



جمهورية العراق  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة كربلاء  
كلية الإدارة والإقتصاد/ قسم إدارة الأعمال  
الدراسات العليا

# تأثير هيكل التمويل في تعزيز قيمة الشركة بإطار نظرية الالتقاط

(دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق  
المالية للمدة 2004-2019)

رسالة مقدمة

إلى مجلس كلية الإدارة والإقتصاد/ جامعة كربلاء،  
وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال

تقدم بها الطالب

كرار عباس حسين الشريف

بإشراف

الأستاذ المساعد الدكتور

حسام حسين شياح السلامي

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿هُوَ الَّذِي جَعَلَ الشَّمْسَ ضِيَاءً  
وَالْقَمَرَ نُورًا وَقَدَّرَهُ مَنَازِلَ  
لِتَعْلَمُوا عَدَدَ السِّنِينَ وَالْحِسَابَ  
مَا خَلَقَ اللَّهُ ذَلِكَ إِلَّا بِالْحَقِّ  
يُفَصِّلُ الْآيَاتِ لِقَوْمٍ يَعْلَمُونَ﴾

يونس: 5

صدق الله العلي العظيم

# إِهْدَاء

إلى معلم البشرية ومنبع العلم نبينا محمد وال  
بيته الاطهار (صلوات الله عليهم).  
إلى وطني الغالي... العراق العظيم.  
إلى... قدوتي بالحياة... والدي العزيز.  
إلى... من تحت قدميها الجنة... امي الحنونه.  
إلى... من اشد عضدي بهم .... اخوتي.  
إلى... كافة الأهل والأصدقاء.  
إلى... من مهدوا الطريق أمامي للوصول الى  
طريق العلم والمعرفة.  
أهدي هذا الجهد المتواضع.

كرار الشريف

# شُكْرُهُ وَعِرْفَانُهُ

- يدعوني واجب العرفان بالتوجه بفائق الشكر والتقدير الى استاذي المشرف الأستاذ المساعد الدكتور حسام حسين شياع، لما ابداه من توجيهات سديدة وأراء علمية رصينة والنصح والإرشاد، تكلفت في إنضاج الرسالة فجزاه الله خير الجزاء انه سميع عليم.
- كذلك أتقدم بالشكر والتقدير الى السادة رئيس، وأعضاء لجنة المناقشة، لتفضلهم بقبول مناقشة رسالتي، ولما يبذره من ملاحظات علمية موضوعية قيمة تستهدف تقويم واغناء الرسالة جزاهم الله خير الجزاء، والأساتذة الفضلاء المختصين في الجانب العلمي واللغوي جزاهم الله خيراً.
- وأقدم شكري وتقديري الى اساتذتي الافاضل الذين تتلمذت على أيديهم في السنة التحضيرية، جزاهم الله خيراً.
- كما أتقدم بالشكر والعرفان الى عمادة كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كربلاء، والى قسم إدارة الاعمال، لما لمسنا منهم الدعم العلمي، والعاطفي جزاهم الله خير الجزاء.
- وأقدم امتناني وشكري الى زملاء الدراسة كافة في بث روح التعاون والمساعدة التي أبدوها وفقهم الله للخير دائماً.
- وأقدم وافر الشكر والامتنان الى موظفي قسم الشؤون العلمية ومكتبة كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء ومكتبة الروضة الحسينية في كربلاء المقدسة، لما قدموه من روح تعاون في تسهيل مهمة الباحث في العثور على المصادر العلمية الرصينة والحديثة التي اغنت الجانب النظري للدراسة.
- والى كل من شجعني وساعدني ولو بكلمة لهم مني اوفر واصدق آيات الامتنان وبالغ الاحترام والتقدير.

## المستخلص:

تسعى الدراسة الحالية إلى بيان تأثير هيكل التمويل كمتغير مستقل في تعزيز قيمة الشركة كمتغير تابع بإطار نظرية الالتقاط ، اذ تم دراسة متغيرين غاية في الأهمية في الفكر المالي أولهما هيكل التمويل وفق نظرية الدراسة وثانيهما قيمة الشركة التي تسعى الى تحقيقها الشركات الصناعية، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة اعتمدت في جانبها العملي عينة قصدية من شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها (6) شركات، وأعدمت الدراسة سلسلة زمنية سنوية تمثلت في ستة عشر سنة هي 2004-2019. واعتمدت الدراسة على مجموعة من المؤشرات المالية لهيكل التمويل وفق نظرية الدراسة وهي نسبة الأرباح المحتجزة الى أجمالي الموجودات، ونسبة القروض وما في حكمها الى أجمالي الموجودات، ونسبة الأسهم العادية الى أجمالي الموجودات. ومؤشر قيمة الشركة وهو سعر الأغلاق في نهاية العام في عدد الأسهم المصدرة. ومجموعة من الأساليب الإحصائية متمثلة في الارتباط بيرسون والأنحدار الخطي البسيط والأنحدار المتعدد وأختبار ( t ) وأختبار ( f ) ومعامل التحديد ( $R^2$ )، بأستعمال البرنامج الإحصائي (SPSSV.26)، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من الأستنتاجات اهمها وجود علاقة تأثير لمؤشرات هيكل التمويل وفق نظرية الدراسة مجتمعة في قيمة الشركة للشركات عينة الدراسة.

**الكلمات المفتاحية:** - هيكل التمويل، نظرية الالتقاط، قيمة الشركة.

## المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	الآية القرآنية
ب	الإهداء
ج	شكر و عرفان
د	المستخلص
هـ	قائمة المحتويات
و- ز	قائمة الجداول
ح	قائمة الأشكال
ط	قائمة الملاحق
1	المقدمة
19-2	<b>الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة</b>
12-3	المبحث الأول: بعض الدراسات السابقة
19-13	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
69-20	<b>الفصل الثاني: الجانب النظري لمتغيرات الدراسة</b>
42-21	المبحث الأول: الجانب النظري لهيكل التمويل
55-43	المبحث الثاني: نظريات الهيكل المالي
69-56	المبحث الثالث: الجانب النظري لقيمة الشركة
111-70	<b>الفصل الثالث: الجانب التطبيقي لمتغيرات الدراسة</b>
90-71	المبحث الأول: التحليل المالي لمؤشرات الدراسة
111-91	المبحث الثاني: اختبار الفرضيات
130-112	<b>الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات</b>
114-113	المبحث الأول: الاستنتاجات
115	المبحث الثاني: التوصيات
134-116	<b>قائمة المصادر</b>
	الملاحق
	المستخلص باللغة الانكليزية

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
1	الشركات عينة الدراسة.	17
2	الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال.	23
3	بعض أهم المفاهيم لهيكل التمويل.	24-23
4	بعض أهم مفاهيم قيمة الشركة.	60-59
5	مزايا وعيوب مداخل قيمة الشركة.	70
6	نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي المطلوبات للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	72
7	نسبة القروض وما في حكمها إلى إجمالي المطلوبات للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	75
8	نسبة الأسهم العادية إلى إجمالي المطلوبات للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	79
9	سعر الأغلاق للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	82
10	عدد الأسهم المصدرة للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	85
11	قيمة الشركة (y) للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	88
12	مصفوفة علاقة الارتباط بين نسبة الأرباح المحتجزة وقيمة الشركة لعينة الدراسة.	91
13	مصفوفة علاقة الارتباط بين نسبة القروض وقيمة الشركة لعينة الدراسة.	93
14	مصفوفة علاقة الارتباط بين نسبة الأسهم العادية وقيمة الشركة لعينة الدراسة.	95
15	تحليل فرضيات الأنحدار البسيط لشركة الخياطة الحديثة.	97
16	تحليل فرضيات الأنحدار البسيط للشركة العراقية للسجاد والمفروشات.	98
17	تحليل فرضيات الأنحدار البسيط لشركة إنتاج الألبسة الجاهزة.	100
18	تحليل فرضيات الأنحدار البسيط لشركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي).	101
19	تحليل فرضيات الأنحدار البسيط لشركة الصناعات الكيماوية العصرية.	103
20	تحليل فرضيات الأنحدار البسيط للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات.	104
21	تحليل الأنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة لشركة الخياطة الحديثة.	106

107	تحليل الأنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات.	22
108	تحليل الأنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة لشركة إنتاج الألبسة الجاهزة.	23
109	تحليل الأنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة لشركة بغداد للمشروبات الغازية (بببسي).	24
110	تحليل الأنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة لشركة الصناعات الكيماوية العصرية.	25
111	تحليل الأنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات.	26



