بسبب

نقص الأموال النقدية. لذلك، يمكن الحكم على ملاءة الشركة بشكل أفضل عبر النسبة السريعة. إذ تعد النسبة السريعة أداة مهمة للحكم على وضع السيولة في الأعمال التجارية. (Rao,2016:22) ولذلك تعد طريقة أخرى لقياس سيولة الشركة بالمقارنة مع نسبة التداول. فهي تؤسس العلاقة بين الموجودات السريعة (السائلة) والمطلوبات السريعة. فتعد الموجودات المتداولة سائلة إذا كانت قابلة للتحويل إلى نقد دون خسارة الوقت والقيمة. ويشتمل الموجود السريع للشركة على مجموع الموجودات المتداولة ناقصًا المخزون (Chhatoi,2017:21)، (Durrach et al.,2016:438) وكلما زادت النسبة السريعة، زاد مستوى السيولة لدى الشركة فهي نسبة السيولة المستخدمة لقياس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماته تجاه أصحاب المصلحة لأكثر الموجودات سيولة (Abdillah et al., 2016:142).

ت- النسبة النقدية: - الدائنون على المدى القصير يهتمون جدًا بهذه النسبة، وهي النسبة التي تأتي نتيجة النقدية (النقد والأوراق المالية القابلة للتسويق) مقسومة على المطلوبات قصيرة الأجل. وتستخدم النسبة النقدية لقياس مدى كفاية النقد المتاح. (Affandi et al.,2018:5-4) إذ يتمثل النقد بالعملة المحلية والأجنبية الموجودة في خزانة الكيان الاقتصادي أي النقد الذي تصرف به الوحدة في لحظة معينة والتي يتم عبرها أداء المدفوعات مع الأفراد أو الشركات. يتم تسجيل إجمالي المعاملات النقدية، التي تتم عبر المستندات الداعمة، يوميًا في دفتر الحساب الذي يوفر صورة المجموعات والمدفوعات والرصيد النقدي في نهاية اليوم. وتجدر الإشارة إلى أن هناك عيوب نتيجة استخدام مبلغ كبير من النقد وعدم اليقين من التحويل المادي وعدم الانضباط المالي لعمليات التحصيل والدفع. (Breuer et al.,2012:78) وتتمثل الأوراق المالية القابلة للتسويق بالأوراق المالية الصادرة عن شركات أخرى والدولة من أجل جني الأرباح على المدى القصير. وتشير هذه الأوراق المالية أيضًا إلى الاستثمارات المؤقتة التي لا تتجاوز سنة واحدة ويمكن تحويلها إلى أموال عبر مدة النشاط، وتتضمن هذه الأوراق على الأسهم والسندات وأذون الخزانة وشهادات المشاركة في صناديق الاستثمار وشهادات المشاركة في الأرباح والخسائر وشراكات الإيرادات التي يتم الحصول عليها لغرض كسب دخل الفوائد أو توزيعات الأرباح أو تحقيق الربح عبر الاستفادة من تحركات الأسعار والبيع عند الضرورة. (Özulucan et al.2017:236)

8 - الاعفاء الضريبي لغير الديون.

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

حيث يمكن للشركات استخدام طرق مختلفة لتقليل مسؤوليتها الضريبية من أجل تعظيم الربح بعد الضرائب عن طريق التحسين الضريبي. فالتحسين الضريبي وهي جزء من السياسة الضريبية لكل شركة. اذ يعد وجود درع ضريبي نتيجة للنفقات المطلوبة من الضرائب عاملاً مهمًا في ربحية الشركات، كما يعد التحسين الضريبي على المدى الطويل أحد العوامل المحددة لقيمة الشركة. (Kliestik et al.,2018:296) وقد تقدم الحكومة للشركات درعاً ضريبياً وهذا يؤدي إلى زيادة الإيرادات عبر تخفيض الضريبة. (Fischer& Jensen, 2019:154)

وتلعب الحكومة عبر الاعفاءات الضريبية ايضاً دور في توفير حوافز للشركة لتغيير اختيار هيكل تمويلها الخاص بها ، عبر تقديم حوافز للشركات لزيادة قدرتها التنافسية وتقليل اعتمادها على تمويل الديون وتنشيط استخدام مصروفات الاندثار لتقليل التزامها الضريبي (Teja,2018:258) . وبسبب ان الشركات لديها حوافز كبيرة لتأجيل الضرائب أو تجنبها بشكل دائم، فقد تفضل الاعفاءات الضريبية غير المتعلقة بالديون لأسباب مختلفة منها: - (Almendros & Mira,2018:165)

أ- تكون أقل تكلفة في حين أن الديون تتطلب مدفوعات فائدة باهظة الثمن، فإن العديد من الاعفاءات الضريبية غير المتعلقة بالديون لا تتطلب أي نفقات إضافية للشركة.

ب- عدم تقييد الشركة عبر تعهدات الديون والتي من المحتمل أن تولد تكاليف معاملات عالية.
ت- غالباً ما تستغل الاعفاءات الضريبية غير المتعلقة بالديون الأحكام الواردة في القواعد المحاسبية التي تسمح للشركة بتخفيض الضرائب دون التأثير على كشف الدخل، وعليه تفضل إدارة الأرباح المحاسبية.

ث- تتمتع بعض الاعفاءات الضريبية البديلة للديون بعائد أكبر نسبياً لكل وحدة نقدية مستثمر. ويتم استخدام نسبة مصاريف الاستهلاك إلى إجمالي الموجودات كبديل للاعفاء الضريبي لغير الديون (Yildiz,2018:546)، (Mota & Moreira,2017:5)

ان المكونات الرئيسية للاعفاء الضريبي لغير الدين هي الاندثار والإطفاء. والتي تحدث يوميًا تقريبًا في أنشطة الإنتاج والتشغيل للشركات لذلك، تستخدم الشركات اعفاء ضريبية غير متعلقة بالديون لتوفير الضرائب ولا توجد أي تكاليف ومخاطر تقريبًا. وفي الوقت نفسه، يشكل الاعفاء الضريبي الناتج عن الاندثار تكلفة غير نقدية. أي لا تدفع نقدًا في العملية الفعلية. وعلى العكس من ذلك، ستبقى في الشركة.

وللاعفاء الضريبي غير المتعلق بالديون تأثير تجنب ضريبي مماثل لتأثير درع ضريبة الديون. إذ يمكن خصم كليهما قبل الضرائب وتمويلهما بتكلفة تمويل أقل، لكن الاثنين يختلفان في لوائح قانون الضرائب وتكاليف الاستخدام. فبينما تنص قوانين الضرائب بصراحة على معيار خصم رسوم الفائدة على القروض. إلا ان قواعد الاندثار والإطفاء ليست صارمة للغاية.

(Deng & Shao,2020:21) ويمكن استخراج الاعفاءات الضريبية لغير الفائدة من الصيغة

الآتية (Janor et al.,2018:21)

Non-interest tax shield = Depreciation / Total Assets 6

9- المخاطرة.

هناك نوعان من المخاطر التي يجب أخذها في الاعتبار أثناء التخطيط لهيكل تمويل الشركة هي المخاطر المالية ومخاطر الأعمال.

(أ) المخاطرة المالية: هي احتمال انهيار الشركة التي تستخدم المزيد من الديون للوفاء

بالالتزامات المالية عندما يكون الرصيد النقدي غير كافٍ. (Onsongo et al.,2020:1)

فعندما تقوم الشركة باقتراض الديون لجمع الأموال لإنشاء المشاريع المختلفة، ستظهر المخاطر المالية مثل الإفلاس تظهر، ومن ثم كلما ارتفع الدين، كلما زادت المخاطر المالية التي تتحملها الشركة، (Li et al.,2015:280) بسبب عدم القدرة على سداد المطالبات المتفق عليها والتي

تشمل الفائدة والمبلغ الأساسي. (Khan,2018:82)

(ب) مخاطرة الاعمال: تنتج عن التقلب الحاصل في التدفقات النقدية أو احتمالات تحقيق الأرباح

للشركة، وهناك العديد من الأسباب التي تزيد من مخاطر الأعمال مثل نقص التخطيط، نقص رأس المال العامل، المنافسة في السوق المالية للشركات، فشل العمل بسبب عدم كفاية الفهم وخطط العمل، حتى تلك الشركات التي لديها خطة عمل قد تفشل إذا كانت خططها غير قابلة

للتطبيق أو تستند إلى معلومات غير دقيقة، وقلة الخبرة المتعلقة بتنفيذ خطط العمل في الممارسة، إذ تستغرق الشركة عامًا أو عامين حتى تثبت نفسها في قطاع الأعمال، عبر هذه المدة يجب عليهم تأمين المطالبات المالية. (Dvorský et al.,2020:491)

وعند اخذ المخاطرة بشكل عام، نجد هناك العديد من التفسيرات النظرية التي يمكن أن تفسر الارتباط بين المخاطرة وهيكل التمويل للشركات وهي تتناقض بشكل واضح.

اذ تتنبأ نظرية المقايضة بوجود علاقة سلبية بين ديون الشركة والمخاطرة. والسبب الكامن وراء ذلك هو أن التدفقات النقدية شديدة التقلب يمكن أن تؤدي إلى ضائقة مالية. ولتجنب الإفلاس، على الشركات ذات المستويات العالية من التدفقات النقدية المتقلبة أن تمتنع عن تمويل الديون، لان الشركات ذات التقلبات العالية في الأرباح تحمل مخاطر انخفاض مستوى الأرباح وعدم القدرة على تسديد التزامات الديون. (Sibindi& Makina,2018:5-4)

ومن المتوقع انخفاض مبلغ الدين الذي تقترضه الشركة من الدائنين كلما زادت مخاطر تلك الشركة أيضا بسبب ان الدائنين لن يكونوا مستعدين لتزويد مثل هذه الشركات بالائتمانات. (Nyeadi et al.,2017:163) اذ تميل الشركة إلى أن تعتمد على الديون بشكل قليل لأن الديون تتضمن التزامًا بالدفع الدوري، وأن زيادة نسبة الديون ستعرض الشركة للاضطرابات المالية. (Gharaibeh& AL-Tahat,2020:368) وتفضل الشركات ذات المخاطر العالية الاعتماد بشكل قليل على الديون. (Palazzo,2019:402)

وعند زيادة المخاطر الكلية تقوم الشركة التي تتبنى نظرية المقايضة ذات الديون العالية التي تتجاوز النسبة المستهدفة بتعديل هيكل التمويل بسرعة لتجنب تكاليف الضائقة المالية واحتمال الإفلاس، بالمقابل تقوم الشركات التي ذات الديون التي تقل عن النسبة المستهدفة بالمحافظة على حالتها ولا تسعى لتغيير هيكلها التمويلي.

وفي حال كون الشركة تعاني من عجز مالي معين بنسبة دين تفوق النسبة المستهدفة سوف تقوم بإصدار أسهم جديدة لتحقيق أهدافها. وتؤدي زيادة المخاطر الخاصة بالشركة إلى تسريع عملية تعديل هيكل التمويل الخاص بها. (Baum et al.,2017:1466-1465)

وعلى العكس بالنسبة لنظرية الترتيب فهناك جدل حول وجود علاقة إيجابية او سلبية. اذ يرى متبني العلاقة الإيجابية بين ديون الشركة والمخاطر، بانها تقوم على فكرة أن تقلب التدفقات النقدية يعني تقلب الارباح. وعلى هذا النحو، تصبح الشركة مقيدة بالتمويل من الأرباح المحتجزة. وعليه يتعين عليها السعي للحصول على تمويل من الأسواق الخارجية، بدءًا من سوق الديون، لتجنب مشكلة الاختيار العكسي. (Sibindi,2018:114)

اما متبني العلاقة السلبية فيرون بان للشركات ذات التدفقات النقدية المتقلبة، تقيد قدرة المستثمرين في التنبؤ بدقة بالأرباح المستقبلية بناءً على المعلومات المتاحة للجمهور، لهذا السبب يطلب السوق علاوة لتوفير الديون. فضلا عن ذلك، من أجل تقليل احتمالية عدم تمكن الشركة من تحقيق استثمارات مربحة عندما تكون التدفقات النقدية منخفضة ولتقليل الحاجة إلى إصدار أسهم جديدة، عندها سوف تحافظ الشركات ذات التدفقات النقدية المتقلبة على رافعة مالية منخفضة (Pepur et al., 2016:502) اما نظرية الوكالة فقد تم العثور على نتائج مختلطة فيما يتعلق بهذه العلاقة.

فقد تؤخذ في الحسبان، العلاقة الإيجابية بين الديون والمخاطرة. ويرجع هذا إلى حقيقة أن مشكلة نقص الاستثمار تتناقص عندما يزداد تقلب الأرباح.

وتشير النظرية أيضا الى علاقة سلبية في بعض الاحيان (Wasim et al.,2016:103) . اذ يسعى أصحاب الأسهم عادةً إلى تعظيم الديون بقدر ما يمكن أن يزيد التدفق النقدي للشركة. ومن ناحية أخرى، يميل المقرضون إلى تحديد حجم مستوى الدين على أساس ملف تعريف المخاطر المقدرة للشركة، فكلما زادت المخاطر، انخفض مبلغ الدين. ونتيجة لذلك، من الضروري لكل من المقرضين والمساهمين ذات الأغراض الخاصة تحديد الدين المناسب للشركة (De Marco et al.,2017:47) .

وبشكل عام تميل الشركات التي تواجه المخاطر إلى أن تكون أقل فاعلية، من أجل تقليل احتمالية الاضطرار إلى إصدار أوراق مالية محفوفة بالمخاطر أو فقدان فرص الاستثمار عندما تكون مواردها المالية الخاصة محدودة (Nenu et al.,2018:6) .

ويمكن عبر استخدام برامج إدارة المخاطر ، التي تناسب الشركات الناشئة والمشاريع التكنولوجية الجديدة، التي لديها فرص استثمارية جذابة ولكن لديها ندرة في الأموال بسبب عدم التناسق المعلوماتي المرتبط بمشاريعها غير التقليدية والمحفوفة بالمخاطر في تقليل تكاليف مخاطر الضائقة المالية عبر تثبيت أرباح الشركة والتدفقات النقدية (Joshi,2018:398) .

وقد استخدمت الدراسات مقاييس مختلفة لقياس المخاطرة، على سبيل المثال فقد استخدم (Hedau et al., 2018:20) الانحراف المعياري للعائد على الموجودات كمؤشر لها، وهناك من استخدم التباين في العائد على الموجودات، (Akpan et al.,2017:6) في حين تم استخدام التغير السنوي المطلق في الربحية من قبل (Khaki& Akin,2020:16) وكذلك استخدمت الرافعة التشغيلية . (Chadha&Sharma,2015:7) , (Matemilola et al.,2015:476)

وأخيرا استخدمت الانحراف المعياري لأرباح التشغيل / إجمالي الموجودات
(Obay,2018:1303) .

10- التفرد: -

يعبر التفرد عن القدرات التنظيمية داخل الشركة وهو من المحركات الحاسمة للأداء التنظيمي عبر تجميع الممارسات والخبرات التي تسهل أداء أي المهمة بشكل أفضل وأسرع داخل الشركة، وكذلك يمكن أن يؤدي تجميع قدرات الشركة بشكل مناسب إلى خلق تدأوب للاستفادة منها بشكل فعال عبر تجميع وتطوير إمكانات التصنيع والتسويق والبحث والتطوير بفعالية وكفاءة عالية (Lin& Tsai,2016:263). والتفرد العالي يعني المزيد من التدفقات النقدية الخارجة لإيجاد وتطوير متخصص في الانتاج والتسويق والمبيعات، (Chadha& Sharma,2015:7)

ويرتبط هيكل تمويل الشركة مع تفرد منتجها، فقد تعاني الشركات التي تنتج سلع او الخدمات فريدة نسبياً من تكاليف ضائقة مالية عالية عبر التصفية، لأن العاملين والموردين لديهم على الأرجح مهارات ورأس مال فريد، وقد يجد عملاؤهم أيضاً صعوبة في العثور على منتجات او خدمات بديلة لمنتجاتهم. (Naveed et al.,2015:171) وبناءً عليه تتنبأ نظرية المقايضة بالعلاقة الإيجابية بين التفرد والمديونية.
ويقاس التفرد لنفقات البحث والتطوير مقسوما على المبيعات وكذلك عبر المصاريف على المبيعات (Bhatia& Sitlani,2016:22) ، فضلا عن معدل دوران الموظفين. (Naveed et al.,2015:171)

11- الضريبة: -

لطالما كانت العلاقة بين قرارات الضرائب والتمويل موضوعاً جدليا بين الباحثين. ففي معظم الدول تخضع العائدات على استثمارات الديون والأسهم للضرائب بشكل مختلف. في حين يتم فرض ضرائب على أرباح الأسهم كأرباح على مستوى الشركة و يتم فرض ضرائب عليها مرة أخرى على المستوى الشخصي (اما بسعر مخفض أو عن طريق تطبيق نظام الضرائب بدون تخفيض)، وعادةً يتم خصم مدفوعات الفوائد على مستوى الشركة ويتم فرض الضرائب على

المستوى الشخصي للمستثمر فقط. إذ تؤدي هذه المعاملة الضريبية المزدوجة بشكل عام إلى أعباء ضريبية متعددة من استثمارات الديون وحقوق الملكية وانتهاكات حيادية التمويل (Hemmelgarn & Teichmann,2014:650).

ويمثل معدل الضريبة الحدية بالقيمة الحالية لكل من الضرائب الحالية والمستقبلية المتوقعة بناءً على الدخل الضريبي الموجود للشركة. وهناك قوانين ضرائب لبعض الدول تسمح بالترحيل إلى الأمام وإلى الخلف، حيث يمكن ترحيل الخسائر كمقابل للدخل الخاضع للضريبة الإيجابي في أي من تدفقات الدخل السابقة أو المستقبلية (Skrepnek et al.,2015:19).

واستناداً إلى نظريتي Modigliani and Miller هناك علاقة إيجابية بين الضرائب والديون. إذ تقلل مدفوعات الفائدة من الضريبة المستحقة، وإذا دفعت الشركة ضرائب أقل، زادت حصة الأرباح التي سيتم توزيعها على المستثمرين (Thalib et al.,2019:89).

12- مقسوم الأرباح :-

منذ أن بدأ تأسيس الشركات المساهمة، كانت سياسة مقسوم الأرباح موضوعاً أساسياً للغاية. إذ يسعى المستثمرين الذين يمتلكون أسهم الشركة لتحقيق المزيد من توزيعات الأرباح، والبعض منهم يعد دفع صافي الأرباح بالكامل كأرباح ليس قراراً جيداً. وتعد سياسة توزيع الأرباح جزء لا يتجزأ من قرار تمويل الشركة، لأنها توفر التمويل الداخلي. ونسبة توزيعات الأرباح تتم عبر توصية أعضاء مجلس الإدارة بتوزيعها على المساهمين بما يتناسب مع حصصهم في الشركة. ويسعى المستثمرون إلى الربح من التوزيعات التي يتعين على الشركة دفعها. وبدفع توزيعات الأرباح للمساهمين، تتخلص الشركة من عبء المستثمرين، ولكنها تواجه عبئاً آخر يتمثل بالحفاظ على الاستقرار المالي. (Elmizaev & Elmurodov,2020:1-2)

وتبدأ عملية المقسوم عندما تحقق شركة ما أرباحاً بعد عمليات لمدة عام، بعدها يتم اتخاذ قرارات معينة بشأن التخلص من أرباح العام السابق للشركة تقوم الشركة إما بتوزيع جميع الأرباح بين مستثمريها أو تحتفظ بجزء من الأرباح وتوزع الجزء المتبقي على المستثمرين أو تحتفظ بكامل الأرباح، ولا تدفع أي أرباح للمستثمرين والمساهمين ما إذا كانت الشركات تدفع بالكامل أو جزءاً من أرباح العام الحالي، يُشار إلى ذلك عمومًا باسم مقسومات الأرباح، وما يتم الاحتفاظ به يسمى الأرباح المحتجزة (Abbas et al.,2016:2). وهناك العديد من العوامل

التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح منها الأرباح الحالية والسابقة وعدم التأكد من نمو الأرباح فضلا عن إمكانية الأرباح المستقبلية.

ولا يمكن فصل سياسة توزيع أرباح الشركة عن هيكل تمويل الشركة، فالشركات التي تتمتع بمستوى عالٍ من الديون قد يكون لها نسب توزيع أرباح منخفضة لتقليل تكاليف المعاملات على التمويل الخارجي (Kadim et al.,2020:860). ويبدو أن الأرباح المحتجزة الحالية للشركة احد العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح ونسبة التوزيع. فعندما تكون الأرباح المحتجزة الحالية أعلى مما كانت عليه في المدة السابقة، فإن ذلك يسمح لهم بدفع توزيعات أرباح أعلى (Salvatori et al.,2020:2). ويمكن استخدام توزيعات الأرباح كمقياس لنمو الشركة نظرًا لأن الشركات ذات النمو المرتفع عادةً ما توزع أرباحًا أقل. كلما ارتفعت جودة التقارير المالية، زادت نسبة توزيعات الأرباح، مما يعني أن نسبة توزيع الأرباح يتم تحديدها إلى حد معين عبر اداء أفضل للشركات والآلية التنظيمية الخارجية. وتخفف توزيعات الأرباح من إساءة استخدام المدير للتدفق النقدي خاصة بالنسبة للشركات التي يكون رأس مالها الداخلي كافيًا للوفاء بالاستثمار، وتساعد توزيعات الأرباح السليمة على التخفيف من الاستثمار المفرط. (Xu & Xu,2019:185)

وأن تغييرات توزيعات الأرباح يمكن أن تنقل معلومات مهمة حول الآفاق المستقبلية للشركات. ويتردد المدراء في زيادة الأرباح ما لم يكونوا واثقين من أنها مستدامة في المستقبل المنظور. إذ يشير هذا إلى أن تغييرات توزيعات الأرباح تتبع التحولات في مستويات الأرباح على المدى الطويل بدلاً من التغييرات على المدى قصيرة المدى. وقد صرح Modigliani and Miller بان ممارسة شركة ما سياسة توزيع أرباح ثابتة ثم تغير توزيعات أرباحها، فسيفسر المستثمرون تغيير توزيعات الأرباح على أنه تغيير في آراء الإدارة حول ربحية الشركة المستقبلية. فالمعنى التجريبي لهذا هو أن قرار الإدارة بشأن تغييرات توزيعات الأرباح قد يكون مرتبطًا بتوقعاتهم بشأن الربحية المستقبلية للشركة (Batabyal & Robinson,2017:59).

كما يرو Modigliani and Miller بأن سياسة توزيع الأرباح لن تؤثر على أسعار الأسهم، لان قيمة الشركة تحددها قوة الأرباح وموجودات الشركة. وفي الوقت نفسه، لا يؤثر قرار توزيع الأرباح سواء كانت على شكل توزيعات أرباح أم ارباح محتجزة على قيمة الشركة (safitri et al,2020:764). وقد أكدوا أيضا بأن المساهمين يمكن أن يحققوا أرباحًا مكافئة في أي وقت عن طريق بيع الأسهم وعليه لا ينبغي أن يكون اختيار توزيع أرباح الشركة مهمًا.

ومقابل لنظرية Modigliani and Miller ظهرت نظرية العصفور في اليد التي تسلط الضوء على اليقين العالي لدخل توزيعات الأرباح. اذ يؤكد أن أسعار الأسهم متقلبة مع إعلانات توزيع الأرباح، وأن العلاقة التي تبدو ظاهرة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم هي مجرد وهم. (Kumaraswamy et al.,2019:863) ووفقاً لهذه النظرية يفضل المساهمون أرباحاً عالية مقارنة بالأرباح المستقبلية ومكاسب رأس المال، (safitri et al,2020:764) لأنها ستكون أقل خطورة من مكاسب رأس المال المستقبلية المحتملة، وقد أعطى المستثمرون أهمية أكبر للشركات التي تمنحهم عوائد في شكل مدفوعات عالية وتصنيفها بطريقة جيدة للغاية، وتحدد سياسة توزيع الأرباح السابقة للشركات عملائها الحاليين من المستثمرين. وإذا تم تقييم الشركات على هذا الأساس فسوف يسهل وصولها إلى التمويل الخارجي مثل القروض من مؤسسات الائتمان. لذلك، يستنتج أن الشركات إذا كانت تدفع توزيعات الأرباح إلى مستثمريها، فإنها تعطي صورة مالية سليمة للشركة والعكس صحيح (Salman,2019:169-168).

اما نظرية الترتيب، فترى ان الشركات التي لديها أرباح كافية لتمويل مشاريعهم لا تميل إلى دفع الأرباح، بمعنى آخر، يجب أن تكون العلاقة بين الربحية ومدفوعات الأرباح سلبية، ومع ذلك فإن هذه العلاقة ليست محددة بشكل صارم، فالشركات ذات الربحية العالية أقل اعتماداً على الديون وقد تسمح بدفع توزيعات الأرباح لا سيما في حالة عدم وجود مشاريع استثمارية واسعة النطاق (Rohov et al.,2020:41).

وتشير نظرية إشارة الأرباح التي تعد أحد النظريات التي بحثت هذا الموضوع إلى أن الشركات تستخدم مدفوعات الأرباح للإشارة إلى توقعات أرباح الشركات المستقبلية للمستثمرين الخارجيين. ووفقاً لهذه النظرية، يحجم المديرون عن تخفيضات الأرباح لأنها تشير إلى ضعف توقعات الأرباح المستقبلية للمستثمرين. (Ashraf et al.,2016:283)

ووفقاً لنظرية الوكالة تميل الشركات إلى دفع أرباح أقل لأنه يتعين عليها سداد التزاماتها أولاً. وبسبب امكانية أن تؤدي زيادة الديون إلى تعرض الشركة لخطر الإفلاس، مما يدفع المديرين إلى استخدام أموال الشركة بأكبر قدر ممكن من الكفاءة. استناداً إلى نظرية الوكالة أيضاً، يتم الاستبدال بين الديون والأرباح لتقليل التدفقات النقدية التي يمكن أن يسيء المديرون استخدامها. اذ تعد علاقة الاستبدال بين الديون والأرباح إحدى الطرق للسيطرة على نزاعات الوكالات.

(Hairudin & Desmon,2020:74-73)

12- الرافعة التشغيلية: -

تعكس الرافعة التشغيلية نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة. ويتوسط مزيج التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة تأثير حساسية الدخل التشغيلي نتيجة تغير إيرادات المبيعات (Lourenço et al.,2018:165). أي ان مكونات الرافعة التشغيلية هي الدخل التشغيلي وصافي إيرادات المبيعات فالدخل التشغيل يمكن تعريفه بأنه يشكل جميع الإيرادات التشغيلية مطروحًا منها جميع التكاليف التشغيلية (Taussig & Akron,2017:144). وتؤدي الرافعة التشغيلية العالية إلى حساسية قوية للدخل التشغيلي نتيجة التغيرات في الإيرادات. وتسبب التقلبات العالية في الأرباح كونها تنقل تأثير صدمات الإيرادات على تلك الأرباح، في حين أن الرافعة التشغيلية المنخفضة تلتفها (Alkhozaleh & Al-Eitan,2017:297). ويؤدي انخفاض الدخل التشغيلي مع ثبات التكاليف الثابتة على المدى القصير إلى ارتفاع معدل الرافعة الذي يظهر زيادة في مخاطر التشغيل (Kalinowski & Puziak,2018:64). وتكمن الفائدة من الرافعة التشغيلية العالية في الاستفادة من نمو الطلب الإيجابي. نظرًا لعدم اليقين في الطلب، قد يستثمر المديرون في الطاقة الإنتاجية لأنها ستسمح لهم بالاستفادة من الطلب المرتفع عند تحققه لتغطيته (Aboody et al.2018:426). ويعتمد تأثير التغيرات التي تحدث في حجم المبيعات بالتغيير في الربح التشغيلي على حجم مخاطر التشغيل. إذ تعرّف مخاطر التشغيل على أنها احتمال اختلاف الربح التشغيلي عن قيمته المتوقعة (Kalinowski,2017:22).

تقترح نظرية المقايضة ونظرية تكلفة الوكالة كلاهما علاقة سلبية بين الرافعة التشغيلية ومستوى الدين في هيكل رأس المال. وفقًا لنظرية المقايضة، كلما زادت الرافعة التشغيلية، زادت فرصة فشل الأعمال، وسيكون وزن تكاليف الإفلاس أكبر على قرارات تمويل المؤسسة. وبالمثل، مع زيادة احتمالية الإفلاس، تصبح مشاكل الوكالة المتعلقة بالديون أكثر تفاقمًا. لذلك، مع زيادة الرافعة التشغيلية، يجب أن ينخفض مستوى الدين في هيكل رأس مال الشركة (Bhatia & Sitlani,2016:20). ورغم ذلك لم تحظ الرافعة التشغيلية باهتمام كبير بما يخص التنظير في موضوع هيكل التمويل وإن تأثيرها على هيكل التمويل لا يكاد يذكر لذلك يندر استخدامها في دراسات محددات هيكل التمويل (Mohohlo & Hall,2018:9).

13- التضخم :-

يشير التضخم إلى الزيادة المستمرة في مستوى السعر العام. ويشير هذا التعبير ضمنيًا إلى أن التضخم يدل على الزيادة المستمرة بالأسعار وليس الزيادة لمرة واحدة. وهذا يعني أيضا تآكل

قوة العملة الوطنية و عليه انخفاض الرفاه الاقتصادي للمواطنين، ولا سيما أولئك الذين لديهم دخل ثابت. وإنه يقلل من جودة الحياة من تأثيره على القوة الشرائية للوكلاء الاقتصاديين، ويزيد الفقر ويعوق نمو الاقتصاد. وكذلك يصعب التضخم من عملية اعداد الميزانية وتخطيط النشاطات الاقتصادية. فهو يعيق قدرة الاقتصاد على الإنتاج، خاصة إذا كانت الشركات مقيدة بتحويل الموارد إلى استخدامات أخرى، مما يعيق الاستثمار وعملية النمو. (Okoye et al.,2019:25)

ولا يمكن ادعاء زيادة السعر لعنصر أو عنصرين فقط بانه تضخم ما لم يمتد ارتفاع الاسعار لجميع المواد الأخرى. وتحاول الدول توقع معدلات التضخم التي تميل إلى أن تكون خارجة عن السيطرة وتعمل على تخفيفها، حيث تحدد الخطوات أو السياسات الضرورية التي تؤدي إلى إبقاء معدل التضخم تحت السيطرة من قبل صانعي السياسات. (Caraka & Sugiyarto,2016:112)

ويُنظر إلى التضخم على أنه متغير حاسم للظروف الاقتصادية المحتملة. وقد احتدم الجدل حول التضخم لمدة طويلة بسبب تأثيره الحيوي، فمنذ عام 1945 تم اعتماده في مجال البحث. وقد اكتسبت أبحاث التضخم زخمًا كبيرًا من أجل تحسين النمو الاقتصادي وتأثير معدلاته على الصناعات، حيث يعتمد ثلث البلدان في العالم على الموارد الأولية، أي المنتجات الغذائية والمعادن والطاقة، كمصدر رئيسي للدخل وتتأثر قرارات الاستثمار والاستهلاك بتوقعات التضخم. وكذلك يعد التضخم مهم لتحديد حيازات الموجودات السائلة للشركة، فأى فرق في التضخم يؤثر أيضًا على قيمة الموجودات السائلة للشركة (Musarat et al.,2020:1).

وتوضح علاقة التضخم مع هيكل التمويل عبر زيادة مخاطر التخلف عن السداد وما لها من دور كبير في قرارات هيكل التمويل. وترى نظرية المقايضة أن التكلفة الحقيقية للاقتراض مفيدة لان الزيادة في التضخم المتوقع تؤدي إلى خفض التكلفة الحقيقية للاقتراض و عليه زيادة القيمة الحقيقية للاعفاء الضريبي بذلك يكون لدى الشركات حافز أكبر لزيادة المديونية. ومن ثم من المتوقع أن يكون للتضخم تأثير إيجابي على هيكل رأس المال (M'ng et al.,2017:7).

14- النمو في الناتج المحلي الإجمالي: -

يعد الناتج المحلي الإجمالي عاملاً حاسماً في تحديد الصحة المالية للبلد ككل. وهو أفضل تقدير لقياس التطور والأداء الاقتصادي للبلد، ويتعامل الناتج المحلي الإجمالي مع الأنشطة المالية التي تتضمن المساهمة الاقتصادية لجميع القطاعات لاستكشاف الوضع الحالي لبلد ما.

ويُعرَّف بأنه القيمة الاقتصادية لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة في الاقتصاد في مدة زمنية معينة، ويمكن تقدير القيم الاقتصادية لجميع السلع والخدمات المنتجة في الحدود الوطنية بأسعار السوق ويحتوي الناتج المحلي الإجمالي على أربعة مكونات رئيسية: الاستهلاك والاستثمار والإنفاق الحكومي وصافي الصادرات. ويراقب صانعو السياسات ومنظمات الأعمال عن كثب حركة الناتج المحلي الإجمالي لأنه يعكس الأنشطة الاقتصادية للبلد. وان انخفاض قيمة الناتج المحلي الإجمالي يعني أن الاقتصاد في مرحلة الركود. (Singh,2017:51)

في ضوء سعي الدول الى تنشيط الناتج المحلي الاجمالي قد تشجع على ان تشترك شركات قطاع معين في تمويل مماثل لهيكلها المالي لإثراء الأداء المالي للشركة، هذا لأنه من المفترض أن نفس القطاع قد يكون لديه نفس التكنولوجيا ومخاطر الأعمال وخصوصية الموجودات لنوع الضمان الخاص به. وأن القطاعات المختلفة ستشارك في ظروف مختلفة من العرض والطلب. وهذا يعني أن الشركات تواجه خصائص مخاطر مختلفة، وإن المديونية القوية تميل إلى الاختلاف بشكل منهجي من شركة إلى أخرى (Ramli& Nartea,2017:381-380). اثبت Gunardi انه إذا زاد معدل الناتج المحلي الإجمالي، تميل الشركات إلى اختيار التمويل الداخلي ورأس المال بدلاً من الديون (Gunardi et al.,2020:98). ويمكن حساب النمو في الناتج المحلي الإجمالي كنسبة مئوية للتغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السنوي (Yarba& Güner,2019:6).

المبحث الثاني:

(الرافعة المالية – القيمة الاقتصادية المضافة – القيمة السوقية المضافة)

يهدف هذا المبحث الى مناقشة كل من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وعلى النحو الآتي:-

أولاً: الرافعة المالية.

سوف يتم دراسة موضوع الرافعة المالية عبر استعراض مصادر التمويل المختلفة والتي تعد المكونات الرئيسية للرافعة المالية ومن ثم يتم مناقشة الرافعة المالية وطرق قياسها فضلاً عن القيمتين السوقية والاقتصادية المضافة.

1- مصادر تمويل الشركات.

تحتاج كل الشركات سواء أكانت شركات صغيرة أم كبيرة الحجم إلى أموال للعمل، إذ تحتاج الشركات الكبيرة الحجم إلى أموال لتوسيع عملياتهم وأنشطتهم، ولأن الدافع لكل شركة هو تعظيم ثروة المالكين، فلتحقيق هذا الدافع فإن عليها الحصول على التمويل لعملياتها وأنشطتها، إذ تتاح أمام الشركات مصادر تمويل متعددة لتمويل استثماراتها. ويعد توفير التمويل من العقبات الكبيرة التي تعيق بدء ونمو بعض الشركات، إذ إن نوع التمويل هو الذي يحدد نجاح الأعمال. وعند استخدام مزيج خاطئ من الأموال، يتأثر أداء العمل سلباً. والتمويل أمر بالغ الأهمية لأي عمل، ويُنظر إليه تمامًا على أنه شريان الحياة لأي نوع من المشاريع التجارية ولا يمكن لأي وحدة أعمال أن تعمل بشكل جيد بدون موارد نقدية كافية للاستثمار (Mutie et al.,2020: 886).

وتقسم مصادر التمويل إلى التمويل الخارجي والذي هو بدوره يقسم إلى متداول الذي يشمل الحسابات المستحقة في سنة واحدة أو أقل وهي الحسابات الدائنة، القروض قصيرة الأجل (عادةً من البنوك التجارية)، المستحقات وهي المبالغ التي لم يتم دفعها بعد ولكنها مستحقة (تشمل أمثلة المستحقات الضرائب المستحقة للحكومة والأجور المستحقة للموظفين)،

(Merino,2016:207)

والقسم الثاني من التمويل هو التمويل طويل الأجل الذي يشمل القروض طويلة الأجل، وإصدار السندات، وإصدار الأسهم العادية والممتازة، ومصادر التمويل الداخلية التي تشمل

الاحتياطات والأرباح المحتجزة. إذ يكون على الشركات اختيار أفضل مصادر التمويل للوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل حتى تتمكن من اتخاذ القرار التمويلي المناسب الذي من شأنه أن يمكنها من تحقيق عوائد إيجابية. (Adenugba et al.,2016:14)

وسوف يتم دراسة مصادر التمويل عبر التطرق إلى المطلوبات الرئيسية، وحق الملكية.

أ- المطلوبات.

وهي الاموال التي يتم طلبها والحصول عليها من الدائن وعادة تكون أموال نقدية أو عينية معينة. وتم التطرق إلى المطلوبات من قبل الاقتصاديين والمحاسبين والقانونيين. فينظر لها من وجهة نظر اقتصادية ، بانها المطالبة لتوفير الائتمان للعميل وهي دليل على الثقة والعلاقات التجارية العادلة. ومن وجهة النظر المحاسبية، فإنها تخضع للعرض المحاسبي العادل وعليه فإن المطالبة من بدايتها حتى ونهايتها عبارة عن الآراء الموجودة في الدفاتر أو السجلات المحاسبية. و من وجهة النظر القانونية ، تعد المطلوبات عبارة عن علاقة مشترك واحد (دائن) ، تتطلب أداءً محددًا من قبل الطرف الآخر في العلاقة (المدين) ولسبب قانوني ما. تتعامل المصطلحات القانونية مع الالتزام لأجل، وتنظم العلاقات بين المدينين والدائنين قانونًا وعبر العقود. (MAJERNÍK & SABLÍK,2018:40)

والمطلوبات الرئيسية تتكون من الآتي: -

(1)- الحسابات الدائنة (الائتمان التجاري المكتسب):

وهو احد انواع التمويل قصير الأجل والذي تشير الى المخصصات المالية التي يتم سدادها عبر سنة واحدة او اقل. (Amiri et al.,2016:168). وتعريف الائتمان على أنه شكل من أشكال الاتفاق المتوقع الذي يحققه المجتمع لإنتاج منتج مستقبلي، وتوقع المكافأة التي سيحصل عليها المنتج والتي تكون ضرورية بسبب التباين الزمني الموجود بين القدرة على الإنتاج مستقبلي والحاجة للأموال (Cortese,2017:74). وغالبًا ما يشار إلى الائتمان التجاري على أنه قرض تجاري (Zimon et al., 2019:142). وينشأ عندما تقوم الشركات بعملية البيع أو الشراء لسلع معينة ويتم تأجيل الدفع إلى مدة لاحقة (Dary & Haruna,2019:5). وتسمى هذه المطلوبات الحسابات الدائنة أو الحسابات التجارية الدائنة (Ilter,2019:85). ومن خلاله الائتمان التجاري، يقوم الموردون بتسليم البضائع إلى العملاء ويقوم العملاء بالدفع لاحقًا. وهذا الوعد بالدفع يمثل ائتمانًا، أو عقد تمويل ضمني (Wu et al.,2014:146). وتكون عقود الائتمان التجاري قابلة للتنفيذ بسهولة، مما يقلل من عبء كتابة العقود المعقدة. (Dary& James

(Jr,2020:72) وتتضمن شروط الائتمان مقدار الائتمان الذي سوف يتم الاتفاق عليه، والمطلوبات المحتملة التي يتلقاها العميل لإجراء الدفعة عبر عدد محدد من الأيام ويتعين على العميل سدادها عبر مدة معينة (Gyimah et al.,2020:10-5). واحيانا يوضع شروط صارمة يجب أن يستوفيها العملاء الجديرون بالائتمان قبل تقديمها لهم نتيجة تراكم الديون المعدومة (Kehinde et al., 2017:983). ويحاول الموردون اقراض عملائهم الذين يعانون من مشاكل مالية، حتى عندما لا تكون البنوك على استعداد للإقراض (Eboli & Toto,2019:88) (Abdulla et al.,2020:9). وقد تكون تكلفت الائتمان التجاري مرتفعة للغاية إذا لم تستفد الشركة من الخصم. (Ciżkowicz-Pękała,2017:55) (Abuhommous,2017:485) (Chod et al.,2019:485)

(2)- القروض قصيرة الأجل.

ينظر الى الإقراض بشكل عام على انه عملية منح أموال مؤقتة للمقترضين الذين يحتاجون إلى المال للاستمرار بالإنتاج وزيادة المبيعات وتحقيق النمو (Alirzayev et al.,2020:334) (Nwabuisi et al.,2020:21). وعرف بأنه المبلغ الإجمالي للائتمان أو الأموال التي تقدمها البنوك التجارية لمؤسسات الأعمال والصناعات (Mohanty et al.,2016:39146). ويتم تطور الائتمان ليكون مسايرًا للدورة الاقتصادية، خاصة إذا كان النظام المصرفي مصمم بشكل أساسي من قبل مؤسسات متطورة. (Prates & Freitas,2013:323). ويسبب الاعتماد المفرط على الائتمان المصرفي الى صعوبة الالتزام بسداد الديون المستحقة بسبب زيادة تكلفة التمويل المستخدم (Ninh et al.,2019:184). وتقوم المصارف قبل إصدار قرارات الائتمان للشركات بتحديد طبيعة الشركات الذين يجب أن تكون موثوقه حقًا، وتحليل قدرها على سداد القروض (Manurung & Manurung,2019:2-1), (Ropafadzo et al.,2020:85) وتميل المصارف إلى طلب المزيد من الضمانات وتعيين معدلات فائدة أعلى للتعويض عن اي المخاطر. (Isaga,2018:244)

(3)- الديون طويلة الاجل.