## قائمة الاثكال

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
1	المخطط الفرضي للدراسة.	15
2	محددات هيكل التمويل.	28
3	مكونات هيكل التمويل في الميزانية العمومية لشركات الأعمال.	29
4	مصادر تمويل الهيكل المالي.	41
5	العلاقة بين مستويات القروض وكلفة رأس المال.	45
6	تسلسل تمويل نظرية الالتقاط.	51
7	العوامل المؤثرة في قيمة الشركة.	65
8	نسبة الأرباح المحتجزة (X2) للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	74
9	نسبة القروض (X3) للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	78
10	نسبة الأسهم العادية (X4) للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	81
11	سعر الأغلاق للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	84
12	عدد الأسهم المصدرة للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	87
13	قيمة الشركة (Y) للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.	90

## قائمة الملحق

العنوان	رقم الملحق
الأرباح المحتجزة.	1
القروض.	2
الأسهم العادية.	3
مجموع الموجودات.	4
قيمة الشركة (Y) باللوغاريتم.	5

# الفصل الأول

## الإطار المنهجي للدراسة

◆ المبحث الأول: بعض الدراسات السابقة

◆ المبحث الثاني: منهجية الدراسة

## المبحث الأول بعض الدراسات السابقة

### توطئة:

يقدم هذا المبحث بعض الدراسات السابقة التي تعرضت الى متغيرات الدراسة، ومواطن الاستفادة منها، في تنفيذ فكرة الدراسة، واثراء الجانب العلمي لها، وكذلك بيان أوجه الاستفادة، واهم ما يميز دراستنا الحالية عن الدراسات السابقة، وسوف نستعرض بعض الجهود المعرفية السابقة لمتغيرات الدراسة وكما يأتي:

### أولاً: بعض الجهود المعرفية الخاصة بهيكل التمويل ونظرية الالتقاط:

#### 1- الدراسات العربية

أ- دراسة: (فتاح، 2005)	
عنوان الدراسة	تحديد قيمة المنشأة بإطار نظريتي التبادل والالتقاط.
هدف الدراسة	تحديد قيمة المنشأة بإطار النظريتين، بالإضافة الى تناولها مدخل APV لبيان إثر التداخل بين قرار التمويل وقرار الاستثمار، وكذلك الدمج بين مكونات النظريتين.
عينة الدراسة	شملت (10) شركات، خلال فترة حددت بـ (10) سنوات للمدة (1993 - 2002)، في سوق العراق للأوراق المالية.
منهج الدراسة	دراسة تطبيقية.
الأساليب المستخدمة	كلفة التمويل المقترض، وكلفة التمويل الممتلك، والمعدل الموزون لكلفة التمويل، ومؤشرات التنبؤ بالعسر المالي والافلاس، وتحليل الوفورات الضريبية، وكلف العسر المالي والوكالة.
اهم الاستنتاجات	ملائمة دمج النظريتين بصيغة التكامل لبيئة الدراسة، وكذلك تحول الاهتمام نحو استخدام التمويل الداخلي، أكثر من استخدام الرافعة المالية، وايضاً اهمية التداخل بين قرار التمويل، وقرار الاستثمار.

ب- دراسة: ( الموسوي، 2013 )	
عنوان الدراسة	ديناميكية هيكل رأس المال وفقاً لفلسفة نظرية الالتقاط وانعكاسها على الأداء المالي الاستراتيجي
هدف الدراسة	تحليل دور الديناميكية وفلسفة نظرية الالتقاط في صياغة هيكل رأس المال وفقاً لعناصر التمويل (الأرباح المحتجزة والقروض والأسهم العادية) في تحسين الأداء المالي الاستراتيجي للمصارف التجارية عينة الدراسة.
عينة الدراسة	20 مصرف تجاري في سوق العراق للأوراق المالية، وخطت الدراسة سلسلة زمنية تمثلت في خمس سنوات (2007-2011).
منهج الدراسة	دراسة تحليلية.
الأساليب المستخدمة	نسبة حق الملكية في هيكل رأس المال والأرباح المحتجزة والقروض والأسهم العادية، ونسبة العائد على الموجودات، والعائد على حق الملكية، والعائد على الودائع، ونسبة الرصيد النقدي، والأساليب الإحصائية تمثلت في معامل الارتباط البسيط ومعامل الانحدار الخطي البسيط واختبار T واختبار F ومعامل التفسير $R^2$ والبرامج الإحصائية (spss v.18) و (excel 2010).
اهم الاستنتاجات	اثبات صحة الفرضيات التي تم صياغتها، واثبات وجود علاقات ارتباطية وأثر بين متغيرات الدراسة، والتي توصلت إلى أن مؤشرات الأداء المالي الاستراتيجي تتعاظم في المصارف التجارية نتيجة ديناميكية هيكل رأس المال وتطبيق فلسفة نظرية الالتقاط.

ج- دراسة: ( الجنابي، 2016 )	
عنوان الدراسة	بناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط
هدف الدراسة	التحقق من الشركات عينة الدراسة من استخدام نظرية الالتقاط كخطوة أساسية في دعم وترشيد القرارات والنشاطات الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية.
عينة الدراسة	(20) شركة تم اختيارها بطريقة عمدية من تسع قطاعات في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2014).
منهج الدراسة	دراسة تطبيقية.

نسبة الاسهم العادية في هيكل رأس المال، وربحية السهم الواحد، ونسبة المديونية، والنمو الداخلي، والنمو الخارجي، وعائد ومخاطرة السوق، والتباين والانحراف المعياري، واخيرا معامل الاختلاف.	الأساليب المستخدمة
يحصل المستثمر المتجنب للمخاطرة على اقصى منفعة من المحفظة المثلى عندما يكون النمو خارجي والتمويل بإصدار الأسهم، ويحصل المستثمر الأقل تجنباً للمخاطرة على اقصى منفعة من محفظته المثلى حينما تكون ربحية السهم عالية والنمو داخلي ونسبة مديونية منخفضة.	اهم الاستنتاجات

د- دراسة: ( الخفاجي، 2018 )	
قرارات التمويل وانعكاساتها في القيمة السوقية لمنشآت الاعمال	عنوان الدراسة
دراسة علاقة الارتباط والتأثير بين مؤشرات قرار التمويل والقيمة السوقية على مستوى الشركات.	هدف الدراسة
(9) شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2015) في قطاع الصناعة.	عينة الدراسة
دراسة تطبيقية.	منهج الدراسة
نسبة المديونية، ونسبة المديونية طويلة الاجل، ونسبة الدين الى حق الملكية، ومؤشر القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية، اما الجانب الاحصائي استخدم فيه الارتباط البسيط بيرسون، والانحدار الخطي البسيط والمتعدد، واختبار (t) واختبار (f) ومعامل التحديد ( $R^2$ ).	الأساليب المستخدمة
وجود علاقة ارتباط وتأثير ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات قرارات التمويل مفردة أو مجتمعة والقيمة السوقية، ووجود علاقة ارتباط وذات دلالة إحصائية في بعض الشركات.	اهم الاستنتاجات

## 2- الدراسات الاجنبية:

أ- دراسة: (Romão,2013)	
Será que as empresas portuguesas seguem a pecking order na escolha das alternativas de financiamento?.	عنوان الدراسة

هل تتبع الشركات البرتغالية نظرية الالتقاط عند اختيار بدائل التمويل؟	
دراسة وتحليل مدى التحقق من حدوث استخدام التمويل بموجب نظرية الالتقاط.	هدف الدراسة
7984 شركة تم تحليلها خلال الفترة 2005-2009 على قطاعات محددة لغرض سهولة تحليلها.	عينة الدراسة
دراسة تحليلية.	منهج الدراسة
نموذج مايرز (1984) لنظرية الالتقاط في الجانب التحليلي المالي، اما الوسائل الاحصائية استخدم الاحصاءات الوصفية.	الأساليب المستخدمة
لم نجد دليلاً قوياً على أن الشركات البرتغالية تتبع تنبؤات النظرية، عندما يتعين عليهم اتخاذ خيارات واتخاذ قرارات بشأن بدائل التمويل، وعندما نظرنا في مجموعات أصغر من الشركات، وجدنا أنه في نقطة زمنية معينة كان هناك ميل لدعم نظرية الالتقاط.	اهم الاستنتاجات