تمثل الديون طويلة الاجل احد المصادر الرئيسية التي تستخدمها الشركات للتمويل طويل الأجل. (Amiri et al.,2016:168) وعادةً ما تصنيف الى الديون التي يزيد تاريخ استحقاقها عن 12 شهرًا ولا يتم سدادها عبر السنة (Merino,2016:207), (Corelli, 2016:13).

ويقسم المدى الخاص بالتمويل غير المتداول أحيانا الى مدى متوسط وطويل اذ يمكن أن يكون التمويل عبر الديون طويل الأجل عن طريق القرض المصرفي وكذلك عن طريق السندات عندما تقوم الشركة بإصدار السندات. (Emile Woolf International,2015:268)

(أ) القروض طويلة الاجل:

هو القروض الذي يزيد استحقاقه على السنة وأن هذا استحقاق يوفر حماية الدائنين والمدين (Liu et al.,2018:138)، اذ يمكن للشركة سداد القروض طويلة الاجل عن طريق توزيعها على مدة زمنية طويلة (بغض النظر عن تأثير الدخل). وعادة تقوم المصارف بتقييم التدفق النقدي للشركة المقترضة ومراقبة استخداماتها للديون بسبب تأثيرها المباشر على المخاطر (Savitha,2016:374) & Kumar, وقد تواجه المصارف صعوبة في التمييز بين الشركات من حيث السلامة المالية لذلك يتم طلب المعلومات من تلك قدرة تلك الشركات على السداد (Andrieu et al.,2018:247) (Kaveri,2016:35). وللقرروض ضمانات، اذ تفضل المصارف الضمانات التي تشعرون أنها قابلة للتسويق بسهولة وبسعر مرتفع بما يكفي لتغطية الجزء الرئيسي من القرض (Gitman et al.,2014:165)، وعند عدم تسديد القروض الممنوحة من المصارف يتم بيع الضمانات عبر طريقة التنفيذ وتحويلها إلى نقد ويتم محاولة إغلاق قرض الشركة (Kartal,2018:191).

(ب)- السندات.

السندات هي عبارة عن أوراق مالية يمكن بيعها بسهولة وهي دين يتعهد المصدر المرخص له في عقد السند بسداد مدفوعات مستقبلية وفقاً لجدول زمني ثابت، حتى وقت نهائي (وقت استحقاق السند) (Albrecher et al.,2013:15). وتعد السندات خياراً أكثر جاذبية لمشاريع البنية التحتية لبعض الشركات التي تتطلب قدرًا كبيرًا من رأس المال، ويمكن أن يكون للسندات جدول سداد يتماشى مع التدفقات النقدية الواردة من الاستثمارات. كما أنها تسمح بالوصول إلى مجموعة أكبر من المستثمرين مما هو ممكن مع التمويل المصرفي (Padovani et al,2018:2-1). وتصنف سندات الشركات حسب مخاطر التخلف عن السداد، فالسندات ذات التصنيف المنخفض هي القريبة من التخلف ويمكن أن تؤدي إلى خسائر للمستثمرين. وتستخدم وكالات التصنيف نظام الدرجات لتحديد جودة سندات الشركات (Gill et al.,2019:871). وعند المفاضلة في الاختيار بين القروض المصرفية وإصدار السندات للشركات. فإن هذا الاختيار يعتمد بشكل أساسي على درجة المعلومات المتعلقة بالقرروض والسندات، وكفاءة التفاوض وتكاليف وكالة

الديون (Dou & Qi,2019:3). تقلل السندات التكلفة الاجمالية للأموال عبر تقديم الضمان للديون طويلة الأجل مثل الموجودات (Bannerman & Fu,2019:7-6).

ب- حق الملكية:

هو حساب مالكين الشركة ويتمثل بالأموال المستثمرة من قبلهم وهو احد مصادر التمويل الرئيسية، ويحقق حساب حقوق الملكية المزيد من الفوائد اهمها محافظة المساهمين على سيطرتهم على الشركة. (Li et al.,2020:55-56) ويتضمن الاتي: -

(1)- رأس المال.

يشير مصطلح رأس المال الى العدالة في توزيع الحصص، ويعبر عن المورد المالي الذي يمكن صاحبه من ممارسة الأعمال الإنتاجية. (Shadova et al.2016:211-212) وتعني العدالة في سعر ملكية رأس المال ان يكون سعر السهم مبلغ واحد، وهذا سوف يزيل القلق بشأن زيادة رأس المال مستقبلا عند إصدارها (Bengtsson & Waldenström,2018:713). أي يكون للأوراق المالية الصادرة نفس القيمة التي تم إصدارها من قبل. (Apan&Vlad,2016:46) ويشير مصطلح رأس المال ايضا الى إجمالي المساهمات التي قدمتها الشركات، وبمعنى آخر، القيمة الإجمالية للمساهمات التي سيتم تحويلها إلى حساب الشركة من أجل العمل كأداة اقتصادية في تحقيق اهداف الشركة. (Dandara& Revenco,2018:41) ويصنف الى رأس المال المكتتب ورأس المال المدفوع. حيث يشير الاول الى رأس المال الذي تم إلزام الشركات به، ويجب أن يتم تحديد مبلغه في القانون التأسيسي للشركة. بينما يمثل الثاني المبلغ الذي تم إدخاله فعليًا في رأس مال الشركة. (Enea, 2017:75-74) ويصنف ايضا الى رأس المال السهمي العادي والممتاز وكالاتي:-

(أ)- الأسهم العادية:

هي موجودات مالية. تصدرها الشركة للمستثمرين مقابل استثماراتهم، ولا توجد قيود على العدد الإجمالي للأسهم التي قد تصدرها جهة ما (Tanase & Calota,2014:7). وتعد كأداة للعثور على أموال إضافية (Hidayat et al.,2020:3). وتمنح الأسهم العادية المالك الحق في الحصول على حصة في أرباح الشركة. ويمكن شراء هذه الأسهم من سوق الأوراق المالية (Pinto,2016:63). ولا تحتوي الأسهم العادية على معدل ثابت لتوزيعات أرباح الأسهم، لأن توزيعات الأرباح يتم دفعها للمساهمين العاديين بعد دفع توزيعات أرباح ثابتة إلى حملة الأسهم

المتمازة (Tanase & Calota,2014:8) (Soni,2016:33). ويتم حساب حق كل مساهم بعدد ما يملكه من الأسهم (Amiri et al.,2016:169-170).

(ب)- الأسهم الممتازة:

تجيز قوانين بعض الدول للشركات إصدار أسهم من فئة مزدوجة، أسهم عادية وأسهم ممتازة حيث تمنح كل فئة حقوقًا مختلفة لأصحابها، وتمثل هذه الفئة من الأسهم فئة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (Voica,2016:128). وتتمتع الأسهم الممتازة عمومًا بحقوق تصويت محدودة للغاية، (Crowe,2016:280) وفي بعض الأحيان لا تمنح هذه الاسهم حق التصويت لحاملها (Zunzunegui,2014:176) وهذا النوع من الاسهم يتم تسويقه بشكل أساسي للمستثمرين المؤسسيين (Tolentino et al., 2018:127). وتكون الأسهم الممتازة اداة هجينة تتوسط بين الأسهم العادية وبين السندات (Cai,2016:318-317). ورغم تمتعها ببعض حقوق الاسهم العادية، إلا أن هذه الحقوق ليست كافية لجعلها حق ملكية، فقد تعامل كالتزامات (de Almeida et al.2016"131)

(2)- فاضلة رأس المال.

يشير مصطلح فضلة رأس المال او راس المال المضاف، الى الفرق بين سعر إصدار أسهم الشركة وقيمتها الاسمية، وقد يحدث هذا في وقت تأسيس الشركة أو في وقت زيادة رأس المال. (Ambily et al.,2016:46) , (Böcskei et al.,2020:227).

(3)- مصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة).

تشير الأرباح المحتجزة الى المكاسب المحتجزة من صافي الدخل الذي لا توزعه الشركة على المستفيدين، أي ان الشركة لا تقوم بتخصيص حقوق الملكية المكتسبة من الأرباح المحتجزة للمستفيدين، وبمرور الوقت، تصبح مصدرًا مهمًا بشكل متزايد لرأس المال السهمي للشركة. (Royer,2017:394) وأصبح مقدار الأرباح المحتجزة من قضايا المهمة للمستثمرين فقبل شراء الاسهم يأخذ المستثمرون بالحسبان إمكانية الشركة في جني الأرباح واحتجازها وما إذا كان يمكن الوثوق بالإدارة في تحقيق النمو مع هذه الأرباح (Yemi& Seriki,2018:13).

يعتمد رواد الأعمال في الغالب عند اقامة المشاريع الجديدة على الارباح المحتجزة اذ عادةً تُستخدم مصادر التمويل الداخلي في تمويل بدء الأعمال وتُستخدم المصادر الخارجية في تمويل نمو الأعمال. (Mand et al.,2018:104)

وهناك دوافع لاستخدام الارباح المحتجزة في تمويل انشطة الشركة منها:

(أ) تتمتع بتكلفة فرصة بديلة منخفضة بشكل كبير عن تكلفة التمويل الخارجي والتي تؤدي الى تفضيله في تمويل نشاطات الشركة. (Gill et al.,2019:3-4)

(ب) بسبب كون حجم الشركة أحد معايير تقييم طلبات القروض، مع إعطاء الأفضلية للشركات الكبيرة التي لها مركز سوقي ثابت، لذلك تكون الشركات الصغيرة أقل اهتمامًا بالديون وعليه فهي تمتلك القليل بضمانات السمعة لذلك سوف تسعى الى تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي. (Panić, 2017:138)

(ت)- تؤدي المشاكل التي قد تنجم عن تضارب المصالح بين المقرضين والمقترضين من الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية، والتي تأتي من الأرباح المحتجزة. (Xu et al.,2019:315)

(ث)- كما أن مصادر التمويل الداخلية تؤثر بشكل إيجابي على تعزيز ريادة الأعمال، بينما ارتفاع تكلفة رأس مال الدين يؤثر سلبًا. ويقلل المستوى الأعلى من مصادر التمويل الداخلية من تكلفة رأس مال الديون لأنه يقلل من فرص الإفلاس. (Gill & Mathur,2018:205)

(ج)- وتعتمد الشركات المبتكرة بشكل أساسي على مصادر التمويل الداخلية في تمويل رأس المال العامل، لان العائد من الاستثمار في الأنشطة المبتكرة غير المؤكد، وهذا يجعل من الصعب على الممول، التأكيد عند التقييم المحتملة. (Ayalew et al.,2019:350)

(ح)- وتسبب المخاطر العالية للفشل الى اجبار بعض الشركات على الاعتماد بشكل كبير على أساليب التمويل الداخلية. (Haron& Ibrahim,2016:388)

2- الرافعة المالية: -

يشير مفهوم الرافعة المالية الى قيام الشركة بتضخيم الارباح عبر استخدام عمولة ثابتة تتمثل بالفائدة على الديون. (Pasha& Ramzan,2019:3)

حيث يعد التمويل عبر الديون بمثابة رافعة مالية للشركة والذي يشمل الديون قصيرة الأجل، والجزء المستحق من الديون طويلة الأجل، والديون طويلة الأجل، والأسهم الممتازة القابلة للاسترداد. (Nawazish et al.,2016:86)

وعندما يكون إجمالي الدين أكبر من إجمالي رأس المال الخاص هذا يعني ان الشركة لديها رافعة مالية عالية، وكلما ارتفعت الرافعة المالية كلما حققت الشركة أرباحًا أكثر وزادت قدرتها على سداد الديون. (Dewi et al.,2020:278) ويبدو أن الشركات تستخدم الديون لزيادة الرافعة المالية كاستراتيجية لتمويل موجوداتها للحصول على اعلى عائد لتسهم في تضخيم ثروة المساهمين أو تعظيم قيمة الشركة. (Gunarathna,2016:58)

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

وهذا يعني ان مفتاح استخدام الرافعة المالية هو احتمال أن تحقق الشركة إيرادات أعلى مقارنة بتكلفة التمويل من الديون المتمثلة بالفوائد ويمكنها من تسديد جميع الالتزامات الناتجة من ديونها. وعلى الرغم من عدم وجود نسبة مثالية للدين إلى حقوق الملكية، فإن الشركة عليها أن تحتفظ بالديون التي تستطيع الوفاء بها والتي لا تؤثر سلبيًا على مرونتها المالية. وفقد يجبر الدائنين الشركة على الإفلاس عندما تكون الديون كبيرة. لذلك فإن الرافعة المالية هي المصدر الرئيسي لمخاطر الائتمان بالنسبة للشركة (Nawazish et al.,2016:86)

ويمكن للمساهمين عبر زيادة الرافعة المالية الحفاظ على السيطرة على الشركة فكلما زاد مقدار الدين زاد معها سيطرة المساهمين على الشركة بشكل افضل. فضلا عن زيادة مقدار الديون المستخدمة لتوليد الأرباح. (Bhardwaj,2012:11)

يمكن للمساهمين تعديل مقدار الرافعة المالية عن طريق الاقتراض الخارجي والإقتراض الداخلي. إذ يُطلق على هذا الاستخدام للاقتراض الداخلي لتغيير درجة الرافعة المالية اسم الرافعة المالية محلية الصنع. (Ross et al.,2017:428) (homemade leverage) وتربط الرافعة المالية العلاقة بين أصحاب المصلحة من المستثمرين وغير المستثمرين ايضاً. فالشركات عادة يكون عليها مطالبات لأصحاب المصلحة وأن الفشل في تلبية مطالبات أصحاب المصلحة من غير المساهمين سيؤثر سلباً على مطالبات المساهمين ايضاً. وأنه من الأهمية بمكان ان يكون هناك مفاضلة بين تلبية المطالبات بين المساهمين (المستثمرين) وأصحاب المصلحة من غير المستثمرين. (Harjoto,2017:488)

ويمكن أن تتحمل الشركات ذات الرافعة المالية العالية (التي لديها ديون كبيرة) مخاطر مالية كبيرة. وتنشأ هذه المخاطر المالية الكبيرة بسبب اضطرار الشركات لتحمل مدفوعات الفائدة الكبيرة. على العكس من ذلك، فإن الشركات ذات معدلات الرافعة المالية المنخفضة لديها مخاطر مالية قليلة ولكن قد يكون لديها أيضاً فرصة صغيرة لتعظيم الأرباح. وعليه يكون على ادارة الشركة ان تتمتع بالخبرة في إدارة مستوى الرافعة المالية، ولا سيما في فحص العلاقة بين المخاطر المالية ومستوى العوائد المتولدة من الأموال المستحقة للشركة. (Hamilah,2020:352)

وفي أحيان أخرى تكون الرافعة المالية مرتفعة جداً في الحالات التي تتجاوز فيها مبلغ إجمالي المطلوبات مبلغ إجمالي الموجودات والتي يؤدي إلى احتمال عدم قدرة الشركة على سداد ديونها. (Chaidir& Pitriana,2017:61)

مقاييس الرافعة المالية

هناك مقاييس متعددة اعتمدها الباحثون في قياس الرافعة المالية. فقد تم الاعتماد على الديون طويلة الاجل فقط والذي يصاحبه التزام بدفع مصاريف ثابتة في شكل فائدة قرض على أمل زيادة ربحية الشركة. (Hidayat& Galib,2019:37)، والأخر يعتمد الديون قصيرة الاجل فقط والبعض الآخر يعتمد على اجمالي الديون. ويمكن ادراج هذه القوانين عبر الصيغ الاتي: -

1. Financial Leverage = Total Debt/Equity 7
2. Financial Leverage = long-term debt / equity 8

(Adam& Quansah.2019:672)

3. Financial Leverage = long-term debt / asset market value 9
4. Financial Leverage = long-term debt / book value of assets 10
5. Financial Leverage = total debt / market value of assets 11
6. Financial Leverage = Liabilities / book value of assets 12

(Iqbal et al.,2019:178)

7. Financial Leverage = Total short-term debt / total assets 13

(El-Diftar,2020:5) , (Sundas, 2019:27)

7. Financial Leverage = 8- Percentage change in earnings per share/ percentage change in EBIT 14

(Bognárová,2018:813)

وقد استخدم الباحث القانون الوارد في الصيغة (12) بسبب كون الشركات عينة الدراسة لا تمتلك ديون طويلة الاجل، وكذلك تباينها في استخدام الديون قصيرة الاجل، وكذلك عدم توفر بيانات تخص القيمة السوقية للموجودات لذلك تم استخراج النسبة من قسمة مجموعة المطلوبات على القيمة الدفترية للموجودات.

ثانيا: القيمة الاقتصادية المضافة ECONOMIC VALUE ADDED

شهدت السنوات الأخيرة المزيد من الضغط على ادارة الشركات من اجل زيادة قيمة الشركة الخاصة في سياق زيادة ثروة المساهمين. وساعد على ذلك تطور أسواق رأس المال وخروجها الى العالمية، وبحث المستثمرون عن فرص لزيادة الأرباح ، وتبرير الاجور المرتفعة للمديرين التنفيذيين . (Bluszcz& Kijewska,2016:110) والابتعاد عن المناهج التقليدية المتعلقة في تقييم عمليات الشركة التي تركز على تحقيق الربح فقط كونه هدف تجاري رئيسي .

(Rylková,2016:117) وعدم قدرة الربح المحاسبي الذي يتم الحصول عليه في نهاية السنة المالية على توفير المعلومات عن القيمة التي يتم إنشاؤها لأصحاب المصالح، كونه يقتصر على إظهار العلاقة بين الإيرادات والمصروفات، لذلك من أجل تعظيم حقوق المساهمين، فقد تم ايجاد أدوات محددة لقياس القيمة حيث تقيس الأداء الإداري التي تربط النتائج التي حصلت عليها الشركة في نهاية السنة المالية مع مصالح المساهمين. وهذا يحقق هدف تعظيم القيمة التي تم إنشاؤها للمساهمين. (Ion& Man,2019:418)

حيث تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على استخراج المعلومات المحاسبية وتعديلها عند الحساب كون هذه المعلومات اعدت وفقاً للمعايير المحاسبية، فتعديل القيم المحاسبية سوف تعكس القيمة الاقتصادية، ومنها يحول "ربح المدة" إلى قيمة اقتصادية تسمى صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب ويتم تحويل "رأس المال" إلى قيمة اقتصادية تسمى إجمالي رأس المال المستخدم. ويشار إلى تحويل القيم المحاسبية إلى قيم اقتصادية على أنه تعديل. وأيضاً يتم تعديل القيمة الاقتصادية المضافة للمعاملات المحاسبية الأخرى التي تحدث خلال العام.

(Naicker,2017:228) وتنشأ القيمة الاقتصادية المضافة عبر زيادة الدخل التشغيلي من الموجودات عن طريق خفض التكاليف أو زيادة المبيعات، او تخفيض تكلفة رأس المال باستخدام الرافعة المالية. او تقليص حجم رأس المال المرتبط في المشاريع القائمة، دون التأثير على الدخل التشغيلي بشكل كبير عبر تقليل استثمار رأس المال العامل وبيع الموجودات الفائضة. (Eswara& Venkat,2015:51) وعليه تساعد العوامل المذكورة أعلاه الشركات على تحقيق

القيمة المضافة الإيجابية بدلاً من التقنيات التقليدية مثل عائد الاستثمار، وربح السهم، وتحليل النسبة. (Shad & Lai,2015:7), (Manjunatha et al.2016:45) وعندما ينطوي تطوير الأعمال على زيادة مترامنة على مستوى الربحية ومستوى تكلفة رؤوس الأموال المستخدمة يكون من المهم زيادة الربحية الاقتصادية بشكل اكبر من تكلفة رأس المال، من أجل ضمان ايجاد القيمة الاقتصادية المضافة. (Dumitrascu,2014:31)

ويرى البعض خلق القيمة عملاً شاقاً اذ تكمن الصعوبة في كونها تتطلب مقايضة بين الفوائد والتكاليف. (Poornima et al.,2015:40) ولكنها من الناحية المفهومية يمكن شرحها للمديرين الذين ليس لديهم معرفة مالية، ويمكن حساب ذلك ايضا على مستوى الشركة بأكملها او على المستوى الوظيفي او وحدة عمل واحدة. (Guni& Munteanu,2014:168-169)

1- نشأة واسباب ظهور القيمة الاقتصادية المضافة:

لا تعد القيمة الاقتصادية المضافة من الادوات المالية الحديثة فقد تم تطوير مفهومها لأول مرة في عام 1896 من قبل Marshall اتحت اسم الربح الاقتصادي (Koc,2017:113) . حيث يحاول Marshall من الربح الاقتصادي إثبات أن الأنشطة التجارية تكون مربحة حقاً عندما تنشئ ثروة لمساهميها ، وقياسه يتجاوز مجرد حساب صافي الدخل. فهو يؤكد على أن الشركات يجب أن تخلق عوائد بمعدل أعلى من تكلفة رأس المال (Glova,2006:44) .

وبعدها اصبحت القيمة الاقتصادية المضافة علامة تجارية لشركة Stern Stewart & Co تم تسجيلها في أوائل الثمانينيات. لمعرفة الفائض المكتسب بعد فرض رسوم مناسبة على رأس المال المستثمر في الشركة من قبل مساهميها. (Aravind& Ramya,2015:19) .

اذ حقق Stern Stewart ، أثناء تطبيق هذه الإجراءات نتائج واقعية، بأنه كان عليه تعديل المقاييس المحاسبية للأرباح ورأس المال للحصول على تقديرات أكثر منطقية لفائض القيمة. ويروج متبني مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة على أنه العلاج الرائع للألفية في التغلب على جميع مشاكل الشركات بضرية واحدة ويساعد في نهاية المطاف في زيادة ثروة المساهمين، وهو ما يتطابق تماماً مع تعظيم القيمة المالية. (Pal& Kumar,2011:20)

وينظر لها ايضا بانها القيمة التي تولدها الشركة كأثر او نتيجة لنشاط الإدارة أو الاستراتيجية. وعليه تضمن الشركة عند صياغة استراتيجيتها الاهداف التي تحقق وجود القيمة المضافة وتقلل من القيمة غير المضافة. (Henryani& Kusumastuti,2013:172)

وبذلك أصبحت القيمة الاقتصادية المضافة مقياس جيد للأداء المالي للعوائد التي تتجاوز التكلفة الإجمالية لرأس المال. (Chari, 2009:47) (Taufik et al.,2018:120)

وتوصي الأدبيات العلمية الحديثة بشدة على استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مبررة ذلك بكونها تتضمن تكلفة ضمنية وهي تكلفة حقوق الملكية (تكلفة الفرصة البديلة). (Konecný,2011:71)

ومن ميزات القيمة الاقتصادية المضافة عدم احتوائها الانفاق على البحث والتطوير والاعلانات بمرور الوقت مع مراعاة تكلفة رأس المال. (Chary & Saibaba,2015:17)

كذلك تفسح القيمة الاقتصادية عن قوة ربحية الشركة في غضون أفق زمني معين، مما يزيد من كفاءة استخدام هذه الأداة (القيمة الاقتصادية المضافة) في عملية القرارات الإدارية. وعندما تستهدف الإدارة زيادة القيمة الاقتصادية فإن ذلك يتطلب منها تحديد وفهم العوامل التي تعتمد عليها القيمة المضافة. ولهذا الغرض يكون من الضروري إجراء تحليل بدرجات مختلفة من التفاصيل ووفقاً للمكونات الأساسية التي تخلق القيمة الاقتصادية النهائية (بدءاً من الإيرادات من المبيعات والتكاليف المتغيرة والثابتة المتغيرة). (Kijewska,2016:53)

ومن الأسباب المهمة التي دعت إلى استخدام القيمة الاقتصادية المضافة هي معالجتها للتشوهات والعيوب والتلاعب في المبادئ المحاسبية المقبولة عند تحليل البيانات المالية لتحقيق مكاسب خاصة. (Liu & Wang,2017:2) فالبيانات المالية تكون مشوهة بطريقتين:

الطريقة الأولى عندما يكون هناك تخفيض متعمد ومنهجي في تقدير الموجودات ومبالغة في تقدير النفقات. فقد يتم إنفاق الاستثمارات في البحث والتطوير (R&D) في المدة التي يتم تحققها فيها. إذ يعد نجاح العديد من برامج البحث والتطوير للشركات جزءاً لا يتجزأ من نجاحها ولكن لا يمكن قياسه في البيانات المالية فالانخراط في تعظيم القيمة للبحث والتطوير يؤثر على الأداء المالي المتصور عبر انخفاض الربحية، وبالمثل يتم التعامل مع تدريب الموظفين وتطويرهم على أنه مصروف حالي. ومع ذلك فإن هذا الاستثمار في الموظفين قد يخلق ميزة تنافسية للمؤسسة، حيث يكون موظفو الشركة أحد أهم موجوداتها، ومع ذلك لا ينعكس ذلك في الميزانية العمومية وإن التكاليف المرتبطة بهم تظهر كمصروف في كشف الدخل (Heinfeldt & Wolf,2014:20).

والطريقة الثانية قد تكون الشركة مربحة وفقاً لقوائم الدخل. ومع ذلك لا يتم الاستفادة من الفرصة البديلة للمستثمرين ولا يأخذ في الحسبان أن المستثمرين يتوقعون عائداً على القيمة السوقية (Nakhaei et al.,2016:71).

لذلك ما نسميه أرباح عادة لا يكون ربحًا على الإطلاق حتى تحقق الأعمال ربحاً أكبر من تكلفة رأس المال (Balachandar& Sivakumar,2016:11) ويصبح تعظيم ثروة المساهمين أمرًا مشكوكًا فيه، حيث أن الأرباح الناشئة يتم التلاعب بها، فقد ينشر الوكلاء مبيعات هائلة لمكافآت السوق ونمو الأرباح. (Palliam,2006:207)

2- فوائد القيمة الاقتصادية المضافة.

قدم مؤيدو القيمة الاقتصادية المضافة الفوائد التالية: (Mohanty& Pattnaik,2016:63)
(Knápková et al.,2014:20) , (Chundurur,2020:33), (Bolek et al.,2012:3)
أ- القيمة الاقتصادية المضافة تساعد في الحد من الصراع بين الوكالات وتحسين صنع القرار.
ب- تعطي القيمة الاقتصادية المضافة قوة أكبر من القوانين الأخرى عند حساب عودة الأسهم.
ت- القيمة الاقتصادية المضافة يحسن أداء الأسهم.
ث- القيمة الاقتصادية المضافة يضيف المزيد من المحتوى المعلوماتي في شرح عوائد الأسهم.
ج- يساعد نظام القيمة الاقتصادية المضافة المديرين في القضاء على الأنشطة غير الفعالة لتحديد الأداء المفيد للشركات، أي أنها تحمل المديرين المسؤولية عن تحقيق عوائد سليمة على رأس مال الشركة وبالتالي المكافأة.
ح- هو مقياس أقل عرضة للتلاعب المحاسبي من الفئات القائمة على الربح.
خ- القيمة الاقتصادية المضافة هي مؤشر قابل للقياس، ومن السهل جدًا المقارنة، مما يمنح المستثمرين والمجالس فرصة التقييم والاختيار بين المشاريع قيد النظر.

3- مقياس القيمة الاقتصادية المضافة

ان المقياس المستخدم في حساب القيمة الاقتصادية المضافة لمدة معينة عبارة عن خصم تكلفة رأس المال المستخدم في عملية التشغيل من دخل التشغيل بعد الضريبة. وحسب القانون الآتي:

$$\text{Economic Value Added} = \text{Net Operating Profit After Tax} \dots\dots 15$$

- Cost of Capital

(Dewanti& Rokhim, 2017:77) , (Salehi et al.,2014:256)

(Kratz&Kroflin,2016:23) , (Altan& Karahan,2016:15)

ومن القانون اعلاه يتضمن حساب القيمة الاقتصادية المضافة تحديد كل من صافي الربح التشغيلي بعد خصم الضريبة ، وكذلك تحديد تكلفة رأس المال.

أ- صافي ربح التشغيل بعد الضريبة NOPAT

ان الخطوات المتعددة لكشف الدخل، تتطلب معرفة المبيعات التي تشكل الإيرادات الرئيسية للشركة وكذلك معرفة التكاليف. اذ يتم زيادة الربحية عبر زيادة المبيعات وتمكين الشركة من التركيز على الموارد والإبداع وتطوير الأنشطة الداخلية والبيئية المختلفة، مما يزيد من إيرادات الشركة. هذا يتطلب اتخاذ القرار الأفضل الذي يمكّن الإدارة من تحقيق اهدافها. وايضا سيؤدي خفض تقلبات الدخل الخاضع للضريبة إلى تقليل مدفوعات الضرائب على مدى دورة عمل كاملة، حيث سيساعد ذلك في توقع أن تدرج ضريبة دخل الشركات ضمن النطاق الأمثل والقابل للإدارة من الشرائح الضريبية. والزيادة في إيرادات المبيعات والربحية، إلى جانب خفض الضرائب المدفوعات وتكلفة البضائع المباعة اذ تؤثر بشكل إيجابي على مكون NOPAT المكونة للقيمة الاقتصادية المضافة الخاص بالمؤسسة (Lai& Shad,2017:340).

اما التكاليف فقد تتشكل معظمها من التكاليف الثابتة التي تحدث بصرف النظر عن حجم المبيعات. فطالما أن الشركة تجني ربحًا كبيرًا من كل عملية بيع وتحافظ على حجم مبيعات مناسب، سوف يتم تغطية التكاليف الثابتة وتحقيق الأرباح. اما تكاليف الشركة الأخرى هي تكاليف متغيرة يتم تكبدها عند حدوث المبيعات (Bognárová,2019:990) .

والمدخل الاخر للوصول الى NOPAT وهو يراعي الطبيعة و الوظيفة والذي يتم عبره خصم مصروفات التشغيل من إجمالي الربح. اذ يذهب الاول (التصنيف حسب الطبيعة او الخصائص الموصوفة) الى وصف المصروفات كمصروفات الرواتب، ومصاريف الإعلان، ومصاريف الاستهلاك، ومصاريف المرافق وما إلى ذلك، في حين يذهب الاخر الى التقسيم حسب الوظيفة وإلى مجموعتين رئيسيتين، مصاريف البيع والتسويق والمصاريف العمومية والإدارية عندها يتم الوصول الى الربح التشغيلي ويُعرف أيضًا باسم الربح التشغيلي او الربح قبل الفوائد والضرائب (Dermawan & Indrajati,2017:1547).

وبعدها يتم الوصول الى الربح التشغيلي بعد الضريبة عند النقطة التي يحدث فيها مبلغ ربح الشركة بعد الضرائب لجميع المستثمرين، بما في ذلك المساهمين والدائنين. (Nakhaei et

(al.,2016:75) ويمكن الحصول عليه من أرباح التشغيل المعدل قبل الضريبة تطرح منه ضرائب التشغيل النقدية (Sabol, A., & Sverer,2017:22) .

اذ يتم تعديل تكاليف التمويل لتجنب الحساب المزدوج لتكلفة الدين (الفائدة) عند تضمين كل من الأرباح ومكونات المتوسط المرجح لتكلفة راس المال في الصيغة. ويستثنى هذا الرقم أيضاً جميع البنود غير التشغيلية مثل أرباح الأسهم وإيرادات الفوائد من الموجودات المحتفظ بها والمستخدمة خارج النشاط التجاري (Alagidede & Mangenge,2016:909) .

لذلك يمكن استخراجها ايضا عبر طرح المكاسب غير التشغيلية بعد الضريبة من صافي الدخل وبعد ذلك يتم اضافة الخسائر غير التشغيلية بعد الضريبة زائد مصاريف الفائدة بعد الضريبة لاستخراجها. (Patel& Shah,2016:96) وهذا يعني إن NOPAT هو الجزء المتبقي من الدخل التشغيلي للشركة بعد خصم التكاليف والمصروفات للعمليات الإنتاج والتشغيل فضلا عن ضريبة الدخل، فهو يعبر عن الربحية الحقيقية لموجودات الشركة (Zhang & Aboud,2019:598) .

ب- تكلفة رأس المال Cost of Capital .

من المهم للغاية تحديد تكلفة رأس المال بدقة. لأنها تساعد في ربط قرارات الشركة الاستثمارية طويلة الأجل مباشرة بقراراتها التمويلية طويلة الأجل. (Coffie et al.,2018:645)

اي تكلفة جميع الأموال المستغلة في عمليات الشركة لتوليد صافي الربح بعد الضريبة. بمعنى تكلفة راس المال المستثمر المتمثل بمجموع رأس مال الشركة الخاص (دون مراعاة الاحتياطات والالتزامات التجارية أو الرسمية / القانونية) فضلا عن الديون ذات الفوائد (اعتمادات، قروض، التزامات، إيجار) وفقاً للميزانية العمومية. (Kamieniecki,2016:33)

وتعرف تكلفة رأس المال على أنها معدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين (المالكين والدائنين) على رأس المال المستثمر عند مستوى مخاطرة المعين. وهي مرتبطة بتكلفة الفرصة البديلة، التي تعبر عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار الذي يضحى به المستثمرون عندما يختارون نوعاً معيناً من النشاط ويضحون في نفس الوقت بالاحتمالات الأخرى المتاحة في لحظة معينة. (Michalak,2016:319)

ويمكن قياس كلفة راس المال بواسطة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، فكلما انخفضت تكلفة المتوسط المرجح لرأس المال، ارتفعت قيمة الشركة. ويمكن الوصول الى تكلفة

رأس المال المرجح عبر ايجاد تكلفة حقوق الملكية، و ايجاد تكلفة الدين، ثم ضرب كلفة الدين في متم نسبة الضريبة (1- نسبة الضريبة) (Rotela Junior et al.,2019:3)
اذ تعكس تكلفة حقوق الملكية معدل العائد المتوقع على الأسهم التي يطلبها المستثمرون في سوق الأسهم. في حين تعكس تكلفة الدين التكاليف السابقة للاقتراض التي توضح علاوة مخاطر التخلف عن السداد التي يطلبها المدينون. تستفيد معظم الشركات من مزيج الديون وحقوق الملكية لموازنة الفوائد والتكاليف في وضع اقتصادي كلي معين وفي ظل هيكل السوق السائد ومعدلات ضرائب الشركات. (Suto& Takehara,2017:806)

ت- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية Capital Asset Pricing Model

ويعد نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الي يرمز له اختصارا (CAPM) الأسلوب الأكثر استخدامًا لتقدير تكلفة حقوق الملكية، الذي يعد علامة فارقة في تسعير الموجودات، ويقدم تقديرًا تقريبيًا لما سيكون عائد سعر الموجودات لتعريض الأموال للخطر والتخلي عن نوع آخر من الاستثمار. (Son Turan,2018:2)

اذ وفر أول إطار عمل متماسك لربط العائد المطلوب على الاستثمار بمخاطر ذلك الاستثمار ويعرض العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع لموجودات الشركة. (Gelo et al.,2019:80)
ومن هذه العلاقة الخطية يمكن إنشاء توازن الأسواق المالية، النموذج الذي بموجبه يتناسب العائد المتوقع لأي أصل أو سند في سوق كفو، وفقاً للسعر الذي يتم تداوله، مع المخاطر المنتظمة.
اذ كلما زادت هذه المخاطر، التي تحدها حساسيتها للتغيرات في عوائد السوق ككل، أي معامل بيتا، زادت علاوة المخاطرة التي تتطلبها الاستثمارات. (Blanco Murillo,2017:80)

ويعتمد CAPM على عدد معين من الافتراضات المبسطة هي: (Raza,2018:97)
(Bedoui& BenMabrouk,2017:12)

أ- الأسواق مثالية ولا توجد ضرائب أو نفقات أو عمولات أو معلومات غير متكافئة من أي نوع.
ب- جميع المستثمرين يبتعدون عن المخاطرة.
ت- لدى المستثمرين توقعات متجانسة فيما يتعلق بتوزيعات احتمالات العوائد (توزيع Gaussian).

ث- هناك علاقة خطية وإيجابية بين المخاطر المنتظمة والعائد المتوقع.

ج - أن علاوة مخاطر السوق هي العامل الوحيد الذي يفسر الاختلافات في العوائد المتوقعة.

وهذا النموذج لا يخلو من الشكوك والقيود، إذ يثير استخدامه عددًا من الشكوك، لأنه في كل مرة يكون من الضروري، تحديد طول المدة الزمنية لتحديد معدلات العائد، و اختيار أداة خالية من المخاطر. (Witkowska,2019:117) وهناك أيضًا قيود أخرى، إذ يفترض أن عوائد الموجودات (بشكل مشترك) عادة ما تكون متغيرات موزعة طبيعيًا، ولكن كثيرًا ما يُلاحظ تجريبيًا أن عوائد الأسهم لا يتم توزيعها بشكل طبيعي. كما يفترض أن تباين العوائد هو قياس مناسب للمخاطر. وقد يكون هذا مبررًا بافتراض توزيع العوائد بشكل طبيعي، ولكن بالنسبة لتوزيعات العائد بشكل عام، من المرجح أن تعكس مقاييس المخاطر الأخرى تفضيلات المستثمرين بشكل أكثر ملاءمة.

وأيضًا، من الناحية العملية، لا يبدو أن CAPM يشرح بشكل كافٍ التباين في عوائد الاسهم. إذ أن الاوراق المالية ذات البيتا المنخفضة قد توفر عوائد أعلى مما يتوقعه النموذج. ونظرًا لأن بيتا يعكس الحساسية لمخاطر السوق، فإن السوق ككل بحكم التعريف، لديه بيتا واحد. وينبغي أيضًا أن تتضمن محفظة السوق نظريًا جميع أنواع الموجودات التي يحتفظ بها أي شخص كاستثمار (بما في ذلك الأعمال الفنية والعقارات ورأس المال البشري وما إلى ذلك) (Dash,2017:62)

ورغم هذه القيود فإن نموذج CAPM له آثار عملية عميقة ليس فقط للمستثمرين الأفراد، ولكن مع المستثمرين المحترفين، وايضا قدرة اله على عكس الواقع يجعل من غير الممكن رفضه.

(del Mar Miralles-Quiros et al.,2017:416)

وكذلك يستند نموذج الـCAPM إلى أسس نظرية قوية، كما أثبت نجاحه من الناحية التجريبية، وكانت الاستجابة الأولية لهذا النموذج عند طرحه كبيرة. (Chaudhary,2016:51)

فضلا عن ذلك تلعب دقة نموذج تسعير الموجودات دورًا حيويًا في اختبارات كفاءة السوق. (Rathnasekara,2017:329)

ويمكن الوصول الى العائد المتوقع على الموجودات الرأسمالية عبر المعادلة الآتية:

$$E(R)=RFR+\beta_{stock}\times(R\ market-RFR) \dots\dots\dots 16$$

where:

E(R)=Required rate of return, or expected return

RFR=Risk-free rate

β_{stock} =Beta coefficient for the stock

R market=Return expected from the market

$(R \text{ market} - RFR) = \text{Market risk premium}$,

(Галевский, 2019:204)

(Soto Herrera & Cordeiro Perobelli, 2018:289)

ويمكن اعتبار الاستثمار خاليًا من المخاطر إذا كان العائد الفعلي دائمًا هو نفسه كما هو متوقع، ويكون هذا ممكنًا إذا لم يكن هناك خطر التخلف عن السداد ولا يوجد خطر إعادة الاستثمار. إذ يسبب التخلف عن السداد خسائر مالية محتملة للمستثمرين بسبب عدم كفاءة و/أو عدم رغبة المدين، مُصدر الأدوات المالية في تسوية الالتزامات المتأخرة، فمع الأوراق المالية لجميع الشركات، حتى تلك الأكثر أمانًا، هناك خطر عدم الوفاء بالالتزامات، ولهذا السبب لا يمكن اعتبارها خالية من المخاطر. وتسبب مخاطر إعادة الاستثمار في احتمال أن يكون العائد على التدفقات النقدية المعاد استثمارها أقل من عائد الاستثمار الأولي في ظروف انخفاض أسعار الفائدة في السوق. توجد هذه المخاطر عند استخدام سند خزانة لمدة ستة أشهر لتقدير العائد المتوقع لمدة خمس سنوات. على الرغم من أن هذا السند يضمن العائد المتوقع بعد ستة أشهر، إلا أن هناك مخاطرة في أن يتغير سعر الفائدة وأن العائد سيكون مختلفًا عما كان عليه في الأشهر الستة الأولى، عند إعادة استثمار الأموال المستلمة في سندات حكومية جديدة مدتها ستة أشهر. وتوجد هذه المخاطر أيضًا بالنسبة للسندات الحكومية ذات القسائم التي لها أجل استحقاق يزيد عن عام واحد، حيث يجب إعادة استثمار القسائم على مدى سنوات غير معروفة في لحظة معينة.

(Popovic & Paunovic, 2018:56)

يمكن اعتبار سعر الفائدة الاسمي (العائد) لسندات الخزانة الأمريكية لمدة 20 أو 30 عامًا بالدولار الأمريكي خالية من المخاطر، وهناك من يكون أكثر تحفظًا إذ يذهب إلى أن يستخدم سعر الفائدة الفوري وليس المتوسط التاريخي، لأن السعر الفوري يعكس تكلفة الفرصة البديلة لمشروع خالٍ من المخاطر ويتضمن توقعات السوق فيما يتعلق بأسعار الفائدة المستقبلية. (Walker, 2016:120) أما علاوة السوق فلا يوجد تحديد مقبول جيدًا لتعويض المخاطر البديلة (Maeso & Martellini, 2017:28) ويستخدم عند تحديدها مجموعة من عوامل المخاطرة، بما في ذلك مؤشر السوق، وعوائد الخزانة، ومؤشر الدولار الأمريكي، وانتشار الائتمان. (Pawel et al., 2016:79) وكحقيقة مبسطة، يتفاعل السوق بشكل سلبي مع تقلبات تباين السوق غير المتوقعة وهذه العلاقة السلبية بين عوائد السوق والتباين، تشير إلى أن السوق يخضع لمخاطر التباين. (Chevallier & Vo, 2019:557)

Market Value Added

ثانياً: القيمة السوقية المضافة.

كمدخل لتناول موضوع القيمة السوقية المضافة سوف يتم التطرق الى قيمة السوقية للشركة ومن ثم الدخول لموضوع القيمة السوقية المضافة.

1- القيمة السوقية للشركة

بناءً على مفهوم هيكل رأس المال، فإن قيمة السوقية للشركة هي مجموع القيمة السوقية لأسهمها وديونها. ومن الناحية النظرية، هذا المبلغ هو ما يمكن أخذه من الشركة عندما يتم بيع جميع الأسهم وسداد الديون في أي وقت. (Bognárová,2019:990) وعادة يتم الوصول اليها عبر تقييم موجودات الشركات، ويتم ذلك عبر تحليل كفاءة السوق لتحديد ما إذا كان هناك أي موجودات مقومة بأقل من قيمتها ويمكن استغلالها. (Perechuda,2016:798)

وحساب القيمة السوقية للشركة ظاهرة معقدة، إذ ان هناك صعوبة في تحديد أفضل الطرق لتقييم قيمة الشركة بسبب عدم وجود قيود محددة بوضوح على تطبيق طرق التقييم المناسبة، وعدم كفاية التبدير للمتغيرات الرياضية والتفسير الغامض للنتائج التي يتم الحصول عليها ومعلومات موثوقيتها، ونقص في نظام المحاسبة الحالي. إذ يُنشئ نظام المحاسبة الحالي بيانات مالية تعقد عملية تحديد قيمة الشركة. وتأثير عوامل البيئة الكلية والبيئية الخاصة غير الفعالة على بيئة اقتصادية غير مستقرة، وإذا لم يتم دعم تقييم قيمة الشركة بالمعلومات ذات الصلة حول أنشطتها، فإن البيانات حول قيمة الشركة ونتائج التقييم الواردة غير مناسبة لاتخاذ قرارات اقتصادية سليمة. (Kutsyk,2019:625)

ومن الضروري ايضا وجود إدارة تسعى الى زيادة القيمة السوقية تعكس بشكل أفضل الفرص والعقبات وتجعل الشركات أكثر كفاءة في تخصص رأس المال بطريقة فعالة. (Kulkarni & Risbud,,2016:24)

وتسعى الشركات الى ادارة واستدامة ونمو هذه القيمة عبر مجموعة من الاساليب اذ يرى (Xu et al.,2019:41) للمحافظة عليها لابد من القيام بالاتي:

أ- إنشاء نظام توزيع أرباح يلبي المتطلبات، إذ يتطلب نمو السوق طويل الأجل أن يحصل المستثمرون الذين يمتلكون أسهم شركة أرباحاً من توزيعات أرباح الأسهم .

- ب- التطبيق الفعال لإدارة الأسهم. من الحكم على بيئة السوق الحالية، يقوم المساهمون الرئيسيون بزيادة وتقليل أسهم الشركة في الوقت المناسب، من أجل الحفاظ على قيمة سوقية مستقرة.
- ت- على الشركات أن تبتكر باستمرار نماذج أعمال للتعامل مع تغيرات السوق، والحفاظ على تنافسية المنتجات وتحسين معدل ربحية الشركة.
- ث- تكون المؤسسات قادرة على توسيع النطاق، وتعزيز القدرة التنافسية، وتحقيق التنوع الصناعي عبر عمليات الدمج والاستحواذ، في مقابل التشغيل الفعال لرأس مال الشركة.
- ج- القدرة على إصدار أسهم جديدة في الوقت المناسب، وتعزيز القوة المالية عبر إعادة التمويل.
- ح- تنفيذ نظام فعال لحوافز الأسهم يسمح للإدارة بالمشاركة في توزيعات الأرباح الناتجة عن الزيادة في القيمة السوقية ويشجعهم على العمل بجدية أكبر لتعزيز نمو القيمة السوقية.

2- القيمة السوقية المضافة

القيمة السوقية المضافة هي مقياس للأداء الخارجي والذي يعد أفضل مؤشر على إيجاد قيمة للمساهمين فعندما يرغب المستثمرون في النظر إلى كيفية أداء الشركة لمساهميها ، فإنهم ينظرون أولاً إلى قيمة السوقية المضافة إذ تعد القيمة السوقية المضافة لشركة ما مؤشراً على قدرتها على زيادة قيمة المساهمين بمرور الوقت، (Nakhaei,2016:436) ويمثل ارتفاع القيمة السوقية المضافة دليل على الإدارة الفعالة والقدرات التشغيلية القوية. (Yusbardini,2017:1684) وتعتبر على الكفاءة الإدارية حيث تستخدم لتعويضات المديرين في حالة نجاحهم في تحقيق هذه القيمة. (Stancu et al.,2017:18) تعد الشركات ذات القيمة السوقية المضافة العالية جذابة للمستثمرين ليس فقط بسبب الاحتمالية الكبيرة لتحقيق عوائد إيجابية ولكن أيضاً لأنها مؤشر جيد على امتلاكهم قيادة قوية وحوكمة سليمة . ولهذا السبب تعد مؤشراً على مدى نجاح قادة الشركات في استخدام موجودات الشركة في تكوين ثروة للمساهمين. (Effiong et al.,2019:5)

ويرى (Sareewiwatthana & Wanidwaranan,2019:66) يمكن تفسير القيمة السوقية المضافة على أنها مقدار الثروة التي أوجدتها الإدارة للمستثمرين فضلاً عن استثماراتهم في الشركة ، وإن استمرار الإدارة الفعالة والتشغيل القوي يعزز من قيمة الشركة، مما يؤدي إلى إضافة قيمة مضافة موجبة للشركة.

ويمكن الحصول على القيمة السوقية المضافة عبر القانون الآتي:

Market Value Added = Market Value of the firm – Capital
Invested in the firm 17

(Akgun et al.,2018:107-106) (Nakhaei,2016:436)

وفي نفس السياق، يمكن استخراجها من القانون الآتي:

Market value added = Market Value of Shares – Book
Value of Shareholders' Equity 18

(Akgun et al.,2018:108)

ومن تعريف القيمة السوقية المضافة، يظهر انها يحتوي على الآتي:

أ- القيمة السوقية للاسهم والقيمة الدفترية للدين.

تهدف الشركات بشكل رئيسي الى زيادة القيمة السوقية (الاسعار) لأسهمها. وعليه يمكن لها أن تعطي أقصى قدر من الازدهار للمساهمين عند زيادة تلك الاسعار. (Winarto,2015:329)

وللوصول الى القيمة السوقية للسهم ، فوفقاً للتوقعات المنطقية تشير عملية التقييم إلى أن سعر السهم هو دالة لتوقعات التدفقات النقدية المستقبلية للاسهم بمعدل يعكس العائد المطلوب. لذلك، مع افتراض ثبات باقي المتغيرات، إذا كانت هناك توقعات بنمو أعلى في التدفقات النقدية، يجب أن تكون أسعار الأسهم أعلى. (de Vasconcelos& Martins,2019:296)

اذ يعكس التدفق النقدي الصورة الفعالة للنمو المستقبلي للشركة وتقدير سعر السهم كونه مؤشراً قوياً على صحة الشركة وسيولتها في وقت معين. (Effiong et al.,2019:5)

وعادة ما يتم تقييم الاسهم في السوق بمبالغ تختلف عن المبالغ المقدرة في بيانات الميزانية العمومية. فالأسهم اما ان تقيم بسعر أقل من القيمة الجوهرية للشركة المصدرة. او يتم تقييمها بشكل إيجابي من قبل السوق بأسعار مرتفعة نسبياً والتي عادة ما تنتمي هذه الاسهم إلى الشركات التي تنشط في قطاعات أكثر ابتكاراً، والسبب في ذلك غالباً هو اعتماد المستثمرين على بعض المؤشرات المحاسبية، مثل السعر الى الأرباح ، السعر إلى القيمة الدفتر، السعر الى التدفقات النقدية . (Gagliolo& Cardullo,2020:7)

ويبحث بعض المستثمرون عن الأسهم من النوع الاول لأنهم يعتقدون أن هذه الأسهم لديها أساسيات حالية قوية للقيمة الدفترية وقوة الأرباح ولكن السوق الآن يقيّمها أقل من قيمتها الحقيقية

وبشكل غير صحيح. وعليه من المتوقع أن ترتفع أسعار الأسهم في المستقبل عندما يتم تصحيح خطأ التقييم من قبل السوق. ومع ذلك، يشتري المستثمرون الآخرون النوع الآخر من الأسهم لأنها ذات إمكانات نمو مستقبلية والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة كبيرة في أسعار الأسهم على المدى الطويل، ومن المتوقع أن يتم تداولها حالياً بأسعار أعلى من قيمتها الحقيقية بسبب إمكانات النمو. (Akinde et al.,2018:268) , (An et al.,2017:100)

ويمكن معرفة ما إذا كان سعر السهم في السوق (القيمة السوقية للسهم) معقولاً أم لا عبر القيمة الدفترية والتي تستخدم علامة مرجعية لذلك الغرض، حيث تفسر على أنها قيمة الأسهم وفقاً لدفاتر المصدر، وإن التعرف عليها يعد أمراً حاسماً في تحديد سعر السهم. وتستخرج القيمة الدفترية للسهم الواحد من الأسهم المصدرة من قسمة حقوق ملكية الشركة على عدد أسهم الشركة المتداولة. (Bawono et al., 2020:49-48)

وبشكل عام يستند قياس القيمة السوقية للأسهم إلى معلومات غير واردة بالضرورة في بيانات القوائم المالية ومن الواضح أنه لا يمكن حسابه بشكل مباشر إلا للشركات المتداولة علناً، حيث يتم الوصول إليه من ضرب عدد الأسهم في السعر القائم للسهم . (Ross et al.,2017:63)
ويتم تحديد عن القيمة السوقية للسهم الواحد (السعر) مساوية لمتوسط السعر لسنة معينة.
(Jamkarani& Banafi, 2017:1144)

ب- رأس المال المستثمر.

راس المال المستثمر والذي يطلق عليه أيضاً راس المال الاقتصادي هو المبلغ "الذي يتم وضعه في الشركة وهو أساساً الموجودات الثابتة فضلاً عن صافي رأس المال العامل.
(Bognárová,2018:813) , (Bognárová,2017:794)

حيث يتم توظيف هذا المبلغ في الاستثمارات من أجل الحصول على مزايا في المستقبل. وتقسم عادةً الاستثمارات إلى استثمارات طويلة الأجل (موجودات ثابتة) والتي تسمى أيضاً استثمارات رأس المال وهي مخصصة للإنتاج أو توفير الخدمات وهي ضرورية لبدء الأعمال التجارية وتوسيعها. وانها تشمل كذلك بناء أعمال تجارية جديدة، ومحلات تجارية، وكذلك تشمل عادة بناء القدرات الإنتاجية الحالية واستبدال المعدات. وكلما زادت هذه الاستثمارات، زادت سرعة النمو الاقتصادي. وتعكس هذه الاستثمارات التكاليف النقدية التي من المتوقع أن تستفيد منها في

المستقبل لكسب التدفقات النقدية وتلقي صافي الدخل. ومن السمات المميزة لهذا النوع من الاستثمار طبيعتها طويلة الأجل وتعقيدها. (Beniušytė & Zonienė,2014:105)

ويشير مفهوم الموجود الثابت أيضا إلى تلك السلع التي يمتلكها المشغل الاقتصادي، لعدة سنوات مالية ويستخدمها إما لإنتاج سلع أخرى أو لتقديم خدمات أو لأغراض إدارية. يمكن استخدام هذه السلع في عدة دورات تصنيع لأنها تستهلك تدريجياً. (Floştoiu & Milandru,2020:31)

وتشكل للموجودات الثابتة غالبا الجزء الأكبر من الموجودات الأخرى. وتقوم الشركة بإعادة تقييم الموجودات الثابتة بحيث تكون قيمة الموجودات المسجلة في البيانات المالية بالقيمة العادلة وتعطي إشارة جيدة لمستخدمي معلومات القوائم المالية، لتكوين ثقة عالية في المعلومات المقدمة. (Kirana et al.,2020:801-802)

وهذه الموجودات يتم اندثارها بمرور الوقت، ووفقاً لمعايير المحاسبة الدولية فان الاهلاك تبدأ من لحظة الاعتراف بالأصل. (Шкуліпа,2018:103)

اذ يجب تحميل الاندثار على عنصر من الموجودات الثابتة طوال (وليس جزءاً) من عمره الإنتاجي. علاوة على ذلك يجب مراجعة القيمة المتبقية والعمر الإنتاجي للموجود مرة واحدة على الأقل في نهاية كل تقرير سنوي، وإذا كانت التوقعات تختلف عن التقديرات المحاسبية السابقة، يجب أن تكون التغييرات يتم المحاسبة عنها وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية "السياسات المحاسبية والتغيرات في التقديرات المحاسبية والأخطاء. فضلا عن ذلك، يتوقف اندثار الموجود عن تاريخ سابق هو تاريخ التحويل إلى الموجودات المحتفظ بها للبيع ، وإذا استمر استخدام الموجود (في هذه الحالة ، بعد عمره المحدد سابقاً)، عندئذٍ يتم الاعتراف به كموجود ويجب تحميل الاندثار عليه. (Гетьман,2020:43)

والنوع الاخر من الاستثمارات هي الموجودات المتداولة، وهي مجموعة من الموجودات التي تخدم العملية الاقتصادية الحالية والمستهلكة بالكامل عبر دورة تشغيلية واحدة. وهي كذلك مجموعة من الموجودات السائلة ذات دورة حياة تصل إلى عام واحد والتي تخدم مباشرة الأنشطة التشغيلية للشركة ، ونظراً لمستوى السيولة المرتفع لديها ، يجب أن تضمن قدرتها على الوفاء بالالتزامات المالية الحالية. (Kuprina & Chernenko,2018:29)

وقد اكتسبت في السنوات الأخيرة أهمية اذ أدرك المديرون والأكاديميون أهمية الإدارة الفعالة لسيولة الشركة باعتبارها أمراً حيويًا في بقاء الشركة ، خاصة في وقت الاضطرابات المالية العالمية، وأن إدارة الموجودات المتداولة تستغرق الكثير من الوقت والجهد الإداريين، وعليه فهي تكتسب أهمية كبيرة، وهناك ضرورة ملحة لجعل الموجودات المتداولة جزء لا يتجزأ من

استراتيجية الشركة الشاملة لزيادة قيمة المساهمين. وإن إدارة الموجودات المتداولة تكتسب أهمية حيوية في إدارة التوازن بين الربحية والسيولة للشركة. (Nobanee & Abraham, 2015:2)

وهناك مجموعة من العوامل تؤثر في هيكل الموجودات المتداولة تتمثل بنوع نشاط الشركة والفرع الذي تعمل فيه المؤسسة وميزات دورة التشغيل ومدتها وقوة العمل والأهمية النسبية للمنتجات وأشكال الحسابات التي تطبقها الشركة والمسافة للمستهلكين والموردين المنتجين وما إلى ذلك. (Chubka et al., 2018:167)

المبحث الثالث

العلاقة بين متغيرات الدراسة

يهدف المبحث الحالي الى توضيح العلاقات المنطقية بين متغيرات الدراسة المستقلة والوسيطية والتابعة، بناء على ما تم تقديمه من قبل الباحثين الماليين.

أولاً: علاقة المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغير الوسيط الأول (الرافعة المالية).

أوضحت الدراسات التجريبية المبكرة حول محددات هيكل التمويل على إيجاد مستوى الرافعة المالية وفحصها والتي تركزت في الغالب على شركات الولايات المتحدة. وقد امتدت البحوث المتعلقة بقرارات هيكل التمويل فيما بعد إلى دول متقدمة أخرى مثل أوروبا واليابان، وقارنت بين البلدان من خلال فحص هياكل التمويل التي تعتمدها المؤسساتية المختلفة. ووجدوا اختلاف محددات هيكل التمويل حسب البلدان. (M'ng et al.2017:2) اذ وجد أن بعض محددات هيكل التمويل وهي الربحية والسيولة والتضخم والناتج المحلي الإجمالي تؤثر بشكل كبير وإيجابي على الرافعة المالية، (Gunardi et al.,2020:98) بينما دراسة أخرى ترى وجود علاقة إيجابية بين الحجم والرافعة المالية. (Singh,2016:1654) (Charity et al.,2019:523) وكذلك وجد آخرون ان الملموسية إلى جانب حجم الشركة والسيولة من المحددات التي تؤثر ايجابيا على الرافعة المالية. (Bhatia& Sitlani,2016:24) (M'ng et al,2017:14),

في حين وجد آخرون علاقة عكسية بين محددات هيكل التمويل الرافعة المالية، فقد وجد (Morri& Parri,2017:571) بان فرص النمو لها علاقة سلبية مع الرافعة المالية، وكذلك الحال بالنسبة للربحية حيث وجدتها عدد من الدراسات لها علاقة سلبية. على سبيل المثال (Kumar& Babu,2016:16) , (Sutomo,2020:171) , (Reis et al.,2017:140) (Tripathi,2018:46)

وقد اثبت (Husaeni,2018:453) بان السيولة المالية تؤثر بشكل سلبي على الرافعة المالية. وبالإضافة الى السيولة المالية فان هيكل الموجودات هو الآخر له نفس التأثير السلبي على الرافعة المالية. (Jędrzejczak-Gas,2018:133)

وهناك من ذهب الى انه للضرائب ونفقات البحث والتطوير تأثير بسيط على الرافعة المالية.
(Jaworski & Czerwonka, 2019: 2631)

ومما تقدم يستنتج الباحث وجود علاقة بين المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغير الوسيط الاول (الرافعة المالية)، والذي يدفع على بحث الموضوع في اسواق اخرى لمعرفة هذه العلاقة التأثيرية، وكيف تمول الشركات نفسها من مصادر التمويل المختلفة في ظل تلك المحددات.

ثانيا: العلاقة بين المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغير الوسيط الثاني (القيمة الاقتصادية المضافة)

وفيما يتعلق العلاقة بين محدّدات هيكل التمويل والمتغير الوسيط الثاني (القيمة الاقتصادية المضافة)، فهناك دراسات اثبتت تأثير العديد من المحددات مثل فرص نمو الشركة، حجم الشركة، العمر، السيولة، الربحية، لدرع الضريبي، الملموسية ...

وان القيمة الاقتصادية المضافة هي ربح اقتصادي يعتمد على الربح التشغيلي بعد الضريبة كأحد مكوناته، فقد اثبتت دراسة (Weiming et al., 2016: 575) وجود علاقات وتأثير بين فرصة النمو (التي تشمل توسيع القدرة الإنتاجية، وتطوير منتجات جديدة، وعمليات الدمج والاستحواذ لشركات أخرى مع استبدال الأصول الحالية وما إلى ذلك) وهذا الاثر مرتفع نسبياً.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين المخاطرة والقيمة الاقتصادية المضافة فقد اثبتت دراسة (Lai & Shad, 2017: 344-345) أن تنفيذ إدارة مخاطر الشركة هو عامل مهم لتعزيز قيمة الشركات من خلال زيادة NOPAT وتقليل WACC، وتم إثبات هذه العلاقات تجريبياً. وتضفي هذه الدراسة أيضاً مصداقية على فائدة تحليل EVA كأداة لتقييم أداء الشركة لتنفيذ إدارة مخاطر الشركة.

والعلاقة بين عمر الشركة والقيمة الاقتصادية المضافة فان الشركات تواجه بالفعل تحديات تنظيمية مختلفة على مدى حياتها تحدد طريقة نجاح او فشل هذه الشركات اي زيادة ارباحها او تعرضها الى خسائر ومن هنا تظهر هذه العلاقة.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين حجم الشركة مع القيمة الاقتصادية المضافة، فقد اثبت (Shafiq et al., 2020: 1) ان الحجم يؤثر بشكل كبير على عائد أسهم الشركة، وحيث ان عائد الاسهم يعتمد

على صافي الربح بعد الضريبة والذي يدخل في احتساب القيمة الاقتصادية المضافة، يستنتج من ذلك وجود علاقة بين الحجم والقيمة الاقتصادية المضافة. وبالنسبة لتكلفة الاندثار للموجودات الثابتة التي تمثل الدرع الضريبي فقد كان لها تأثير كبير على الدخل التشغيلي الذي يعد احد مكونات القيمة الاقتصادية المضافة كما اتضح ذلك من خلال دراسة (Anisa et al.2021:11)

وحيث ان زيادة رأس المال المادي يؤدي إلى زيادة الرافعة التشغيلية من خلال الالتزامات طويلة الأجل، مثل الالتزامات تجاه الموردين وعقود الأجور والتكاليف الثابتة الأخرى، وإن عنصر تكلفة التشغيل على وجه التحديد هو الذي يتسبب في زيادة القيمة، (Shafiq et al.,2020:3) وكذلك دور التكاليف في احتساب الربح بعد الضريبة، مما يعني ضمناً أنه من المتوقع أن يكون هناك علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.

ثالثاً: العلاقة بين المتغير الوسيط (الرافعة المالية) والمتغير التابع (القيمة السوقية المضافة)

هناك القليل من الابحاث التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية المضافة. ومن ابرز من تصدى لهذه العلاقة (Bognárová,2018:815) الذي دعا الى اجراء دراسة مماثلة لدراسته المتضمنة اثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية المضافة، والتي من خلالها تم اختيار 20 شركة فقط كعينة للتحليل. ودعا ايضا الى توسيع الدراسة من خلال فحص مجموعة واسعة من الشركات.

وقد اقترح عدد من الباحثين على سبيل المثال، (De Wet & Hall,2004:57) (Bognárová,2019:992) بأن يتم التحقيق في آثار تغييرات تكلفة رأس المال على مقاييس الأداء الحاسمة للقيمة السوقية المضافة، واوصى أن تركز الأبحاث الإضافية على التأثير الذي قد تحدثه التغييرات في الهيكل المالي والتكاليف على القيمة السوقية المضافة وبالتالي، هناك فرصة كبيرة لمزيد من البحث في هذا المجال.

اما (Babaei & Shahveisi,2017:849) فقد اقترح بان على مديري الشركات النظر في القياس الدقيق لكل من مصادر توفير التمويل المالي والجمع بينها لتقليل الرسوم المالية المقدمة نحو هيكل رأس المال المثالي ، فقط لزيادة القيمة السوقية للمساهمين.

وترى دراسة اخرى ان بعض محددات هيكل التمويل مثل الربحية والمخاطر والملموسة كمؤشرات رئيسية خاصة بالشركة لإنشاء هيكل رأس مالها المثالي وبالتالي فهي مهمة لتعظيم قيمة الشركة (Mouton&Smith,2016:802) اما (Charity et al.,2019:8) يرى انه أي زيادة في الديون وحقوق الملكية الممتازة (الرافعة المالية) تزيد من قيمة الشركة.

رابعا: العلاقة بين المتغير الوسيط الثاني (القيمة الاقتصادية المضافة) والمتغير التابع (القيمة السوقية المضافة)

اثبتت الدراسات التي اجريت على القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة بان هناك علاقة قوية بينهما فقد استنتج (Yusbardini,2017:1688) بان هناك علاقة تأثيرية قوية القيمة الاقتصادية المضافة يمكنها تفسير القيمة السوقية المضافة مقارنة بصافي الربح والربح التشغيلي، وتشير نتائجه دراسته ايضا إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة أفضل من صافي الربح والربح التشغيلي في شرح القيمة السوقية المضافة.

وكذلك (Jamkarani & Banafi,2017:1148) اظهرت نتائج بحثهم وجود علاقة كبيرة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وثبات التكاليف الإدارية والعامة وتكاليف البيع.

ومن جميع ما تقدم تتضح العلاقات المنطقية بين متغيرات الدراسة الاربعة المتمثلة بمحددات هيكل التمويل، الرافعة المالية، القيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة السوقية المضافة.

الفصل الثالث:

الجانب التطبيقي للدراسة

تمهيد.

يبحث هذا الفصل الجانب التطبيقي لاختبار فرضيات الدراسة وينقسم على مبحثين اذ يتضمن المبحث الاول وصف متغيرات الدراسة وتحليلها لعينة من الشركات العراقية العاملة في القطاع الصناعي، والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وعددها (10) شركات وللمدة (2005-2018) وبالاستناد الى بيانات الدراسة الموصوفة في منهجية الدراسة، ويتضمن المبحث الثاني الاختبار الاحصائي لمتغيرات الدراسة.

المبحث الاول: وصف وتحليل متغيرات الدراسة.

توطئة.

يدرس هذا المبحث الوصف والتحليل المالي لمحددات هيكل التمويل والرافعة المالية فضلا عن القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وسف يتم تقسيم المبحث الى محورين يتناول الاول وصف متغيرات الدراسة بينما يتناول الاخر التحليل المالي لتلك المتغيرات.

المحور الاول: وصف متغيرات الدراسة بشكل اجمالي

تشير نتائج الجدول (3-1) الى الأوساط الحسابية المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركات عينة الدراسة بشكل اجمالي وكالاتي:-

- 1- حققت شركة بغداد للمشروبات الغازية اكبر وسط حسابي لمتغير حجم الشركة اذ بلغ 25.863 بينما حققت شركة بغداد لصناعة مواد التغليف اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ 20.149 .
- 2- حققت شركة الصناعات الكيماوية العصرية اكبر وسط حسابي لمغير عمر الشركة اذ بلغ 4.180 بينما حققت شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ 3.050 .

جدول (1-3) الاوساط الحسابية لمتغيرات الدراسة للشركات عينة الدراسة

الشركات	بغداد للتغليف	بغداد للمشروبات	البلاستيكية	التمور	المفروشات	الكندي	المنصور	العصرية	الدراجات	الخطاظة
الحجم	20.149	25.863	23.003	23.530	21.762	22.077	22.182	21.318	22.605	21.111
العمر	3.899	3.097	3.899	3.097	3.097	3.050	3.097	4.180	3.857	3.142
الملموسية	0.606	0.597	0.184	0.160	0.071	0.293	0.261	0.177	0.176	0.139
فرصة النمو	0.256	0.511	-0.014	0.118	0.052	0.195	0.225	0.419	-0.140	0.018
العائد على الموجودات	-0.007	0.068	-0.136	-0.001	0.081	0.073	0.064	0.071	-0.185	-0.006
العائد على حق الملكية	-0.008	0.069	-0.202	-0.002	0.126	0.079	0.070	0.099	-0.241	-0.008
نسبة التداول	31.047	8.024	2.663	5.332	2.653	14.984	4.027	37.460	1.501	5.343
الاعفاء الضريبي	0.008	0.054	0.013	0.011	0.007	0.019	0.031	0.004	0.025	0.019
الرافعة المالية	0.026	0.122	0.326	0.173	0.355	0.064	0.092	0.172	0.745	0.186
القيمة الاقتصادية المضافة	-58.9	-18916	-2804.9	-1860.9	-127.8	330.3	516.2	3697.7	-641.1	-688.3
القيمة السوقية المضافة	1815.0	99973.3	9877.2	4472.6	556.3	2069.6	-221.1	4056.4	4200.9	1412.7

- 3- حققت شركة بغداد لصناعة مواد التغليف اكبر وسط حسابي لمتغير ملموسية الموجودات اذ بلغ 0.606 بينما حققت الشركة العراقية للسجاد والمفروشات اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ 0.071 .
- 4- حققت شركة بغداد للمشروبات الغازية اكبر وسط حسابي لمتغير فرص النمو اذ 0.511 بلغ بينما حققت الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ -0.140 .
- 5- حققت الشركة العراقية للسجاد والمفروشات اكبر وسط حسابي لمتغير العائد على الموجودات اذ بلغ 0.081 بينما حققت الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ -0.185 .
- 6- حققت الشركة العراقية للسجاد والمفروشات اكبر وسط حسابي لمتغير العائد على حق الملكية اذ بلغ 0.126 بينما حققت الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ -0.241 .
- 7- حققت شركة الصناعات الكيماوية العصرية اكبر وسط حسابي لمتغير نسبة التداول اذ بلغ 37.460 بينما حققت الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ 1.501 .

- 8- حققت شركة بغداد للمشروبات الغازية اكبر وسط حسابي لمتغير الاعفاء الضريبي اذ بلغ 0.054 بينما حققت شركة الصناعات الكيماوية العصرية اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ 0.004 .
- 9- حققت الشركة الوطنية للدراجات اكبر وسط حسابي لمتغير الرافعة المالية اذ بلغ 0.745 بينما حققت شركة بغداد للتغليف اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ 0.026 .
- 10- حققت الشركة الصناعات الكيماوية العصرية اكبر وسط حسابي لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة اذ بلغ 3697.7 بينما حققت شركة بغداد للمشروبات الغازية اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ 18916- .
- 11- حققت شركة بغداد للمشروبات الغازية اكبر وسط حسابي لمتغير القيمة السوقية المضافة اذ بلغ 99973.3 بينما حققت شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل اقل وسط حسابي لهذا المتغير اذ بلغ 221.1- .
- مما تقدم يتضح ان شركة بغداد للمشروبات الغازية حققت اعلى المتوسطات من بين الشركات عينة الدراسة بينما حققت الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات اقل المتوسطات.

المحور الثاني: تحليل متغيرات الدراسة لكل شركة بشكل مستقل

يتناول هذا المحور التحليل المالي لمحددات هيكل التمويل والرافعة المالية بالإضافة الى القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة لكل شركة بشكل مستقل وعلى النحو الاتي:

اولا : شركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة.

من الجدول (3-2) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لشركة بغداد لصناعة مواد التغليف يظهر ما يأتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغاريتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2013 والذي بلغ 20.850 وتلتها سنة 2014 التي بلغت 20.824 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات اذ بلغت موجوداتها 1134911780 دينار و 1105515679 دينار على التوالي، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2007 اذ كان اللوغاريتم الطبيعي لها 19.425 بينما تساوت سنة 2005 و2006 في اللوغاريتم الطبيعي اذ بلغ 19.453 .

ويبين الجدول ايضا ان جميع قيم حجم الشركة قريبة من المعدل الذي بلغ 20.149 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.613 ، ويبين الشكل (1) في الملحق (1) الاتجاه المتصاعد لمنحنى الحجم عبر مدة الدراسة، اي ان الشركة تقوم بزيادة حجمها بشكل مستمر.

جدول (2-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة.

σ	x	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	ت المتغيرات
0.613	20.149	20.762	20.778	20.766	20.731	20.824	20.850	20.135	20.158	19.614	19.570	19.575	19.425	19.453	19.453	1 حجم الشركة
0.085	3.899	4.025	4.007	3.989	3.970	3.951	3.932	3.912	3.892	3.871	3.850	3.829	3.807	3.784	3.761	2 العمر
0.190	0.606	0.75	0.74	0.73	0.64	0.52	0.42	0.59	0.43	0.72	0.73	0.71	0.82	0.57	0.10	3 ملموسية الموجودات
0.539	0.256	-0.016	0.012	0.035	-0.088	-0.026	1.044	-0.023	0.724	0.045	-0.006	0.163	-0.027	-0.001	1.741	4 فرصة النمو
0.036	-0.007	0.02	0.0025	0.0037	-0.08	-0.03	0.0354	0.0103	-0.00001	-0.020	-0.056	0.05	-0.04	0.01	0.0003	5 العائد على الموجودات
0.036	-0.008	0.02	0.0026	0.0038	-0.08	-0.03	0.0356	0.0104	-0.00001	-0.023	-0.060	0.05	-0.04	0.01	0.0003	6 العائد على حق الملكية
53.723	31.047	21.7	5.9	7.5	67.5	29.2	128.0	40.6	13.2	2.5	4.1	35.6	31.9	-84.8	131.7	7 نسبة التداول
0.004	0.008	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003	0.005	0.011	0.007	0.012	0.013	0.012	0.012	0.008	0.008	8 الاعفاء الضريبي
0.032	0.026	0.011	0.044	0.035	0.005	0.017	0.005	0.010	0.043	0.113	0.066	0.008	0.006	-0.005	0.007	9 الرافعة المالية
38	-58.9	-19.3	-35.3	-36.0	-156.2	-105.5	-59.6	-37.1	-56.2	-35.1	-49.7	-70.7	-99.7	-37.8	-25.9	10 القيمة الاقتصادية المضافة
1778.0	1815.0	376.8	481.0	980.4	1081.5	748.8	1807.8	3986.4	3182.1	1921.4	2081.3	832.8	606.1	581.9	6741.1	11 الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

2- **عمر الشركة:** حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 4.025 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 4.025 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغار يتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 3.761 ، ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 3.899 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.085 ويعود انخفاضه الى انتظام الزيادة في عمر الشركة. وهذا ما يفسر ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة في الشكل (2) في الملحق (1) الذي يتجه الى الاعلى بشكل خط مستقيم.

3- **ملموسية الموجودات:** بلغت اعلى نسبة ملموسية للشركة في سنة 2007 اذ بلغت 0.82 وتلتها سنة 2018 اذ بلغت الملموسية 0.75 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنوات قياسا بمجموع الموجودات اذ بلغت موجوداتها الثابتة على التوالي 223511781 و 779620602 وقد كان مجموع موجوداتها لنفس السنوات 272964565 و 1039126621، بينما حققت سنة 2005 اقل نسبة اذ بلغت 0.10 وهي منخفضة جدا قياسا بمعدل ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة والبالغة 0.606 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.190 ويشير الشكل (3) في الملحق (1) الى ارتفاع اتجاه الخط المتمثل بملموسية الموجودات وهذا يعني ان الشركة ترغب بزيادة ملموسية موجوداتها عبر زيادة نسبة الموجودات الثابتة قياسا بمجموع الموجودات.

4- **فرصة النمو:** بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 1.741 وتلتها سنة 2013 اذ بلغت فرصة نموها 1.044 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع الموجودات لتلك السنوات قياسا بمجموع الموجودات للسنوات السابقة، بينما حققت سنة 2015 اقل نسبة اذ بلغت 0.088- وكان ذلك بسبب انخفاض مجموع الموجودات لسنة 2015 قياسا بسنة 2014. وهي منخفضة قياسا بمعدل النمو عبر مدة الدراسة والبالغة 0.256، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.539 .

ويشير الشكل (4) في الملحق (1) الى انخفاض اتجاه الخط المتمثل فرص النمو وهذا يعني ان الشركة تنكمش عبر انخفاض مجموع الموجودات.

5- **العائد على الموجودات:** تراوحت نسبة العائد على الموجودات بين القيم السالبة والقيم الموجبة اذ حققت سنة 2008 اعلى نسبة وقد بلغت 0.05 وتلتها سنة 2013 اذ بلغت نسبة العائد على الموجودات لها 0.04 ، وبسبب تحققت الخسارة التي تحققت لسنة 2015 والبالغة

(84322914) دينار قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة والبالغة 1008209537 دينار فقد حققت اقل نسبة لتلك السنة اذ بلغت -0.08 ، وهي بعيدة نسبيا عن معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة البالغة -0.007 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.036 .
ويظهر الشكل (5) في الملحق (1) تقلب اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات حول نقطة الاصل بين القيم الموجبة والسالبة عبر مدة الدراسة.

6- العائد على حق الملكية: تراوحت نسبة العائد على حق الملكية بين القيم السالبة والقيم الموجبة اذ حققت سنة 2008 اعلى نسبة وقد بلغت 0.05 وتليها سنة 2013 اذ بلغت نسبة العائد على الموجودات لها 0.04 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2015 اذ بلغت -0.08 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة والبالغة (84322914) دينار قياسا بحق الملكية البالغة 1002901913 دينار ، وهي بعيدة نسبيا ايضا عن معدل العائد على حق الملكية لمدة الدراسة البالغة -0.008 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.036 .

ويظهر الشكل (5) في الملحق (1) تقلب اتجاه الخط المتمثل بالعائد على حق الملكية حول نقطة الاصل بين القيم الموجبة والسالبة عبر مدة الدراسة ويكاد ان يتطابق مع اتجاه خط معدل العائد على الموجودات.

7- نسبة التداول: بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 131.7 مرة وتلتها سنة 2013 اذ بلغت نسبة تداولها 128 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2006 اقل نسبة اذ بلغت -84.8- مرة وكان ذلك بسبب ورود المطلوبات المتداولة برقم سالب لتلك السنة.

ويظهر من الجدول ايضا ان اعلى نسبة واقل نسبة تداول بعيدتان عن المعدل عبر مدة الدراسة البالغة 31.047، وكذلك تقلب هذه النسبة لباقي السنوات وظهر ايضا ارتفاع الانحراف المعياري الى 53.723 ، ويظهر الشكل (6) في الملحق (1) هذا التقلب في الخط المتمثل بنسبة التداول.

8- الاعفاء الضريبي: بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2009 اذ بلغت 0.013 وتلتها سنة 2007 و2008 و2010 اذ بلغت نسبة درعها الضريبي 0.012 لجميع تلك السنوات ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ الاندثار الى مجموع الموجودات، بينما حققت السنوات 2014 ولغاية سنة 2018 اقل نسبة اذ بلغت 0.003 . وتعد هذه النسب قريبة من معدل الاعفاء الضريبي

لمدة الدراسة والبالغة 0.008 ، وهذا ما يفسر انخفاض الانحراف المعياري اذ بلغ 0.004 ،
ويبين الشكل (7) في الملحق (1) انخفاض اتجاه خط الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة.

9- الرافعة المالية: تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2010 اذ بلغت 0.113 تلتها
سنة 2009 اذ بلغت 0.066 ، وحققت سنة 2006 اقل نسبة اذ بلغت 0.005- وجاءت الاشارة
السالبة الى تثبيت مجموع المطلوبات في الميزانية العمومية للشركة بإشارة سالبة.
وبلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.026 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.032 .
ويظهر من نسب الشركة انها تعتمد على حق الملكية بشكل كبير في عملية تمويل موجوداتها.
ويبين الشكل (8) في الملحق (1) عدم استقرار الرفع المالي عبر مدة الدراسة مع ارتفاع بسيط
في نهاية مدة الدراسة عن بدايتها.

10- القيمة الاقتصادية المضافة: لم تحقق الشركة أي قيمة اقتصادية مضافة موجبة عبر مدة
الدراسة، ففي سنة 2018 تحققت اعلى قيمة اقتصادية مضافة اذ بلغت 19253417- تلتها سنة
2005 فقد بلغت 25944405- ، وحققت سنة 2015 اقل قيمة اذ بلغت 156179402- وجاءت
الاشارة السالبة الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان يقل عن كلفة التمويل.
وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة 58853511-، اما الانحراف المعياري
فقد بلغ 37986291 .

ويظهر من الشكل (9) في الملحق (1) ان القيمة الاقتصادية المضافة للشركة شهدت انخفاضات
كبيرة عبر مدة الدراسة ثم عادت للارتفاع.

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2005 اذ بلغت
6741120400 تلتها سنة 2012 فقد بلغت 3986407123 ، وحققت سنة 2018 اقل قيمة اذ
بلغت 376814036 ، والسبب في ذلك يعود الى انخفاض القيمة السوقية لأجمالي الاسهم مقارنة
بالقيمة الدفترية لحق الملكية.

وبلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة 1814973713، اما الانحراف المعياري
فقد بلغ 1778047278 .

ويظهر من الشكل (10) في الملحق (1) ان القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام قد
انخفضت عبر مدة الدراسة أي ان القيمة السوقية لاسهم الشركة قد انخفضت قياسا بالقيمة
الدفترية.

الجدول (3-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة بغداد للمشروبات الغازية

ت	المتغيرات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	x	σ
1	حجم الشركة	25.238	25.430	25.430	25.463	25.654	25.734	25.757	25.881	25.963	26.007	26.148	26.298	26.498	26.582	25.863	0.413
2	العمر	2.773	2.833	2.890	2.944	2.996	3.045	3.091	3.135	3.178	3.219	3.258	3.296	3.332	3.367	3.097	0.190
3	ملموسية الموجودات	0.528	0.702	0.723	0.636	0.633	0.606	0.543	0.507	0.458	0.487	0.481	0.696	0.704	0.660	0.597	0.094
4	فرصة النمو	5.700	0.213	-0.0004	0.033	0.211	0.083	0.023	0.132	0.085	0.046	0.151	0.162	0.222	0.087	0.511	1.495
5	العائد على الموجودات	-0.007	0.006	-0.060	-0.0003	0.046	0.050	0.024	0.112	0.128	0.112	0.133	0.143	0.130	0.140	0.068	0.068
6	العائد على حق الملكية	-0.010	0.010	-0.107	-0.0004	0.051	0.051	0.024	0.117	0.137	0.116	0.139	0.159	0.137	0.147	0.069	0.079
7	نسبة التداول	1.752	0.764	0.633	6.146	3.207	17.114	21.113	13.136	7.967	12.864	11.525	3.060	6.131	6.929	8.024	6.316
8	الاعفاء الضريبي	0.018	0.023	0.047	0.073	0.048	0.059	0.055	0.056	0.054	0.056	0.055	0.060	0.073	0.076	0.054	0.017
9	الرافعة المالية	0.269	0.390	0.438	0.059	0.115	0.023	0.022	0.038	0.068	0.040	0.045	0.099	0.048	0.049	0.122	0.139
10	القيمة الاقتصادية المضافة	-14226	-25401	-60106	-77574	-29261	-29385	-33397	-13845	-17012	-1814	-9134	12792	13160	20381	-18916	27208
11	الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين	233288.2	-10518.7	9753.7	18388.6	9661.7	-9038.5	42324.9	30973.9	221953.5	111252.5	174339.9	95092.8	168607.0	303546.7	99973.3	103631.9

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

ثانيا : شركة بغداد للمشروبات الغازية.