ب- دراسة: (Serrasqueiro&Caetano,2015)	
Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory:Capital Structure Decisions In A Peripheral Region Of Portugal نظرية التبادل مقابل نظرية الالتقاط: قرارات هيكل رأس المال في منطقة بيئية في البرتغال	عنوان الدراسة
تحليل ما إذا كانت قرارات هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم أقرب إلى افتراضات نظرية التبادل أو تلك الخاصة بنظرية الالتقاط.	هدف الدراسة
(53) شركة صغيرة ومتوسطة الحجم، خلال المدة (1998-2005).	عينة الدراسة
دراسة تجريبية.	منهج الدراسة
نسبة الديون، ومعدل الضريبة الفعلي، وفرص النمو، الموجودات الملموسة، الربحية، الحجم، والعمر، والمخاطرة، اما الوسائل الاحصائية تمثلت في الاحصاءات الوصفية، ومصفوفة الارتباط.	الأساليب المستخدمة
تشير النتائج التي تم الحصول عليها إلى وجود علاقة سلبية بين الربحية والديون، مما يشير إلى أن الشركات الصغيرة والمتوسطة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي. نظرًا لأن الشركات الأكثر ربحية تكون أكثر قدرة على	اهم الاستنتاجات

الاحتفاظ بالأرباح بمرور الوقت، فإنها تصبح أقل اعتماداً على الديون.	
ج- دراسة: (Richards,2018)	
Pecking order and trade-off explanations of capital structure and the maturity structure of corporate debt obligations نظرية الالتقاط وتفسيرات نظرية التبادل لهيكل رأس المال وهيكل استحقاق التزامات ديون الشركات	عنوان الدراسة
تقديم حلول ونتائج جديدة لمشاكل الاستثمار المفرط وقلة الاستثمار وعدم تناسق المعلومات الذي يحفز نظرية الالتقاط.	هدف الدراسة
البيانات مأخوذة من (Compustat) لشركات أمريكا الشمالية للفترة (1995 - 2014).	عينة الدراسة
دراسة تجريبية.	منهج الدراسة
المديونية، نسبة السوق الى القيمة الدفترية، متوسط عمر الموجودات، ونسبة الموجودات الثابتة، والإحصاءات الوصفية، ومصفوفة الارتباط.	الأساليب المستخدمة
مشكلة نقص الاستثمار ناتجة عن مزيج الديون وحقوق الملكية للتمويل بدلاً من الاستثمار نفسه ويمكن حل هذه المشكلة عن طريق تعديل ما بعد الاستثمار في هيكل رأس المال.	اهم الاستنتاجات

### ثانياً: القيمة السوقية

#### 1- الدراسات العربية

أ- دراسة: (جبر و مطرود، 2011)	
قياس وتحليل كلفة رأس المال وعلاقتها بقيمة الشركة	عنوان الدراسة
اختبار وتقييم العلاقة بين كلفة رأس المال والقيمة السوقية المتمثلة بمجموع أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، واستخدام معدل العائد المطلوب للتعبير عن كلفة رأس المال وتم احتسابه باستخدام نموذج كوردين.	هدف الدراسة
18 شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية توزعت على ثلاث قطاعات وهي (9) في القطاع الصناعي، و (6) في القطاع الخدمي، و(3) في القطاع	عينة الدراسة



الزراعي، وللمدة (2000-2002).	
دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية.	منهج الدراسة
كلفة رأس المال، ومعدل النمو، ومعدل العائد على حق الملكية، اما الجانب الاحصائي استخدم مصفوفة الارتباط وتحليل الانحدار البسيط، واختبار (t-test) لأختبار الفرضيات.	الأساليب المستخدمة
ان قيمة الشركات العراقية تتأثر بكلفة رأس مالها أكثر من غيرها من المتغيرات، كما ان الاعتماد على حق الملكية في تركيبة رأس المال يؤدي الى تحقيق نسب نمو اعلى للشركة في المستقبل.	اهم الاستنتاجات

( حميدي، 2014 )	ب- دراسة:
أثر التدفقات النقدية التشغيلية على قيمة الشركة	عنوان الدراسة
استخدام مقاييس التدفقات النقدية المنسوبة الى بعض بنود القوائم المالية وبيان أثر تلك التدفقات كمتغيرات مستقلة على قيمة الشركة كمتغير تابع.	هدف الدراسة
(18) من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2012).	عينة الدراسة
دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية.	منهج الدراسة
نسبة التدفق النقدي الى الالتزامات قصيرة الأجل، ونسبة التدفق النقدي الى حق الملكية، ونسبة التدفق النقدي الى صافي المبيعات، ونسبة التدفق النقدي الى صافي الدخل، ونسبة التدفق النقدي الى مجموع الموجودات، ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية، والجانب الاحصائي استخدم الإحصاء الوصفي والتوزيع الطبيعي وتحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.	الأساليب المستخدمة
ضرورة إيلاء كشف التدفقات النقدية المزيد من الاهتمام من حيث الاعداد وفق المعايير المحاسبية الدولية والمحلية.	اهم الاستنتاجات

( مزهر، 2020 )	ج- دراسة:
تأثير الهيكل المالي في قيمة الشركة الصناعية على وفق نظريتي MM و BFO	عنوان الدراسة
تهدف الدراسة الى بيان مدى تأثير الهيكل المالي وكلفة التمويل في قيمة الشركة	هدف الدراسة

بإطار نظرية M&M والنظرية الحديثة لهيكل وكلفة رأس المال BFO.	
(10) شركات قسدية من الشركات الصناعية بواقع 5 شركات لكل من سوق العراق للأوراق المالية وبورصة عمان للمدة الزمنية (2009-2018).	عينة الدراسة
دراسة تطبيقية.	منهج الدراسة
الاساليب المالية وفق نظريتي الدراسة وهي قيمة الشركة غير المرفوعة والمرفوعة والوفر الضريبي، WACC، كلفة رأس المال الممتلك للشركة المرفوعة، اما الاساليب الاحصائية تمثلت في تحليل الانحدار البسيط واختبار (f) واختبار (t) ومعامل التحديد ( $R^2$ ).	الأساليب المستخدمة
ان تأثير هيكل رأس المال غير معنوي في قيمة الشركة وهذا يظهر ان تأثير الهيكل المالي قد يكون بشكل غير مباشر عن طريق تغيير تكلفة التمويل التي بدورها كان لها تأثير مباشر ومعنوي في قيمة الشركات الصناعية عينة الدراسة.	اهم الاستنتاجات

د- دراسة: ( الجبوري والخالدي، 2021 )	
تبين قيمة الشركة في ظل العلاقة بين هيكل التمويل وربحية الأسهم	عنوان الدراسة
تحديد علاقة تأثير مكونات هيكل التمويل ولا سيما التمويل عن طريق المديونية فضلا عن ربحية السهم الواحد في قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة الدراسة والتعرف عن التأثير المشترك بينهما في تعظيم القيمة السوقية للشركة والقيمة الحقيقية، فضلا عن التباين بين هذه العلاقات بحسب انموذج القيمة الحقيقية للشركات والقيمة السوقية للشركات عينة الدراسة.	هدف الدراسة
عينة عمدية تضمنت 10 شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة الزمنية (2014-2018).	عينة الدراسة
دراسة تحليلية.	منهج الدراسة
نسبة المديونية، والمعدل الموزون لكف التمويل، ومعدل العائد المطلوب، وربحية السهم الواحد، والقيمة السوقية والمتمثلة بسعر السهم في نهاية الفترة، والقيمة الحقيقية للسهم، والإحصاء الوصفي (الوسط الحسابي والانحراف المعياري والنسبة المئوية) والإحصاء الاستدلالي (معامل ارتباط بيرسون والانحدار البسيط والانحدار المتعدد) عبر البرامج الإحصائية الجاهزة	الأساليب المستخدمة

(Spssv.26&Amosv.25).	
عدم وجود تأثير لنسبة المديونية في القيمة السوقية والحقيقية للشركات فيما وجد تأثير معنوي لنسبة المديونية وربحية السهم في القيمة السوقية للشركات.	اهم الاستنتاجات

## 2- الدراسات الأجنبية:

أ- دراسة: (Rayan,2008)	
Financial leverage and firm value الرافعة المالية وقيمة الشركة	عنوان الدراسة
تحديد ما إذا كانت هناك علاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة أم لا.	هدف الدراسة
تضمنت العينة 113 شركة مدرجة في بورصة جوهانسبرج، تم تصنيفها حسب الصناعة للتمييز بين ديناميكيات الصناعات المختلفة، للفترة (1998-2007).	عينة الدراسة
دراسة تطبيقية.	منهج الدراسة
نسبة الدين الى حقوق الملكية، العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية، هامش ربح التشغيل، عائد السهم ونسبة ارباح السعر، القيمة الاقتصادية المضافة والإحصاءات الوصفية وتحليل الانحدار البسيط.	الأساليب المستخدمة
تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.	اهم الاستنتاجات