من الجدول (3-3) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لشركة بغداد للمشروبات الغازية يظهر ما يأتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2018 والذي بلغ 26.582 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 26.498 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات اذ بلغت موجوداتها 350255595267 دينار و 322213556769 دينار على التوالي، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2005 اذ بلغ اللوغار يتم الطبيعي لها 25.238 بينما تساوت سنة 2006 و 2007 في اللوغار يتم الطبيعي اذ بلغ 25.430 . ويظهر ايضا ان اللوغار يتم الطبيعي لحجم الشركة كان يزداد سنة بعد اخرى عبر مدة الدراسة وذلك بسبب الزيادة المستمرة لحجم موجودات الشركة .

ويبين الجدول ايضا ان جميع قيم حجم الشركة قريبة من المعدل الذي بلغ 25.863 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.413 ، ويبين الشكل (11) في الملحق (1) ارتفاع الخط المتمثل بالحجم عبر مدة الدراسة، اي ان الشركة تقوم بزيادة حجمها بشكل مستمر.

2- عمر الشركة: حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 3.367 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 3.332 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغار يتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 2.773 .

ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 3.097 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.190 ، ويبين الشكل (12) في الملحق (1) ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة الذي يتجه الى الاعلى بشكل مستقيم.

3- ملموسية الموجودات: بلغت اعلى نسبة ملموسية للشركة في سنة 2007 اذ بلغت 0.723 وتلتها سنة 2017 اذ بلغت الملموسية 0.704 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنوات قياسا بمجموع الموجودات اذ بلغت موجوداتها الثابتة على التوالي 80031965651 و 226773448658 وقد كان مجموع موجوداتها لنفس السنوات 110686618734 و 322213556769 ، بينما حققت سنة 2013 اقل نسبة اذ بلغت 0.458 ، وهي قريبة من معدل

لموسية الموجودات عبر مدة الدراسة والبالغة 0.597 ، وهذا السبب في انخفاض الانحراف المعياري الذي بلغ 0.094 ويشير الشكل (13) في الملحق (1) الى ان اتجاه الخط المتمثل بلموسية الموجودات مستقر نسبيا وهذا يعني ان الشركة تحافظ على ثبات لموسية موجوداتها الثابتة قياسا بمجموع الموجودات.

4- فرصة النمو: بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 5.700 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع الموجودات لهذه السنة قياسا بمجموع الموجودات للسنة السابقة وهي بعيدة عن معدل فرصة النمو عبر مدة الدراسة والبالغة 0.511، بينما حققت سنة 2007 اقل نسبة اذ بلغت -0.0004 ، وهي منخفضة قياسا بمعدل فرصة النمو اعلاه ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 1.495 وهو مرتفع .

ويشير الشكل (14) في الملحق (1) الى انخفاض اتجاه الخط المتمثل فرص النمو من سنة 2005 الى سنة 2006 وبعدها بقاء اتجاه الخط مستقرا لنهاية مدة الدراسة.

5- العائد على الموجودات: تراوحت نسبة العائد على الموجودات بين القيم السالبة والقيم الموجبة اذ حققت سنة 2016 اعلى نسبة وقد بلغت 0.143 وتلتها سنة 2018 اذ بلغت نسبة العائد على الموجودات لها 0.140 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2007 اذ بلغت -0.06 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة والبالغة (6639708313) دينار قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة والبالغة 110686618734 دينار، وبلغ معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة 0.068 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.068 .

ويظهر الشكل (15) في الملحق (1) تقلب اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات بشكل تصاعدي عبر مدة الدراسة.

6- العائد على حق الملكية: تراوحت نسبة العائد على حق الملكية بين القيم السالبة والقيم الموجبة اذ حققت سنة 2016 اعلى نسبة وقد بلغت 0.159 وتليها سنة 2018 اذ بلغت نسبة العائد على الموجودات لها 0.147 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2007 اذ بلغت -0.107 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة والبالغة (6639708313) دينار قياسا بحق الملكية البالغة 62246334002 دينار، وكان معدل العائد على حق الملكية لمدة الدراسة 0.069 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.079 .

ويظهر الشكل (15) في الملحق (1) تقلب اتجاه الخط المتمثل بالعائد على حق الملكية بشكل تصاعدي عبر مدة الدراسة.

7- **نسبة التداول:** بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2011 اذ بلغت 21.113 مرة وتلتها سنة 2010 اذ بلغت نسبة تداولها 17.114 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2007 اقل نسبة اذ بلغت 0.633 مرة.

ويظهر من الجدول ايضا ان معدل نسبة التداول عبر مدة الدراسة بلغت 8.024، وكذلك تقلب هذه النسبة لباقي السنوات بشكل غير منتظم وكان الانحراف المعياري لهذه النسبة بلغ 6.316 ، ويظهر الشكل (16) في الملحق (1) هذا التقلب غير المنتظم في الخط المتمثل بنسبة التداول الذي ارتفع قليلا في نهاية مدة الدراسة عن بدايتها.

8- **الاعفاء الضريبي:** بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2018 اذ بلغت 0.076 وتلتها سنة 2008 و2017 اذ بلغت نسبة درعها الضريبي 0.073 لتلك السنوات ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ الاندثار الى مجموع الموجودات، وتعد هذه النسبة قريبة من معدل الاعفاء الضريبي لمدة الدراسة وبالغة 0.054 ، بينما حققت سنة 2005 اقل نسبة اذ بلغت 0.018 ، ويلاحظ ايضا انخفاض الانحراف المعياري اذ بلغ 0.017 .

ويبين الشكل (17) في الملحق (1) ارتفاع اتجاه خط الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة.

9- **الرافعة المالية:** تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2007 اذ بلغت 0.438 تلتها سنة 2006 اذ بلغت 0.390 ، وحققت سنة 2011 اقل نسبة اذ بلغت 0.022

وبلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.122 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.139 . وبشكل عام فان الرافعة المالية للشركة تناقصت عبر مدة الدراسة كما يظهر ذلك من نسب الشركة، وانها تعتمد على حق الملكية بشكل كبير في عملية تمويل موجوداتها عبر السنوات الاخيرة. ويبين الشكل (18) في الملحق (1) ان الرافعة المالية تعرضت للانخفاض في بداية مدة الدراسة ومن ثم استقرت حتى نهاية المدة.

10- **القيمة الاقتصادية المضافة:** حققت الشركة اعلى قيمة اقتصادية مضافة سنة 2018 اذ بلغت 20380981464 تلتها سنة 2017 فقد بلغت 13160216960 ، وحققت سنة 2008 اقل قيمة اذ بلغت -77573909424 وجاءت الاشارة السالبة الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان يقل عن كلفة التمويل.

وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة 18915976684-، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 27208381908 . ويبين الشكل (19) في الملحق (1) ان القيمة الاقتصادية المضافة للشركة انها انخفضت عبر مدة الدراسة ثم عادت للارتفاع.

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2018 اذ بلغت 303546698940 تلتها سنة 2005 فقد بلغت 233288174675 ، وحققت سنة 2006 اقل قيمة اذ بلغت 10518712838- ، والسبب في ذلك يعود الى زيادة القيمة الدفترية لحق الملكية على القيمة السوقية لأجمالي الاسهم. وبلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة 99973297208، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 103631856367 .

ويبين الشكل (20) في الملحق (1) ان القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام قد ارتفعت عبر مدة الدراسة أي ان القيمة السوقية لاسهم الشركة قد ازدادت قياسا بالقيمة الدفترية.

ثالثا : الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية.

من الجدول (3-4) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية يظهر ما يأتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغاريتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2016 والذي بلغ 23.402 وتلتها سنة 2005 التي بلغت 23.307 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2017 اذ بلغ اللوغاريتم الطبيعي لها 22.522 ، ويبين الجدول ايضا ان جميع قيم حجم الشركة قريبة من المعدل الذي بلغ 23.003، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.288، ويبين الشكل (21) في الملحق (1) انخفاض الخط المتمثل بالحجم عبر مدة الدراسة، اي ان الشركة تقوم بتقليل حجمها عبر مدة الدراسة.

2- عمر الشركة: حققت الشركة اكبر لوغاريتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 4.025 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 4.007 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغاريتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 3.761 . ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 3.899 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.085 ، ويبين الشكل (22) في الملحق (1) ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة الذي يرتفع بشكل مسـتقيم.

الجدول (4-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية

ت	المتغيرات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	x	σ
1	حجم الشركة	23.307	23.402	23.224	23.078	22.999	22.882	23.245	23.214	23.240	22.931	22.765	22.588	22.522	22.640	23.003	0.288
2	العمر	3.761	3.784	3.807	3.829	3.850	3.871	3.892	3.912	3.932	3.951	3.970	3.989	4.007	4.025	3.899	0.085
3	ملموسية الموجودات	0.163	0.138	0.152	0.162	0.144	0.165	0.179	0.139	0.160	0.185	0.235	0.237	0.258	0.264	0.184	0.045
4	فرصة النمو	0.274	0.100	-0.163	-0.135	-0.076	-0.110	0.437	-0.030	0.026	-0.266	-0.153	-0.162	-0.064	0.125	-0.014	0.192
5	العائد على الموجودات	-0.046	-0.053	-0.081	-0.213	-0.122	-0.148	-0.172	-0.214	-0.083	-0.302	-0.300	-0.170	-0.065	0.067	-0.136	0.102
6	العائد على حق الملكية	-0.059	-0.076	-0.107	-0.309	-0.183	-0.239	-0.243	-0.285	-0.110	-0.416	-0.496	-0.304	-0.118	0.118	-0.202	0.159
7	نسبة التداول	3.848	2.842	3.495	2.701	2.565	2.199	2.801	3.471	3.350	2.964	1.936	1.738	1.665	1.706	2.663	0.728
8	الاعفاء الضريبي	0.015	0.002	0.016	0.016	0.017	0.013	0.009	0.008	0.008	0.012	0.014	0.017	0.017	0.015	0.013	0.005
9	الرافعة المالية	0.217	0.303	0.243	0.310	0.334	0.380	0.293	0.248	0.251	0.275	0.395	0.439	0.446	0.432	0.326	0.079
10	القيمة الاقتصادية المضافة	-2068.0	-3280.9	-6092.3	-5609.6	-2393.6	-2158.1	-3582.4	-3759.5	-2417.7	-3336.9	-2860.7	-1343.3	-601.0	234.8	-2804.9	1715
11	الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين	35197.5	-1415.7	1781.2	7160.2	21991.1	27280.3	10186.6	5654.3	3475.2	6317.2	3541.6	5796.4	5308.2	6006.8	9877.2	10580.9

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

3- ملموسية الموجودات: بلغت اعلى نسبة ملموسية للشركة في سنة 2018 اذ بلغت 0.264 وتلتها سنة 2017 اذ بلغت الملموسية 0.258 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنوات قياسا بمجموع الموجودات ، بينما حققت سنة 2006 اقل نسبة اذ بلغت 0.138 ، وكان معدل ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة يبلغ 0.597 ، وكان الانحراف المعياري قد بلغ 0.045 ويلاحظ ايضا ان هناك استقرار نسبي في ملموسية الموجودات مع زيادة بسيطة عبر مدة الدراسة، وهذا ما يشير له الشكل (23) في الملحق (1) عبر اتجاه الخط المتمثل بملموسية الموجودات اي ان الشركة تحافظ على ثبات ملموسية موجوداتها الثابتة قياسا بمجموع الموجودات.

4- فرصة النمو: بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2011 اذ بلغت 0.437 تلتها سنة 2005 اذ بلغت 0.274 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع موجوداتها قياسا بمجموع الموجودات للسنة السابقة، بينما حققت سنة 2014 اقل نسبة اذ بلغت -0.266 ، وبلغ معدل فرصة النمو عبر مدة الدراسة -0.014 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.192 .

ويشير الشكل (24) في الملحق (1) الى تقلب اتجاه الخط المتمثل بفرصة النمو من بداية مدة الدراسة ولغاية نهايتها.

5- العائد على الموجودات: كما هو الحال مع هامش صافي الدخل فقد استقرت نسبة العائد على الموجودات في القيم السالبة باستثناء سنة 2018 اذ بلغت 0.067 وهي اعلى نسبة بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2014 اذ بلغت -0.302 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة والبالغة (2743929691) دينار قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة والبالغة 9094135011 دينار، وبلغ معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة -0.136 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.102 .

ويظهر الشكل (25) في الملحق (1) تقلب اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات في المنطقة السالبة وبداء في الارتفاع بعد سنة 2014 ولغاية 2018 التي حققت فيها ارباح.

6- العائد على حق الملكية: استقرت نسبة العائد على حق الملكية في القيم السالبة باستثناء سنة 2018 اذ حققت اعلى نسبة وقد بلغت 0.118 ، بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2015 اذ بلغت -0.496 ، وكان معدل العائد على حق الملكية لمدة الدراسة -0.202 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.159 .

ويظهر الشكل (25) في الملحق (1) تقلب اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات في المنطقة السالبة وبداء في الارتفاع بعد سنة 2015 ولغاية 2018 التي حققت فيها ارباح.

7- **نسبة التداول:** بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 3.848 مرة وتلتها سنة 2007 اذ بلغت نسبة تداولها 3.495 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2017 اقل نسبة اذ بلغت 1.665 مرة.

ويظهر من الجدول ايضا ان معدل نسبة التداول عبر مدة الدراسة بلغت 2.663 وكان الانحراف المعياري لهذه النسبة بلغ 0.728 ، ويظهر الشكل (26) في الملحق (1) انحدار الخط المتمثل بنسبة التداول الى الاسفل عبر مدة الدراسة، وهذا يعني انها تقلل من موجوداتها المتداولة قياسا بمطلوباتها المتداولة.

8- **الاعفاء الضريبي:** بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2017، 2016، 2009، اذ بلغت 0.017 ، وتعد هذه النسبة قريبة من معدل الاعفاء الضريبي لمدة الدراسة والبالغة 0.013 ، بينما حققت سنة 2006 اقل نسبة اذ بلغت 0.002 ، ويلاحظ ايضا انخفاض الانحراف المعياري اذ بلغ 0.005 .

ويبين الشكل (27) في الملحق (1) ارتفاع اتجاه خط الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة، وهذا يعني ان الشركة تزيد من مبالغ الاندثار قياسا بمجموع موجوداتها.

9- **الرافعة المالية:** تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2017 اذ بلغت 0.446 تلتها سنة 2016 اذ بلغت 0.439 ، وحققت سنة 2005 اقل نسبة اذ بلغت 0.217 .

وبلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.326 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.079 . ويبين الشكل (28) في الملحق (1) ان الرافعة المالية للشركة تزايدت عبر مدة الدراسة كما يظهر ذلك من نسب الشركة، وانها تعتمد على قدر كبير من المطلوبات في عملية تمويل موجوداتها عبر السنوات الاخيرة.

10- **القيمة الاقتصادية المضافة:** حققت الشركة اعلى قيمة اقتصادية مضافة سنة 2018 اذ بلغت 234797712 تلتها سنة 2017 فقد بلغت 600978343- ، وحققت سنة 2007 اقل قيمة اذ بلغت 6092277020- وجاءت الاشارة السالبة الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان يقل عن كلفة التمويل.

وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة 2804944084-، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 1714533745 .

ويبين الشكل (29) في الملحق (1) ان القيمة الاقتصادية المضافة للشركة انخفضت عبر مدة الدراسة ثم عادت للارتفاع، أي ان الشركة تحاول تحسين قيمتها الاقتصادية المضافة.

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2005 اذ بلغت 35197540182 تلتها سنة 2010 فقد بلغت 27280296921 ، وحققت سنة 2008 اقل قيمة اذ بلغت 1415716283- ، والسبب في ذلك يعود الى زيادة القيمة الدفترية لحق الملكية على القيمة السوقية لأجمالي الاسهم.

وبلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة 9877208523، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 10580921394 .

ويبين الشكل(30) في الملحق (1) من القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام انها انخفضت عبر مدة الدراسة لتستقر نهاية المدة.

رابعا : الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور.

من الجدول (3-5) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور يظهر ما يأتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغاريتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2018 والذي بلغ 23.983 وتلتها سنة 2015 التي بلغت 23.837 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2007 اذ بلغ اللوغاريتم الطبيعي لها 23 ، ويبين الجدول ايضا ان جميع قيم حجم الشركة قريبة من المعدل الذي بلغ 23.530 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.381 ، ويبين الشكل (31) في الملحق (1) ارتفاع الخط المتمثل بالحجم عبر مدة الدراسة ارتفاعا بسيطا، اي ان الشركة تقوم بزيادة حجمها عبر مدة الدراسة.

2- عمر الشركة: حققت الشركة اكبر لوغاريتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 3.367 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 3.332 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغاريتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 2.773 .

الجدول (5-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة للشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور

σ	x	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	ت المتغيرات
0.381	23.530	23.983	23.716	23.768	23.837	23.827	23.766	23.814	23.765	23.710	23.142	23.004	23.000	23.010	23.080	1 حجم الشركة
0.190	3.097	3.367	3.332	3.296	3.258	3.219	3.178	3.135	3.091	3.045	2.996	2.944	2.890	2.833	2.773	2 العمر
0.097	0.160	0.270	0.339	0.339	0.237	0.157	0.112	0.108	0.094	0.092	0.144	0.076	0.059	0.062	0.145	3 ملموسية الموجودات
0.243	0.118	0.306	-0.050	-0.067	0.010	0.063	-0.047	0.050	0.057	0.766	0.147	0.005	-0.010	-0.067	0.486	4 فرصة النمو
0.072	-0.001	-0.123	-0.091	-0.095	-0.042	0.004	-0.017	0.047	0.047	0.033	0.141	0.080	0.020	0.003	-0.024	5 العائد على الموجودات
0.090	-0.002	-0.154	-0.119	-0.117	-0.050	0.004	-0.019	0.055	0.055	0.038	0.175	0.106	0.024	0.004	-0.032	6 العائد على حق الملكية
1.923	5.332	3.640	2.852	3.554	5.112	8.681	8.337	6.503	6.459	7.648	4.427	3.841	5.577	4.717	3.297	7 نسبة التداول
0.008	0.011	0.024	0.030	0.020	0.015	0.007	0.007	0.006	0.006	0.005	0.006	0.007	0.007	0.007	0.006	8 الاعفاء الضريبي
0.051	0.173	0.200	0.232	0.186	0.149	0.097	0.107	0.137	0.140	0.119	0.193	0.240	0.169	0.199	0.259	9 الرافعة المالية
1127	-1860.9	-4094.0	-2513.0	-2824.8	-2613.6	-1368.7	-2392.1	-760.3	-1232.0	-1407.9	373.6	-1695.5	-3052.6	-1374.6	-1097.2	10 القيمة الاقتصادية المضافة
4313.8	4472.6	3160.6	-142.9	11369.7	3107.6	1783.0	765.0	222.0	4196.0	12532.4	3619.1	5240.4	4576.2	671.6	11515.4	11 الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 3.097 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.190 ، ويبين الشكل (32) في الملحق (1) ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة الذي يرتفع بشكل مستقيم.

3- **ملموسية الموجودات:** بلغت اعلى نسبة ملموسية للشركة في السنوات 2016 ، 2017 ، اذ بلغت 0.339 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنوات قياسا بمجموع الموجودات ، بينما حققت سنة 2007 اقل نسبة اذ بلغت 0.059 ، وكان معدل ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة يبلغ 0.160 ، وكان الانحراف المعياري قد بلغ 0.097 ويلاحظ ايضا ان هناك زيادة في ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة، وهذا ما يشير له الشكل (33) في الملحق (1) من اتجاه الخط المتمثل بملموسية الموجودات اي ان الشركة تزيد موجوداتها الثابتة قياسا بمجموع الموجودات.

4- **فرصة النمو:** بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2010 اذ بلغت 0.766 تلتها سنة 2011 اذ بلغت 0.057 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع موجوداتها قياسا بمجموع الموجودات للسنة السابقة، بينما حققت السنوات 2006 و2016 اقل نسبة اذ بلغت -0.067 ، وبلغ معدل فرصة النمو عبر مدة الدراسة 0.118 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.243 . ويشير الشكل (34) في الملحق (1) الى عدم استقرار اتجاه خط فرصة النمو عبر مدة الدراسة أي لا توجد لدى الشركة سياسة مستقرة خاصة بالنمو.

5- **العائد على الموجودات:** كما هو الحال مع هامش صافي الدخل فقد تراوحت نسبة العائد على الموجودات بين القيم السالبة والموجبة فقد حققت سنة 2009 اعلى نسبة اذ بلغت 0.141 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2018 اذ بلغت -0.123 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة، وبلغ معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة -0.001 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.072 .

ويظهر الشكل (35) في الملحق (1) صعود اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات بشكل تصاعدي بداية مدة الدراسة ثم عاد للانخفاض مجددا.

6- **العائد على حق الملكية:** تراوحت نسبة العائد على حق الملكية في القيم السالبة والموجبة اذ حققت اعلى نسبة في سنة 2009 وقد بلغت 0.175 ، بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2018 اذ بلغت -0.154 ، وكان معدل العائد على حق الملكية لمدة الدراسة -0.002 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.090 .

ويظهر الشكل (35) في الملحق (1) صعود اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات بشكل تصاعدي بداية مدة الدراسة ثم عاد للانخفاض مجدداً.

7 - **نسبة التداول:** بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2014 اذ بلغت 8.681 مرة وتلتها سنة 2013 اذ بلغت نسبة تداولها 8.337 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2017 اقل نسبة اذ بلغت 2.852 مرة .

ويظهر من الجدول ايضا ان اعلى نسبة قريبة عن معدل نسبة عبر مدة الدراسة البالغة 5.332 ، وبلغ الانحراف المعياري 1.923، ويظهر الشكل (36) في الملحق (1) تقلب الخط المتمثل بنسبة التداول بشكل متصاعد لغاية سنة 2014 وبعدها عاد للهبوط أي ان الشركة تحاول تخفيض رصيد موجوداتها المتداولة نهاية المدة.

8- **الاعفاء الضريبي:** بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2017 اذ بلغت 0.030 وتلتها سنة 2018 اذ بلغت نسبة درعها الضريبي 0.024 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ الاندثار الى مجموع الموجودات، وحققت سنة 2010 اقل نسبة اذ بلغت 0.005 ، وبلغ معدل الاعفاء الضريبي لمدة الدراسة 0.011 ، ويلاحظ ايضا انخفاض الانحراف المعياري اذ بلغ 0.008 ، ويبين الشكل (37) في الملحق (1) ارتفاع اتجاه خط الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تزيد من مبلغ الاندثار قياسا بمجموع موجوداتها.

9- **الرافعة المالية:** تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 0.259 تلتها سنة 2008 اذ بلغت 0.240 ، وحققت سنة 2014 اقل نسبة اذ بلغت 0.097 . وبلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.173 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.051 .

ويبين الشكل (38) في الملحق (1) ان الرافعة المالية للشركة مستقرة نسبيا عبر مدة الدراسة وانها تعتمد على قدر قليل من المطلوبات في عملية تمويل موجوداتها عبر السنوات الاخيرة.

10- **القيمة الاقتصادية المضافة:** حققت الشركة اعلى قيمة اقتصادية مضافة سنة 2009 اذ بلغت 373623157 تلتها سنة 2012 فقد بلغت -760341446 ، وحققت سنة 2018 اقل قيمة اذ بلغت -4094041527 وجاءت الاشارة السالبة الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان يقل عن كلفة التمويل.

وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة -1860915264، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 1126764249 .

ويظهر من الشكل (39) في الملحق (1) ان القيمة الاقتصادية المضافة للشركة بشكل عام قد انخفضت عبر مدة الدراسة .

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2010 اذ بلغت 12532386611 تلتها سنة 2005 فقد بلغت 11515430997 ، وحققت سنة 2017 اقل قيمة اذ بلغت -142943247 ، والسبب في ذلك يعود الى زيادة القيمة الدفترية لحق الملكية على القيمة السوقية لأجمالي الاسهم.

وبلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة 4472570106، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 4313848244 .

ويظهر من الشكل (40) في الملحق (1) ان القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام غير مستقرة عبر مدة الدراسة.

خامسا : الشركة العراقية للسجاد والمفروشات.

من الجدول (3-6) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات يظهر ما يأتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2013 والذي بلغ 21.969 وتلتها سنة 2014 التي بلغت 21.877 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2005 اذ بلغ اللوغار يتم الطبيعي لها 21.451 ، ويبين الجدول ايضا ان جميع قيم حجم الشركة قريبة من المعدل الذي بلغ 21.762 ، أي ان الشركة تسعى للحفاظ على حجمها اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.140 ، ويبين الشكل (41) في الملحق (1) ارتفاع الخط المتمثل بالحجم ارتفاعا بسيطا عبر مدة الدراسة.

2- عمر الشركة: حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 3.367 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 3.332 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغار يتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 2.773 .

الجدول (6-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات

ت	المتغيرات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	x	σ
1	حجم الشركة	21.451	21.566	21.662	21.649	21.775	21.781	21.872	21.839	21.969	21.877	21.749	21.741	21.866	21.869	21.762	0.140
2	العمر	2.773	2.833	2.890	2.944	2.996	3.045	3.091	3.135	3.178	3.219	3.258	3.296	3.332	3.367	3.097	0.190
3	ملموسية الموجودات	0.097	0.188	0.176	0.120	0.086	0.089	0.029	0.037	0.031	0.031	0.033	0.033	0.026	0.024	0.071	0.057
4	فرصة النمو	0.259	0.122	0.101	-0.013	0.134	0.006	0.095	-0.032	0.139	-0.088	-0.120	-0.008	0.133	0.002	0.052	0.104
5	العائد على الموجودات	0.122	0.143	0.072	0.075	0.097	0.056	0.058	0.064	0.057	0.060	0.070	0.067	0.086	0.112	0.081	0.027
6	العائد على حق الملكية	0.178	0.222	0.121	0.117	0.157	0.086	0.097	0.101	0.099	0.093	0.098	0.097	0.129	0.164	0.126	0.040
7	نسبة التداول	2.863	2.262	2.010	2.424	2.380	2.637	2.414	2.628	2.290	2.767	3.375	3.072	2.938	3.085	2.653	0.383
8	الاعفاء الضريبي	0.009	0.009	0.008	0.007	0.007	0.007	0.006	0.007	0.006	0.007	0.007	0.008	0.007	0.003	0.007	0.001
9	الرافعة المالية	0.315	0.359	0.410	0.363	0.384	0.345	0.402	0.366	0.423	0.350	0.287	0.315	0.332	0.316	0.355	0.040
10	القيمة الاقتصادية المضافة	33.9	-81.7	-750.9	-644.6	-90.7	-180.9	-159.5	-84.9	-137.9	-10.1	-66.4	41.3	127.3	215.9	-127.8	266
11	الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين	581.9	235.7	41.1	141.3	536.5	514.5	615.1	365.7	69.3	65.0	149.3	678.4	1953.6	1840.7	556.3	610.4

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 3.097 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.190 ، ويبين الشكل (42) في الملحق (1) ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة الذي $dvjtu$ بشكل مستقيم.

3- **ملموسية الموجودات:** بلغت اعلى نسبة ملموسية للشركة في السنوات 2006 اذ بلغت 0.188 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنوات قياسا بمجموع الموجودات ، بينما حققت سنة 2018 اقل نسبة اذ بلغت 0.024 ، وبلغ معدل ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة 0.071 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.057 ويلاحظ ايضا ان هناك انخفاض في ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة، وهذا ما يشير له الشكل (43) في الملحق (1) من اتجاه الخط المتمثل بملموسية الموجودات اي ان الشركة تخفض من قيمة موجوداتها الثابتة قياسا بمجموع الموجودات.

4- **فرصة النمو:** بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 0.259 تلتها سنة 2013 اذ بلغت 0.139 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع موجوداتها قياسا بمجموع الموجودات للسنة السابقة، بينما حققت السنوات 2015 اقل نسبة اذ بلغت -0.120 ، وبلغ معدل فرصة النمو عبر مدة الدراسة 0.052، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.104 . ويشير الشكل (44) في الملحق (1) الى حركة اتجاه خط فرصة النمو بمعدل شبه ثابت من بداية مدة الدراسة ولغاية نهايتها.

5- **العائد على الموجودات:** كما هو الحال مع هامش صافي الدخل فقد اقتصرت حركة نسبة العائد على الموجودات في المنطقة الموجبة حيث حققت سنة 2006 اعلى نسبة اذ بلغت 0.143 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2010 اذ بلغت 0.056 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة، وبلغ معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة 0.081 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.027 . ويظهر الشكل (45) في الملحق (1) انخفاض اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات بعد سنة 2006 ثم عاد للارتفاع عبر السنتين الاخيرتين أي ان هناك تحسن بسيط نهاية المدة.

6- **العائد على حق الملكية:** اقتصرت حركة نسبة العائد على حق الملكية هي الاخرى في المنطقة الموجبة حيث حققت سنة 2006 اعلى نسبة اذ بلغت 0.222 ، بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2010 اذ بلغت 0.086 ، وكان معدل العائد على حق الملكية لمدة الدراسة 0.126 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.040 .

ويظهر الشكل (45) في الملحق (1) انخفاض اتجاه الخط المتمثل بالعائد على حق الملكية بعد سنة 2006 ثم عاد للارتفاع عبر السنتين الاخيرتين وهو يسير بشكل متوازي مع العائد على الموجودات.

7 - **نسبة التداول:** بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2015 اذ بلغت 3.375 مرة وتلتها سنة 2016 اذ بلغت نسبة تداولها 3.072 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2007 اقل نسبة اذ بلغت 2.010 مرة .

ويظهر من الجدول ايضا ان معدل نسبة التداول عبر مدة الدراسة بلغت 2.653 ، وبلغ الانحراف المعياري 0.383 ، ويظهر الشكل (46) في الملحق (1) تقلب الخط المتمثل بنسبة التداول بشكل متصاعد عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تزيد من موجوداتها المتداولة قياسا بمطلوباتها المتداولة وهو ما يزيد من سيولتها.

8- **الاعفاء الضريبي:** بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2005 وسنة 2006 اذ بلغت 0.009 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ الاندثار الى مجموع الموجودات، وحققت سنة 2018 اقل نسبة اذ بلغت 0.003 ، وبلغ معدل الاعفاء الضريبي لمدة الدراسة 0.007 ، ويلاحظ ايضا انخفاض الانحراف المعياري اذ بلغ 0.001 .

ويبين الشكل (47) في الملحق (1) الانخفاض الحاصل لاتجاه خط الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تسعى الى تقليل مبلغ الاندثار قياسا بمجموع موجوداتها.

9- **الرافعة المالية:** تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2013 اذ بلغت 0.423 تلتها سنة 2007 اذ بلغت 0.410 ، وحققت سنة 2015 اقل نسبة اذ بلغت 0.287 .

وبلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.355 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.040 . ويظهر من نسب الشركة انها تعتمد على قدر كبير من المطلوبات في عملية تمويل موجوداتها عبر السنوات الاخيرة.

ويبين الشكل (48) في الملحق (1) ان الرافعة المالية للشركة مستقرة نسبيا عبر مدة الدراسة

10- **القيمة الاقتصادية المضافة :** حققت الشركة اعلى قيمة اقتصادية مضافة سنة 2018 اذ بلغت 215945472 تلتها سنة 2017 فقد بلغت 127264793 ، وحققت سنة 2007 اقل قيمة اذ بلغت 750871085- وجاءت الاشارة السالبة الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان يقل عن كلفة التمويل.

وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة 127796504-، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 266047651 .

ويبين الشكل (49) في الملحق (1) ان القيمة الاقتصادية المضافة للشركة انخفضت بداية مدة الدراسة ثم عادت للارتفاع وبلغت ذروتها في السنة الاخيرة وهذا يعني ان الشركة نجحت في تقليل خسائرها وحققت الارباح الاقتصادية نهاية مدة الدراسة.

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2017 اذ بلغت 1953562457 تلتها سنة 2018 فقد بلغت 1840681486 ، وحققت سنة 2007 اقل قيمة اذ بلغت 41146576 ، والسبب في ذلك يعود الى انخفاض القيمة السوقية لأجمالي الاسهم مقارنة بالقيمة الدفترية لحق الملكية.

وبلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة 556287613، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 610428140 .

ويبين الشكل (50) في الملحق (1) ان القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام قد ارتفعت عبر مدة الدراسة أي ان القيمة السوقية لاسهم الشركة قد ازدادت قياسا بالقيمة الدفترية

سادسا: شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية.

من الجدول (3-7) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية يظهر ما يأتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2018 والذي بلغ 22.666 وتلتها سنة 2013 التي بلغت 22.636 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2005 اذ بلغ اللوغار يتم الطبيعي لها 21.071 ، ويبين الجدول ايضا ان جميع قيم حجم الشركة قريبة من المعدل الذي بلغ 22.077، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.140 .

ويبين الشكل (51) في الملحق (1) الارتفاع في الخط المتمثل بالحجم عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تسعى لزيادة حجمها .

الجدول (7-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية

ت	المتغيرات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	x	σ
1	حجم الشركة	21.071	21.089	21.147	21.188	21.893	22.140	22.373	22.556	22.636	22.576	22.562	22.569	22.618	22.666	22.077	0.661
2	العمر	2.708	2.773	2.833	2.890	2.944	2.996	3.045	3.091	3.135	3.178	3.219	3.258	3.296	3.332	3.050	0.200
3	ملموسية الموجودات	0.336	0.387	0.364	0.314	0.190	0.285	0.318	0.304	0.262	0.288	0.289	0.271	0.241	0.251	0.293	0.051
4	فرصة النمو	0.719	0.018	0.060	0.042	1.024	0.280	0.262	0.201	0.083	-0.058	-0.014	0.007	0.050	0.050	0.195	0.309
5	العائد على الموجودات	0.086	0.024	0.070	0.020	0.123	0.196	0.195	0.178	0.104	-0.040	0.008	0.007	0.047	0.010	0.073	0.076
6	العائد على حق الملكية	0.098	0.026	0.075	0.022	0.129	0.212	0.214	0.193	0.110	-0.042	0.008	0.007	0.049	0.011	0.079	0.083
7	نسبة التداول	5.540	8.285	9.620	8.477	17.448	9.090	7.585	8.850	13.023	16.916	32.358	34.253	30.509	7.827	14.984	10.043
8	الاعفاء الضريبي	0.013	0.020	0.022	0.022	0.013	0.012	0.013	0.008	0.022	0.025	0.025	0.026	0.025	0.021	0.019	0.006
9	الرافعة المالية	0.120	0.074	0.066	0.081	0.046	0.079	0.090	0.079	0.057	0.042	0.022	0.021	0.025	0.096	0.064	0.030
10	القيمة الاقتصادية المضافة	97.8	57.0	146.4	73.1	435.5	829.5	979.8	1132.9	762.4	-389.2	59.6	71.2	316.9	51.2	330.3	437
11	الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين	5320.5	715.1	373.5	1037.5	2088.2	3136.7	1839.8	8461.7	7113.6	801.5	444.2	-1503.7	-1968.6	1113.8	2069.6	3013.8

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

2- **عمر الشركة:** حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 3.332 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 3.296 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغار يتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 2.708 .

ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 3.050 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.200 ، ويبين الشكل (52) في الملحق (1) ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة الذي يرتفع بشكل مستقيم.

3- **ملموسية الموجودات:** بلغت اعلى نسبة ملموسية للشركة في السنوات 2006 اذ بلغت 0.387 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنوات قياسا بمجموع الموجودات ، بينما حققت سنة 2009 اقل نسبة اذ بلغت 0.190 ، وبلغ معدل ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة 0.293 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.051 ويلاحظ ايضا ان هناك زيادة في ملموسية الموجودات بداية مدة الدراسة مع استقرار عبر السنوات الاخيرة من مدة الدراسة، وهذا ما يشير له الشكل (53) في الملحق (1) عبر اتجاه الخط المتمثل بملموسية الموجودات وهذا يعني ان الشركة تحافظ على نسبة موجوداتها الثابتة الى مجموع الموجودات.

4- **فرصة النمو:** بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2009 اذ بلغت 1.024 تلتها سنة 2005 اذ بلغت 0.719 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع موجوداتها قياسا بمجموع الموجودات للسنة السابقة، بينما حققت السنوات 2014 اقل نسبة اذ بلغت -0.058 ، وبلغ معدل فرصة النمو عبر مدة الدراسة 0.195 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.309 . ويشير الشكل (54) في الملحق (1) الى ان الشركة لا تمتلك اتجاه ثابت لفرص النمو وهناك انخفاض لهذه الفرص عبر مدة الدراسة.

5- **العائد على الموجودات:** حققت سنة 2010 اعلى نسبة اذ بلغت 0.196 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2014 اذ بلغت -0.040 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة، وبلغ معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة 0.073 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.076 .

ويظهر الشكل (55) في الملحق (1) انخفاض اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات بعد سنة 2010 بشكل مستمر ولغاية 2014 ثم عاد للمنطقة الموجبة أي ان الشركة قامت بتحسين ادائها المالي في نهاية المدة.

6- العائد على حق الملكية: حققت سنة 2011 اعلى نسبة اذ بلغت 0.214 ، بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2005 اذ بلغت -0.042 ، وكان معدل العائد على حق الملكية لمدة الدراسة 0.079 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.083 .

ويظهر الشكل (55) في الملحق (1) تطابق حركة اتجاه الخط المتمثل بالعائد على حق الملكية مع حركة العائد على الموجودات في اغلب السنوات عبر مدة الدراسة.

7 - نسبة التداول: بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2016 اذ بلغت 34.253 مرة وتلتها سنة 2015 اذ بلغت نسبة تداولها 32.358 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2005 اقل نسبة اذ بلغت 5.540 مرة .

ويظهر من الجدول ايضا ان معدل نسبة التداول عبر مدة الدراسة بلغت 14.984 ، وبلغ الانحراف المعياري 10.043 ، ويظهر الشكل (56) في الملحق (1) ارتفاع الخط المتمثل بنسبة التداول أي ان الشركة تزيد من سيولتها عبر مدة الدراسة.

8- الاعفاء الضريبي: بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2016 اذ بلغت 0.026 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ الاندثار الى مجموع الموجودات، وحققت سنة 2012 اقل نسبة اذ بلغت 0.008 ، وبلغ معدل الاعفاء الضريبي لمدة الدراسة 0.019 ، ويلاحظ انخفاض الانحراف المعياري اذ بلغ 0.006 .

وببين الشكل (57) في الملحق (1) ارتفاع اتجاه خط الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تزيد من مبلغ الاندثار قياسا بمجموع الموجودات.

9- الرافعة المالية: تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 0.120 تلتها سنة 2018 اذ بلغت 0.096 ، وحققت سنة 2016 اقل نسبة اذ بلغت 0.021 .

وبلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.064 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.030 . وبشكل عام فان الرافعة المالية للشركة تتناقص وتعود للزيادة في السنة الاخيرة من مدة الدراسة وببين الشكل (58) في الملحق (1) ان الرافعة المالية للشركة تنخفض أي انها تعتمد على قدر قليل جدا من المطلوبات في عملية تمويل موجوداتها عبر مدة الدراسة.

10- القيمة الاقتصادية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة اقتصادية مضافة سنة 2012 اذ بلغت 1132946590 تلتها سنة 2011 فقد بلغت 979757638، وحققت سنة 2014 اقل قيمة اذ

بلغت 389206875- وجاءت الاشارة السالبة الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان يقل عن كلفة التمويل.

وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة 330290179، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 436586579 .

ويبين الشكل (59) في الملحق (1) ان القيمة الاقتصادية المضافة للشركة بشكل عام غير مستقرة في زيادة وانخفاض عبر مدة الدراسة أي ان الشركة غير قادرة على المحافظة على قدر ثابت من ادائها الاقتصادي.

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2012 اذ بلغت 8461722572 تلتها سنة 2013 فقد بلغت 7113552751 ، وحققت سنة 2017 اقل قيمة اذ بلغت 1968555702- ، والسبب في ذلك يعود الى زيادة القيمة الدفترية لحق الملكية على القيمة السوقية لأجمالي الاسهم.

وبلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة 2069552819 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 3013768747 .

ويبين الشكل (60) في الملحق (1) القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام انها انخفضت عبر مدة الدراسة أي ان القيمة السوقية لاسهم الشركة قد انخفضت قياسا بالقيمة الدفترية.

سابعا: شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل .

من الجدول (3-8) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل يظهر ما يأتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2018 والذي بلغ 22.975 وتلتها سنة 2014 التي بلغت 22.823 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2005 اذ بلغ اللوغار يتم الطبيعي لها 21.208 ، ويبين الجدول ايضا ان اللوغار يتم الطبيعي لمعدل حجم الشركة بلغ 22.182، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.665 كما يبين الشكل (61) في الملحق (1) ان الشركة تسعى لزيادة حجمها زيادة بسيطة وهذا ما يوضحه الارتفاع في الخط المتمثل بالحجم عبر مدة الدراسة ،

الجدول (8-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل

ت	المتغيرات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	x	σ
1	حجم الشركة	21.208	21.242	21.322	21.584	21.849	21.898	22.083	22.353	22.782	22.823	22.803	22.820	22.809	22.975	22.182	0.665
2	العمر	2.773	2.833	2.890	2.944	2.996	3.045	3.091	3.135	3.178	3.219	3.258	3.296	3.332	3.367	3.097	0.190
3	ملموسية الموجودات	0.287	0.359	0.296	0.260	0.262	0.300	0.272	0.197	0.150	0.137	0.152	0.172	0.302	0.513	0.261	0.100
4	فرصة النمو	1.128	0.034	0.083	0.299	0.304	0.051	0.203	0.311	0.536	0.041	-0.019	0.017	-0.011	0.181	0.225	0.305
5	العائد على الموجودات	0.138	0.036	0.157	0.130	0.130	0.028	0.026	0.073	0.038	0.052	0.063	-0.003	0.024	0.009	0.064	0.053
6	العائد على حق الملكية	0.157	0.041	0.163	0.129	0.139	0.030	0.028	0.096	0.040	0.058	0.067	-0.003	0.025	0.011	0.070	0.056
7	نسبة التداول	5.884	5.425	16.943	-67.482	12.093	8.514	8.585	3.389	14.927	7.918	14.846	10.935	11.878	2.519	4.027	21.040
8	الاعفاء الضريبي	0.028	0.036	0.047	0.036	0.036	0.040	0.033	0.033	0.021	0.021	0.022	0.027	0.030	0.019	0.031	0.008
9	الرافعة المالية	0.121	0.118	0.042	-0.011	0.061	0.082	0.085	0.237	0.057	0.109	0.057	0.076	0.059	0.193	0.092	0.063
10	القيمة الاقتصادية المضافة	269.7	251.6	766.4	876.3	682.2	321.8	313.4	608.1	868.3	477.8	908.1	242.1	396.3	244.2	516.2	260
11	الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين	552.7	345.5	-221.6	-161.5	2757.7	3927.5	5558.2	19.6	-1571.3	-1838.3	-2632.3	-3192.3	-3113.2	-3526.7	-221.1	2757.3

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

2- **عمر الشركة:** حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 3.367 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 3.332 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغار يتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 2.773 .

ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 3.097، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.190 ، ويبين الشكل (62) في الملحق (1) ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة الذي يرتفع بشكل مستقيم.

3- **ملموسية الموجودات:** حققت اعلى نسبة ملموسية للشركة في سنة 2018 اذ بلغت 0.513 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات ، بينما حققت سنة 2014 اقل نسبة اذ بلغت 0.137 ، وبلغ معدل ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة 0.261 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.100 ويلاحظ ايضا ان هناك استقرار في ملموسية الموجودات بداية مدة الدراسة مع ارتفاع عبر السنتين الاخيرة من مدة الدراسة، وهذا ما يشير له الشكل (63) في الملحق (1) عبر اتجاه الخط المتمثل بملموسية الموجودات أي ان الشركة تسعى الى زيادة موجوداتها الثابتة قياسا بمجموع الموجودات.

4- **فرصة النمو:** بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 1.128 تلتها سنة 2013 اذ بلغت 0.536 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع موجوداتها قياسا بمجموع الموجودات للسنة السابقة، بينما حققت السنوات 2015 اقل نسبة اذ بلغت -0.019 ، وبلغ معدل فرصة النمو عبر مدة الدراسة 0.225 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.305 .

ويشير الشكل (64) في الملحق (1) الى انخفاض الخط الذي يمثل فرصة النمو عبر مدة الدراسة أي ان الشركة لم تستغل او لم تتوفر لها فرص نمو.

5- **العائد على الموجودات:** حققت سنة 2007 اعلى نسبة اذ بلغت 0.157 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2016 اذ بلغت -0.003 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة، وبلغ معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة 0.064 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.053 .

ويظهر الشكل (65) في الملحق (1) حركة اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات بشكل تنازلي عبر مدة الدراسة أي ان الاداء المالي للشركة كان ينخفض باستمرار.

6- العائد على حق الملكية: حققت سنة 2007 اعلى نسبة اذ بلغت 0.163 ، بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2016 اذ بلغت -0.003 ، وكان معدل العائد على حق الملكية لمدة الدراسة 0.070 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.056 .

ويظهر الشكل (65) في الملحق (1) تطابق حركة اتجاه الخط المتمثل بالعائد على حق الملكية مع حركة العائد على الموجودات في اغلب السنوات عبر مدة الدراسة.

7- نسبة التداول: بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2007 اذ بلغت 16.943 مرة وتلتها سنة 2013 اذ بلغت نسبة تداولها 14.927 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2008 اقل نسبة اذ بلغت -67.482 مرة ، ويعود سبب ذلك الى الاشارة السالبة لمجموع المطلوبات المتداولة.

ويظهر من الجدول ايضا ان معدل نسبة التداول عبر مدة الدراسة بلغت 4.027، وبلغ الانحراف المعياري 21.040، ويظهر الشكل (66) في الملحق (1) استقرار اتجاه الخط المتمثل بنسبة التداول باتجاه شبه ثابت عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تحاول المحافظة على سيولتها.

8- الاعفاء الضريبي: بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2007 اذ بلغت 0.047 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ الاندثار الى مجموع الموجودات، وحققت سنة 2018 اقل نسبة اذ بلغت 0.019 ، وبلغ معدل الاعفاء الضريبي لمدة الدراسة 0.031، وبلغ الانحراف المعياري 0.008 .

ويبين الشكل (67) في الملحق (1) الاستقرار النسبي لاتجاه خط الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تحاول المحافظة على مبلغ الاندثار قياسا بمجموع الموجودات بنسبة ثابتة.

9- الرافعة المالية: : تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2012 اذ بلغت 0.237 تلتها سنة 2018 اذ بلغت 0.193 ، وحققت سنة 2008 اقل نسبة اذ بلغت -0.011 وجاءت الاشارة السالبة الى مجموع المطلوبات كما ظهرت في الميزانية العمومية للشركة.

وبلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.092 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.063 ، وانها تعتمد على قدر قليل من المطلوبات في عملية تمويل موجوداتها .

ويبين الشكل (68) في الملحق (1) ان الرافعة المالية للشركة كانت ترتفع بشكل بسيط عبر مدة الدراسة.

10- القيمة الاقتصادية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة اقتصادية مضافة سنة 2015 اذ بلغت 908142492 تلتها سنة 2008 فقد بلغت 876266635 ، وحققت سنة 2016 اقل قيمة اذ بلغت 242129084 وجاءت الاشارة الموجبة في جميع السنوات الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان يفوق كلفة التمويل.

وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة 516160663 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 260242846 .

ويبين الشكل (69) في الملحق (1) ان حركة القيمة الاقتصادية المضافة للشركة بشكل عام لم تتغير كثيرا عبر مدة الدراسة أي ان هناك استقرار نسبي في الاداء الاقتصادي للشركة.

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2011 اذ بلغت 5558167709 تلتها سنة 2010 فقد بلغت 3927548029 ، وحققت سنة 2018 اقل قيمة اذ بلغت -3526654543 ، والسبب في ذلك يعود الى زيادة القيمة الدفترية لحق الملكية على القيمة السوقية لأجمالي الاسهم.

وبلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة -221136494، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 2757327985 .

ويبين الشكل (70) في الملحق (1) القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام انها انخفضت عبر مدة الدراسة أي ان القيمة السلوقية لاسهم الشركة تتناقص قياسا بالقيمة الدفترية .

ثامنا: شركة الصناعات الكيماوية العصرية

من الجدول (3-9) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لشركة الصناعات الكيماوية العصرية يظهر الاتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2011 والذي بلغ 22.518 وتلتها سنة 2014 التي بلغت 22.389 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2005 اذ بلغ اللوغار يتم الطبيعي لها 19.674 ، ويبين الجدول ايضا ان اللوغار يتم الطبيعي لمعدل حجم الشركة بلغ 21.318 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 1.280 وان الشركة تسعى لزيادة حجمها كما يبين الشكل (71) في الملحق (1) الارتفاع في الخط المتمثل بالحجم عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تسعى لزيادة حجمها عبر زيادة مجموع موجوداتها.

الجدول (9-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة الصناعات الكيماوية العصرية

σ	x	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	المتغيرات
1.280	21.318	22.253	22.302	22.317	22.375	22.389	22.347	22.315	22.518	20.989	19.786	19.735	19.700	19.759	19.674	حجم الشركة 1
0.064	4.180	4.277	4.263	4.248	4.234	4.220	4.205	4.190	4.174	4.159	4.143	4.127	4.111	4.094	4.078	العمر 2
0.184	0.177	0.095	0.022	0.024	0.025	0.025	0.036	0.025	0.033	0.144	0.378	0.414	0.429	0.397	0.432	ملموسية الموجودات 3
1.112	0.419	-0.048	-0.014	-0.056	-0.014	0.043	0.032	-0.183	3.610	2.333	0.052	0.036	-0.057	0.088	0.041	فرصة النمو 4
0.093	0.071	-0.050	-0.012	-0.040	0.003	0.054	0.043	0.021	0.019	0.063	0.223	0.137	0.124	0.193	0.223	العائد على الموجودات 5
0.121	0.099	-0.051	-0.012	-0.041	0.003	0.055	0.044	0.022	0.023	0.264	0.289	0.178	0.148	0.226	0.243	العائد على حق الملكية 6
37.521	37.460	56.170	63.929	55.005	66.915	69.422	112.674	74.658	4.813	1.125	2.711	2.551	3.634	4.037	6.801	نسبة التداول 7
0.007	0.004	0.002	0.002	0.003	0.001	0.001	0.002	0.001	0.001	0.005	0.016	0.000	0.000	0.000	0.024	الاعفاء الضريبي 8
0.219	0.172	0.507	0.015	0.018	0.015	0.014	0.009	0.013	0.201	0.762	0.229	0.230	0.157	0.149	0.083	الرافعة المالية 9
2969	3697.7	3144.8	3178.7	3622.7	6762.0	4065.4	9006.3	7178.9	8323.7	658.7	744.5	1597.0	1976.8	1014.0	494.6	القيمة الاقتصادية المضافة 10
2763.5	4056.4	5691.4	6024.4	7766.8	8722.6	1086.6	346.9	550.5	-307.3	3813.8	3838.3	4003.3	5097.2	5075.7	5078.9	الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين 11

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

2- **عمر الشركة:** حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 4.277 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 4.263 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغار يتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 4.078 .

ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 4.180، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.064، ويبين الشكل (72) في الملحق (1) ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة الذي يرتفع بشكل مستقيم.

3- **ملموسية الموجودات:** حققت اعلى نسبة ملموسية للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 0.432 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات ، بينما حققت سنة 2017 اقل نسبة اذ بلغت 0.022 ، وبلغ معدل ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة 0.177 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.184 ويلاحظ ايضا ان هناك استقرار في ملموسية الموجودات بداية مدة الدراسة مع انخفاض بعد سنة 2010 الى نهاية مدة الدراسة، وهذا ما يشير له الشكل (73) في الملحق (1) عبر اتجاه الخط المتمثل بملموسية الموجودات أي ان الشركة تقوم بتقليل حجم الموجودات الثابتة قياسا بمجموع الموجودات.

4- **فرصة النمو:** بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2011 اذ بلغت 3.610 تلتها سنة 2010 اذ بلغت 2.333 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع موجوداتها قياسا بمجموع الموجودات للسنة السابقة، بينما حققت السنوات 2012 اقل نسبة اذ بلغت -0.183 ، وبلغ معدل فرصة النمو عبر مدة الدراسة 0.419 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 1.112 .

ويشير الشكل (74) في الملحق (1) الى استقرار اتجاه الخط الذي يمثل فرصة النمو باستثناء سنتي 2011 و2012 من مدة الدراسة أي ان الشركة لا تسعى للبحث عن فرص نمو او انها غير قادرة على ذلك.

5- **العائد على الموجودات:** حققت سنة 2005 وسنة 2009 اعلى نسبة اذ بلغت 0.223 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2018 اذ بلغت -0.050 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة، وبلغ معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة 0.071 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.093 .

ويظهر الشكل (75) في الملحق (1) حركة اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات بشكل تنازلي عبر مدة الدراسة أي ضعف الاداء المالي للشركة.

6- العائد على حق الملكية: حققت سنة 2009 اعلى نسبة اذ بلغت 0.289 ، بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2018 اذ بلغت -0.051 ، وكان معدل العائد على حق الملكية لمدة الدراسة 0.099 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.121 .

ويظهر الشكل (75) في الملحق (1) تطابق حركة اتجاه الخط المتمثل بالعائد على حق الملكية مع حركة العائد على الموجودات في اغلب السنوات عبر مدة الدراسة.

7- نسبة التداول: بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2013 اذ بلغت 112.674 مرة وتلتها سنة 2012 اذ بلغت نسبة تداولها 74.658 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2010 اقل نسبة اذ بلغت 1.125 مرة. وهي بعيدة عن معدل نسبة التداول عبر مدة الدراسة بلغت 37.460 ، وبلغ الانحراف المعياري 37.521 .

ويبين الشكل (76) في الملحق (1) ارتفاع اتجاه الخط المتمثل بنسبة التداول عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تزيد من سيولتها.

8- الاعفاء الضريبي: بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 0.024 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ الاندثار الى مجموع الموجودات، ولم تحقق السنوات 2006، 2007، 2008 أي اعفاءات ضريبية ، وبلغ معدل الاعفاء الضريبي لمدة الدراسة 0.004 ، وبلغ الانحراف المعياري 0.007 .

ويبين الشكل (77) في الملحق (1) انخفاض الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تسعى الى تقليل مبلغ الاندثار قياسا بمجموع الموجودات

9- الرافعة المالية: تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2010 اذ بلغت 0.762 تلتها سنة 2018 اذ بلغت 0.507 ، وحققت سنة 2013 اقل نسبة اذ بلغت 0.009 . وبلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.172 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.219 .

وبشكل عام فان الرافعة المالية للشركة غير مستقرة عبر مدة الدراسة كما يظهر ذلك من نسب الشركة، وانها تعتمد على قدر قليل من المطلوبات في عملية تمويل موجوداتها باستثناء 2010 و2013 من مدة الدراسة.

ويبين الشكل (78) في الملحق (1) عدم استقرار اتجاه الرافعة المالية للشركة مع ارتفاع في نهاية مدة الدراسة.

10- القيمة الاقتصادية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة اقتصادية مضافة سنة 2013 اذ بلغت 9006310130 تلتها سنة 2011 فقد بلغت 8323746383 ، وحققت سنة 2005 اقل قيمة اذ بلغت 494585146 وجاءت الاشارة الموجبة في جميع السنوات الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان يفوق كلفة التمويل. وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة 3697734238 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 2969070478 . ويبين الشكل (79) في الملحق (1) ان القيمة الاقتصادية المضافة للشركة بشكل عام قد ارتفعت عبر مدة الدراسة وهذا مؤشر نجاح الاداء الاقتصادي للشركة.

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2015 اذ بلغت 8722562712 تلتها سنة 2016 فقد بلغت 7766829624 ، وحققت سنة 2011 اقل قيمة اذ بلغت 307290199- ، والسبب في ذلك يعود الى زيادة القيمة الدفترية لحق الملكية على القيمة السوقية لأجمالي الاسهم. وبلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة 4056359162، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 2763459422 . ويبين الشكل (80) في الملحق (1) ان القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام ارتفعت عبر مدة الدراسة أي ان القيمة السوقية لاسهم الشركة قد ازدادت قياسا بالقيمة الدفترية.

تاسعا: الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات

من الجدول (3-10) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات يظهر الاتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغاريتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2005 والذي بلغ 23.530 وتلتها سنة 2008 التي بلغت 23.358 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2018 اذ بلغ اللوغاريتم الطبيعي لها 21.562 ، ويبين الجدول ايضا ان اللوغاريتم الطبيعي لمعدل حجم الشركة بلغ 22.605 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.692 وان الشركة تسعى لتقليص حجمها كما يبين الشكل (81) في الملحق (1) الانخفاض في الخط المتمثل بالحجم عبر مدة الدراسة.

الجدول (10-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات

ت	المتغيرات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	x	σ
1	حجم الشركة	23.530	23.286	23.340	23.358	23.089	22.882	22.760	22.682	22.483	22.243	21.942	21.719	21.601	21.562	22.605	0.692
2	العمر	3.714	3.738	3.761	3.784	3.807	3.829	3.850	3.871	3.892	3.912	3.932	3.951	3.970	3.989	3.857	0.089
3	ملموسية الموجودات	0.120	0.165	0.163	0.173	0.229	0.299	0.265	0.185	0.147	0.152	0.163	0.155	0.143	0.106	0.176	0.054
4	فرصة النمو	-0.205	-0.217	0.055	0.019	-0.236	-0.186	-0.116	-0.075	-0.180	-0.214	-0.260	-0.200	-0.111	-0.038	-0.140	0.099
5	العائد على الموجودات	0.007	-0.099	0.045	0.147	0.018	-0.185	-0.141	-0.100	-0.318	-0.262	-0.446	-0.458	-0.336	-0.461	-0.185	0.201
6	العائد على حق الملكية	0.016	-0.204	0.087	0.242	0.026	-0.286	-0.235	-0.167	-0.622	-0.660	-4.091	1.583	0.525	0.418	-0.241	1.240
7	نسبة التداول	1.608	1.628	1.726	2.109	2.380	1.982	1.840	2.040	1.747	1.408	0.939	0.656	0.522	0.425	1.501	0.625
8	الاعفاء الضريبي	0.007	0.009	0.009	0.009	0.014	0.018	0.019	0.025	0.025	0.031	0.040	0.055	0.047	0.044	0.025	0.016
9	الرافعة المالية	0.547	0.513	0.485	0.392	0.324	0.354	0.399	0.400	0.488	0.603	0.891	1.289	1.640	2.103	0.745	0.548
10	القيمة الاقتصادية المضافة	-29.6	-1194.5	788.3	2266.0	269.1	-1574.9	-1117.7	-699.1	-1824.7	-1239.5	-1509.5	-1241.6	-808.2	-1060.1	-641.1	1116
11	الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين	8748.5	-1315.3	948.1	1774.5	8049.7	7899.7	4846.9	2243.1	1525.8	1334.0	3080.9	3282.4	5090.5	11303.8	4200.9	3606.0

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

2- **عمر الشركة:** حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 3.989 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 3.970 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغار يتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 3.714 .

ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 3.857 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.089 ، ويبين الشكل (82) في الملحق (1) ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة الذي يرتفع بشكل مستقيم.

3- **ملموسية الموجودات:** حققت اعلى نسبة ملموسية للشركة في سنة 2010 اذ بلغت 0.299 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات ، بينما حققت سنة 2018 اقل نسبة اذ بلغت 0.106 ، وبلغ معدل ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة 0.176 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.054 ويلاحظ ايضا ان هناك استقرار نسبي في ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة، وهذا ما يشير له الشكل (83) في الملحق (1) عبر اتجاه الخط المتمثل بملموسية الموجودات وهذا يعني ان الشركة ترغب في المحافظة على نسبة موجوداتها الثابتة قياسا بمجموع الموجودات.

4- **فرصة النمو:** بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2007 اذ بلغت 0.055 تلتها سنة 2008 اذ بلغت 0.019 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع موجوداتها قياسا بمجموع الموجودات للسنة السابقة، بينما حققت السنوات 2015 اقل نسبة اذ بلغت -0.260 ، وبلغ معدل فرصة النمو عبر مدة الدراسة -0.140 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.099 . ويشير الشكل (84) في الملحق (1) الى انخفاض اتجاه الخط الذي يمثل فرصة النمو عبر من مدة الدراسة.

5- **العائد على الموجودات:** حققت سنة 2008 اعلى نسبة اذ بلغت 0.147 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2018 اذ بلغت -0.461 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة، وبلغ معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة -0.185 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.201 ، ويظهر الشكل (85) في الملحق (1) حركة اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات بشكل تنازلي عبر مدة الدراسة أي انخفاض ادائها المالي.

6- **العائد على حق الملكية:** حققت سنة 2016 اعلى نسبة اذ بلغت 1.583 ، بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2015 اذ بلغت -4.091 ، وكان معدل العائد على حق الملكية لمدة الدراسة -0.241 ،

وقد بلغ الانحراف المعياري 1.240 ، ويظهر الشكل (85) في الملحق (1) انخفاض حركة اتجاه الخط المتمثل بالعائد على حق الملكية عدى السنوات الاخيرة من مدة الدراسة.

7- نسبة التداول: بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2009 اذ بلغت 2.380 مرة وتلتها سنة 2008 اذ بلغت نسبة تداولها 2.109 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2018 اقل نسبة اذ بلغت 0.425 مرة. وكان معدل نسبة التداول عبر مدة الدراسة قد بلغ 1.501 ، وبلغ الانحراف المعياري 0.625 ، ويظهر الشكل (86) في الملحق (1) بشكل عام انخفاض اتجاه الخط المتمثل بنسبة التداول عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تسعى الى تقليل سيولتها.

8- الاعفاء الضريبي: بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2016 اذ بلغت 0.055 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ الاندثار الى مجموع الموجودات، وحققت سنة 2005 اقل نسبة دع ضريبي اذ بلغت 0.007 ، وبلغ معدل الاعفاء الضريبي لمدة الدراسة 0.025 ، وبلغ الانحراف المعياري 0.016 .

ويبين الشكل (87) في الملحق (1) بشكل عام الى ارتفاع اتجاه خط الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تزيد من مبلغ الاندثار قياسا بمجموع الموجودات.

9- الرافعة المالية: تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2018 اذ بلغت 2.103 تلتها سنة 2017 اذ بلغت 1.640 والسبب في هذه النسب العالية هو الاشارة السالبة لحق الملكية في تلك السنوات، وحققت سنة 2009 اقل نسبة اذ بلغت 0.324 .

و بلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.745 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.548 .
ويبين الشكل (88) في الملحق (1) ان الرافعة المالية للشركة تتزايد عبر مدة الدراسة، وانها تعتمد على قدر كبير جدا من المطلوبات في عملية تمويل موجوداتها عبر مدة الدراسة.

10- القيمة الاقتصادية المضافة حققت الشركة اعلى قيمة اقتصادية مضافة سنة 2008 اذ بلغت 2265955522 تلتها سنة 2007 فقد بلغت 788288115 ، وحققت سنة 2013 اقل قيمة اذ بلغت 1824676835- وجاءت الاشارة السالبة الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان تقل عن كلفة التمويل. وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة 641146643- ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 1115703457 .

ويبين الشكل (89) في الملحق (1) القيمة الاقتصادية المضافة للشركة بشكل عام انها انخفضت عبر مدة الدراسة أي ان ادائها الاقتصادي ينخفض.

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2018 اذ بلغت 11303802701 تلتها سنة 2005 فقد بلغت 8748544673 ، وحققت سنة 2006 اقل قيمة اذ بلغت 1315259807- ، والسبب في ذلك يعود الى زيادة القيمة الدفترية لحق الملكية على القيمة السوقية لأجمالي الاسهم.

وبلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة 4200910928، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 3605950095 .

ويبين الشكل (90) في الملحق (1) القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام انها ارتفعت عبر مدة الدراسة أي ان القيمة السوقية لاسهم الشركة قد ازدادت قياسا بالقيمة الدفترية.

عاشرا: شركة الخياطة الحديثة.

من الجدول (3-11) المتمثل بالقيم المستخرجة عن محددات هيكل التمويل والرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لشركة الخياطة الحديثة يظهر الاتي:-

1- حجم الشركة: حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لأجمالي الموجودات سنة 2010 والذي بلغ 21.752 وتلتها سنة 2008 التي بلغت 21.357 والسبب يعود الى ان الشركة احتفظت بأكبر قيمة لموجوداتها في تلك السنوات، بينما بلغت اقل قيمة في سنة 2011 اذ بلغ اللوغار يتم الطبيعي لها 20.639 ، ويبين الجدول ايضا ان اللوغار يتم الطبيعي لمعدل حجم الشركة بلغ 21.111 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.319 وان الشركة تسعى لتقليص حجمها كما يبين الشكل (91) في الملحق (1) ان الخط المتمثل بالحجم عبر مدة الدراسة بشكل عام يرتفع أي ان الشركة تحاول زيادة حجمها عن طريق زيادة موجوداتها.

2- عمر الشركة: حققت الشركة اكبر لوغار يتم طبيعي لعمرها سنة 2018 والذي بلغ 3.401 وتلتها سنة 2017 التي بلغت 3.367 والسبب يعود الى ان الشركة يزداد عمرها بشكل ثابت وطبيعي، وهكذا ينخفض اللوغار يتم الطبيعي كلما اقترب التاريخ الى سنة 2005 اذ بلغت اقل قيمة لها 2.833 . ويبين الجدول ايضا ان معدل عمر الشركة عبر مدة الدراسة كان 3.142 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.182 ، ويبين الشكل (92) في الملحق (1) ايضا اتجاه الخط المتمثل بعمر الشركة الذي يرتفع بشكل مستقيم.

الجدول (11-3) النتائج المالية لمتغيرات الدراسة لشركة الخياطة الحديثة

ت	المتغيرات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	x	σ
1	حجم الشركة	21.329	21.174	21.289	21.357	21.089	20.848	20.639	20.641	20.769	20.875	21.218	21.216	21.355	21.752	21.111	0.319
2	العمر	2.833	2.890	2.944	2.996	3.045	3.091	3.135	3.178	3.219	3.258	3.296	3.332	3.367	3.401	3.142	0.182
3	ملموسية الاصول	0.096	0.152	0.115	0.092	0.108	0.110	0.115	0.130	0.118	0.176	0.219	0.221	0.185	0.115	0.139	0.044
4	فرصة النمو	-0.451	-0.144	0.121	0.071	-0.236	-0.214	-0.188	0.003	0.136	0.111	0.409	-0.001	0.148	0.488	0.018	0.253
5	العائد على الموجودات	-0.454	-0.170	0.073	-0.121	-0.111	-0.276	0.011	0.003	0.111	0.119	0.198	0.091	0.229	0.212	-0.006	0.199
6	العائد على حق الملكية	-0.507	-0.192	0.085	-0.177	-0.139	-0.400	0.013	0.004	0.127	0.134	0.246	0.125	0.277	0.288	-0.008	0.245
7	نسبة التداول	8.710	7.346	6.312	2.889	4.443	2.862	6.430	6.510	6.971	7.477	3.960	2.841	4.701	3.354	5.343	1.992
8	الاعفاء الضريبي	0.016	0.019	0.021	0.025	0.033	0.034	0.020	0.011	0.010	0.009	0.008	0.021	0.020	0.013	0.019	0.008
9	الرافعة المالية	0.104	0.115	0.140	0.314	0.201	0.311	0.138	0.134	0.127	0.110	0.197	0.274	0.173	0.264	0.186	0.076
10	القيمة الاقتصادية المضافة	-1445.7	-1320.5	-2413.5	-2055.6	-816.5	-694.8	-360.9	-306.3	-302.9	-91.2	-137.2	-97.2	148.1	257.7	-688.3	825
11	الارقام بالملايين القيمة السوقية المضافة الارقام بالملايين	2857.5	231.5	106.5	147.3	828.1	-114.3	-126.6	2414.7	1605.6	2114.8	1483.9	2951.6	3345.9	1930.8	1412.7	1232.5

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات سوق العراق للأوراق المالية ونشرات البنك المركزي.

3- ملموسية الموجودات: حققت اعلى نسبة ملموسية للشركة في سنة 2016 اذ بلغت 0.221 ويعود سبب ذلك الى مبلغ الموجودات الثابتة لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات ، بينما حققت سنة 2008 اقل نسبة اذ بلغت 0.092 ، وبلغ معدل ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة 0.139 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.044 ويلاحظ ايضا ان هناك ارتفاع بسيط في ملموسية الموجودات عبر مدة الدراسة، وهذا ما يشير له الشكل (93) في الملحق (1) عبر اتجاه الخط المتمثل بملموسية الموجودات أي ان الشركة تزيد من موجوداتها الثابتة قياسا بمجموع الموجودات.

4- فرصة النمو: بلغت اعلى نسبة نمو للشركة في سنة 2018 اذ بلغت 0.488 تلتها سنة 2015 اذ بلغت 0.409 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ مجموع موجوداتها قياسا بمجموع الموجودات للسنة السابقة، بينما حققت السنوات 2005 اقل نسبة اذ بلغت -0.451 ، وبلغ معدل فرصة النمو عبر مدة الدراسة 0.018 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.253 . ويشير الشكل (94) في الملحق (1) بشكل عام الى ارتفاع اتجاه الخط الذي يمثل فرصة النمو عبر من مدة الدراسة أي ان الشركة تزيد من مجموع موجوداتها قياسا بالسنوات السابقة.

5- العائد على الموجودات: حققت سنة 2017 اعلى نسبة اذ بلغت 0.229 بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2005 اذ بلغت -0.454 ، وكان السبب هي الخسارة التي تحققت لتلك السنة قياسا بمجموع الموجودات لنفس السنة، وبلغ معدل العائد على الموجودات لمدة الدراسة -0.006 ، في حين بلغ الانحراف المعياري 0.199 ، ويظهر الشكل (95) في الملحق (1) الارتفاع بشكل عام لحركة اتجاه الخط المتمثل بالعائد على الموجودات عبر مدة الدراسة.

6- العائد على حق الملكية: حققت سنة 2018 اعلى نسبة اذ بلغت 0.288 ، بينما تحققت اقل نسبة في سنة 2005 اذ بلغت -0.507 ، وكان معدل العائد على حق الملكية عبر مدة الدراسة -0.008 ، وقد بلغ الانحراف المعياري 0.245 ، ويظهر الشكل (95) في الملحق (1) الارتفاع بشكل عام لحركة اتجاه الخط المتمثل بالعائد على حق الملكية عبر مدة الدراسة.

7- نسبة التداول: بلغت اعلى نسبة تداول للشركة في سنة 2005 اذ بلغت 8.710 مرة وتلتها سنة 2014 اذ بلغت نسبة تداولها 7.477 مرة ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ موجوداتها المتداولة قياسا بمجموع مطلوباتها المتداولة، بينما حققت سنة 2016 اقل نسبة اذ بلغت 2.841 مرة. وكان معدل نسبة التداول عبر مدة الدراسة قد بلغ 5.343 ، وبلغ الانحراف المعياري

1.992 ، ويظهر الشكل (96) في الملحق (1) بشكل عام انخفاض اتجاه الخط المتمثل بنسبة التداول عبر مدة الدراسة أي ان الشركة تقلل من نسب سيولتها باستمرار.

8- الاعفاء الضريبي: بلغت اعلى نسبة درع ضريبي للشركة في سنة 2010 اذ بلغت 0.034 ويعود سبب ذلك الى زيادة مبلغ الاندثار الى مجموع الموجودات، وحقت سنة 2015 اقل نسبة دع ضريبي اذ بلغت 0.008 ، وبلغ معدل الاعفاء الضريبي لمدة الدراسة 0.019 ، وبلغ الانحراف المعياري 0.008 .

ويبين الشكل (97) في الملحق (1) بشكل عام الانخفاض البسيط لاتجاه خط الاعفاء الضريبي عبر مدة الدراسة أي انها تقلل من مبلغ الاندثار قياسا بمجموع الموجودات.

9- الرافعة المالية: تحققت اعلى نسبة رافعة مالية للشركة في سنة 2008 اذ بلغت 0.314 تلتها سنة 2010 اذ بلغت 0.311 ، وحقت سنة 2005 اقل نسبة اذ بلغت 0.104 .

و بلغ معدل النسبة عبر مدة الدراسة 0.186 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.076 .

ويبين الشكل (98) في الملحق (1) ان الرافعة المالية للشركة تتزايد عبر مدة الدراسة.

10- حققت الشركة اعلى قيمة اقتصادية مضافة سنة 2018 اذ بلغت 1935625963 تلتها سنة 2017 فقد بلغت 1337006120 ، وحقت سنة 2008 اقل قيمة اذ بلغت -8283740127 وجاءت الاشارة السالبة الى قيمة الربح التشغيلي بعد الضريبة الذي كان تقل عن كلفة التمويل. وبلغ معدل القيمة الاقتصادية المضافة عبر مدة الدراسة -2055376098 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 3596000744 .

ويبين الشكل (99) في الملحق (1) ان القيمة الاقتصادية المضافة للشركة بشكل عام ترتفع عبر مدة الدراسة أي ان ادائها الاقتصادي يتحسن بشكل مستمر.

11- القيمة السوقية المضافة: حققت الشركة اعلى قيمة سوقية مضافة سنة 2017 اذ بلغت 3345925077 تلتها سنة 2016 فقد بلغت 2951627544 ، وحقت سنة 2011 اقل قيمة اذ بلغت -126648434 ، والسبب في ذلك يعود الى زيادة القيمة الدفترية لحق الملكية على القيمة السوقية لأجمالي الاسهم.

و بلغ معدل القيمة السوقية المضافة عبر مدة الدراسة 1412661069 ، اما الانحراف المعياري فقد بلغ 1232468088 .

ويبين الشكل (100) في الملحق (1) ان القيمة السوقية المضافة للشركة بشكل عام ترتفع عبر مدة الدراسة، أي ان القيمة السوقية لاسهم الشركة قد ازادت قياسا بالقيمة الدفترية.

مما تقدم لا يتم قبول الفرضية الرئيسية الاولى التي تنص على (لا تمتلك الشركات عينة الدراسة قيمة سوقية مضافة عبر مدة الدراسة). اذ ظهر ان جميع الشركات عينة الدراسة كانت تمتلك قيمة سوقية مضافة عبر مدة الدراسة.

وكذلك لا يتم قبول الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على: (لا تمتلك الشركات عينة الدراسة قيمة اقتصادية مضافة عبر مدة الدراسة). اذ ظهر ان جميع الشركات عينة الدراسة كانت تمتلك قيمة اقتصادية مضافة عبر مدة الدراسة.

بالإضافة الى قبول الفرضية الرئيسية الثالثة التي تنص على: (لا تمتلك الشركات عينة الدراسة استراتيجية ثابتة في تحديد الرافعة المالية). اذ ظهر ان قيم الرافعة المالية لجميع الشركات لم تكن ثابتة عبر مدة الدراسة.

المبحث الثاني

الاختبار الاحصائي لفرضيات الدراسة

يهدف المبحث الحالي الى اختبار فرضيات الدراسة احصائيا ، حيث قام الباحث بتحليل البيانات احصائيا لمعرفة تباين محددات هيكل التمويل في الشركات عينة الدراسة، وكذلك قام باختبار تأثير المتغيرات المستقلة والمتغيرات الوسيطة في المتغير التابع بشكل مستقل لتلك المتغيرات. وبعدها اعتمد الباحث تحليل المسار (Path analysis) لغرض اختبار تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة . فيما استخدم الباحث أسلوب (Bootstrap) لغرض اختبار معنوية التأثير غير المباشر الكلي ، وهو أسلوب حديث ويفضل كثيرا على الأساليب القديمة لاختبار معنوية التأثيرات الوسيطة. علما ان اجراء تحليل المسار والاختبار تم عن طريق البرنامج الاحصائي (AMOS,V.23) وعلى النحو الاتي :

اولا: تحليل تباين محددات هيكل التمويل.

جدول (3-12)

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

مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	محددات هيكل التمويل
0.000	84.370	حجم الشركة
0.000	118.188	عمر الشركة
0.000	44.049	ملموسية الموجودات
0.144	1.529	فرصة النمو
0.000	10.403	العائد على الموجودات
0.230	1.324	العائد على حق الملكية
0.000	4.021	نسبة التداول
0.000	35.722	الاعفاء الضريبي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من قائمة ANOVA

يظهر من الجدول (3-12) لتحليل التباين الاتي:

1- حجم الشركة: بلغت قيمة F المحسوبة (84.37) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك لا تقبل الفرضية الرئيسية الرابعة بمعنى ان الشركات تتباين في قيم حجم الشركة.

2- عمر الشركة: بلغت قيمة F المحسوبة (118.188) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك لا تقبل الفرضية الرئيسية الرابعة بمعنى ان الشركات تتباين في قيم عمر الشركة.

3- ملموسية الموجودات: بلغت قيمة F المحسوبة (44.049) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك لا تقبل الفرضية الرئيسية الرابعة بمعنى ان الشركات تتباين في قيم ملموسية الموجودات.

4- فرص النمو: بلغت قيمة F المحسوبة (1.529) وهي اقل من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اكبر من (10%) وبذلك تقبل الفرضية الرئيسية الرابعة بمعنى ان الشركات لا تتباين في قيم فرص النمو.

5- العائد على الموجودات: بلغت قيمة F المحسوبة (10.403) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك لا تقبل الفرضية الرئيسية الرابعة بمعنى ان الشركات تتباين في قيم العائد على الموجودات.

6- العائد على حق الملكية: بلغت قيمة F المحسوبة (1.324) وهي اقل من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (10%) وبذلك تقبل فرضية الرئيسية الرابعة بمعنى ان الشركات لا تتباين في قيم العائد على حق الملكية.

7- نسبة التداول: بلغت قيمة F المحسوبة (4.021) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يتم لا تقبل الفرضية الرئيسية الرابعة بمعنى ان الشركات تتباين في قيم نسبة التداول.

8- الاعفاء الضريبي: بلغت قيمة F المحسوبة (35.722) وهي اكبر من قيمتها الجدولية كما تشير نسبة المعنوية البالغة اقل من (1%) وبذلك يتم لا تقبل الفرضية الرئيسية الرابعة بمعنى ان الشركات تتباين في قيم الاعفاء الضريبي.

ثانيا: تحليل تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد.

1- شركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة: يظهر الجدول (3-13) عند قياس تأثير جميع المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى كانت غير معنوي عند مستوى معنوية (10%) وهي النسبة التي تم اعتمادها في هذه الدراسة باستثناء الملموسية وفرص النمو ونسبة التداول وعليه تقبل الفرضية الرئيسية الخامسة باستثناء المتغيرات الثالثة المذكورة اعلاه.

جدول (3-13) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطة
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	β	α	
0.241585	1.517551	-972198553.1	21404277334	حجم الشركة
0.115359	2.881554	-9215198077	37741684410	عمر الشركة
0.000919	19.06021	-7337447510	6257920784	الملموسية
0.001628	16.35418	2506512293	1174480680	فرصة النمو
0.806854	0.062475	3603612557	1841663868	العائد على الموجودات
0.812931	3421243643	0.058523	1841940317	العائد على حق الملكية
0.050315	4.731945	17600735.52	1268526637	نسبة التداول
0.352915	0.933937	120964000000	905169656.9	الاعفاء الضريبي
0.967568	0.001724	664869733.1	1797640499	الرافعة المالية
0.291169	1.219188	14.21507992	2651581080	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

2- شركة بغداد للمشروبات الغازية: يظهر الجدول (3-14) عند قياس تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى عند مستوى معنوية (10%) كانت المتغيرات التي تم تأشير التأثير المعنوي لها هي (حجم الشركة، عمر الشركة، العائد على الموجودات، العائد على حق الملكية، القيمة الاقتصادية المضافة) و عليه لا تقبل فرضية العدم الرئيسة الخامسة لهذه المتغيرات. بينما تقبل فرضية العدم الرئيسة الخامسة للمتغيرات الاخرى.

جدول (3-14) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة بغداد للمشروبات الغازية.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطه
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	B	α	
0.049605778	4.766505	133736951465	-3358869004141	حجم الشركة
0.082545937	3.588054	261315712717	-709317126925	عمر الشركة
0.307800009	1.134403	-322871212294	292855000635	الملموسية
0.190235773	1.927782	25784008100	86810527126	فرصة النمو
0.050206019	4.737222	813607873853	44424964235	العائد على الموجودات
0.060726419	4.28342	673806000000	53181844623	العائد على حق الملكية
0.719644375	0.135058	-1730961574	113863000000	نسبة التداول
0.619317043	0.260076	907315000000	51094490371	الاعفاء الضريبي
0.426498	0.67752	-172349110225	120937950133	الرافعة المالية
0.012949	8.499928	2.452573445	146366119315	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

3- الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية: يظهر الجدول (3-15) عند قياس تأثير جميع المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى كانت غير معنوي عند مستوى معنوية (10%) و عليه تقبل الفرضية الرئيسة الخامسة.

جدول (3-15) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطة
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	B	A	
0.745511923	0.110318123	3508833442	-70835274843	حجم الشركة
0.164911806	2.187370331	-48933447996	200650951514	عمر الشركة
0.44717017	0.617630383	-52521931198	19553011708	الملموسية
0.349540792	0.947619607	14933015260	10088548476	فرصة النمو
0.683774196	0.174202172	12363772654	11556982245	العائد على الموجودات
0.701761874	0.153848346	7500554411	11391560869	العائد على حق الملكية
0.500023638	0.483642021	2862008209	2255851368	نسبة التداول
0.250019694	1.46119588	770673938310	13658993.54	الاعفاء الضريبي
0.611433399	0.272077907	-19965973624	16389115849	الرافعة المالية
0.464376949	0.571156493	1.315428943	13566913155	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

4- الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور: يظهر الجدول (3-16) عند قياس تأثير جميع المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى كانت غير معنوي عند

مستوى معنوية (10%) باستثناء فرص النمو وعليه تقبل الفرضية الرئيسية الخامسة باستثناء متغير فرص النمو لهذه الشركة.