ب- دراسة: (Antwi et al.,2012)	
Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana هيكل رأس المال وقيمة الشركة: دليل تجريبي من غانا	عنوان الدراسة
تسعى هذه الدراسة إلى تقديم دليل على تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة.	هدف الدراسة
(34) شركة مدرجة في بورصة غانا (GSE) للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2010.	عينة الدراسة
دراسة تجريبية.	منهج الدراسة
تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية للانحدار في تحليل البيانات.	الأساليب المستخدمة

تكتشف نتيجة الدراسة أنه في اقتصاد ناشئ مثل غانا، يكون رأس المال السهمي كعنصر من مكونات هيكل رأس المال وثيق الصلة بقيمة الشركة، كما وجد أن الدين طويل الأجل هو المحدد الرئيسي لقيمة الشركة.	اهم الاستنتاجات
--	-----------------

ج- دراسة: (Vo & Ellis,2017)	
An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam	عنوان الدراسة
تحقيق تجريبي لهيكل رأس المال وقيمة الشركة في فيتنام	
تبحث هذه الدراسة فيما إذا كان هيكل رأس المال وثيق الصلة بالقيمة لمستثمري الأسهم في سوق الأسهم الفيتنامية.	هدف الدراسة
1214 مشاهدة لسنة ثابتة للشركات المدرجة في بورصة مدينة Ho Chi Minh خلال الفترة (2007 - 2013).	عينة الدراسة
دراسة تجريبية.	منهج الدراسة
نسب الرافعة المالية، والإحصاءات الوصفية ومصفوفة الارتباط، واختبار T والانحدار المتعدد.	الأساليب المستخدمة
تمشيا مع تنبؤات نظرية الالتقاط، تشير نتائجنا الإجمالية إلى وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية والعوائد التراكمية غير الطبيعية.	اهم الاستنتاجات

### ثالثاً: أوجه الاستفادة من الجهود المعرفية السابقة:

ان الأفكار والمرتكزات التي جاءت بها الدراسات السابقة ولدت للباحث رؤى وأفكار وتراكم معرفي عن الدراسة الحالية، ومن خلال ما تم عرضه من الدراسات السابقة، يمكن للباحث تحديد مجالات الاستفادة للدراسة الحالية وهي كالآتي:

- 1- الاطلاع على منهجية البحث العلمي للدراسات السابقة والاستفادة من طرق تسلسل فقرات المنهجية.
- 2- أسهمت الدراسات في اثراء الجانب النظري والعملية والاستفادة من التأطير النظري للدراسة الحالية والاستفادة من المصادر العلمية المستخدمة.
- 3- الاطلاع على النتائج والتوصيات لغرض استكمال ما قدموه من مقترحات ودراساتها.
- 4- الاستفادة من الدراسات في اختيار عينة البحث وتمهيد الطريق لغرض اختيار العينة.

5- الاطلاع على الوسائل الإحصائية والالمام بما اختاروا من وسائل لغرض تحديد الوسائل الإحصائية الأكثر ملائمة للدراسة.

6- أخيرا تحديد مقياس الدراسة من خلال الاطلاع على المؤشرات لغرض تحديد المقاييس الملائمة للتحليل.

#### **رابعا: مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:**

تميزت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بعدد من المميزات وهي:

- 1- تناولت الدراسة الحالية الجمع بين تأثير هيكل التمويل من خلال احدى النظريات المفسرة للهيكل المالي (نظرية الالتقاط) وقيمة الشركة ولم يتم تطبيقها في الدراسات السابقة حسب اطلاع الباحث.
- 2- تميزت الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة بقياس هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط حسب اطلاع الباحث.
- 3- كما تعد الدراسة هي امتداد فكري ومعرفي لأنها تناولت احدى نظريات الهيكل المالي وهي نظرية الالتقاط.
- 4- كما تميزت الدراسة في المدة الزمنية المختارة في قياس هيكل التمويل وقيمة الشركة في بيئة الدراسة.

## المبحث الثاني منهجية الدراسة

### توطئة

تعد منهجية الدراسة بمثابة طريق عمل وخطة وكذلك العمود الفقري لأي دراسة تساهم في الوصول الى نتائج ذات قيمة لحل مشكلة معينة، وتعد من اهم خطوات البحث العلمي. سنتناول في هذا المبحث اهم الخطوات لمنهجية الدراسة التي اعتمدها الباحث بناءً على الفقرات التالية:

### أولاً: مشكلة الدراسة:

يعد هيكل التمويل من المواضيع المهمة، ويعد من أهم القرارات المالية، والذي شغل حيزاً كبيراً بين الكتاب والباحثين في أدبيات الفكر المالي، وهناك جدل فلسفي حول اختيار هيكل التمويل الأمثل وعلاقته بقيمة الشركة، وقد تبني المختصون والباحثون نظريات عديدة من أجل اختيار توليفة مناسبة وما زال الجدل الفكري قائم، ومن هنا جاءت نظرية الالتقاط لتطرح آراء من شأنها الإجابة في هذا الخصوص، حيث حددت ثلاث مصادر للتمويل أولاً التمويل بالأرباح المحتجزة، والتمويل بالقروض، واخير التمويل بالأسهم العادية كملاذ أخير. وتتمحور مشكلة الدراسة في التقاط مصادر التمويل المناسبة أي هل الشركات تتبع مفهوم التسلسل الهرمي وفقاً لما دعت إليه نظرية الالتقاط لتعزيز قيمة الشركات الصناعية عينة الدراسة. وفي إطار مشكلة الدراسة الحالية فأنها تستلزم تشخيص دقيق لموضوع هيكل التمويل الذي نال اهتمام البحث العلمي في مجال الإدارة المالية بإطار نظرية الالتقاط ومدى تأثيره في تعزيز قيمة الشركة.

وفي ضوء ذلك يمكن حصر مشكلة الدراسة بمجموعة من التساؤلات الآتية أهمها:

- 1- هل تتبع الشركات الصناعية نظرية الالتقاط والتسلسل الهرمي في التمويل؟
- 2- هل يوجد تأثير ذا دلالة احصائية لهيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط في قيمة الشركات الصناعية عينة الدراسة؟

### ثانياً: أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الدراسة من أهمية موضوعها وكما يلي:

- 1- يحظى هيكل التمويل باهتمام كبير في شركات الاعمال ولدى المدراء، من اجل اتخاذ القرار التمويلي أو التوليفة المناسبة الذي يقلل من الكلف ويزيد من الأرباح وهذا يؤدي بدوره الى تعظيم قيمة الشركة.
- 2- تعد محاولة علمية لتحليل وتشخيص هيكل التمويل وفقاً لأفكار نظرية الدراسة بهدف تعزيز قيمة الشركة، وذلك التحليل سيسهم في معرفة تبني الشركات الصناعية أفكار نظرية الالتقاط.