جدول (3-16) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطية بشكل مستقل في المتغير المعتمد للشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطة
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	B	α	
0.626214	0.249859	-1618071840	42545921319	حجم الشركة
0.35835	0.912303	-6026586447	23136808283	عمر الشركة
0.884161	0.02215	1900931065	4169157781	الملموسية
0.011798	8.794598	11547452104	3113866665	فرصة النمو
0.906656	0.014342	-2068893339	4470200060	العائد على الموجودات
0.907192	0.014177	-1648557068	4469090702	العائد على حق الملكية
0.581407	0.321074	-362045449.5	6402910953	نسبة التداول
0.607058	0.27889	-80079312833	5354870972	الاعفاء الضريبي
0.519789	0.439727	15971622662	1702596819	الرافعة المالية
0.940503	0.005809	0.084214486	4629286128	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

5- الشركة العراقية للسجاد والمفروشات: يظهر الجدول (3-17) عند قياس تأثير جميع المتغيرات المستقلة والوسيطية بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى كانت غير معنوي عند مستوى معنوية (10%) باستثناء (عمر الشركة، والاعفاء الضريبي، والقيمة الاقتصادية المضافة) وهذه النتائج تقدم دعماً جزئياً لقبول الفرضية الرئيسية الخامسة

جدول (3-17) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيلة بشكل مستقل في المتغير المعتمد للشركة العراقية للسجاد والمفروشات.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطة
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	β	α	
0.400355	0.760267	1063845793	22595189006	حجم الشركة
0.059445	4.333401	1652530214	-4561571027	عمر الشركة
0.151569	2.345551	-4362191652	868064711.9	الملموسية
0.557543	0.363967	1004489812	503911592.3	فرصة النمو
0.306755	1.13954	6630534130	17314461.54	العائد على الموجودات
0.442854	0.629757	3396425150	129314941	العائد على حق الملكية
0.10125	3.150124	727060862	-1372813621	نسبة التداول
0.061042	4.271289	-227172785979	2120757867	الاعفاء الضريبي
0.169951	2.131806	-5901353496	2650297673	الرافعة المالية
0.024691	6.588377	1.365978	730854785	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

6- شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية: يظهر الجدول (3-18) عند قياس تأثير المتغيرات المستقلة والوسيلة بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى كانت معنوي عند مستوى معنوية (10%) للمتغيرات (العائد على الموجودات ، العائد على حق الملكية ،نسبة التداول ، الاعفاء الضريبي، الرافعة المالية ، القيمة الاقتصادية المضافة) وعليه لا تقبل الفرضية الرئيسية الخامسة للمتغيرات اعلاه وتقبل لباقي المتغيرات كونها غير معنوية.

7- شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل: يظهر الجدول (3-19) عند قياس تأثير جميع المتغيرات المستقلة والوسيلة بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى كانت غير معنوي عند مستوى معنوية (10%) باستثناء (حجم الشركة ، عمر الشركة، والاعفاء الضريبي) وعليه تقبل فرضية العدم الرئيسية الخامسة باستثناء المتغيرات الثلاثة اعلاه.

جدول (3-18) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطة
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	β	α	
0.946348	0.004722	90450885.8	72638611.35	حجم الشركة
0.374619	0.850359	-3884684228	13917429589	عمر الشركة
0.859575	0.032673	3088708426	1165088953	الملموسية
0.255421	1.426436	3174756324	1451857117	فرصة النمو
0.028019	6.239899	23075347477	375165527	العائد على الموجودات
0.026725	6.369313	21393854278	369314699.9	العائد على حق الملكية
0.043393	5.097073	-163841854.6	4524607408	نسبة التداول
0.005918	11.13753	-351718779907	8771442552	الاعفاء الضريبي
0.065921	4.093045	50911497142	-1193144883	الرافعة المالية
0.019741	7.22563	4.231916741	671792281.2	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

جدول (3-19) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطة
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	β	α	
0.031522	5.922583	-2383614381	52652742117	حجم الشركة
0.037638	5.458267	-8103151621	24874189554	عمر الشركة
0.838546	0.043358	1655714591	-653999533.2	الملموسية
0.550644	0.377063	1575515538	-576394972.2	فرصة النمو
0.441954	0.632311	11663716326	-971533818.1	العائد على الموجودات

0.429855	0.667477	11253798613	-1010382265	العائد على حق الملكية
0.9335	0.007261	-3222624.775	-208159913.3	نسبة التداول
0.031693	5.908193	193803259310	-6165383269	الاعفاء الضريبي
0.768413	0.090725	-3805586595	128383026	الرافعة المالية
0.693595	0.162906	-1.226193796	411776508.8	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

8- شركة الصناعات الكيماوية العصرية: يظهر الجدول (3-20) عند قياس تأثير جميع المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى كانت غير معنوي عند مستوى معنوية (10%) و عليه تقبل فرضية العدم الرئيسة الخامسة.

جدول (3-20) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة الصناعات الكيماوية العصرية.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطة
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	B	A	
0.632679	0.240515	-288564997.6	10224760649	حجم الشركة
0.592091	0.303027	6772724546	-24254644452	عمر الشركة
0.491998	0.502377	3036555360	3492544437	الملموسية
0.211675	1.740656	-879017014.5	4498711573	فرصة النمو
0.885552	0.021617	-1326942170	4156945712	العائد على الموجودات
0.914583	0.011999	-759163768.9	4135675168	العائد على حق الملكية
0.536467	0.405003	-13051226.97	4494342341	نسبة التداول
0.601605	0.287532	58635924455	3767351694	الاعفاء الضريبي
0.111477	2.951317	-0.413524083	5585461322	الرافعة المالية
0.948134	0.004412	241462091.2	4014934540	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

9- الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات: يظهر الجدول (3-21) عند قياس تأثير جميع المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى كانت غير معنوي عند مستوى معنوية (10%) و عليه تقبل فرضية العدم الرئيسية الخامسة.

جدول (3-21) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل في المتغير المعتمد للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطة
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	β	A	
0.505861	0.470349	-1011431088	27064764540	حجم الشركة
0.519634	0.44006	7662146709	- 25352794851	عمر الشركة
0.771953	0.087884	5728875605	3191558594	الملموسية
0.832119	0.046938	-2284628565	3880444154	فرصة النمو
0.58995	0.306589	-2837015590	3675986944	العائد على الموجودات
0.569813	0.341456	483828075.7	4317295825	العائد على حق الملكية
0.512889	0.454708	-1103009510	5856246035	نسبة التداول
0.59071	0.30532	35750608844	3302953722	الاعفاء الضريبي
0.153535	2.321166	2648637293	2228137561	الرافعة المالية
0.859146	0.032876	-0.168936321	4092597972	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

10- شركة الخياطة الحديثة: يظهر الجدول (3-22) عند قياس تأثير جميع المتغيرات المستقلة والوسيطه بشكل مستقل عن المتغيرات الاخرى كانت غير معنوي عند مستوى معنوية (10%) باستثناء (عمر الشركة، الملموسية، والاعفاء الضريبي، القيمة الاقتصادية المضافة) و عليه تقبل فرضية العدم الرئيسية الخامسة باستثناء المتغيرات الاربعة اعلاه.

جدول (3-22) تأثير المتغيرات المستقلة والوسيطية بشكل مستقل في المتغير المعتمد لشركة الخياطة الحديثة.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير المستقل (محددات هيكل التمويل) والمتغيرات الوسيطة
مستوى معنوية الاختبار	F المحسوبة	β	α	
0.456194	0.592893	838416088.8	16286927917	حجم الشركة
0.071213	3.916913	3362830270	-9152961609	عمر الشركة
0.08716	3.469568	13334205063	-446037455.3	الملموسية
0.55621	0.366471	837699766.6	1397458695	فرصة النمو
0.335198	1.008003	1724511591	1423286775	العائد على الموجودات
0.24826	1.472738	1662241696	1426591937	العائد على حق الملكية
0.689773	0.167249	72554851.54	1024974814	نسبة التداول
0.08292	3.578154	-70582212697	2730720579	الاعفاء الضريبي
0.521619	0.435816	-3044806495	1978611363	الرافعة المالية
0.045713	4.967349	0.808611999	1969239522	القيمة الاقتصادية المضافة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستخرجة من برنامج الاكسل.

ثالثا: تحليل المسار لاختبار تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة.

1- شركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة

من الجدول (3-23) وكذلك الاشكال من (1 الى 8) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثار الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لشركة بغداد لصناعة مواد التغليف يظهر ما يأتي:-

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.135) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.182) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.11) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.28) .
- (5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.30) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.048) . وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد تجاوزت الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.23) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.29) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.083) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.071) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.03) .

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.28) .

(5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.42) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.030) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة لم تستفيد من منحى الخبرة في مجال نشاطاتها، فضلا عن الوضع الاقتصادي العام للدولة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.21) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.33) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

جدول (3-23) تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة لشركة بغداد لصناعة مواد التغليف المساهمة.

المتغير المستقل	المتغير الوسيط الاول الرافعة المالية	المتغير الوسيط الثاني القيمة الاقتصادية المضافة	المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)			
			التأثير المباشر	التأثير الكلي	الحد الأعلى للاختبار	الحد الأدنى للاختبار
حجم الشركة	-0.135	-0.182	-0.3	-0.048	0.23	-0.29
عمر الشركة	0.083	-0.071	-0.42	-0.03	0.21	-0.33
الملموسية	0.281	-0.125	-0.83	-0.062	0.17	-0.42
فرصة النمو	-0.174	0.257	0.76	0.097	0.41	-0.13
العائد على الموجودات	-0.231	0.627	-0.33	0.22	0.53	-0.24
العائد على حق الملكية	-0.251	0.615	-0.33	0.218	0.53	-0.25
نسبة التداول	-0.26	-0.189	0.63	-0.041	0.23	-0.4
الاعفاء الضريبي	0.293	0.154	0.26	0.027	0.25	-0.33

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.281) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.125).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.20).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.15) .
- (5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.83) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.062) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير موفقة في تحديد الحجم المناسب للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.17) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.42) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.174) .
- (2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.257).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.12).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.07) .
- (5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.76) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.097) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير قادرة على استغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.41) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.13) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.231) .
- (2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.627).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.22) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.56).
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.33) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.220)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى 10(%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.53) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.24) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.251) .
- (2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.615).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.23).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.55) .
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.33) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.218)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى 10(%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة

بلغ (0.53) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.25) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.260) .
- (2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.189).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.06).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.41) .
- (5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.63) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.041) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تحتفظ بسيولة غير مناسبة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.23) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.4) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.293) .
- (2)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.154).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.15).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.30).
- (5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.26) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.027) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ،

وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.25) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.33) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

2- شركة بغداد للمشروبات الغازية.

من الجدول (3-24) وكذلك الاشكال من (9 الى 16) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثـر الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لشركة بغداد للمشروبات الغازية يظهر ما يأتي:-

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.596) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.781) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.02).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.58) .
- (5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.09) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زادت قيمة التأثير الكلي الى (0.508) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد اقتربت من الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.74) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.17) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.696) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.71).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.01).

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.61) .

(5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.05) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.465) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد استفادت من منحى الخبرة في مجال نشاطاتها، فضلا عن الوضع الاقتصادي العام للدولة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.73) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.28) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

جدول (24-3) تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة لشركة بغداد للمشروبات الغازية.

المتغير المستقل	المتغير الوسيط الاول الرافعة المالية	المتغير الوسيط الثاني القيمة الاقتصادية المضافة	المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)			
			التأثير المباشر	التأثير الكلي	الحد الاعلى للاختبار	الحد الأدنى للاختبار
حجم الشركة	-0.596	0.781	0.09	0.508	0.74	-0.17
عمر الشركة	-0.696	0.71	0.05	0.465	0.73	-0.28
الملموسية	0.457	-0.085	-0.029	-0.063	0.29	-0.44
فرصة النمو	0.307	0.073	0.39	0.041	0.31	-0.42
العائد على الموجودات	-0.69	0.806	0.03	0.525	0.75	0.017
العائد على حق الملكية	-0.715	0.8	-0.07	0.522	0.74	0.02
نسبة التداول	-0.703	0.035	-0.32	0.035	0.47	-0.49
الاعفاء الضريبي	-0.702	0.152	0.07	0.11	0.54	-0.59

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.457) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.085).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.12).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.64) .
- (5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.029) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (-0.063) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير موفقة في تحديد الحجم المناسب للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.29) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.44) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.307) .
- (2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.073).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.16).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.58) .
- (5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.39) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.041) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير قادرة على استغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار

(Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.31) ، فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (-0.42) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.69) .
- (2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.806).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.009) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.62).
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.03) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.525)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.75) ، فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (0.017) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.715) .
- (2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.8).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.05).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.68) .

(5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.07) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.522)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.74) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (0.02) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.703) .
- (2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.035).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.29).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.60) .
- (5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.32) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.035) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تحتفظ بسيولة مناسبة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.47) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.49) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- أ- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.702) .
- ب- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.152).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.03).

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.64).

(5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.07) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.11) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.54) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.59) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

3- الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية.

من الجدول (3-25) وكذلك الاشكال من (17 الى 23) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثر الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية يظهر ما يأتي:-

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.901) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.623) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.55).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.51) .
- (5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.08) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.093) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة لم تصل الى الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.61) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.41) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

جدول (3-25) تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)				المتغير الوسيط الثاني	المتغير الوسيط الاول	المتغيرات الوسيطة والمعتمدة
التأثير المباشر	التأثير الكلي	الحد الأعلى للاختبار	الحد الأدنى للاختبار	القيمة الاقتصادية المضافة	الرافعة المالية	المتغير المستقل
مستوى معنوية الاختبار						
0.64	0.093	0.61	-0.41	-0.623	-0.901	حجم الشركة
0.18	-0.387	0.23	-0.9	0.605	0.689	عمر الشركة
0.22	-0.22	0.2	-0.61	0.664	0.811	الملموسية
0.35	0.238	0.72	-0.26	0.192	-0.236	فرصة النمو
0.43	0.103	0.62	-0.25	0.439	0.103	العائد على الموجودات
0.46	0.094	0.62	-0.27	0.368	-0.016	العائد على حق الملكية
0.6	1.46	0.7	-0.4	-0.591	-0.989	نسبة التداول
0.16	0.43	0.61	-0.11	0.163	0.397	الاعفاء الضريبي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.689) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.605).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.09).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.37) .
- (5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.77) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.387) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة بدأت تستفيد من منحنى الخبرة في مجال نشاطاتها، فضلا عن الوضع الاقتصادي العام للدولة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات

الوسيطه بلغ (0.23) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.9) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطه غير معنوي.

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطه.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.811) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.664).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.11).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.66) .
- (5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.57) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.22) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة تسعى لتحديد الحجم المناسب للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطه لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطه بلغ (0.2) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.61) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطه غير معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطه.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.236) .
- (2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.192).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.39).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.43) .

(5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.06) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.238) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة تسعى لاستغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.72) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.26) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.103) .
- (2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.439).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.44) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.50).
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.07) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.103)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.62) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.25) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.016) .

(2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.368).

(3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.45).

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.51) .

(5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.1) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.094)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.62) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.27) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

(1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.989) .

(2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.591).

(3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (1.02).

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.43) .

(5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (1.46) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.202) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تحتفظ بسيولة مناسبة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.7) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.4) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.397) .
- (2)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.163).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.61).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.49).
- (5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.43) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.266) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.61) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.11) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

4- الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور .

من الجدول (3-26) وكذلك الاشكال من (25 الى 32) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثار الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة للشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور يظهر ما يأتي:-

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.558) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.35) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.16).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.01) .
- (5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.05) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد ازدادت قيمة التأثير السلبي الكلي

الى (-0.143) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد تسعى للوصول الى الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.28) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.65) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

جدول (3-26) تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة للشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)					المتغير الوسيط الثاني القيمة الاقتصادية المضافة	المتغير الوسيط الاول الرافعة المالية	المتغيرات الوسيطة والمعتمدة المتغير المستقل
التأثير المباشر	التأثير الكلي	الحد الأعلى للاختبار	الحد الأدنى للاختبار	مستوى معنوية الاختبار			
-0.05	-0.143	0.28	-0.65	0.55	-0.35	-0.558	حجم الشركة
-0.31	-0.266	0.3	-0.78	0.4	-0.509	-0.313	عمر الشركة
0.02	0.043	0.65	-0.5	0.88	-0.481	0.246	الملموسية
0.66	0.651	0.95	-0.26	0.15	0.163	0.002	فرصة النمو
-0.1	-0.035	0.45	-0.52	0.88	0.809	-0.144	العائد على الموجودات
-0.1	-0.034	0.45	-0.52	0.88	0.799	-0.141	العائد على حق الملكية
0.07	-0.162	0.5	-0.69	0.67	0.212	-0.93	نسبة التداول
-0.4	-0.149	0.55	-0.57	0.66	-0.653	0.335	الاعفاء الضريبي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.313) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.509).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.09).

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.13)

(5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.31) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.266) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة لم تستفيد من منحى الخبرة في مجال نشاطاتها، فضلا عن الوضع الاقتصادي العام للدولة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.3) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.78) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.246) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.481).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.19).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.04) .
- (5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.02) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.043) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة تسعى لتحديد الحجم المناسب للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.65) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.5) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.002) .

(2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.163).

(3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.18).

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.08).

(5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.66) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.651) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير قادرة على استغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.95) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.26) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

(1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.144) .

(2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.809).

(3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.18) .

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.11).

(5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.1) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.035)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.45) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.52) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.141) .
- (2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.799).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.18).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.11) .
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.1) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلة قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.034)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.45) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.52) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.93) .
- (2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.212).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.26).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.02) .
- (5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.07) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.162) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تحتفظ بسيولة غير مناسبة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.5) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات

الاختبار (-0.69) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.335) .
- (2)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.653).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.31).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.22).
- (5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.4) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.149) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.55) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.57) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

5- الشركة العراقية للسجاد والمفروشات .

من الجدول (3-27) وكذلك الاشكال من (33 الى 40) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثر الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات يظهر ما يأتي:-

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.275) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.27) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.21).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.46) .

(5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.19) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة زادت قيمة التأثير الكلي الى (0.258) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد تسعى للوصول الى الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.7) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.27) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

جدول (3-27) تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)					المتغير الوسيط الثاني	المتغير الوسيط الاول	المتغيرات الوسيطة والمعتمدة
التأثير المباشر	التأثير الكلي	الحد الأعلى للاختبار	الحد الأدنى للاختبار	مستوى معنوية الاختبار	القيمة الاقتصادية المضافة	الرافعة المالية	المتغير المستقل
0.19	0.258	0.7	-0.27	0.22	0.27	0.275	حجم الشركة
0.27	0.521	0.82	0.02	0.1	0.538	-0.333	عمر الشركة
-0.07	-0.412	-0.06	-0.72	0.03	-0.625	0.269	الملموسية
0.25	0.182	0.59	-0.37	0.5	0.016	0.347	فرصة النمو
0.13	0.3	0.77	-0.14	0.19	0.29	-0.287	العائد على الموجودات
0.11	0.229	0.73	-0.18	0.29	0.195	-0.121	العائد على حق الملكية
0.06	0.455	0.84	0.017	0.04	0.669	-0.907	نسبة التداول
-0.44	-0.536	0.27	-0.92	0.24	-0.311	-0.057	الاعفاء الضريبي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.333) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.538).

- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.08-).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.41) .
- (5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.27) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازداد التأثير الكلي الى (0.521) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة استفادت من منحى الخبرة في مجال نشاطاتها، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.82) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (0.02) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.269) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.625).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.10-).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.51) .
- (5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.07) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.412) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير موفقة في تحديد الحجم المناسب للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (-0.06) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.72) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.347) .
- (2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.016).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.22).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.51) .
- (5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.25) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.182) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير قادرة على استغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.59) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.37) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.287) .
- (2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.29).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.07) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.53).
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.13) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.3)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ

(0.77) ، فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (-0.14) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

(1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.121) .
(2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.195).

(3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.09).
(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.54) .

(5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.11) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.229)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى 10% ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.73) ، فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (-0.18) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

(1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.907) .
(2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.669).

(3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.05).
(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.53) .

(5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.06) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.455) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تسعى الى الاحتفاظ بسيولة مناسبة، علما ان تأثير

المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.84) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (0.017) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.057) .
- (2)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.311).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.24).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.36).

(5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.44) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإضافة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.536) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.27) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.92) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

6- شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية.

من الجدول (3-28) وكذلك الاشكال من (41 الى 48) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثر الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية يظهر ما يأتي:-

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.48) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.252) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.48).

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.052).

(5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.12) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.022) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد تجاوزت الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.48) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.59) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

جدول (3-28) تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية

المتغير المستقل	المتغير الوسيط الاول الرافعة المالية	المتغير الوسيط الثاني القيمة الاقتصادية المضافة	المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)			
			التأثير المباشر	التأثير الكلي	الحد الأعلى للاختبار	الحد الأدنى للاختبار
حجم الشركة	-0.48	0.252	0.12	0.022	0.48	-0.59
عمر الشركة	-0.56	-0.008	-0.06	-0.27	0.27	-0.71
الملموسية	0.43	-0.12	-0.07	0.05	0.49	-0.37
فرصة النمو	0.311	0.256	0.09	0.334	0.69	0.03
العائد على الموجودات	0.4	0.93	-0.44	0.55	0.78	0.28
العائد على حق الملكية	0.41	0.92	-0.44	0.55	0.78	0.28
نسبة التداول	-0.91	-0.28	-0.33	-0.55	-0.15	-0.79
الاعفاء الضريبي	-0.62	-0.72	-0.3	-0.68	-0.23	-0.91

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.56) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.008).

- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.36).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.55) .
- (5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.06) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.27) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة لم تستفيد من منحى الخبرة في مجال نشاطاتها، فضلا عن الوضع الاقتصادي العام للدولة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.27) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.71) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.43) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.12).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.44).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.54) .
- (5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.07) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.05) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة تسعى الى تحديد الحجم المناسب للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.49) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.37) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.311) .
- (2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.256).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.37).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.52) .
- (5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.09) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.334) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت قادرة على استغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.69) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (0.03) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.4) .
- (2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.93).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.44) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.89).
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.44) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.55)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.78) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (0.28) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.41) .
- (2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.92).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.45).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.88) .
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.44) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.55)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.78) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (0.28) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.91) .
- (2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.28).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.09).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.50) .
- (5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.33) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.55) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تحتفظ بسيولة غير مناسبة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (-0.15) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات

الاختبار (-0.79) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.62) .
- (2)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.72).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.23).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.33).
- (5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.3) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.68) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%)، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (-0.23) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.91) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

7- شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل.

من الجدول (3-29) وكذلك الاشكال من (49 الى 56) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثر الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل يظهر ما يأتي:-

جدول (3-29) اختبار فرضيات الدراسة لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)					المتغير الوسيط الثاني القيمة الاقتصادية المضافة	المتغير الوسيط الاول الرافعة المالية	المتغيرات الوسيطة والمعمدة
التأثير المباشر	التأثير الكلي	الحد الأعلى للاختبار	الحد الأدنى للاختبار	مستوى معنوية الاختبار			
-0.57	-0.57	-0.12	-0.81	0.02	0.026	0.2	حجم الشركة
-0.55	-0.56	-0.06	-0.84	0.02	-0.04	0.19	عمر الشركة
0.02	0.06	0.7	-0.44	0.88	-0.49	0.28	الملموسية
0.2	0.17	0.57	-0.15	0.32	-0.003	0.14	فرصة النمو
0.37	0.22	0.83	-0.25	0.34	0.51	-0.29	العائد على الموجودات
0.37	0.22	0.86	-0.25	0.32	0.48	-0.2	العائد على حق الملكية
-0.02	-0.02	0.25	-0.32	0.96	-0.26	0.3	نسبة التداول
0.59	0.575	0.82	0.22	0.004	0.081	-0.29	الاعفاء الضريبي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.2) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.026) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.03) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.11) .
- (5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.57) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لم تتغير قيمة التأثير الكلي اذ حافظت على (-0.57) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد تجاوزت الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (-0.12) ،

فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (-0.81) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.19) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.04).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.06).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.17) .
- (5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.55) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.56) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة لم تستفيد من منحنى الخبرة في مجال نشاطاتها، فضلا عن الوضع الاقتصادي العام للدولة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى 10% ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (-0.06) ، فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (-0.84) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.28) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.49).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.18).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.19) .
- (5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.02) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير

الكلية الى (0.06) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير موفقة في تحديد الحجم المناسب للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.7)، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.44) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.14) .
- (2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.003).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.21).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.21) .
- (5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.2) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.17) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تسعى الى استغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.57) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.15) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.29) .
- (2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.51).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.15) .

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.37).

(5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.37) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.22)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.83) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.25) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

(1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.2) .
 (2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.48).
 (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.18).
 (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.37) .

(5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.37) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.22)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.86) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.25) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

(1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.3) .
 (2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.26).

(3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.17).
 (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.20) .

(5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.02) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لم تتأثر قيمة التأثير الكلي الى (-0.02) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تحافظ على سيولتها، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.25) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.32) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

(1)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.29) .
 (2)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.081).

(3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.02).
 (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.16).

(5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.59) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.575) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.82) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (0.22) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

8- شركة الصناعات الكيماوية العصرية.

من الجدول (3-30) وكذلك الاشكال من (57 الى 64) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات

هيكال التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثار الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لشركة الصناعات الكيماوية العصرية يظهر ما يأتي:-

جدول (3-30) اختبار فرضيات الدراسة لشركة الصناعات الكيماوية العصرية

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)					المتغير الوسيط الثاني	المتغير الوسيط الاول	المتغيرات الوسيطة والمعتمدة
مستوى معنوية الاختبار	الحد الأدنى للاختبار	الحد الأعلى للاختبار	التأثير الكلي	التأثير المباشر	القيمة الاقتصادية المضافة	الرافعة المالية	المتغير المستقل
0.47	-0.72	0.27	-0.13	0.46	0.73	-0.14	حجم الشركة
0.66	-0.55	0.43	0.14	0.48	0.48	-0.09	عمر الشركة
0.37	-0.27	0.85	0.19	-0.31	-0.74	0.24	الملموسية
0.24	-0.76	0.21	-0.36	-0.33	0.19	0.59	فرصة النمو
0.94	-0.42	0.62	-0.04	-0.57	-0.63	0.1	العائد على الموجودات
0.96	-0.45	0.65	-0.03	-0.72	-0.73	0.46	العائد على حق الملكية
0.56	-0.72	0.59	-0.18	0.14	0.67	-0.63	نسبة التداول
0.23	-0.11	0.53	0.15	-0.04	-0.42	0.19	الاعفاء الضريبي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.14) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.73) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.29) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.87) .
- (5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.46) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.13) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد تجاوزت الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة ، وذلك لان الحد

الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.27) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.72) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.09) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.48).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.26).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.75) .
- (5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.48) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.14) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة لم تستفيد من منحى الخبرة في مجال نشاطاتها، فضلا عن الوضع الاقتصادي العام للدولة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.43) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.55) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.24) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.74).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.23).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.76) .
- (5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.31) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازداد التأثير الكلي

الى (0.19) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تسعى لتحديد الحجم المناسب للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.85) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.27) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.59) .
- (2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.19).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.06).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.36) .
- (5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.33) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.36) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير قادرة على استغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.21) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.76) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.1) .
- (2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.63).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.31) .

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.89).

(5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.57) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.04)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى 10% ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.62) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.42) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

(1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.46) .
 (2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.73).

(3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.08).
 (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-1)
 (5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.72) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.03)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى 10% ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.65) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.45) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

(1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.63) .
 (2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.67).
 (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.15).

(4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.61) .

(5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.14) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.18) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تحتفظ بسيولة غير مناسبة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.59) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.72) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.19) .
- (2)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.42).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.20).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.53).
- (5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.04) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.15) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.53) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.11) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

9- الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات .

من الجدول (3-31) وكذلك الاشكال من (65 الى 72) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثر الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات يظهر ما يأتي:-

جدول (3-31) اختبار فرضيات الدراسة الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)					المتغير الوسيط الثاني القيمة الاقتصادية المضافة	المتغير الوسيط الاول الرافعة المالية	المتغيرات الوسيطة والمعتمدة
التأثير المباشر	التأثير الكلي	الحد الأعلى للاختبار	الحد الأدنى للاختبار	مستوى معنوية الاختبار			
0.53	-0.19	0.4	-0.7	0.55	0.56	-0.81	حجم الشركة
-0.26	0.19	0.74	-0.47	0.57	-0.51	0.73	عمر الشركة
0.48	0.08	0.79	-0.77	0.79	-0.07	-0.56	الملموسية
-0.26	-0.06	0.52	-0.63	0.8	0.61	0.12	فرصة النمو
0.76	-0.14	0.36	-0.59	0.55	0.78	-0.71	العائد على الموجودات
0.08	0.17	0.49	-0.1	0.16	0.27	0.2	العائد على حق الملكية
1.43	-0.18	0.39	-0.69	0.54	0.4	-0.92	نسبة التداول
-0.5	0.15	0.63	-0.4	0.61	-0.52	0.78	الاعفاء الضريبي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.81) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.56) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.79).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.15) .
- (5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.53) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.19) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد تجاوزت الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.4) ، فيما بلغ الحد

الادنى لذات الاختبار (-0.7) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.73) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.51).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.58).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.04) .
- (5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.26) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.19) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة تسعى للاستفادة من منحنى الخبرة في مجال نشاطاتها، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.74) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.47) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.56) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.07).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.70).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.16) .
- (5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.48) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.08) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت غير موفقة في تحديد الحجم المناسب

للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.79) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.77) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.12) .
- (2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.61).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.48).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.23) .
- (5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.26) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.06) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة تسعى لاستغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.52) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.63) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.71) .
- (2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.78).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.79) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.44).

(5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.76) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.14)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.36) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.59) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.2) .
- (2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.27).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.39).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.02) .
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.08) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.17)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%)، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.49) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.1) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.92) .
- (2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.4).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (1.66).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.20) .

(5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (1.43) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (-0.18) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تحتفظ بسيولة غير مناسبة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.39) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.69) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.78) .
- (2)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.52).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.76).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.12).
- (5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.5) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.15) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.63) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.4) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

10- شركة الخياطة الحديثة.

من الجدول (3-32) وكذلك الاشكال من (73 الى 80) من الملحق (2) المتمثل بأثر محددات هيكل التمويل على الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة فضلا عن الاثر المباشر لمحددات هيكل التمويل على القيمة السوقية المضافة والاثار الكلي عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لشركة الخياطة الحديثة يظهر ما يأتي:-

جدول (3-32) اختبار فرضيات الدراسة لشركة الخياطة الحديثة.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)					المتغير الوسيط الثاني القيمة الاقتصادية المضافة	المتغير الوسيط الاول الرافعة المالية	المتغيرات الوسيطة والمعمدة المتغير المستقل
التأثير المباشر	التأثير الكلي	الحد الأعلى للاختبار	الحد الأدنى للاختبار	مستوى معنوية الاختبار			
0.43	0.21	0.6	-0.32	0.38	-0.15	0.35	حجم الشركة
0.39	0.5	0.88	0.1	0.09	0.87	0.26	عمر الشركة
0.25	0.47	0.79	0.05	0.07	0.52	-0.02	الملموسية
0.01	0.17	0.64	-0.39	0.6	0.38	0.21	فرصة النمو
-0.03	0.28	0.82	-0.34	0.42	0.55	0.009	العائد على الموجودات
0.02	0.33	0.81	-0.32	0.33	0.56	-0.04	العائد على حق الملكية
0.32	0.12	0.62	-0.47	0.71	-0.18	-0.94	نسبة التداول
-0.29	-0.48	-0.09	-0.75	0.03	0.38-	0.53	الاعفاء الضريبي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

أ- اختبار تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر حجم الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.35) .
- (2)- يؤثر حجم الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.15) .
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.35).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.61) .
- (5)- ان التأثير المباشر لحجم الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.43) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.21) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة قد تجاوزت الحجم الامثل، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) وهو المستوى المعتمد في الدراسة ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.6) ، فيما بلغ الحد

الادنى لذات الاختبار (-0.32) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ب- اختبار تأثير عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.26) .
- (2)- يؤثر عمر الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.87).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.30).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.22) .

(5)- ان التأثير المباشر لعمر الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.39) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.5) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة تسعى للاستفادة من منحى الخبرة في مجال نشاطاتها، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.88) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (0.1) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

ت- اختبار تأثير ملموسية الموجودات للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.02) .
- (2)- تؤثر ملموسية موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.52).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.20).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.41) .

(5)- ان التأثير المباشر لملموسية موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.25) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.47) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة تسعى الى تحديد الحجم المناسب للموجودات الملموسة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد

الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.79) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (0.05) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

ث- اختبار تأثير فرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.21) .
- (2)- تؤثر فرصة نمو الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.38).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.21).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.55) .
- (5)- ان التأثير المباشر لفرصة نمو الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.01) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير الكلي الى (0.17) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة تسعى لاستغلال فرص النمو، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.64) ، فيما بلغ الحد الادنى لذات الاختبار (-0.39) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ج- اختبار تأثير العائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.009) .
- (2)- يؤثر العائد على موجودات الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.55).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.20) .
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.56).
- (5)- ان التأثير المباشر للعائد على موجودات الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.03) وهو تأثير سلبي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.28)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%)، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة

بلغ (0.82) ، فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (-0.34) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

ح- اختبار تأثير العائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.04) .
- (2)- يؤثر العائد على حق ملكية الشركة بصورة ايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (0.56).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.20).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.53) .

(5)- ان التأثير المباشر للعائد على حق ملكية الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.02) وهو تأثير ايجابي . ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد زاد من قيمة التأثير الكلي الى (0.33)، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%)، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.81) ، فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (-0.32) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

خ- اختبار تأثير نسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على الرافعة المالية وبمقدار (-0.94) .
- (2)- تؤثر نسبة تداول الشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.18).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.09).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.59) .

(5)- ان التأثير المباشر لنسبة تداول الشركة في القيمة السوقية المضافة كان (0.32) وهو تأثير ايجابي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة قد قلت قيمة التأثير الكلي الى (0.12) وقد يرجع ذلك الى ان الشركة كانت تحتفظ بسيولة غير مناسبة، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة لم يكن معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار

(Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (0.62) ، فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (-0.47) حيث يلحظ توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة غير معنوي.

د- اختبار تأثير الاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة عبر المتغيرات الوسيطة.

- (1)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة ايجابية على الرافعة المالية وبمقدار (0.53) .
- (2)- يؤثر الاعفاء الضريبي للشركة بصورة عكسية على القيمة الاقتصادية المضافة وبمقدار (-0.38).
- (3)- تؤثر الرافعة المالية بصورة عكسية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (-0.04).
- (4)- تؤثر القيمة الاقتصادية المضافة بصورة ايجابية على القيمة السوقية المضافة وبمقدار (0.43).

(5)- ان التأثير المباشر للاعفاء الضريبي للشركة في القيمة السوقية المضافة كان (-0.29) وهو تأثير سلبي. ثم بالإفادة من الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ازدادت قيمة التأثير السلبي الكلي الى (-0.48) ، علما ان تأثير المتغيرات الوسيطة كان معنويا عند مستوى (10%) ، وذلك لان الحد الاعلى لاختبار (Bootstrap) الذي يقيس معنوية المتغيرات الوسيطة بلغ (-0.09) ، فيما بلغ الحد الأدنى لذات الاختبار (-0.75) حيث يلحظ عدم توسط الصفر بين القيمتين، مما يجعل تأثير المتغيرات الوسيطة معنوي.

11- التأثير المعنوي للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة.

ويظهر من الجدول (3-33) ان نصف الشركات عينة الدراسة تمتلك عدد من محددات هيكل التمويل لها تأثير ذو دلالة معنوية على القيمة السوقية المضافة عبر توسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة وعلى النحو الآتي:-

- 1- تحقق اثر العائد على الموجودات في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في شركتي بغداد للمشروبات الغازية والكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية، بمعنى لا تقبل فرضية العدم الفرعية الخامسة من الفرضية الرئيسية الثامنة بنسبة 20% من الشركات عينة الدراسة.

2- تحقق اثر العائد على الحق في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في شركتي بغداد للمشروبات الغازية والكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية، بمعنى لا تقبل فرضية العدم الفرعية السادسة من الفرضية الرئيسية الثامنة بنسبة 20% من الشركات عينة الدراسة.

3- تحقق اثر عمر الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في ثلاث شركات هي العراقية للسجاد والمفروشات والمنصور للصناعات الدوائية والخياطة الحديثة، بمعنى لا تقبل فرضية العدم الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية الثامنة بنسبة 30% من الشركات عينة الدراسة.

4- تحقق اثر الملموسية في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في شركتي العراقية للسجاد والمفروشات والخياطة الحديثة، بمعنى لا تقبل فرضية العدم الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسية الثامنة بنسبة 20% من الشركات عينة الدراسة.

5- تحقق اثر نسبة التداول في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في شركتي العراقية للسجاد والمفروشات والكندي لإنتاج اللقاحات، بمعنى لا تقبل فرضية العدم الفرعية السابعة من الفرضية الرئيسية الثامنة بنسبة 20% من الشركات عينة الدراسة.

6- تحقق اثر فرص النمو في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في شركة الكندي لإنتاج اللقاحات ، بمعنى لا تقبل فرضية العدم الفرعية الرابعة من الفرضية الرئيسية الثامنة بنسبة 10% من الشركات عينة الدراسة.

7- تحقق اثر الاعفاء الضريبي في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في ثلاث شركات هي الكندي لإنتاج اللقاحات والمنصور للصناعات الدوائية والخياطة الحديثة، بمعنى لا تقبل فرضية العدم الفرعية الثامنة من الفرضية الرئيسية الثامنة بنسبة 30% من الشركات عينة الدراسة.

8- تحقق اثر حجم الشركة في القيمة السوقية المضافة عبر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المنصور للصناعات الدوائية، بمعنى لا تقبل فرضية العدم الفرعية الاولى من الفرضية الرئيسية الثامنة بنسبة 10% من الشركات عينة الدراسة.

جدول (3-33) الاثر المعنوي للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغيرات الوسيطة.

المتغير المعتمد (القيمة السوقية المضافة)	القيمة الاقتصادية المضافة	الرافعة المالية	المتغيرات الوسيطة والمعتمدة		القيمة المضافة	الرافعة المالية	المتغيرات الوسيطة والمعتمدة	الشركة
			التأثير المباشر	التأثير الكلي				
0.05	0.806	-0.69	0.03	0.525	0.806	-0.69	العائد على الموجودات	بغداد للمشروبات الغازية
0.05	0.8	-0.715	-0.07	0.522	0.8	-0.715	العائد على حق الملكية	
0.1	0.538	-0.333	0.27	0.521	0.538	-0.333	عمر الشركة	العراقية للسجاد والمفروشات
0.03	-0.625	0.269	-0.07	-0.412	-0.625	0.269	الملموسية	
0.04	0.669	-0.907	0.06	0.455	0.669	-0.907	نسبة التداول	
0.08	0.256	0.311	0.09	0.334	0.256	0.311	فرصة النمو	الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية
0.004	0.93	0.4	-0.44	0.55	0.93	0.4	العائد على الموجودات	
0.004	0.92	0.41	-0.44	0.55	0.92	0.41	العائد على حق الملكية	
0.02	-0.28	-0.91	-0.33	-0.55	-0.28	-0.91	نسبة التداول	
0.004	-0.72	-0.62	-0.3	-0.68	-0.72	-0.62	الاعفاء الضريبي	
0.02	0.026	0.2	-0.57	-0.57	0.026	0.2	حجم الشركة	المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل
0.02	-0.04	0.19	-0.55	-0.56	-0.04	0.19	عمر الشركة	
0.004	0.081	-0.29	0.59	0.575	0.081	-0.29	الاعفاء الضريبي	
0.09	0.87	0.26	0.39	0.5	0.87	0.26	عمر الشركة	الخيطة الحديثة
0.07	0.52	-0.02	0.25	0.47	0.52	-0.02	الملموسية	
0.03	-0.38	0.53	-0.29	-0.48	-0.38	0.53	الاعفاء الضريبي	

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (AMOS, V.23)

الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

- 1- أظهرت الدراسات ان محددات هيكل التمويل مثل الربحية وحجم الشركة وعمر الشركة والسيولة والاعفاء الضريبي وغيرها تؤثر في هيكل تمويل الشركات العالمية وان تأثير هذه المحددات يختلف بقوته ونوعه باختلاف الدول وقطاعات الاعمال.
- 2- يعد الدين قصير الأجل المصدر الأساسي لتمويل الشركات العاملة في اغلب البلدان النامية في حين ان مصادر التمويل طويل الاجل التي تمتلكه الشركات العاملة في البلدان المتقدمة له نفس الاهمية اذا ما تم مقارنته مع التمويل قصير الاجل.
- 3- تضطر اغلب الشركات الى الاعتماد على التمويل الداخلي والتمويل الخارجي بإصدار الاسهم بسبب عدم قدرتها في الحصول على الدين.
- 4- قد لا تسيطر بعض الشركة على جميع المحددات للوصول الى مستوى رافعة مالية مستهدف، وعليه تعجز بعض الشركات في تقليل تكلفة راس المال والتي تؤثر في نهاية المطاف في القيمة السوقية المضافة.
- 5- أظهرت النتائج بان هناك تسع شركات من عينة الدراسة لها قيمة سوقية مضافة موجبة، عبر مدة الدراسة لأغلب السنوات، باستثناء شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل التي كانت تغطي الارقام السالبة على القيمة السوقية المضافة، وهذا لا يشير الى ان هذه الزيادة ناتجة عن تخفيض تكاليف التمويل نتيجة الوصول الى هيكل التمويل الامثل او زيادة القيمة الاقتصادية المضافة، ولكن الى سلوك المستثمرين وربما قيام الشركات بجعل أسهمها تبدو في بعض الأحيان أكثر جاذبية للمستثمرين.
- 6- أظهرت النتائج بان هناك سبع شركات من عينة الدراسة لها قيمًا اقتصادية مضافة سلبية، اما الشركات الثلاثة المتبقية فقد حققت قيم اقتصادية مضافة موجبة وهي شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية و شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل و شركة الصنائع الكيماوية العصرية وهذا يشير إلى أن الإدارة لم تحقق الثروة المثلى للشركة ، وعليه فإن ثروة المساهمين ليست بالشكل الأمثل.