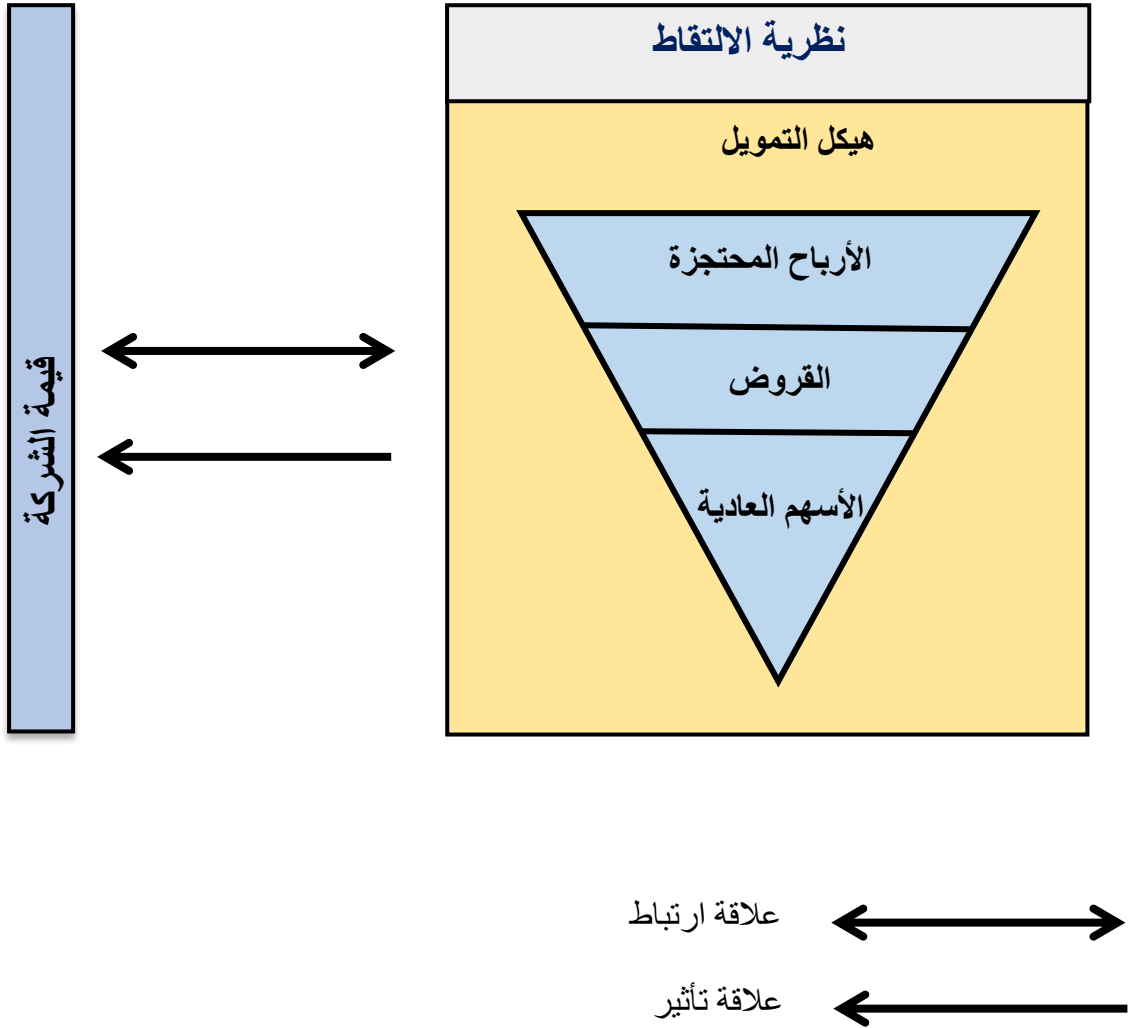
### ثالثاً: اهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- تشخيص وتحديد أبرز مؤشرات هيكل التمويل وفقاً لتسلسل التمويل المتبع في النظرية وقيمة الشركة.
- 2- تحليل دور نظرية الالتقاط في هيكل التمويل وفقاً لعناصر التمويل التي اشارت لها النظرية (الأرباح المحتجزة، القروض، والأسهم العادية)، في تعزيز قيمة الشركة للشركات الصناعية عينة الدراسة.
- 3- دراسة قطاع شركات الصناعة التي أصبحت تسير بصورة حثيثة من اجل التطور ومواكبة الصناعات العالمية.
- 4- تحديد طبيعة العلاقة (الارتباط والتأثير)، بين هيكل التمويل وقيمة الشركة بإطار نظرية الالتقاط لغرض الخروج باستنتاجات عملية وتقديم التوصيات.

#### رابعاً: المخطط الفرضي للدراسة:

في ضوء الإطار النظري ومراجعة الجهود البحثية السابقة ذات العلاقة بمتغيرات الدراسة الحالية، تم بناء مخطط فرضي يعكس طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة وكما في الشكل (1) الآتي:



الشكل (1)

المخطط الفرضي للدراسة.

المصدر: من اعداد الباحث.



### خامساً: فرضيات الدراسة:

في ضوء أهداف الدراسة ومخططها الفرضي تم صياغة الفرضيات الرئيسية الآتية:

- 1- الفرضية الأولى: لا تستخدم الشركات عينة الدراسة نظرية الالتقاط في بناء هيكل التمويل.
- 2- الفرضية الثانية: لا تعاني الشركات من انخفاض في قيمة الشركة خلال مدة الدراسة.
- 3- الفرضية الثالثة: عدم وجود علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأرباح المحتجزة الى اجمالي المطلوبات (X1) وقيمة الشركة (Y).
- 4- الفرضية الرابعة: عدم وجود علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة القروض (X2) وقيمة الشركة (Y).
- 5- الفرضية الخامسة: عدم وجود علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأسهم العادية (X3) وقيمة الشركة (Y).
- 6- الفرضية السادسة: عدم وجود علاقة تأثير معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأرباح المحتجزة (X1) وقيمة الشركة (Y).
- 7- الفرضية السابعة: عدم وجود علاقة تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين نسبة القروض (X2) وقيمة الشركة (Y).
- 8- الفرضية الثامنة: عدم وجود علاقة تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأسهم العادية (X3) وقيمة الشركة (Y).
- 9- الفرضية التاسعة: عدم وجود علاقة تأثير معنوي متعدد ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات هيكل التمويل (X) في قيمة الشركة (Y) بإطار نظرية الالتقاط.

### سادساً: مجتمع وعينة الدراسة:

تمثل مجتمع الدراسة بمجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، الذي يضم الشركات المحققة لشروط الإدراج في السوق، إذ تم اختيار عينة قصدية (6) شركات من الشركات المدرجة في قطاع الصناعة، والبالغ عددها (21) شركة، وهي تمثل نسبة (29%) من مجتمع الدراسة الاجمالي. وإذ تم اختيار هذه الشركات لمجموعة من الأسباب الآتية منها:

- 1- مواصلة الشركات لعملياتها المتنوعة، وأنشطتها، ومدرجة ومستمرة في التداول في السوق المالي خلال مدة الدراسة.

2- نشر البيانات المالية بانتظام خلال مدة الدراسة متمثلة في الميزانية العمومية، وكشف الدخل، والنشرات السنوية للسوق المالي.

### الجدول (1)

#### الشركات عينة الدراسة

ت	اسم الشركة	الاسم المختصر	رمز الشركة	سنة التأسيس	مبلغ التأسيس (د.ع)	تاريخ الادراج في السوق
1	الخيطة الحديثة	الخيطة	IMOS	1988	6.000.000	2004\07\08
2	العراقية للسجاد والمفروشات	السجاد	IITC	1989	5.000.000	2004\07\25
3	انتاج الألبسة الجاهزة	الألبسة	IRMC	1976	1.500.000	2004\07\25
4	بغداد للمشروبات الغازية (بيبي)	بيبي	IBSD	1989	70.000.000	2004\06\15
5	الصناعات الكيماوية العصرية	العصرية	IMCI	1946	149.500	2004/07/25
6	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	الدراجات	IMIB	1964	250.000.000	2004/07/25

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على بيانات الشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

#### سابعاً: مدة الدراسة:

اعتمدت المدة اللازمة لأختبار الدراسة على بيانات سنوية، امتدت من 2004 ولغاية نهاية عام 2019، وتم جمع البيانات اللازمة عنها لتحليل الشركات عينة الدراسة، والسبب الذي يعود الى اختيار هذه المدة، هو توفر البيانات، وصلاحياتها، واكتمالها للشركات عينة الدراسة.

#### سابعاً: الإطار الاجرائي:

##### 1- طرائق جمع البيانات:

الدراسة اعتمدت في الإطار النظري للدراسة على، الكتب، والرسائل، والاطاريح، والبحوث المنشورة في المجالات والمؤتمرات العربية والأجنبية، وذلك من أجل تدعيم الدراسة الحالية بالنتائج الفكرية والعلمية، وفي الجانب التطبيقي للدراسة، اعتمد الباحث على الكشوفات، والتقارير المالية، لعينة الدراسة المفصّل عنها في سوق العراق للأوراق المالية لأغراض التحليل.

2- مؤشرات القياس المعتمدة في الدراسة:

اعتمدت الدراسة على بعض المؤشرات المالية، لبيان العلاقة بين المتغيرات من خلال قياسها وتحليلها من خلال برنامج (Microsoft Excel 2019)، وفقا لما تم عرضه في الإطار النظري من الدراسة. وتم اعتماد المؤشرات الآتية:

أ. مؤشرات قياس المتغير المستقل (هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط):

لتحليل هيكل التمويل (المتغير المستقل) في الشركات قيد الدراسة على وفق نظرية الدراسة اعتمدت الدراسة على مجموعة من النسب والمؤشرات تمثلت في:

❖ نسبة الأرباح المحتجزة في هيكل التمويل (X1):

تم حسابها عبر المعادلة الآتية: (الموسوي، 2013: 119)

$$100 \times \frac{\text{الأرباح المحتجزة}}{\text{مجموع الموجودات}} = (X1)$$

❖ نسبة القروض وما في حكمها في هيكل التمويل (X2):

تم حسابها عبر المعادلة الآتية: (الموسوي، 2013: 119)

$$100 \times \frac{\text{القروض وما في حكمها}}{\text{مجموع الموجودات}} = (X2)$$

❖ نسبة الأسهم العادية في هيكل التمويل (X3):

تم حسابها عبر المعادلة الآتية: (الموسوي، 2013: 120)

$$100 \times \frac{\text{الاسهم العادية (رأس المال المدفوع)}}{\text{مجموع الموجودات}} = (X3)$$

ب. مؤشر قياس المتغير التابع (قيمة الشركة):

تم قياس المتغير التابع وهو قيمة الشركة اعتماداً على المعادلة الآتية:  
(Srinivasan&Hanssens,2009:6) (Elexander et al, 2012:328).

$$\text{قيمة الشركة (Y)} = \text{سعر الأغلاق في نهاية العام} \times \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

ج. أساليب وأدوات التحليل الاحصائي في الدراسة:

- الارتباط البسيط بيرسون
- معامل الانحدار البسيط
- الانحدار المتعدد
- اختبار (t)
- اختبار (F)
- معامل التحديد ( $R^2$ )
- برنامج (spss v.26)

# الفصل الثاني

## الجانب النظري للدراسة

- ◆ المبحث الأول: هيكل التمويل
- ◆ المبحث الثاني: نظريات الهيكل المالي
- ◆ المبحث الثالث: قيمة الشركة

## المبحث الأول هيكل التمويل

### توطئة:

يمثل هيكل التمويل احدى قرارات الادارة المالية وموضوعاً مهماً لها في منشآت الاعمال ويمثل الجانب الايسر في الميزانية العمومية متمثلاً في المطلوبات وحقوق الملكية ويساعد الشركات في تمويل اعمالها.

وقبل التطرق الى مفهوم هيكل التمويل لابد من توضيح مفهوم التمويل.

### اولاً: مفهوم التمويل: concept of The financing

ان مفهوم التمويل يطلق عليه أنه فن وعلم إدارة الأموال، ويُعنى التمويل بالعملية والمؤسسات والأسواق والأدوات التي تدخل في تحويل الأموال بين الأفراد والشركات والحكومات، وفهم التمويل سيمكن من اتخاذ قرارات مالية شخصية أفضل خاصة أولئك الذين يعملون في الوظائف المالية. (Gitman&Zutter,2012:4) ، يمكن تعريف التمويل هو مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات الشركة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات الشركة. (الشيخي والجزراوي، 1998: 20)، ويعد ايضاً وظيفة أساسية للإدارة المالية وهي التأكد من أن عمك لديه أموال كافية متاحة للعمل بكفاءة وإستغلال الفرص. (Broyles,2003:4)، ويشير التمويل إلى اتخاذ القرارات المالية، إذا كان على المديرين الماليين اتخاذ قرارات سليمة، فإنهم يحتاجون إلى أفضل المعلومات الممكنة (المالية وغيرها)، وبالتالي يمكن النظر إلى التمويل بصورة عامة على أنه هيكل لصنع القرار المالي. (Cohen,2005:21). ويُعرف التمويل هو الطريقة التي يمكن من خلالها الحصول على الأموال اللازمة، وقبل الدخول في موضوع هيكل التمويل نرى من المستحسن منعاً للألتباس توضيح المفاهيم الآتية: **هيكل الموجودات** هو يمثل الجانب الأيمن في الميزانية العمومية أي موارد الشركة التي ينبغي تمويلها، ويشير **الهيكل المالي** (هيكل التمويل) الى الجانب الايسر من الميزانية العمومية أي تمويل الموارد او الموجودات التي تحتاج اليها الشركات، اما **هيكل رأس المال** فيعني التمويل الدائم للشركات

ويتمثل من خلال أشكاله الآتية: القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية. (توفيق، 1987: 301-302).

### ثانياً: مفهوم هيكل التمويل Concept of the financing structure

قبل توضيح مفهوم هيكل التمويل لا بد ان نوضح الفرق بينه وبين هيكل رأس المال، ويعرف الهيكل المالي بأنه مجموع الأموال التي يتم بواسطتها تمويل موجودات الشركات، وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية. (العامري، 2013: 307)، وعُرف هيكل التمويل هو أداة مالية لتحديد كيفية قيام الشركات بتمويل الخيار الأمثل. (Ofori-Sasu et al., 2019:1)، وعُرف ايضاً بأنه تشكيلة أو مجموعة المصادر التي حصلت منها الشركات على أموال بهدف تمويل استثماراتها وتتمثل من كافة مكونات المطلوبات سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل أي ان الهيكل المالي يشتمل على التمويل المقترض والتمويل الممتلك. (زهري، 2015: 16)، ومصطلح الهيكل المالي (هيكل التمويل) يختلف عن هيكل رأس المال، يظهر الهيكل المالي نمط التمويل الإجمالي ويقاس مدى توفر الأموال الإجمالية وذلك لتمويل إجمالي موجودات الشركة. (Paramasivan&Subramanian, 2009:48). واما هيكل رأس المال هو نسبة تمويل الشركات بالدين، أي نسبة الرافعة المالية للشركات والمفتاح لتحسين الإنتاجية وأداء الشركة ومزيج من الدين وحق الملكية. (M, 2019:177)، والرافعة المالية هي الاستخدام للتمويل المقترض (الديون) في الهيكل المالي بما يؤدي بدوره الى تعظيم معدل العائد على حق الملكية. (العامري، 2013: 316). وعُرف أيضاً بأنه مزيج من الديون طويلة الاجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية المستخدمة لتمويل موجودات الشركة. (Brigham&Houston, 2018:476)، ويعد مزيج (أو نسبة) من التمويل الدائم طويل الأجل للشركة والذي يتبين من خلال الدين، والأسهم الممتازة، والأسهم العادية. (Van Horne&Wachowicz Jr., 2008:452). ويجب التمييز بين هيكل رأس المال ويطلق على هذا الجزء من الهيكل المالي بالتمويل الدائم والذي يتكون من التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل الممتلك، والهيكل المالي (هيكل التمويل) اذ يمثل الجانب الأيسر للشركات في الميزانية اذ يتمثل في المطلوبات وحقوق الملكية. (العامري، 2013: 307-308). بينما (Ross) لم يميز بين هيكل التمويل وهيكل رأس المال ووضح كلا المفهومين على انهما مزيج محدد من الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية التي تستخدمها الشركة لتمويل عملياتها. (Ross et al., 2003:38).

و عليه يمكن توضيح أهم نقاط الاختلاف بينهما، وتشير النقاط التالية في الجدول (2) إلى الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال.

### الجدول (2)

الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال

هيكل رأس المال	ت	الهيكل المالي	ت
يشمل فقط مصادر التمويل طويلة الأجل.	1	يشمل مصادر التمويل طويلة الأجل وقصيرة الأجل.	1
يمثل فقط المطلوبات طويلة الأجل للشركة.	2	يمثل جانب المطلوبات بالكامل في الميزانية العمومية.	2
يتكون من حقوق الملكية والأسهم الممتازة والارباح المحتجزة.	3	يتكون الهيكل المالي من جميع مصادر رأس المال.	3

Source: Paramasivan C., Subramanian T., Financial Management, New Age Pub, 2009.

وفيما يلي بعض أهم المفاهيم الخاصة بهيكل التمويل عن طريق الجدول الآتي:

### الجدول (3)

بعض أهم المفاهيم لهيكل التمويل

المفهوم	المصدر	ت
يمثل المسؤولية الثانية للمدير المالي في جمع الأموال لدفع تكاليف الأستثمار في الموجودات الحقيقية.	(Brealey et al., 2001:9)	1
الهيكل المالي يتكون من مزيج التمويل بين حقوق الملكية والديون، وتكلفة رأس المال وقيمة المشروع الأساسي.	(Chen,2012:452)	2
هو قرار قيام المدير المالي بالاستثمارات، فإنه يقرر أيضاً كيفية دفعها وقد تتطلب الاستثمارات الكبيرة من الشركة جمع أموال إضافية.	(Berk et al.,2012:10)	3
يتمثل هيكل تمويل الشركات بمزيج من جميع مصادر التمويل التي تظهر في جانب المطلوبات وحقوق الملكية في الميزانية العمومية.	(Keown et al.,2014:394)	4
يشير هيكل التمويل إلى الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل وإجمالي الدين وحقوق الملكية	(Vātavu,2015:1314)	5



الإجمالية.		
يتمثل الهيكل المالي للشركة في الجانب الأيسر (المطلوبات بالإضافة إلى حقوق الملكية) من الميزانية العمومية، تقليدياً يتم استبعاد الاقتراض قصير الأجل من قائمة طرق تمويل النفقات الرأسمالية للشركة، وبالتالي، يُقال إن المطلوبات طويلة الأجل تشكل هيكل رأس مال الشركة.	(Joseph et al.,2016:50)	6
الهيكل المالي ينعكس في إجمالي المطلوبات في الميزانية العمومية، فإن هيكل رأس المال ينعكس فقط في الدين طويل الأجل وعناصر رأس المال الخاصة بهما، وكلاهما إما أموال دائمة أو أموال طويلة الأجل وبالتالي فإن هيكل رأس المال ليس سوى جزء من الهيكل المالي.	(Yuliani et al.,2018:58)	7

المصدر: من اعداد الباحث استنادا الى الادبيات المذكورة انفاً.