- 7- قد يكون لانخفاض القيمة الاقتصادية المضافة عواقب فورية، منها عدم القدرة على النمو في الظروف الطبيعية وكذلك، الإضرار بصورة الشركة، والتلكؤ في تسديد التزامات القروض قصيرة الأجل ، إلخ. كل هذه التبعات تؤدي الى انخفاض القيمة السوقية المضافة.
- 8- تشير النتائج الى أنه لا يوجد أي قرار بشأن مزيج من الديون وحقوق الملكية في تكوين رأس مال الشركات عينة الدراسة وكذلك عدم وجود هدف واضح لاستخدام المزيد من الديون قصيرة الأجل أو مصادر تمويل الديون طويلة الأجل في بيئة يشوبها عدم التأكد.
- 9- وجد أن الدين قصير الأجل هو مصدر الوحيد لتمويل الشركات بالقروض بينما يشكل حق الملكية المصدر الاساسي لتمويل هذه الشركات.
- 10- تشير النتائج الى انه هناك عدد من المحددات ليس لها تأثير معنوي على القيمة السوقية المضافة عند توسط المتغيرات الوسيطة لبعض الشركات، وهذا قد يرجع الى ضعف اداء تلك الشركات عبر مدة الدراسة نتيجة ظروف البلد السياسية والاقتصادية.
- 11- تشير النتائج الى ان جميع المحددات لها تأثير معنوي على القيمة السوقية المضافة عند توسط المتغيرات الوسيطة، ولكن ليس لجميع الشركات، وكما يأتي:
- أ- ادت المتغيرات الوسيطة بين العائد على الموجودات والقيمة السوقية المضافة الى زيادة التأثير الايجابي لشركتي بغداد للمشروبات الغازية و الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية، وهذا يعني ان الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة كانتا بالشكل المطلوب.
- ب- ادت المتغيرات الوسيطة بين العائد على حق الملكية والقيمة السوقية المضافة الى زيادة التأثير الايجابي لشركتي بغداد للمشروبات الغازية و الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية، وهذا يعني ان الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة كانتا تعملان بالشكل المطلوب.
- ت- ادت المتغيرات الوسيطة بين عمر الشركة والقيمة السوقية المضافة الى زيادة التأثير الايجابي لشركتي العراقية للسجاد والمفروشات والخياطة الحديثة وهذا يعني ان الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة كانتا تعملان بالشكل المطلوب. بينما شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل في على العكس.

ث- ادت المتغيرات الوسيطة بين ملموسية الموجودات والقيمة السوقية المضافة الى زيادة التأثير العكسي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات، وهذا يعني هناك ضعف في نسبة الرافعة المالية وكذلك القيمة الاقتصادية المضافة انعكست على القيمة السوقية المضافة، وعلى العكس بالنسبة لشركة الخياطة الحديثة.

ج- ادت المتغيرات الوسيطة بين نسبة التداول والقيمة السوقية المضافة الى زيادة التأثير الايجابي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات، وهذا يعني ان الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة كانتا تعملان بالشكل المطلوب. وعلى العكس بالنسبة لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية.

ح- ادت المتغيرات الوسيطة بين فرص النمو والقيمة السوقية المضافة الى زيادة التأثير الايجابي للشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية، وهذا يعني ان الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة كانتا تعملان بالشكل المطلوب.

خ- ادت المتغيرات الوسيطة بين الاعفاء الضريبي والقيمة السوقية المضافة الى زيادة التأثير السلبي لشركتي الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية والخياطة الحديثة، وكذلك ادت الى تخفيض التأثير الايجابي لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل، وهذا يعني هناك ضعف في نسبة الرافعة المالية وكذلك القيمة الاقتصادية المضافة انعكست على القيمة السوقية المضافة.

د- ادت المتغيرات الوسيطة بين حجم الشركة والقيمة السوقية المضافة الى عدم تغير التأثير السلبي، وهذا يعني هناك ضعف في نسبة الرافعة المالية وكذلك القيمة الاقتصادية المضافة انعكست على القيمة السوقية المضافة.

12- تساهم نتائج هذه الدراسة في الأدبيات الموجودة ، مما يوفر مزيداً من الأدلة التجريبية على السلوك المالي للشركات في سياق اقتصادي لم يتم استكشافه بعد فيما يتعلق بالقيمة الاقتصادية المضافة . علاوة على ذلك ، يمكن أن تكون النتائج التجريبية مفيدة لرجال الأعمال ومديري الشركات لتحسين قراراتهم المالية.

ثانياً: التوصيات

استناداً الى ما جاء بالاستنتاجات يقترح الباحث عدد من التوصيات هي:

- 1- ينبغي استخدام القيمة السوقية المضافة كأداة في مكافئة المديرين، اذ يتوقع ان يميل المديرين عند تعويضهم على أساس MVA إلى تعظيم الاخيرة.
- 2- قيام ادارة الشركة بإرشاد المستثمرين عند اختيار الاسهم في استخدام القيمة السوقية المضافة، وهي طريقة سهلة نسبياً، حيث يمكن للمستثمرين تفسير قيمة MVA الإيجابية على أنها معلومات عن الزيادة في ثروة الشركة الناتجة عن سعر السوق الذي يزيد على القيمة الدفترية.
- 3- ينبغي أن تكون القيمة السوقية المضافة الأساس عند تصميم ووضع استراتيجيات الشركات والأعمال.
- 4- ينبغي على المديرين أن يتصرفوا بصفتهم رواد أعمال وأن يبنوا قراراتهم الاستثمارية عبر استخدام القيمة الاقتصادية المضافة والمقارنة مع الفرصة البديلة لتحقيق الأداء الأفضل في صنع تلك القرارات.
- 5- إنشاء وحدة منفصلة داخل الشركات لتقييم وإدارة القيمة المضافة من أجل الاستفادة من جميع الموجودات لكسب أداء مالي أعلى.
- 6- لا ينبغي أن تحل القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء محل المقاييس المحاسبية بالكامل ، حيث على الشركات الاستمرار في مراقبة المقاييس التقليدية مثل العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية.
- 7- ينبغي أن يكون لدى المديرين وصانعي القرار في الشركات نظرة عامة على تكاليف هيكل التمويل ومحدداته. ولا ينبغي أن يفضلوا التمويل بحق الملكية او قصيرة الأجل بدون دراسة والتركيز على بناء أهداف طويلة الأجل. ويجب عليهم كذلك اتخاذ خطوات لزيادة العوائد للخروج من هذه الازمة التي تواجههم.
- 8- بناء العلاقات مع مقدمي القروض المصرفية كونها تلعب دورًا جوهريًا في الحصول على القرض في الوقت المناسب، والاستفادة من سمعة الشركة وعمرها الطويل كونه متغير له تأثير معنوي كما اثبتته الدراسة.

- 9- يفضل ان يقوم سوق العراق للأوراق المالية بمطالبة لشركات الأعضاء في هذا السوق للإبلاغ عن قيمتها السنوية الثابتة والمضافة فضلا عن القيمة الاقتصادية المضافة للحصول على معلومات واضحة للمساهمين وقرار المستثمرين.
- 10- إجراء دراسات إضافية خاصة للقطاعات النشطة والتي لم تتم تغطيتها في الدراسات السابقة وكذلك استخدام المحددات الأخرى والبحث عن محددات جديدة لهيكل التمويل لدراسة تأثيرها على القيمة السوقية المضافة عبر توسط الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.
- 11- البحث عن عوامل وسيطة ومؤثرة حيث من الممكن أن يكون هناك عامل معنوي مفقود من النموذج يتوسط محددات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة.

المراجع

1- القران الكريم

النشرات

- 1- النشرة السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للأعوام 2004-2018.
- 2- التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي لعام 2005 ولغاية 2018.
- 3- التقرير السنوي لحركة التداول لهيئة الاوراق المالية لعام 2007 ولغاية 2018

books

- 1- Albrecher, H., Binder, A., Lautscham, V., & Mayer, P. (2013). *Introduction to quantitative methods for financial markets*. Springer Science & Business Media.
- 2- Corelli, A. (2016). *Analytical Corporate Finance*. Springer International Publishing Switzerland.
- 3- Emile Woolf International. (2015). *business finance decisions*. First edition. The Institute of Chartered Accountants of Pakistan.
- 4- Gitman, L. J., Joehnk, M. D., & Billingsley, R. (2014). *PFIN 3*. Cengage Learning.
- 5- Merino, D. N. (2016). *Basic Accounting and Finance*. Engineering Management Handbook, Huntsville: American Society for Engineering Management (ASEM).
- 6- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. (2017). *Essentials of Corporate Finance*, Ninth Edition, Printed in the United States of America. McGraw-Hill Education.

Theses

- 7- Bercaw, L. E. (2017). *No Place Like Home? Housing Suitability for Older Adults Who Are Aging in Place*. Brandeis University, The Heller School for Social Policy and Management.
- 8- Bhardwaj, A. (2012). *Financial leverage and firm's value: A study of capital Structure of Selected Manufacturing Sector Firms in India*. (Doctoral dissertation, National Institute of Technology Kurukshetra).
- 9- Böcskei, E., Vértesy, L., & Bethlendi, A. (2020). The Accounting and Legal Issues of Capital Reserve, with Particular Emphasis on Capital Increase by Share Premium. *PÉNZÜGYI SZEMLE/PUBLIC FINANCE QUARTERLY*, 65(2), 226-243.
- 10- Orey, M. (2016). *Is it Worth It? The Career Benefits and Return on Investment of Volunteer Leadership as Perceived by Chapter Leaders in a Professional Talent Development Association* (Doctoral dissertation, Brandman University).
- 11- Pereira, L. R. (2019). *Implications of Non-Tangible Assets and Macroeconomic Parameters on Long-term Stock Performance* (Doctoral dissertation, Walden University University).
- 12- Wen, Q. (2014). *Essays on Asset Pricing Anomalies* (Doctoral dissertation, Emory University).

Scientific Journals

- 13- Abbas, A., Hashmi, S. H., & Chishti, A. (2016). Dividend policy and capital structure: Testing endogeneity. *Available at SSRN 2745726*.

- 14- Abdillah, R., Hosen, M. N., & Muhari, S. (2016). The determinants factor of Islamic bank's profitability and liquidity in indonesia. *Knowledge Horizons. Economics*, 8(2), 140-147.
- 15- Abdul, A. A. A. (2017). The Relationship between Solvency Ratios and Profitability Ratios: Analytical Study in Food Industrial Companies listed in Amman Bursa. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 86-93.
- 16- Abdulla, Y. (2017). Capital structure in a tax-free economy: evidence from UAE. *International journal of Islamic and Middle Eastern finance and management*. 10(1), 102-116.
- 17- Abdulla, Y., Dang, V. A., & Khurshed, A. (2020). Suppliers' listing status and trade credit provision. *Journal of Corporate Finance*, 60, 1-62.
- 18- Aboody, D., Levi, S., & Weiss, D. (2018). Managerial incentives, options, and cost-structure choices. *Review of Accounting Studies*, 23(2), 422-451.
- 19- Abuhommous, A. A. A. (2017). Partial adjustment toward target accounts payable ratio. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(4), 484-502.
- 20- Acedo-Ramirez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarrete-Martinez, E. (2017). Determinants of Capital Structure: Family Businesses versus Non-Family Firms. *Finance a Uver: Czech Journal of Economics & Finance*, 67(2), 80-103.
- 21- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1006477.
- 22- Adam. A., & Quansah. E. (2019). Effects of Working Capital Management Policies on Shareholders' Value: Evidence from Listed Manufacturing Firms in Ghana. *PANOECONOMICUS*, 66(5), 659-686.
- 23- Adenugba, A. A., Ige, A. A., & Kesinro, O. R. (2016). Financial leverage and firms' value: A study of selected firms in Nigeria. *European Journal of Research and Reflection in Management Sciences*, 4(1), 14-32.
- 24- AFFANDI, F., SUNARKO, B., & YUNANTO, A. (2019). The Impact of Cash Ratio, Debt To Equity Ratio, Receivables Turnover, Net Profit Margin, Return On Equity, and Institutional Ownership To Dividend Payout Ratio. *Journal of Research in Management*, 1(4), 1-11.
- 25- Aggarwal, A., & Acharya, S. R. (2019). Impact on capital structure decision making: indian medium-sized food industry analysis. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 8(4), 47-60.
- 26- Ahkam, S. N., & Alom, K. (2019). Liquidity, Level of Working Capital Investment, and Performance in an Emerging Economy. *International Journal of Business and Economics*, 18(3), 307-328.
- 27- Ahsan, T., Wang, M., & Qureshi, M. A. (2016). Firm, industry, and country level determinants of capital structure: evidence from Pakistan. *South Asian Journal of Global Business Research*. Bingley5(3), 362-384.
- 28- Ahsan, T., Wang, M., & Qureshi, M. A. (2016). Firm, industry, and country level determinants of capital structure: evidence from Pakistan. *South Asian Journal of Global Business Research*, 5(3), 362-384.

- 29- Akgül, E. F., & SİGALI, S. (2018). Determinants of Capital Structure: An Application on BIST Transportation Index. *Journal of Accounting & Finance*, (77), 193-215.
- 30- Akgun, A. I., Samiloglu, F., & Oztop, A. O. (2018). The impact of profitability on market value added: evidence from turkish informatics and technology firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(4), 105-111.
- 31- Akinde, M. A., Eriki, P., & Ikpefan, O. A. (2018). Portfolio selection strategies and cognitive psychology biases: a behavioral evidence from the Nigerian equity market. *Investment Management & Financial Innovations*, 15(3), 267-282.
- 32- Akingunola, R., & Oyetayo, O. (2014). Determinant of financial structure decision in small and medium enterprises: A pilot study of selected registered companies in Nigeria. *Journal of Economics and Finance*, 3(1), 2321-5925.
- 33- Akpan, S. S., Mahat, F., Noordin, B. A., & Nassir, A. (2017). Contrasting the Effect of Risk-and Non Risk-Based Capital Structure on Insurers' Performance in Nigeria. *Social Sciences*, 6(4), 6-17.
- 34- Alagidede, P., & Mangenge, T. (2016). Financial analysis of the South African life insurance sector-An empirical decomposition of economic value added. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 9(3), 903-926.
- 35- AlAli, S. M. (2019). Influence of Capital Adequacy on Financial Stability Indexes a Field Study in Commercial Banks in Jordan. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-10.
- 36- Alirzayev, A., Shamkhalova, S., & Abdulov, A. (2020). The Impact of Non-banking Credit Organization Credits on Economic Growth in Azerbaijan. *Research in World Economy*, 11(5), 334-340
- 37- Alkhazaleh, A. M. K., & Al-Eitan, G. N. (2017). What Impact do Both Structures of Finance and Costs Have on Firm's Value? A Case Study of Industrial Manufacturing Companies in Jordan. *Journal of Economic & Management Perspectives*, 11(4), 296-304.
- 38- Al-Malkawi, H. A. N., & Pillai, R. (2018). Analyzing financial performance by integrating conventional governance mechanisms into the GCC Islamic banking framework. *Managerial Finance*, 44(5), 604-623.
- 39- Almendros, J. A. C., & Mira, F. S. (2018). Costs of debt, tax benefits and a new measure of non-debt tax shields: examining debt conservatism in Spanish listed firms. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 21(2), 162-175.
- 40- Al-Momani, M. A., & Obeidat, M. I. (2017). Towards more understanding of the financial leverage controversy: The evidence of the industrial firms at Amman Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 189-198.
- 41- Altan, M., & Karahan, N. S. (2016). Firmaya Serbest Nakit Akimlari, Özsermayeye Serbest Nakit Akimlari Ve Ekonomik Katma Değer Yöntemleri İle Firma Değerlemesi: Borsa İstanbul'da Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (35), 11-23.
- 42- Alvear, N. V. C., Herrera, R. A., & Higuerey, A. (2020). Los determinantes del EVA en las empresas de comunicación ecuatorianas: periodo 2012-2018. *Revista Ibérica de Sistemas e Tecnologias de Informação*, (E26), 192-201.

- 43- Ambily, D., Krishna, G., Aswathy, K., & Balakrishnan, D. (2016). A study on performance of IPO's under NSE from issue price to last trading price in the year 2013–2015. *Global Journal of Finance and Management*, 8(1), 43-48.
- 44- Amidu, M., Coffie, W., & Acquah, P. (2019). Transfer pricing, earnings management and tax avoidance of firms in Ghana. *Journal of Financial Crime*, 26(1), 235-259.
- 45- Amiri, A., Ravanpaknodezh, H., & Jelodari, A. (2016). The study of issuance of stocks in venture companies listed in Tehran Stock Exchange. *Marketing and Branding Research*, 3, 166-178.
- 46- An, C., Cheh, J. J., & Kim, I. W. (2017). Do Value Stocks Outperform Growth Stocks in the US Stock Market?. *Journal of Applied Finance and Banking*, 7(2), 99-112.
- 47- Andrieu, G., Staglianò, R., & Van Der Zwan, P. (2018). Bank debt and trade credit for SMEs in Europe: firm-, industry-, and country-level determinants. *Small Business Economics*, 51(1), 245-264.
- 48- Anton, S. G., & Afloarei Nucu, A. E. (2019). Firm value and corporate cash holdings. Empirical evidence from the polish listed firms, 22(3), 121-134.
- 49- Apan, R. D., & Vlad, M. P. (2016). Juridical perspectives on the increase of share capital of companies regulated by Law no. 31 of 1990; the entries registered within the trade registry regarding the increase of foreign participation in the share capital. *Juridical Tribune Journal= Tribuna Juridica*, 6, 40-60.
- 50- Aravind, M., & Ramya, K. (2015). Relationship between EVA (Economic Value Added) and share prices of select companies in BSE-Sensex-an empirical study. *Journal of Commerce & Accounting Research*, 4(3), 19-26.
- 51- Ardi, G., FIRMANSYAH, E. A., WIDYANINGSIH, I. U., & ROSSI, M. (2020). Capital Structure Determinants of Construction Firms: Does Firm Size Moderate the Results?. *Montenegrin Journal of Economics*, 16(2), 93-100
- 52- Arsov, S., & Naumoski, A. (2016). Determinants of capital structure: An empirical study of companies from selected post-transition economies. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu*, 34(1), 119-146.
- 53- Ashraf, B. N., Bibi, B., & Zheng, C. (2016). How to regulate bank dividends? Is capital regulation an answer?. *Economic Modelling*, 57, 281-293.
- 54- Ayalew, M. M., Xianzhi, Z., & Hailu, D. H. (2019). The finance of innovation in Africa. *European Journal of Innovation Management*, 23(3), 348-382.
- 55- Badawi, A., & AlQudah, A. (2019). The impact of anti-corruption policies on the profitability and growth of firms listed in the stock market: Application on Singapore with a panel data analysis. *The Journal of Developing Areas*, 53(1), 179-204.
- 56- Badshah, W., Irshad, S., Hakam, U., & Khan, A. S. (2016). Bank'S Supply Of Credit And Corporate Capital Structure In Pakistan. *Romanian Economic and Business Review*. suppl. Special Issue 1: 17-24
- 57- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Koralalage, W. B. Y., & Azeez, A. A. (2019). Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Managerial Finance*. 46(1), 2-20
- 58- Balachandar, D., & Sivakumar, N. (2016). Financial Evaluation of Firms Using Economic Value Added as a Performance Measure—A Comparative Study. *Srusti Management Review*, 9(1), 11-16.

- 59- Baldwin, N. (2018), Intellectual development, *Property Journal; London*, 28-30.
- 60- Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N., & Vasiliou, D. (2016). SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), 1.
- 61- Bannerman, S., & Fu, G. (2019). Analyzing Access to Long Term Debt Effects on Firms Growth: Evidence of China. *European Journal of Social Sciences*, 58(1), 5-13.
- 62- Batabyal, S., & Robinson, R. (2017). Capital change and stability when dividends convey signals. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 65, 158-167.
- 63- Bawono, A. D. B., Ramadhanti, M., & Kurniawati, L. (2020). Earnings and Cash Flow Information on Its Value Relevance by The Book Value. *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 5(1), 46-53.
- 64- Bedoui, R., & BenMabrouk, H. (2017). CAPM with various utility functions: Theoretical developments and application to international data. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1-21.
- 65- Behera, S. (2020). Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required return than constant required return?. *Financial Innovation*, 6(1), 9.
- 66- Bengtsson, E., & Waldenström, D. (2018). Capital shares and income inequality: Evidence from the long run. *The Journal of Economic History*, 78(3), 712-743.
- 67- Beniušytė, E., & Zonienė, A. (2014). Financial model of investments to fixed assets. *Buhalterinės apskaitos teorija ir praktika*, (16), 105-113.
- 68- Berzkalne, I., & Zelgalve, E. (2014). Trade-off theory vs. Pecking order theory—empirical evidence from the baltic countries. *Journal of economic and social developmen*, 1(1), 22-32.
- 69- Bhatia, N. K., & Sitlani, M. (2016). Determinants of Capital Structure of Small Firms: Empirical Evidence from Pharmaceutical Industry in Indore. *Anvesha*, 9(3), 17.
- 70- Blanco Murillo, M. A., Munoz Pena, F. A., & Palacio Leon, O. (2017). Optimization of project portfolio through the application of linear programming and CAPM. *REVISTA CIENCIAS ESTRATEGICAS*, 25(37), 71-86.
- 71- Bluszcz, A., & Kijewska, A. (2016). Factors creating economic value added of mining company. *Archives of mining sciences*, 61(1) , 109-123.
- 72- Bognárová, K. J. (2017). Analysis of the relationship between economic value added and market value added. *Challenges of the Knowledge Society*, 793-796.
- 73- Bognárová, K. J. (2018). The effect of leverage and economic value added on market value added. *Challenges of the Knowledge Society*, 812-816.
- 74- Bognárová, K. J. (2019). Contribution of eva leverage to the total leverage effect on the company. *Challenges of the Knowledge Society*, 989-993.

- 75- Bolek, M., Kacprzyk, M., & Wolski, R. (2012). The relationship between economic value added and cash conversion cycle in companies listed on the WSE. *e-Finanse: Financial Internet Quarterly*, 8(2), 1-10.
- 76- Boshoff-Knoetze, A., & Steenkamp, L. P. (2019). Quantifying the interest tax shield for different investors in South Africa. *African Journal of Business and Economic Research*, 14(2), 25-45.
- 77- Breuer, A., Frumusanu, M. L., Breuer, B. L., & Manciu, A. (2012). Cash and liquidity/liquidity and liquidity ratio. *Annals-Economy Series*, 4, 78-82.
- 78- Budiarmo, N. S. (2017). Propensity to pay dividend: testing for life cycle and free cash flow theories, 3(2), 1-15.
- 79- Bukair, A. A. A. (2019). Factors influencing Islamic banks' capital structure in developing economies. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(1), 2-20.
- 80- Bundala, N. N. H. (2012). Do Tanzanian companies practice pecking order theory, agency cost theory or trade-off theory? An empirical study in Tanzania listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4), 401-422.
- 81- Bunker, R. B., Cagle, C., & Harris, D. (2019). A Liquidity Ratio Analysis of Lean vs. Not-Lean Operations. *Management Accounting Quarterly*, 20(2), 10-16.
- 82- Bylo, A., & Çankaya, S. (2019). Capital structure determinants in transitional economies. *International Journal of Commerce and Finance*, 5(1), 70-78.
- 83- Cahyono, S. B., & Chawla, A. S. (2019). The determinants of firm financing structures across sectors: an evidence from Indonesian listed companies. *Investment management and financial innovations*, (16, Iss. 1), 100-118.
- 84- Cai, W. (2016). Use of preference shares in Chinese companies as a viable investment/financing tool. *Capital Markets Law Journal*, 11(2), 317-335.
- 85- Caraka, R. E., & Sugiyarto, W. (2016). Inflation Rate Modelling in Indonesia. *Etikonomi*, 15(2), 111-124.
- 86- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Determinants of capital structure: An empirical evaluation from India. *Journal of Advances in Management Research Bingley*, 12(1), 3-14.
- 87- Chaidir, C., & Pitriana, M. (2017). Faktor-faktor pengaruh return on investment. *JIMFE (Jurnal Ilmiah Manajemen Fakultas Ekonomi)*, 3(2), 60-69.
- 88- Chaklader, B., & Chawla, D. (2016). A study of determinants of capital structure through panel data analysis of firms listed in NSE CNX 500. *Vision*, 20(4), 267-277.
- 89- Chakrabarti, A., & Chakrabarti, A. (2019). The capital structure puzzle—evidence from Indian energy sector. *International Journal of Energy Sector Management*. 13(1), 2-23.
- 90- Chandren, S., Ahmad, Z., & Ali, R. (2015). Corporate governance mechanisms and accretive share buyback to meet or beat earnings per share forecast. *International Journal of Business and Society*, 16(3), 344-363.
- 91- Chari, L. (2009). Measuring value enhancement through economic value added: Evidence from literature. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(9), 46-62.
- 92- Charity, E., Austin, O. C., Orji, O. C., Steve, E. E., & Okechukwu, A. J. (2019). Capital Structure Determinants and Performance of Startup Firms in Developing

- Economies: A Conceptual Review. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 25(3), 1-9.
- 93- Charles, D., Ahmed, M. N., & Joshua, O. (2018). Effect of firm characteristics on profitability of listed consumer goods companies in Nigeria. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 4(2), 14-31.
- 94- Chary, T. S., & Saibaba, N. (2015). Evaluation of Financial Performance Using Economic Value Added Metrics in Pharmaceutical and IT Companies- A Comparative Study. *IPE Journal of Management*, 5(2), 15-25.
- 95- Chaudhary, P. (2016). Test of CAPM: A Study of India and US. *International Journal of Financial Management*, 6(2), 51-58.
- 96- Chevallier, J., & Vo, D. T. (2019). Portfolio allocation across variance risk premia. *The Journal of Risk Finance*, 20(5), 556-593.
- 97- Chhatoi, B. P. (2017). Impact of Short-Term Solvency on Operational Efficiency: A Study on Cement Industry. *Srusti Management Review*, 10(1), 19-29.
- 98- Chipeta, C., & Deressa, C. (2016). Firm and country specific determinants of capital structure in Sub Saharan Africa. *International Journal of Emerging Markets*. Bradford 11(4), 649-673.
- 99- Chod, J., Lyandres, E., & Yang, S. A. (2019). Trade credit and supplier competition. *Journal of Financial Economics*, 131(2), 484-505.
- 100- Chubka, O. M., Politylo, M. P., & Moroz, N. V. (2018). Management of current assets in the context of macroeconomic development. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*, (2), 165-174.
- 101- Chunduru, S. (2020). Building a culture of performance: implementing economic value added (eva) for stakeholder value creation. *Journal of Contemporary Management Research*, 14(1), 31-42.
- 102- Cizkowicz-Pękała, M. (2017). Trade credit: a benefit to get, a “must” to give? Motives behind trade credit use in Poland. *e-Finanse*, 13(4), 54-66.
- 103- Coffie, W., Bedi, I., & Amidu, M. (2018). The effects of audit quality on the costs of capital of firms in Ghana. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(4), 639-659
- 104- Constantinou, G., Karali, A., & Papanastasopoulos, G. (2017). Asset growth and the cross-section of stock returns: evidence from Greek listed firms. *Management Decision*, 55(5), 826-841.
- 105- Cortese, D. (2017). The dominion of means over ends. Modern bank credit and Max Weber’s irrational rationalization. *The journal of philosophical economics: Reflections on economic and social issues*, 10(2), 65-101.
- 106- Crowe, B. A. (2016). Raising additional Tier 1 capital: a survey of bank depositary share offerings from 2012 to 2015. *Capital Markets Law Journal*, 11(2), 278-295.
- 107- Cwynar, A., Cwynar, W., & Dankiewicz, R. (2015). Studies of firm capital structure determinants in Poland: an integrative review. *e-Finanse*, 11(4), 1-22.
- 108- D’Amato, A. (2019). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. *Small Business Economics*, 1-23.
- 109- Dandara, L., & Revenco, V. (2018). Theoretical and Legal Aspects Concerning the Legal Regulation of the Share Capital of a Joint Stock Company According to the Legislation of the Republic of Moldova. *Economy Transdisciplinarity Cognition*, 21(1), 40-45.

- 110- Dani, A. C., Padilha, D., dos Santos, C. A., & Almeida-Santos, P. S. (2016). Effect of market timing in the capital structure of Latin America. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 6(3), 143-159.
- 111- Dary, S. K., & James Jr, H. S. (2020). Trade Credit Contracts, Theories and their Applications: A Synthesis of the Literature. *Ghana Journal of Development Studies*, 17(1), 86-91.
- 112- Dash, M. (2017). A study on Granger causality in the CAPM. *i-Manager's Journal on Management*, 11(4), 61-68
- 113- de Almeida, D. L., de Souza Costa, P., & Martins, E. (2016). Ações preferenciais brasileiras: passivos financeiros ou instrumentos patrimoniais?. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(1), 129-145.
- 114- De Marco, A., Mangano, G., & Narbaev, T. (2017). The influence of risk on the equity share of build-operate-transfer projects. *Built environment project and asset management*, 7(1), 45-58
- 115- de Oliveira Ritta, C., Bambino, A. C., & da Silva, T. P. (2019). Financial flow as determinant of capital structure of Latin American companies. *Estudios Gerenciales*, 35(150), 3-15.
- 116- de Oliveira Ritta, C., Jacomossi, F. A., Fabris, T. R., & Klann, R. C. (2017). Um estudo sobre causalidade entre EBITDA e retorno das ações de empresas brasileiras (2008-2014). *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 115-130.
- 117- de Vasconcelos, L. N. C., & Martins, O. S. (2019). Value and growth stocks and shareholder value creation in Brazil. *Revista de Gestão*, 26(3), 293-312.
- 118- del Mar Miralles-Quiros, M., Miralles-Quiros, J. L., & Valente-Gonçalves, L. M. (2017). Testing the efficiency-CAPM joint hypothesis in the BOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), 414-435.
- 119- Delkosh, M., & Abdollah, E. Z. (2017). A Survey of Assets Growth Models in Prediction of the Rank of Liquidity. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(5), 147-154.
- 120- Deng ,D., & Shao , R.(2020). Income Tax and Capital Structure of Multinational Corporations. *Advances in Economics, Business and Management Research*, (133),20-24.
- 121- Dermawan, E. S., & Indrajati, M. D. (2017). The Quality of Operating Profit and Other Comprehensive Income: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economic & Management Perspectives*, 11(1), 1545-1557.
- 122- Dewanti, L., & Rokhim, R. (2017). Comparative economic value added on Southeast Asian banking industry. *Economic Journal of Emerging Markets*, 9(1), 74-83.
- 123- Dewi, A. P., Sutrisno, S. T., & Purwanti, L. (2020). The impact of leverage on the earning response coefficients. *International Journal of Research in Business and Social Science (2147-4478)*, 9(4), 277-285.
- 124- Dou, X., & Qi, S. (2019). The choice of green bond financing instruments. *Cogent Business & Management*, 6(1), 1-19.
- 125- Dumitrascu, R. A. (2014). The Process of Creating Economic Value Added: Causes, Factors and Implications. *Knowledge Horizons. Economics*, 6(1), 30-33.
- 126- Durrah, O., Rahman, A. A. A., Jamil, S. A., & Ghafeer, N. A. (2016). Exploring the relationship between liquidity ratios and indicators of financial

- performance: An analytical study on food industrial companies listed in Amman Bursa. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 435-441.
- 127- Dvorský, J., Ključnikov, A., & Polách, J. (2020). Business risks and their impact on business future concerning the entrepreneur's experience with business bankruptcy: case of Czech Republic. *Problems and Perspectives in Management*, 18(2), 418-430.
- 128- Dzafic, J., & Polic, N. (2019). The Impact of Financial Leverage on Firm Growth: Empirical Evidence from Bosnia & Herzegovina. *Eurasian Journal of Business and Management*, 7(1), 65-73.
- 129- Eboli, M., & Toto, A. (2019). The Insurance Value of Trade Credit. *International Journal of Economics and Finance*, 11(7), 87-96.
- 130- Effiong, S. A., Oti, P. A., & Akpan, D. C. (2019). TRIPLE BOTTOM LINE REPORTING AND SHAREHOLDERS' VALUE IN OIL AND GAS MARKETING FIRMS IN NIGERIA. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(5), 1-16.
- 131- Elamir, E. A. (2020). Modeling and predicting earnings per share via regression tree approaches in banking sector: Middle East and North African countries case. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 51-68.
- 132- El-Diftar, D. (2020). Firm-level determinants of capital structure in the MENA region. *Journal of Research in Emerging Markets*, 2(3), 1-12.
- 133- El-Masry, A. A. (2016). Capital structure and performance of Middle East and North Africa (MENA) banks: an assessment of credit rating. *Banks & bank systems*, 11(1), 77-91.
- 134- Elmizaev, S., & Elmurodov, Sh. (2020). The relationship between capital structure and dividend policy. "Халқаро молия ва ҳисоб" илмий электрон журнали. No2, 1-6.
- 135- Enea, C. (2017). Changing the Share Capital in Commercial Companies. *Annals Constantin Brancusi U. Targu Jiu Juridical Sci. Series 3*, 73-92.
- 136- Eswara, D., & Venkat, P. S. (2015). An Empirical Study on Economic Value-Added and Market Value-Added of Selected Indian FMCG Companies. *The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 14(3), 49-65.
- 137- Fadli, F., & Hongbing, O. (2020). Can financial ratio change stock price?(Iq 45 index case study for 2010-2018). *International Journal of Information, Business and Management*, 12(2), 21-34.
- 138- Fioresi de Sousa, E., Kliemann Neto, F. J., Fontoura Andriotti, R., & Rech Campagnolo, R. (2020). Economic Assessment of Brazilian Public Ports: Value-Based Management. *Brazilian Business Review (English Edition)*, 17(4), 439-457.
- 139- Fischer, M., & Jensen, B. A. (2019). The debt tax shield in general equilibrium. *Journal of Banking & Finance*, 100, 151-166.
- 140- Floștoiu, S., & Milandru, M. (2020, June). Evaluation of Tangible Fixed Assets. In *International conference knowledge-based organization*, 26(2), 31-36.
- 141- Gagliolo, F., & Cardullo, G. (2020). Value Stocks and Growth Stocks: A Study of the Italian Market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(3), 7-15.

- 142- Gelo, T., Vrban, Ž., & Pudić, D. (2019). Allowed Revenue of Network System Operators in the Croatian Energy Sector and Interest Rate Changes on the Croatian Capital Market. *Zagreb International Review of Economics and Business*, 22(s2), 73-91.
- 143- Geng, S., Liu, S., & Liao, X. (2021). Operating Performance of Tourism Listed Companies in China: The Perspective of Economic Value Added. *SAGE Open*, 11(1), 1-10.
- 144- Gharaibeh, O. K., & Saqer, A. T. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Jordanian service companies. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 364-376.
- 145- Gharaibeh, O. K., & Saqer, A. T. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Jordanian service companies. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 364.
- 146- Gill, A., & Mathur, N. (2018). Religious beliefs and the promotion of socially responsible entrepreneurship in the Indian agribusiness industry. *Journal of Agribusiness in Developing and Emerging Economies*, 8(1), 201-218.
- 147- Gill, A., Amiraslany, A., Obradovich, J., & Mathur, N. (2019). Efficient working capital management, bond quality rating, and debt refinancing risk. *Managerial Finance*, 45(7), 885-869.
- 148- Gill, A., Mand, H. S., Amiraslany, A., & Obradovich, J. D. (2019). The Impact of Internal Financing Sources and Bank Financing on Information Technology Investment. *International Journal of Business & Economics*, 18(1), 1-16.
- 149- Glova, J. (2006). Hodnotová orientácia Economic Value Added-EVA. *Scientific papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics and Administration*. 10,44-51.
- 150- Gunarathna, V. (2016). How does financial leverage affect financial risk? An empirical study in Sri Lanka. *Amity Journal of Finance*, 1(1), 57-66.
- 151- Gunardi, A., Firmansyah, E. A., Widyaningsih, I. U., & Rossi, M. (2020). Capital Structure Determinants of Construction Firms: Does Firm Size Moderate the Results?. *Montenegrin Journal of Economics*, 16(2), 93-100.
- 152- Guni, C. N., & Munteanu, V. (2014). The Added Economic Value-an Instrument for the Performance Measurement. *Economics, Management and Financial Markets*, 9(4), 167-174.
- 153- Gwatidzo, T., Ntuli, M., & Mlilo, M. (2016). Capital structure determinants in South Africa: A quantile regression approach. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 9(1), 275-290.
- 154- Gyimah, D., Machokoto, M., & Sikochi, A. S. (2020). Peer influence on trade credit. *Journal of Corporate Finance*, 64, 1-67.
- 155- Hairudin, H., & Desmon, D. (2020). The effect of capital structure on firm value by using dividend policy as an intervening variable (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies). *DIMENSIA (Diskursus Ilmu Manajemen STIESA)*, 17(1), 70-87.
- 156- Haladu, A. (2016). An assessment of Nigeria's capital structure and its determinants from global recessions. *International Journal of Management Research and Reviews*, 6(7), 923-933.
- 157- Hamilah, H. (2020). The Effect of Commissioners, Profitability, Leverage, and Size of the Company to Submission Timeliness of the Financial

- Statements Tax Avoidance as an Intervening Variable. *Systematic Reviews in Pharmacy*, 11(1), 349-357.
- 158- Haque, M. I., Tausif, M. R., & Anis, A. (2020). Continued discussion on conventional versus Islamic banks: combining financial ratios and efficiency. *Banks and Bank Systems*, 15(1), 132-142.
- 159- Harjoto, M. A. (2017). Corporate social responsibility and degrees of operating and financial leverage. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(2), 487-513.
- 160- Haron, R., & Ibrahim, K. (2016). Islamic financing in mitigating access to financing problems of SMEs in Malaysia: a survey analysis. *Intellectual Discourse*, 24, 387-408.
- 161- Hedau, A., Singh, S., & Janor, H. (2018). Determinants Of Capital Structure—A Sector Specific Approach. *Romanian Economic and Business Review*, 13(4), 14-30.
- 162- Heinfeldt, J., & Wolf, F. M. (2014). Integrating enhanced business reporting and economic value added: an applied pedagogical opportunity. *Journal of Business and Educational Leadership*, 5(1), 18-27.
- 163- Hemmelgarn, T., & Teichmann, D. (2014). Tax reforms and the capital structure of banks. *International Tax and Public Finance*, 21(4), 645-693.
- 164- Henryani, F. F., & Kusumastuti, R. (2013). Analysis of ownership structure effect on economic value added. *Bisnis & Birokrasi Journal*, 20(3).
- 165- Hidayat, M., & Galib, M. (2019). Analisis Leverage Operasi dan Leverage Keuangan Terhadap Earning Per Share (EPS) di Perusahaan Industri Pabrik Kertas yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Economic, Management, Accounting and Technology (JEMATEch)*, 2(1), 33-42.
- 166- Hidayat, W., Tjaraka, H., Fitriasia, D., Fayanni, Y., Utari, W., Indrawati, M., ... & Samsi, N. (2020). The Effect of Earning per Share, Debt to Equity Ratio and Return on Assets on Stock Prices: Case Study Indonesian. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 26(2), 1-10.
- 167- Hundal, S., Sandstrom, A., & Uskumbayeva, A. (2018). The impact of the financial crisis on corporate capital structure dynamics in the nordic countries, *Eurasian Journal of Economics and Finance; Istanbul* 6(3), 34-51
- 168- Husaeni, U. A. (2018). Determinants of capital structure in companies listed in the Jakarta Islamic Index. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 26(2), 443-456.
- 169- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50-54.
- 170- Ibrahim, H., & Lau, T. C. (2019). THE DETERMINANTS OF FINANCIAL LEVERAGE FOR SURVIVING LISTED COMPANIES IN MALAYSIA. *International Journal of Business & Society*, 20(1), 75-94.
- 171- Ion, E. I., & Man, M. (2019). Economic Value Added Relevance for Stakeholders Regarding the Quality of Performance Analysis of Romanian Metallurgical Companies. *Calitatea*, 20(S1), 417.
- 172- Iqbal, F., Ahmad, M. B., & Ali, H. F. (2019). Determinants of capital structure: an empirical study of KSE listed MNCs in Pakistan. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies* 5(1), 173-195

- 173- Irawan, J. L. (2021). Pengaruh Return On Equity, Debt to Equity Ratio, Basic Earning Power, Economic Value Added Dan Market Value Added Terhadap Return Saham. *Jurnal Akuntansi*, 148-159.
- 174- Isaga, N. (2018). Access to bank credit by smallholder farmers in Tanzania: a case study. *Afrika focus*, 31(1).
- 175- Iyer, S., & Javadi, S. (2018). Beyond market timing theory. *Studies in Economics and Finance. Bradford* 35(4), 458-480
- 176- Jahanzeb, A., Bajuri, N. H., & Ghori, A. (2015). Market power versus capital structure determinants: Do they impact leverage?. *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1.
- 177- Jamkarani, R. G., & Banafi, M. (2017). Sticky of Selling, General and Administrative Expenses: The Role in Market Value Added and Economic Value Added. *International Journal of Economic Perspectives*, 11(3), 1141-1149.
- 178- Jaworski, J., & Czerwonka, L. (2019). Meta-study on relationship between macroeconomic and institutional environment and internal determinants of enterprises' capital structure. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 32(1), 2614-2637.
- 179- Jędrzejczak-Gas, J. (2018). Determinants of the capital structure of TSL sector enterprises. *Management*, 22(1), 122-139.
- 180- Jeroh, E. (2020). Corporate Financial Attributes and the Value of Listed Financial Service Firms: The Nigerian Evidence. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 24(2), 1-13.
- 181- Joshi, H. (2018). Corporate Risk Management, Firms' Characteristics and Capital Structure: Evidence from Bombay Stock Exchange (BSE) Sensex Companies. *Vision*, 22(4), 395-404.
- 182- Kadim, A., Sunardi, N., & Husain, T. (2020). The modeling firm's value based on financial ratios, intellectual capital and dividend policy. *Accounting*, 6(5), 859-870.
- 183- Kalinowski, S. (2017). Operating risk of Polish public companies-sectoral differences. *Economics & Sociology*, 10(1), 22-34.
- 184- Kalinowski, S., & Puziak, M. (2018). Does a financial crisis affect operating risk? Evidence from Polish listed companies. *Economics and Business Review*, 4(1), 64-85.
- 185- Kaloudis, A., & Tsolis, D. (2018). Capital structure in US, a quantile regression approach with macroeconomic impacts. *Kaloudis, A., & Tsolis, D.(2018). Capital Structure in US, a Quantile Regression Approach with Macroeconomic Impacts. Journal of Economics Bibliography*, 5(1), 1-17.
- 186- Kaluarachchi, D. G. P. (2019). Impact of operating spread on firm's performances: evidence from Sri Lankan manufacturing companies. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 5(4), 123-135.
- 187- Kamieniecki, W. (2016). EVA as a Tool for Estimation of Management Efficiency and Value Creation in Polish Telecom Sector. *Journal of Telecommunications and Information Technology* 4, 31-38.
- 188- Kang, M., & Ausloos, M. (2017). An Inverse Problem Study: Credit Risk Ratings as a Determinant of Corporate Governance and Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economies*, 5(4), 47.