ويمكن أن يعرف هيكل التمويل على انه يتمثل في الجانب الايسر للميزانية ويشمل اجمالي المطلوبات، طويلة الأجل وقصيرة الأجل وحقوق الملكية، التي تستخدمها الشركات في تمويل عملياتها.

### ثالثاً: أهمية وأهداف هيكل التمويل:

#### Importance and objectives of the financing structure

تحتاج عمليات الشركات إلى أن يتم تمويلها لتحقيق أهدافها في تعزيز قيمة الشركة، وأظهر الباحثون أن الأداء الحقيقي للشركات وقيمتها قد تكون مشروطة بشكل كبير بقراراتها وفرصها التمويلية ويمكن اعتبار هذا الاحتمال بمثابة الدافع الأساسي لسبب اهتمام واضعي السياسات المالية والأكاديميين بنمط تمويل الشركات. (Gijney,2002:1). وأن مزيج تمويل الشركات مهم في تحديد قرارات الاستثمار الرأسمالي وعلاوة على ذلك، لوحظ أن قرارات التمويل السليمة ضرورية لتعزيز بقاء الشركات واستدامتها على المدى الطويل ويجب على المديرين التأكد من قيامهم باتخاذ قرارات تساهم بمشاريع استثمارية من شأنها أن تضيف إلى قيمة الشركة. (Uzutam Isaac&Marshal,2020:11). وتحتاج الشركات إلى جمع الأموال للاستثمار في الموجودات طويلة الأجل وقصيرة الأجل ويمكن جمع الأموال من خلال حقوق الملكية أو الديون أو الأدوات التي تجمع بين ميزات كل من حقوق الملكية والديون. (Mahajan,2020:17)،

ويختلف مزيج تمويل الديون والأسهم بشكل كبير من صناعة إلى أخرى ومن شركة إلى أخرى وتختلف نسب الديون أيضًا بمرور الوقت لشركات معينة وهذه الاختلافات هي حقيقة من حقائق الحياة. (Brealey et al.,2020:367)، لكي تحاول شركة ما تقليل متوسط تكلفة رأس المال، فإنها تتطلب أولاً معلومات عن التكاليف المرتبطة بمصادر التمويل المختلفة المتاحة لها، ثانيًا تحتاج إلى معرفة كيفية الجمع بين هذه المصادر المختلفة للتمويل من أجل الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل الذي يساعدها بدوره في تحديد المزيج التمويلي المثالي لتعزيز قيمة الشركة. (Watson,2016:281)، وعليه يمكن توضيح مفهوم هيكل التمويل الأمثل هو مزيج التمويل الذي يزيد من قيمة الشركة. (Baker&Martin,2011:2). وان أحد الأهداف التشغيلية للشركة هو أن تكون قادرة على تعظيم قيمة الشركة، لتلبية مصالح جميع أصحاب المصلحة وتمثل إحدى طرق تعظيم قيمة الشركة في تنفيذ هيكل تمويل مثالي. (Alfaris&Marsoem,2020:554). وفي ضوء ما سبق يمكن تحديد أهداف الهيكل التمويلي من خلال الاتي:

- 1- **تعظيم القيمة الحالية للشركات:** وهي عبارة عن القيمة الحالية للأرباح النقدية، المتوقع الحصول عليها من قبل حملة الأسهم، وتعظيم القيمة الحالية للشركات هي محصلة القرارات المالية في مجال الاستثمار، والقرارات المالية في مجال التمويل، وتأثير القرارات المالية على قيمة الشركة، من خلال تأثيرها على حجم العائد المتوقع، وحجم المخاطرة التي تتعرض لها الشركة لزيادة القيمة الحالية للشركة. (العبيدي، 2011: 22).
- 2- **توفير السيولة:** تساعد الشركات على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل منها وغير المتوقعة، وتعني السيولة بأنها توافر الاموال عند الحاجة اليها وبتكلفة معقولة لمواجهة الالتزامات عند استحقاقها. (أبو النصر، 2010: 18).
- 3- **تحقيق الربحية:** يساعد التوزيع الأمثل للموارد المتاحة للشركات على مختلف أنواع الموجودات والاستثمارات بطريقة مناسبة، وترتيب مصادر التمويل من الاقتراض وحقوق المالكين بشكل يمكن أصحاب الشركات من الحصول على أكبر عائد ممكن. (الأحمر، 2018: 78).

#### **رابعاً: العوامل المؤثرة في هيكل التمويل: Factors affecting financing structure**

أن هيكل التمويل يختلف من شركة إلى أخرى، فبعض الشركات تعتمد بشكل كلي على أموال الملكية، في حين ان البعض الآخر يعتمد على الأموال المقترضة، وهناك مجموعة من المحددات التي تؤثر في هيكل التمويل ويمكن اجمال أهمها كالآتي:

### 1- حجم الشركة: firm size

يلعب الحجم دورًا مهمًا في تحديد هيكل التمويل في الشركة، وأن الشركات الكبيرة تميل إلى أن تكون أكثر تنوعًا ولديها احتمال أقل للفشل وانخفاض تكاليف الإفلاس المتوقعة تمكن الشركات الكبيرة من تحمل المزيد من الديون، حيث يسهل وصولها إلى السوق، ويمكنها الاقتراض بشروط أفضل، يجب على الشركات الأكبر حجمًا توظيف ديون أكثر من الشركات الأصغر، وبالتالي من المتوقع وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة وهيكل التمويل. (titman&wessel,1988:4).

### 2- الضريبة: Tax

استكشفت العديد من الدراسات التجريبية تأثير الضرائب على هيكل التمويل للشركات في الدول الصناعية الكبرى، و يهتم البعض مباشرة بالسياسة الضريبية، ودراسة التأثير الضريبي على قرارات تمويل الشركات، وقدم دليلاً على التأثير الضريبي الكبير على الاختيار بين الدين وحقوق الملكية، وتخلص إلى أن التغييرات في معدل الضريبة الهامشية لأي شركة يجب أن تؤثر على قرارات التمويل عندما يتم استنفادها بالفعل (مع ترحيل الخسائر إلى الأمام) أو مع وجود احتمال كبير لمواجهة معدل ضرائب صفري، فمن غير المرجح أن تمويل الشركة ذات الدرع الضريبي المرتفع بالديون، والسبب هو أن الدرع الضريبية (Tax shield) (تدفع الشركة ضرائب أقل) تخفض معدل الضريبة الهامشية الفعال على خصم الفائدة إلى أنه بشكل عام تؤثر الضرائب على القرارات المالية للشركات، ولكن حجم التأثير في الغالب ليس كبيراً. (Mouamer,2011:231).

### 3- معدلات النمو: Growth rates

ويشير هذا المحدد إلى أن نسب الديون قصيرة الأجل قد تكون في الواقع مرتبطة بشكل إيجابي بمعدلات النمو، إذا حلت الشركات النامية محل التمويل قصير الأجل للتمويل طويل الأجل، وتجدر الإشارة أيضاً إلى أن فرص النمو هي موجودات رأسمالية تضيف قيمة إلى الشركة، ولكن لا يمكن ضمانها ولا تولد الدخل الحالي الخاضع للضريبة. (Chen&Chen,2011: 10975).

### 4- السيولة: Liquidity

ان معدلات السيولة لها تأثير مختلط على قرار هيكل التمويل، وتدعم الشركات ذات معدلات السيولة الأعلى نسبة دين أعلى نسبياً نظراً لقدرتها الأكبر على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل عند استحقاقها، وهذا يعني وجود علاقة إيجابية بين مركز السيولة للشركة ونسبة ديونها، ومن ناحية

أخرى، قد تستخدم الشركات ذات الموجودات السائلة الأكبر هذه الموجودات لتمويل استثماراتها. (Amidu,2007:71).