- 189- Kartal, M. T. (2018). Bankaların Alacaklarından Dolayı Edindikleri Gayrimenkul Sınırlamasının Kaldırılmasının Muhtemel Etkileri: Mevduat Bankaları Üzerine Bir İnceleme. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), 189-208.
- 190- Kaur, I. (2014). Capital Structure Decision—theoretical and Empirical Evidence. *Journal of Commerce & Accounting Research*, 3(1).
- 191- Kaveri, V. S. (2016). Insolvency and Bankruptcy Code for Early Liquidation of Bank Debts from Corporates. *Vinimaya*, 37(3), 33-41.
- 192- Kaya, H. D. (2014). The Market Timing Theory of Capital Structure Revisited: Evidence from the SEO Market. *International Journal of Economic Perspectives*, 8(1), 62-74.
- 193- Kehinde, A., Benjamin, D.A., Ojo, A.Opeyemi, A., & Abiodun, O.A. (2017). Management and control of trade credit in commerce. *Int. J. Adv. Res.* 5(6), 983-989.
- 194- Khalaf, B. K. A., Bara, A., & Sukkari, L. (2017). Palestine and Saudi Arabia, Two Different Countries with Two Different Conditions: Are the Determinants of Capital Structure of Corresponding Markets the Same?. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 365-369.
- 195- Khan, N. P. (2018). Capital structure decision: which firm level and country level factors are reliably important in nonfinancial firms in Pakistan. *City University Research Journal*, 8(1), 79-89.
- 196- Khan, T. F., & Ghayas, A. (2020). A Study on the Determinants of Capital Structure: Evidence from India. *IUP Journal of Applied Finance*, 26(3), 47-59.
- 197- Kijewska, A. (2016). Causal analysis of determinants influencing the Economic Value Added (EVA)—a case of Polish entity. *Journal of Economics & Management*, 26(4), 52-70.
- 198- Kilenthong, P., Hultman, C. M., & Hills, G. E. (2016). Entrepreneurial marketing behaviours: impact of firm age, firm size and firm's founder. *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*, 18(1), 127-145.
- 199- Kirana, D.J., Ningsih, E.J., & Wijayanti, A. (2020). Incentives for Fixed Asset Revaluations. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 13(10), 799-812.
- 200- Kizildag, M. (2015). Financial leverage phenomenon in hospitality industry sub-sector portfolios. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 27(8), 1949-1978.
- 201- Kliestik, T., Michalkova, L., & Kovacova, M. (2018). Is a tax shield really a function of net income, interest rate, debt and tax rate? Evidence from Slovak companies. *Journal of International Studies*, 11(4), 295-311.
- 202- Knápková, A., Homolka, L., & Pavelková, D. (2014). Utilization of Economic Value Added and the Effect of Its Use on the Financial Performance of Companies in the Czech Republic. *Trends Economics and Management*, 8(19), 18-26.
- 203- Koc, F. (2017). Economic value added approach in measurement of financial performance: an investigation on economic added values of holdings and investment companies processed in BIST 100 in Turkey. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 3(4), 109-136.

- 204- Kolsi, M. C. (2017). The determinants of corporate voluntary disclosure policy. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(2), 249-265.
- 205- Konečný, Z. (2011). Economic Value Added as a Dependence on the Corporate-and Market-life Cycle. *Journal of Competitiveness*, 3(2), 71-82.
- 206- Kozubíková, L., Vojtovič, S., Rahman, A., & Smrčka, L. (2016). The role of entrepreneur's gender, age and firm's age in autonomy. The case study from the Czech republic. *Economics and Sociology*, 9(2), 168-182.
- 207- Kratz, N., & Kroflin, P. (2016). The relevance of net working capital for value based management and its consideration within an Economic Value Added (EVA) framework. *Journal of Economics & Management*, 23(1), 21-32.
- 208- Kulkarni, L., & Risbud, M. G. (2016). An Empirical Study of the Relationship Between Value Added and Stock Price of Firms in Indian Stock Market of Firms in Indian Stock Market. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 15(2), 23-37.
- 209- Kumar, M. S., & Babu, P. C. (2016). Determinants of capital structure of select edible oil firms in india. *Indian Journal of Commerce and Management Studies*, 7(1), 12-16.
- 210- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*. 13(2), 106-132.
- 211- Kumaraswamy, S., Ebrahim, R. H., & Wan Mohammad, W. M. (2019). Dividend policy and stock price volatility in Indian capital market. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 7(2), 862-874.
- 212- Kuprina, N., & Chernenko, I. (2018). Current assets of the enterprise: theoretical and practical aspects. *Економіка харчової промисловості*, 10(1), 28-37.
- 213- Kutsyk, P., Koryagin, M., Chik, M., & Kuskova, S. (2019). Development of evaluation the market value of the enterprise in the system of accounting and analytical support. *Independent Journal of Management & Production*, 10(7), 623-644.
- 214- Lai, F. W., & Shad, M. K. (2017). Economic Value Added Analysis for Enterprise Risk Management. *Global Business & Management Research*, 9(1), 338-347.
- 215- Le, T. T., Do, M. H. (2017), Determinants of capital structure: An empirical study on Vietnamese listed firms, *Serbian Journal of Management*; Bor 12(1), 77-92.
- 216- Leite, M., & Silva, T. P. D. (2019). Relação da estrutura de Capital e do valor econômico agregado no desempenho econômico em empresas industriais brasileiras e chilenas. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 27(1), 11-42.
- 217- Li, G., Hsiao, P., & Li, D. (2015). The Impact of Financial Risk on Business Risk. *International Journal of Business*, 20(4), 279-290.
- 218- Li, H., He, H., Zhang, Y. (2020). Impact of Controlling Shareholder Equity Pledge on Corporate Value. *Journal of Economic Science Research/ Volume*, 3(01), 55-65.
- 219- Li, X. D., Feng, X. N., Lu, B., & Song, X. Y. (2015). The determinants of capital structure choice for Chinese listed companies based on structural

- equation modeling approach. *Structural equation modeling (SEM)*, 25(1) , 51-76.
- 220- Lin, C., & Tsai, H. L. (2016). Achieving a firm's competitive advantage through dynamic capability. *Baltic Journal of Management*, 11(3), 260-285
- 221- Lin, L., & Lin, D. (2013). Agency costs of free cash flow and bidders' long-run takeover performance. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(3), 95-102.
- 222- Liu, F., Bian, C., & Gan, C. (2018). Government intervention and firm long-term bank debt: evidence from China. *Journal of Asia Business Studies*, 12(2), 137-150.
- 223- Liu, Z. J., & Wang, Y. S. (2017). Effect of earnings management on economic value added: G20 and African countries study. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 20(1), 1-9.
- 224- Lourenço, W.D.S. ,Louzada, L. C., Novaes, G. P. V. (2018).The moderating role of market structure on the relationship between firm operational performance and degree of operating leverage. *Revista Universo Contabil; Blemenau* ,14 (4), 160-181.
- 225- Lu-Andrews, R., & Yu-Thompson, Y. (2015). CEO inside debt, asset tangibility, and investment. *International Journal of Managerial Finance*, 11(4) , 451-479.
- 226- Lukianenko, L., & Shelest, V. (2018). Výrobná Značka Ako Aktívum V Medzinárodnom Obchode. *Medzinárodné Vzťahy*, 16(4), 390-406.
- 227- M'ng, J. C. P., Rahman, M., & Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1.
- 228- Machado, M. A. V., & Faff, R. W. (2018). Asset growth and stock return: evidence in the Brazilian market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 418-434.
- 229- Maeso, J. M., & Martellini, L. (2017). Factor Investing and Risk Allocation: From Traditional to Alternative Risk Premia Harvesting. *The Journal of Alternative Investments*, 20(1), 27-42.
- 230- Maina, L. K., Olweny, T., & Wanjau, K. L. (2018). Dynamic adjustment towards target capital structure: panel evidence of listed firms in Kenya. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies; Yalova*, 4(4) ,216-242.
- 231- Mand, H. S., Atri, M., Gill, A., & Amiraslany, A. (2018). The impact of bank financing and internal financing sources on women's motivation for e-entrepreneurship. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, 10(2), 102-115.
- 232- Mangafić, J., & Martinović, D. (2015). How Micro-Level Determinants Affect the Capital Structure Choice: Evidence from Bosnia and Herzegovina. *Journal of Economic & Social Studies (JECOSS)*, 5(2), 181-199.
- 233- Manjunatha, T., Chandra, M. S., & MJ, R. (2016). Testing of Economic Value Added Tool for Measuring Performance of Indian Information Technology Companies. *Anvesha*, 9(4), 44-51.
- 234- Manurung, E. T., & Manurung, E. M. (2019). A new approach of bank credit assessment for SMEs. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(3), 1-13.

- 235- Marie, L. I. G. O. C. K. Á. (2021). Relationship Between Profitability and Financial Leverage in Selected European Sugar Companies. *Listy Cukrovarnické a Reparské, 137*(4), 160.
- 236- Matemilola, B. T., Noordin, B. A. A., Ngah, W. A. S. W., & Nassir, A. M. (2015). Unobservable effects and speed of adjustment to target capital structure. *International Journal of Business and Society, 16*(3), 470-479.
- 237- Mathad, M. H. C. (2020). 38. A study on impact of leverage on the profitability & risk of the indian steel industry. One Day Online International Conference Organised by IRBE Publications, Denver, USA. 4, Special Issue (1), 223-227.
- 238- Mayuri, T., & Kengatharan, L. (2019). Determinants of Capital Structure: Evidence from Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka. *SCMS Journal of Indian Management, 16*(1), 43-56.
- 239- Michalak, A. (2016). The cost of capital in the effectiveness assessment of financial management in a company. *Oeconomia Copernicana, 7*(2), 317-329.
- 240- Mohanty, A. R., Kumar, S., & Patra, S. K. (2016). Bank credit and economic growth: An empirical evidence from Indian states. *International Journal of Current Research, 8*(9), 39145-39151.
- 241- Mohanty, M., & Pattnaik, S. (2016). Information Content of Economic Value Added: Evidence from Indian Banking Industry. *Srusti Management Review, 9*(2), 61-71.
- 242- Mohohlo, M. T., & Hall, J. H. (2018). The impact of operating leverage on the capital structure of Johannesburg Stock Exchange-listed firms before and after the 2008 global financial crisis. *Journal of Economic and Financial Sciences, 11*(1), 1-10.
- 243- Mota, J. H., & Moreira, A. C. (2017). Determinants of the capital structure of Portuguese firms with investments in Angola. *South African Journal of Economic and Management Sciences, 20*(1), 1-11.
- 244- Moyo, V. (2015). What Drives Security Issuance Decisions Of Firms Listed On The Johannesburg Stock Exchange: Market Timing Or Dynamic Trade-Off Theory Or Both?. *Journal of Applied Business Research (JABR), 31*(6), 2047-2068.
- 245- Mulyadi, D., & Sihabudin, O. S. (2020). Analysis of Current Ratio, Net Profit Margin, and Good Corporate Governance against Company Value. *Systematic Reviews in Pharmacy, 11*(1), 588-600.
- 246- Musarat, M. A., Alaloul, W. S., & Liew, M. S. (2020). Impact of inflation rate on construction projects budget: A review. *Ain Shams Engineering Journal, 11*(1), 1-8.
- 247- Mutie, J. M., Muturi, W., & Njeru, A. (2020). Informal finances and performance of wholesale and retail businesses in Kenya. *International Journal of Scientific and Research Publications, 10*(7), 885-901.
- 248- Naicker, M. (2017). The impact of the deferred tax adjustment on the Economic Value Added (EVA) measure. *Investment Management and Financial Innovations, 14*(3), 227-242.
- 249- Nakhaei, H. (2016). Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies. *Iranian Journal of Management Studies, 9*(2), 433-455.

- 250- Nakhaei, H., Hamid, N. I. N., Anuar, M. A., & Nakhaei, K. (2016). Is refined economic value added more associated with stock return than accounting measures? The Malaysian evidence. *Society and Economy in Central and Eastern Europe*, 38(1), 69-85.
- 251- Naser, K., Al-Mutairi, A., Al Kandari, A., & Nuseibeh, R. (2015). Cogency of Capital Structure Theories to an Islamic Country: Empirical Evidence from the Kuwaiti Banks. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(4), 979-988.
- 252- Naveed, M., Ramakrishnan, S., Anuar, M. A., & Mirzaei, M. (2015). Factors affecting speed of adjustment under different economic conditions. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 9(3), 165-182.
- 253- Nawazish, M., Rahat, B., & Reddy, K. (2016). Financial leverage and stock returns: evidence from an emerging economy. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 29(1), 85-100.
- 254- Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, Ș. C. (2018). The impact of capital structure on risk and firm performance: Empirical evidence for the Bucharest Stock Exchange listed companies. *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 1-29.
- 255- Nguyen, N. T. P., Nguyen, L. P., & Dang, H. T. T. (2017). Analyze the determinants of capital structure for Vietnamese real estate listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 270-282.
- 256- Ninh L. K., Anh B. T., & Tu P. A., (2019). Bank Credit, Trade Credit, and Profit: Evidence from Agricultural Firms in Vietnam. *Research in Economics and Management*, 4(4), 183-199.
- 257- Nobanee, H., & Abraham, J. (2015). Current assets management of small enterprises. *Journal of Economic Studies*, 42(4), 1-22.
- 258- Nwabuisi, O. F., Oke-Bello, A. M., Oyewole, A. S., Toriola, A. K., Folami, R. A., & Afolabi, A. O. (2020). The effect of bank credit on the performance of the manufacturing sector in Nigeria. *BizEcons Quarterly*, 9, 18-29.
- 259- Nyeadi, J. D., Banyen, K. T., & Mbawuni, J. (2017). Determinants Of Capital Structure Of Listed Firms In Ghana: Empirical Evidence Using A Dynamic System GMM. *The Journal of Accounting and Management*, 7(2), 159-173.
- 260- Obay, L. A. (2018). The Capital Structure Choice: Evidence of Debt Maturity Substitution By GCC Firms. *Asian Economic and Financial Review*, 8(11), 1298-1312.
- 261- Ocak, M., & Findık, D. (2019). The Impact of Intangible Assets and Sub-Components of Intangible Assets on Sustainable Growth and Firm Value: Evidence from Turkish Listed Firms. *Sustainability*, 11(19), 2-23.
- 262- Öhman, P., & Yazdanfar, D. (2017). Short-and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16(1), 106-124.
- 263- Okoye, L. U., Olokoyo, F. O., Ezeji, F. N., OKOH, J. I., & Egbuomwan, G. O. (2019). Determinants of behavior of inflation rate in Nigeria. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(21), 25-36.
- 264- Olaoye, F. O., & Kolawole, A. D. (2020). Financial information and stock price changes: a case of systematically important banks (SIBS) in Nigeria. *African Journal of Business and Economic Research*, 15(2), 73-88.
- 265- Onatca Engin, S. N., Unver Erbas, C., & Sokmen, A. G. (2019). Pecking Order Theory in Determining The Capital Structure: A Panel Data

- Analysis Of Companies in Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 10(3), 687-698.
- 266- Onsongo, S. K., Muathe, S., & Mwangi, L. W. (2020). Financial Risk and Financial Performance: Evidence and Insights from Commercial and Services Listed Companies in Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Financial Studies*, 8(3), 1-15.
- 267- Osazuwa, N. P., & Che-Ahmad, A. (2016). The moderating effect of profitability and leverage on the relationship between eco-efficiency and firm value in publicly traded Malaysian firms. *Social Responsibility Journal*. 12(2), 295-306.
- 268- Özulucan, A., Arslan, S., & Keleş, D. (2017). Menkul Kıymetlerin TMS 39 ve TFRS 9 Çerçevesinde Muhasebeleştirilmesi. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(4), 235-249.
- 269- Padovani, E., Rescigno, L., & Ceccatelli, J. (2018). Municipal bond debt and sustainability in a non-mature financial market: the case of Italy. *Sustainability*, 10(9), 1-25.
- 270- Pal, K., & Kumar, J. (2011). Economic value added vis-à-vis thinking of indian corporate managers: a survey analysis. *International Journal of Financial Management*, 1(3), 19-32.
- 271- Palazzo, B. (2019). Cash flows risk, capital structure, and corporate bond yields. *Annals of Finance*, 15(3), 401-420.
- 272- Palliam, R. (2006). Further evidence on the information content of economic value added. *Review of Accounting and Finance*, 5(3), 205-215.
- 273- Pandya, B. (2016). An Empirical Analysis of Market Value Added and Economic Profit with Reference to Listed Public Sector Enterprises of India. *FIIIB Business Review*, 5(4), 42-50.
- 274- Panić, D. S. (2017). Performance and financing strategies of female and male entrepreneurs in the Republic of Serbia. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, 9(2), 136-156.
- 275- Parab, N., & Reddy, Y. V. (2018). Impact of financial performance indicators on stock returns: Evidence from India, *International Journal of Business and Society; Sarawak* 19(3), 762-780.
- 276- Pasha, A., & Ramzan, M. (2019). Asymmetric impact of economic value-added dynamics on market value of stocks in Pakistan stock exchange, a new evidence from panel co-integration, FMOLS and DOLS. *Cogent Business & Management*, 6(1), 1-14.
- 277- Patel, R., & Shah, D. (2016). Mergers and Acquisitions-The game of Profit and Loss: A study of Indian Banking sector. *Researchers World*, 7(3), 92-100.
- 278- Pawel, S., Robert, Ś., & Mateusz, W. (2016). Can we invest on the basis of equity risk premia and risk factors from multi-factor models?. *Economics and Business Review*, 2(3), 78-98.
- 279- Pinto, V. (2016). Investors' Perception Towards Equity Share Investment: A Study with Reference to Mangalore City, Karnataka. *IUP Journal of Bank Management*, 15(2), 63-67.
- 280- Pointer, L. V., & Khoi, P. D. (2019). Predictors of Return on Assets and Return on Equity for Banking and Insurance Companies on Vietnam Stock Exchange. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 7(4), 185-198.

- 281- Poornima, B. G., Narayan, P., & Reddy, Y. V. (2015). Economic value-added as an emerging tool of performance measurement: Evidence from Indian companies. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 14(3), 38-48.
- 282- Popovic, Z., & Paunovic, M. (2018). The Dependence of the Cost of Capital on Degree of Diversification. *Montenegrin Journal of Economics*, 14(1), 53-67.
- 283- Pordea, D., David, D., & Mateş, D. (2020). The Impact of Operating Cash Flow and Current Ratio on the Profitability in Construction Industry. *Studia Universitatis „Vasile Goldis” Arad–Economics Series*, 30(1), 22-32.
- 284- Pradhan, R. S., & Gautam, Y. R. (2019). Impact of Liquidity Management on Bank Profitability in Nepalese Commercial Banks. *Srusti Management Review*, 12(1), 57-67.
- 285- Prates, D. M., & Freitas, M. C. P. D. (2013). Crédito bancário corporativo no Brasil: evolução recente e perspectivas. *Brazilian Journal of Political Economy*, 33(2), 322-340.
- 286- Qureshi, M. A., Sheikh, N. A., & Khan, A. A. (2015). A revisit of pecking order theory versus trade-off theory: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 9(2), 344-356.
- 287- Rahayu, S. M. (2019). Mediation effects financial performance toward influences of corporate growth and assets utilization. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 68(5), 981-996.
- 288- Rahman, M. T. (2019). Testing Trade-off and Pecking Order Theories of Capital Structure: Evidence and Arguments. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 63-70.
- 289- Rahmawati, A., Moeljadi, M., & Djumahir, s. (2018). The effects of managerial ownership, leverage, dividend policy in minimizing agency problem, *Investment Management & Financial Innovations* 15(4), 273-282.
- 290- Ramli, N. A., & Nartea, G. (2016). Mediation Effects of Firm Leverage in Malaysia: Partial Least Squares-Structural Equation Modelling (PLS-SEM). *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 301-307.
- 291- Ramli, N. A., & Nartea, G. (2017). Interrelation between Economic Sectors, Capital Structure and A Firm's Financial Performance: The Indonesian Evidence. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(5), 380-388.
- 292- Rao, M. K. (2016). Spel analysis of financial statements of selected public sector steel manufacturing companies-india. *Indian Journal of Commerce and Management Studies*, 7(3), 14-30.
- 293- Rathnasekara, R. D. (2017). Testing Stock Market Efficiency and the Asset Pricing Model: Some Evidence from Sri Lanka. *The Journal of Developing Areas*, 51(4), 317-330
- 294- Raza, H. (2018). Is D-CAPM superior to CAPM? The case of Pakistan Stock Exchange. *NUML International Journal of Business & Management*, 13(1), 96-106.
- 295- Ricardo, M., & Florencio, S. J. (2020). Study of Capital Structures and Corporate Social Responsibility of New York Stock Exchange Listed Companies: The Case of Brazil and China. *International Journal of Entrepreneurship*, 24(1), 1-10.

- 296- Rohov, H., Kolodiziev, O., & Krupka, M. (2020). Factors affecting the dividend policy of non-financial joint-stock companies in Ukraine. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(3), 40-53.
- 297- Ropafadzo, C. B., Svtowa, E., Govere, I., & Chikazhe, L. (2020). Stimulating farmer access to bank credit in Zimbabwe: The bankers perspective. *Journal of Economics and International Finance*, 12(3), 84-94.
- 298- Rotela Junior, P., Fischetti, E., Araújo, V. G., Peruchi, R. S., Aquila, G., Rocha, L. C. S., & Lacerda, L. S. (2019). Wind Power Economic Feasibility under Uncertainty and the Application of ANN in Sensitivity Analysis. *Energies*, 12(12), 1-10
- 299- Royer, J. (2017). Financing agricultural cooperatives with retained earnings. *Agricultural Finance Review*, 77(3), 393-411.
- 300- Rylková, Ž. (2016). Economic value added in managerial economics. *Scientific papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics and Administration*. 38, 117-128.
- 301- Sabol, A., & Sverer, F. (2017). A review of the economic value added literature and application. *UTMS Journal of Economics*, 8(1), 19-27.
- 302- Safitri, J., Fuady, M., Wahyudi, S., Mawardi, W., & Utomo, M. N. (2020). The Influence Of Dividend Policy, Investment Opportunity And Capital Adequacy To Firm Value: Evidence In Indonesia Banking Companies. *INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC & TECHNOLOGY RESEARCH* 9(02), 764-767
- 303- Sakib, R. H., & Hossain, D. A. (2020). Determinants of Profitability of Commercial Banks in Bangladesh. *International Journal of Science and Business*, 4(9), 1-16.
- 304- Sakti, M. R. P., Tareq, M. A., Saiti, B., & Akhtar, T. (2017). Capital structure of Islamic banks: a critical review of theoretical and empirical research. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(3), 292-308.
- 305- Salehi, M., Enayati, G., & Javadi, P. (2014). The relationship between intellectual capital with economic value added and financial performance. *Iranian Journal of Management Studies*, 7(2), 245-269.
- 306- Salman, A. (2019). Determinants of dividend policy. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(1), 167-177.
- 307- Salvatori, E. G., Robiyanto, R., & Harijono, H. (2020). An analysis of the relationship between earnings and corporate taxes on dividend policy of companies in sri-kehati index. *Journal of Management and Entrepreneurship Research*, 1(1), 1-12.
- 308- Sareewiwatthana, P., & Wanidwaranan, P. (2019). Alternative analyses of market value added: a case study of Thailand. *Investment management and financial innovations*, (16, Iss. 1), 65-78.
- 309- Šarlija, N., & Harc, M. (2016). Capital structure determinants of small and medium enterprises in Croatia. *Managing Global Transitions*, 14(3), 251-266.
- 310- Satwiko, R., & Agosto, V. (2021). Economic value added, market value added, dan kinerja keuangan terhadap return saham. *Media Bisnis*, 13(1), 77-88.
- 311- Savitha, B., & Kumar, N. (2016). Non-performance of financial contracts in agricultural lending. *Agricultural Finance Review*, 76(3), 362-377.

- 312- Scholz, A., Rochdi, K., & Schaefer, W. (2015). Does asset liquidity matter? Evidence from real estate stock markets. *Journal of European Real Estate Research*, 8(3), 220-242.
- 313- Šeligová, M., & Košťuríková, I. (2019). The Impact of Debt Funding Sources on Liquidity of Companies in Food Industry. *AGRIS on-line Papers in Economics and Informatics*, 11(665-2019-4147), 91-104.
- 314- Shad, M. K., & Lai, F. W. (2015). A conceptual framework for enterprise risk management performance measure through economic value added. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 7(2),1-11.
- 315- Shadova, Z. H., Gurianov, P. A., Fedorova, S. N., Zemlyakova, A. V., & Grishchenko, O. V. (2016). The structure of the share capital and the interests of the majority shareholder. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1S), 211-219.
- 316- Shahar, H. K., Adzis, A. A., & Baderi, N. (2016). The relationship between ownership structure, firm specific characteristics and capital Structure: Evidence from Malaysian middle-capital public listed firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3S), 36-46.
- 317- Sharma, S., & Dharni, K. (2019). Relevance of Intangible Assets: An Opinion of Indian Practitioners. *Journal of Commerce and Accounting Research*, 8(1), 83-88.
- 318- Sheikh, N. A., & Qureshi, M. A. (2017). Determinants of capital structure of Islamic and conventional commercial banks. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 24-41.
- 319- Sibindi, A. B. (2018). Determinants of bank capital structure: Evidence from South Africa. *Acta Universitatis Danubius. Œconomica*, 14(5), 108-126.
- 320- Sibindi, A. B., & Makina, D. (2018). Are the determinants of banks' and insurers' capital structures homogeneous? Evidence using South African data. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1-21.
- 321- Silva, E. D. S., Santos, J. F. D., Perobelli, F. F. C., & Nakamura, W. T. (2016). Capital structure of Brazil, Russia, India and China by economic crisis. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 17(3), 105-131.
- 322- Singh, A. K. (2017). An Empirical Analysis to Assess the GDP Projection of Gujarat State of India. *JNNCE Journal of Engineering and Management*, 1(2), 51-58.
- 323- Sisay, Y. H., & Nongmaithem, R. S. (2019). Effect of firm characteristics on working capital management of manufacturing firms in amhara Ethiopia. *Parikalpana: KIIT Journal of Management*, 15(1and2), 9-28.
- 324- Skrepnek, G. H., Thompson, T. C., & Johnson, E. J. (2015). Debt and taxes: Marginal tax rate changes, capital structure, and innovative activity in the biotechnology sector. *Journal of Commercial Biotechnology*, 21(1), 19-30.
- 325- Sofat, R., & Singh, S. (2017). Determinants of capital structure: an empirical study of manufacturing firms in India. *International Journal of Law and Management*, 59(6), 1029-1045.
- 326- Son Turan, S., & Kılıç, E. (2018). X-Capm revisited: the institutional extrapolative capital asset pricing model (IX-CAPM). *Eurasian Journal of Business and Management*, 6(3), 1-9

- 327- Soni, A., (2016). Investors' Attitude towards Secondary Market-A Study of Punjab Region. *i-Manager's Journal on Management; Nagercoil, 11(2)*, 32-40.
- 328- Soto Herrera, C. J. J., & Cordeiro Perobelli, F. F. (2018). Comparação CAPM x Modelos Lower Partial Moments nos Mercados Brasileiro e Americano. *Revista Brasileira de Finanças, 16(2)*, 285-335.
- 329- Stancu, I., Obrejabraşoveanu, L., Ciobanu, A., & Stancu, A. T. (2017). Are company valuation models the same?-a comparative analysis between the discounted cash flows (dcf), the adjusted net asset, value and price multiples, the market value added (mva) and the residual income (ri) models. *Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research, 51(3)*, 5-20.
- 330- Steenkamp, G., & Wesson, N. (2020). The relationship between share repurchases and share-based remuneration of South African CEOs: An exploratory study. *Management Dynamics: Journal of the Southern African Institute for Management Scientists, 29(2)*, 1-18.
- 331- Stewart, C. M. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of Finance, 39(3)*, 575-592.
- 332- Sundas, S. (2019). Firm size and financial-leverage choice evidence from an emerging economy. *International Journal of Commerce and Finance, 5(1)*, 25-33.
- 333- Suto, M., & Takehara, H. (2017). CSR and cost of capital: evidence from Japan. *Social Responsibility Journal, 13(4)*, 798-816.
- 334- Sutomo, S. (2020). The determinants of capital structure in coal mining industry on the Indonesia Stock Exchange. *Investment Management & Financial Innovations, 17(1)*, 165-174.
- 335- Tanase, A. E., & Calota, T. O. (2014). Types of shares. *Romanian Economic and Business Review, 9(1)*, 7-20.
- 336- Ţaran, A. (2019). Corporate ownership and capital structure: evidence from Romania. *Eastern Journal of European Studies, 10(1)*, 133-150.
- 337- Taufik, T., Wahyudi, T., Raneo, A. P., Muizzuddin, M., & Mohamad, A. (2018). Do Traditional Accounting and Economic Value Added Mediate The Relationship Between Corporate Governance and Firm Value of Indonesian State-Owned Enterprises?. *International Journal of Economics and Financial Issues, 8(3)*, 118.
- 338- Taussig, R. D., & Akron, S. (2017). Returns to scale, operating leverage, and expected stock returns. *Eurasian Business Review, 7(1)*, 141-155.
- 339- Teja, A. (2019). Tax rate and non-debt tax shield. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT, 4(2)*, 257-268.
- 340- TenBrink, C., Keller, R. T., & Gelb, B. (2017). Turnaround success in high technology growth stage firms. *Journal of Management Policy and Practice, 18(3)*, 13-27.
- 341- Thalib, F., Herdiyana, H., & Wahid, A. (2019). Tax and not Tax on Capital Structure of Real Estate and Property Company. *International Journal of Economics and Financial Issues, 9(2)*, 87-95.
- 342- Tolentino, M., Jareño, F., & Rubio, R. (2018). The effect of bank restructuring on the issuance of preferred shares in Spain. *Revista Galega de Economía, 27(1)*, 123-144.

- 343- Tripathi, V. (2018). Panel Data Analysis of Determinants of Leverage in the Automobile Industry in India. *International Journal of Financial Management*, 8(4), 29-47.
- 344- Ur-Rahman, S. (2017). Macro economy and capital structure decision in pakistani insurance sector. *City University Research Journal*, 7(2), 242-253.
- 345- Văidean, V. L., & Vaida, R. C. (2017). Corporate capital structure decisions— Empirical evidences on determinant factors. *Review of Economic Studies and Research Virgil Madgearu*, 10(2), 191-209.
- 346- Voica, I. (2016). The Non-Voting Preference Shares a Different Class of Shares. *Knowledge Horizons. Economics*, 8(1), 128-130.
- 347- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4-17.
- 348- Walker, E. (2016). Cost of capital in emerging markets: bridging gaps between theory and practice. *Latin american journal of economics*, 53(1), 111-147.
- 349- Wasim, S. S., Alam, S., & Saeed, M. (2016). An Empirical Analysis of Capital Structure of KSE-100 Listed Electricity Companies of Pakistan. *Global Management Journal for Academic & Corporate Studies*, 6(1), 101-114.
- 350- Wasiuzzaman, S. (2018). Determinants of liquidity in Malaysian SMEs: a quantile regression approach. *International Journal of Productivity and Performance Management*. 7(9), 1566-1584.
- 351- Waweru, J. N., Waweru, K. M., Wanjau, K. L., & Kinyanjui, J. K. (2017). Influence of Alternative Financing on the Relationship between Firm Size and Efficiency of Small and Medium Enterprises in Kenya. *International Journal of Finance & Banking Studies (2147-4486)*, 6(6), 1-15.
- 352- Wei, P., Xu, L., & Zeng, B. (2017). Corporate hedging, firm focus and firm size: the case of REITs. *Managerial Finance*, 43(3), 313-330.
- 353- Winarto, J. (2015). The determinants of manufacturer firm value in Indonesia stock exchange. *International Journal of Information, Business and Management*, 7(4), 323-349.
- 354- Winter, S., & Zülch, H. (2019). OF STRATEGY disclosure quality: EMPIRICAL EVIDENCE FROM GERMANY. *Management*, 17(4), 104-120.
- 355- Witkowska, D. (2019). Zastosowanie trójczynnikowego modelu Famy-Frencha i CAPM dla wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2007-2017. *Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych= Quantitative Methods in Economics*, 20(2), 116-127.
- 356- Wu, W., Firth, M., & Rui, O. M. (2014). Trust and the provision of trade credit. *Journal of Banking & Finance*, 39, 146-159.
- 357- Wulandari, V. P., & Setiawan, K. (2015). Analysis of market timing toward leverage of non-financial companies in Indonesia. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 30(1), 42-55.
- 358- Xu, K., Geng, C., & Wei, X. (2019). Research on financing ecology and financing efficiency of strategic emerging industries in China. *Journal of Business Economics and Management*, 20(2), 311-329.
- 359- Xu, X., & Xu, H. (2019). Investment-internal capital sensitivity, investment-cash flow sensitivity and dividend payment. *China Finance Review International*, 9(2), 183-207.

- 360- Xu, Z., Ren, Y., Zhao, P., & Zhang, Z. (2019). The Factors Affecting the Performance of Marine Environmental Protection Enterprises. *Journal of Coastal Research*, 94(SI), 40-49.
- 361- Yarba, İ., & Güner, Z. N. (2019). Leverage dynamics: Do financial development and government leverage matter? Evidence from a major developing economy. *Empirical Economics*, 1-35.
- 362- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). The impact of credit supply on sales growth: Swedish evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 11(3), 329-340.
- 363- Yemi, A. E., & Seriki, A. I. (2018). Retained Earnings and Firms' Market Value: Nigeria Experience. *International Journal of Business and Economic Development*, 6(2), 12-28.
- 364- Yildiz, Y. (2018). Adjustment to Target Capital Structure and Global Financial Crisis: Evidence from Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 9(3), 543-557.
- 365- Yulianto, A., Suseno, D. A., & Widiyanto, W. (2016). Testing pecking order theory and trade off theory models in public companies in Indonesia. *International Journal of Economic Perspectives*, 10(4), 21-28.
- 366- Yusbardini, Y. (2017). Economic Value Added vs Firm Performance. *Journal of Economic & Management Perspectives*, 11(1), 1683-1691.
- 367- Zafar, Q., Wongsurawat, W., & Camino, D. (2019). The determinants of leverage decisions: Evidence from Asian emerging markets. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1-28.
- 368- Zhang, J., & Aboud, A. (2019). Determinants of economic value added (EVA) in Chinese listed banks. *Asian Review of Accounting*, 27(4), 595-613.
- 369- Zhang, X., & Zhou, H. (2020). Leverage structure and stock price synchronicity: Evidence from China. *Plos one*, 15(7), 1-15.
- 370- Zimon, G., Ostrowska-Dankiewicz, A., Dankiewicz, R., Baranovska, V., & Zelenitsa, I. (2019). Trade policy in the aspect of trade credit in group purchasing organizations. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*, 1(28), 139-148.
- 371- Zunzunegui, F. (2014). Mis-selling of preferred shares to Spanish retail clients. *Journal of International Banking Law and Regulation*, 29(3), 174-186.
- 372- Галевский, С. Г. (2019). Модификация модели camr для корректного учета рисков в методе дисконтированных денежных потоков. *Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки*, 12(1), 201-212.
- 373- Гетьман, В. Г. (2020). Положения по бухгалтерскому учету основных средств нуждаются в изменениях. *Учет. Анализ. Аудит*, 7(1), 42-48.
- 374- Шкуліпа, Л. В. (2018). Аналіз методології обліку основних засобів за МСБО 16 “Основні засоби” та П (С) БО 7 “Основні засоби”: теорія і практика. *Scientific bulletin of the national academy of statistics, accounting and audit*, 4, 102-112.

Conferences

- 375- Majerník, M., & Sablik, J. (2018). Debt management—evaluation of the selected part. *Fórum manažera* 1/2018 ISSN 1339-9403, 39-43.
- 376- Park, Changrae.(2017). *The Effects of ROOA (Return on Operating Assets) and ROIA (Return on Investment Assets) on the Assets Structure*, Proceedings of the Eighth European Academic Research Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences (EAR17Greece Conference) ISBN: 978-1-943579-11-2Athens, Greece. 12-14, July 2017.Paper ID: G721
- 377- Perechuda, I. (2016). Market value, book value and intellectual capital value in case of football clubs listed on stock exchange. 8th International Scientific Conference Managing and Modelling of Financial Risks Ostrava VŠB-TU of Ostrava, Faculty of Economics,Department of Finance 5th–6th September 2016.
- 378- Šeligová, M. (2018). The impact of selected financial indicators related to the structure of funding sources on corporate liquidity in energy sector in the Czech republic and Slovak republic. *Scientific papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics and Administration. 42/2018.*

Worksheet

- 379- Dary, S. K., & Haruna, I. (2019). Demand for and Supply of Trade Credit in Africa. Department of Economics & Entrepreneurship Development, Working Paper. WP/19/001
- 380- Iiter, C. (2019). A Discussion Paper on Accounts Payable Ratio. *Acta Oeconomica Pragensia*, 2019(3-4), 85-94.

Abstract:

The study sought to achieve many goals, the most important of which is to test the impact and contribution of the determinants of the financing structure represented by (company size, age, tangibility of assets, profitability, liquidity, growth opportunities and tax exemption) in the added market value through financial leverage and the added economic value of a sample of Iraqi industrial companies listed in the Iraqi market for the securities of the ten companies.

The problem of the study was the continuous decline in the values of the companies shown in the published financial reports and the difficulties facing Iraqi companies in exploiting the determinants of the financing structure to increase the added market value when mediating the added economic value and financial leverage when choosing the appropriate mix of loans and property rights.

The study was conducted in the Iraq Stock Exchange (ISX) out of a total of 130 listed companies, of which 25 companies represent the industrial sector, where companies of non-industrial sectors are excluded, as well as companies in the industrial sector that have missing years over a 14-year period extending from 2005 to 2018. After Applying the above determinants, the final sample consisted of 10 industrial companies listed in the above market.

The study used a set of financial methods to extract the value of the company's size and life through the natural logarithm of the total assets and the life of the company, as well as the tangibility of assets through the ratio of fixed assets to total financing, and growth opportunities represented by the percentage change in total assets, as well as the researcher used the ratio of return on assets and return On the right of ownership, the circulation ratio and the tax exemption represented by the percentage of extinction to the total assets, and finally the researcher used the financial leverage, the added economic value and the added market value.

The study adopted path analysis for the purpose of testing the effect of the independent variables on the dependent variable through the intermediate variables. While the researcher used the (Bootstrap) method for the purpose of testing the significance of the total indirect effect. Note that the path analysis and test were carried out using the statistical program (AMOS, V.23).

Abstract.....

The results showed that five companies, which constitute half of the study sample, have a number of determinants of the financing structure that have a significant effect on the added market value through the mediation of financial leverage and economic value added.

This may be due to the poor performance of those companies during the study period. The researcher found that there are seven companies from the study sample that have negative added economic values, and this indicates that the management was not able to increase the value of the company, and therefore the wealth of shareholders is not optimal, as well as the lack of Any thoughtful decision regarding a combination of debt and equity in the capital formation of the study sample companies, and all of that the study sample companies lost their ability to exploit these determinants in developing the added market value through financial leverage and economic value added.

Keywords: company size, company life, tangibility of assets, growth opportunities, profitability, liquidity, tax exemption, financial leverage, added economic value, added market value.

Ministry of Higher Education
and Scientific Research

Karbala University - College of
Administration and Economics

Department of Business
Administration - Postgraduate
Studies



**The effect of the determinants of the financing structure on
the added market value via financial leverage and the
economic value added.**

**(An analytical study of a sample of industrial companies listed
in the Iraq Stock Exchange)**

**Thesis submitted to the Council of the College of
Administration and Economics / University of Karbala
It is part of the requirements for obtaining a Ph.D. in Business
Administration**

**submit it
Hayder Khudhair Jwan**

**Under the supervision of Assistant Professor Dr
Ali Ahmed Fares
2021**