#### **5- هيكل الموجودات: Asset structure**

وهو محدد مهم لهيكل رأس مال شركة جديدة إلى أي مدى تكون موجودات الشركة ملموسة وبصورة عامة سيؤدي إلى حصول الشركة على قيمة تصفية أكبر، وأن الموجودات الملموسة، مثل الموجودات الثابتة، يمكن أن تدعم مستوى دين أعلى مقارنة بالموجودات غير الملموسة، مثل فرص النمو، ويمكن إعادة توزيع الموجودات بالقرب من قيمها الجوهرية لأنها أقل تحديداً، وبالتالي يمكن استخدام الموجودات للتعهد كضمان لتقليل تكلفة الوكالة المحتملة المرتبطة باستخدام الديون. (Alipour et al.,2015: 59).

#### **6- المرونة المالية: financial flexibility**

أن الشركات ذات الربحية الأكبر لديها ميل أقل للتمويل الخارجي، ويفضل المديرون التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، ويعتمد الضعف المالي وقوة الشركات والاستخدام اللاحق أو عدم استخدام تمويل الديون على المرونة المالية للشركات، وان الشركات التي تتمتع بقدر أكبر من المرونة المالية لديها ديون أقل، لأن هذه الشركات تتجنب الحاجة إلى التمويل الخارجي من خلال زيادة مرونتها. (Ozkan,2001:182).

#### **7- مخاطر الاعمال: Business Risk**

كلما كانت أرباح الشركات أقل استقراراً، زادت فرصة فشل الأعمال التجارية، وكلما زاد وزن تكاليف الإفلاس على قرارات تمويل الشركة وبالمثل مع زيادة احتمالية الإفلاس، تصبح مشاكل الوكالة المتعلقة بالديون أكثر تفاقماً. (Baral,2004,3).

ومن خلال الشكل (2) يمكن توضيح المحددات التي تؤثر في هيكل التمويل.



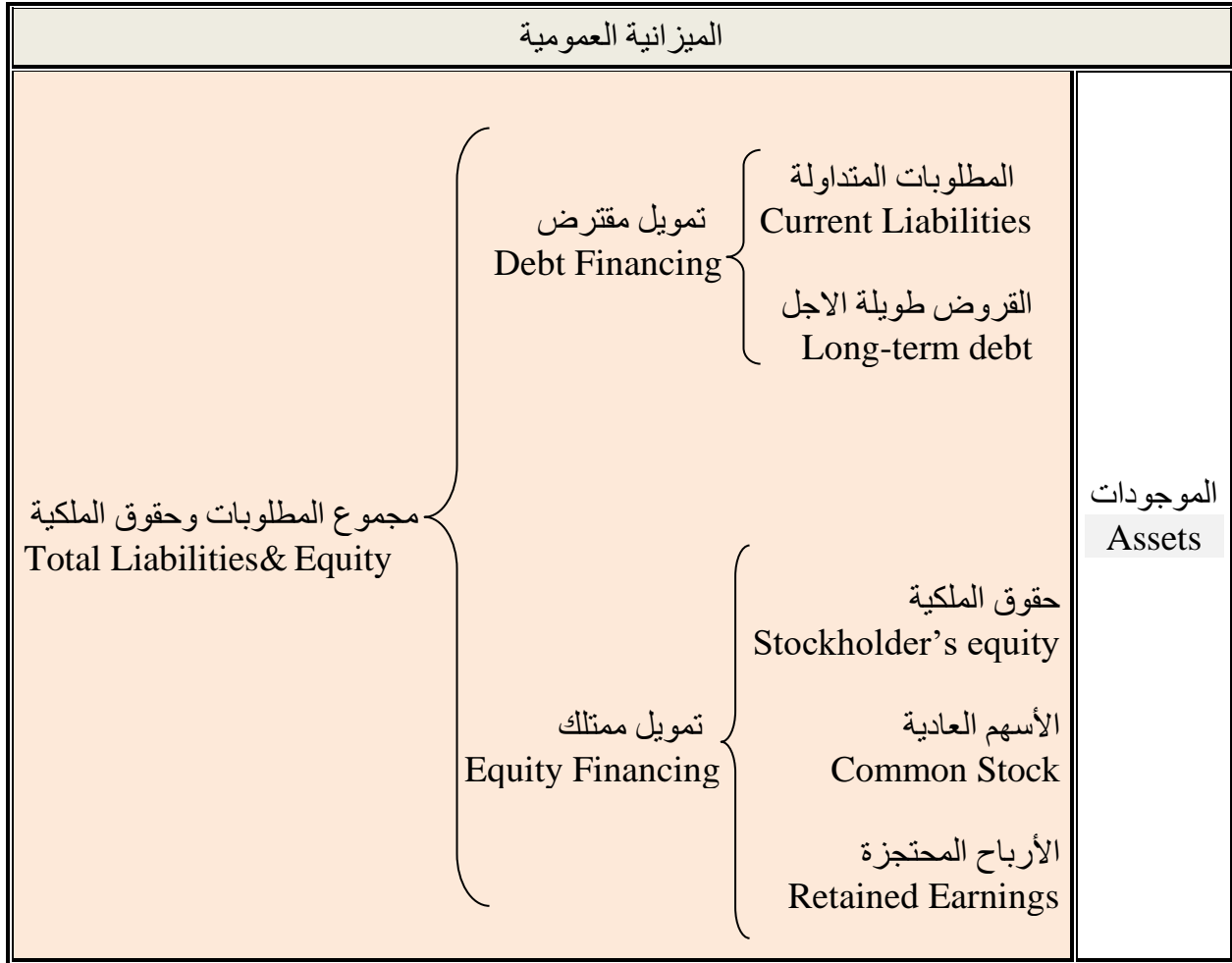
شكل (2)

محددات هيكل التمويل

المصدر: من اعداد الباحث استناداً الى الادبيات المذكورة آنفاً.

### خامساً: مكونات هيكل التمويل: Components of financing structure

أن هيكل التمويل هو مزيج من المصادر التي تستخدمها الشركات، ويتم اتخاذ قرارات هيكل التمويل في الشركات من أجل تحديد موارد وفترات الأموال المطلوبة للحصول على مجموع الموجودات ومكوناتها التي يتم تسويتها من خلال قرارات الاستثمار أثناء تحديد هيكل التمويل في الشركات، والنقطة الأكثر أهمية هي الحصول على هيكل التمويل الأمثل، وتعظيم القيمة السوقية للشركة من خلال مجموعة مناسبة من الأموال التي تستخدمها الشركة في تعزيز قيمتها. (Altan&Arkan,2011:61). ويمكن ان نرى مكونات هيكل التمويل والتي تظهر في الميزانية العمومية والتي يعرضها الشكل (3).



شكل (3)

مكونات هيكل التمويل في الميزانية العمومية لشركات الاعمال

Source: Gitman, Lawrence J . (2009), (**Principles of Managerial Finance**), Person, 12<sup>th</sup> Ed :561.

وتصنف المصادر في هيكل التمويل على النحو الاتي: (الشوارة، 2013: 78).

- 1- من حيث المصدر: وتتمثل بالمصادر الداخلية اذ تتمثل بـ (الأرباح المحتجزة الرأسمالية)، والمصادر الخارجية (بالاقتراض وإصدار السندات وغيرها).
- 2- من حيث الملكية: وتتكون من المصادر المملوكة تتمثل بـ (الأرباح المحتجزة والاحتياطات)، والمصادر المقترضة (كالقروض وغيرها).
- 3- من حيث الزمن: حيث تتمثل في المصادر طويلة الأجل وقصيرة الأجل.

وتم تصنيف مكونات هيكل التمويل من حيث الزمن الى مصادر تمويل قصيرة الأجل، ومصادر تمويل طويلة الأجل: ويمكن توضيحها من خلال ما يأتي:

### اولاً: مصادر التمويل قصير الأجل: Short-term financing sources

يتم تعريف الموجودات والمطلوبات قصيرة الأجل بشكل عام على أنها تلك البنود التي سيتم استخدامها أو تصفيتها أو استحقاقها أو سدادها خلال عام واحد، وتعتبر الموجودات الحالية للشركة بما في ذلك النقد والمخزون والحسابات المدينة وما إلى ذلك، بشكل عام موجودات قصيرة الأجل بينما تعتبر المصانع والمعدات موجودات طويلة الأجل، بشكل عام عادةً ما تُعتبر الديون قصيرة الأجل، وما إلى ذلك التزامات قصيرة الأجل، بينما تعتبر الديون طويلة الأجل (الديون ذات أجل استحقاق أكثر من عام واحد) ورأس المال من مصادر التمويل طويلة الأجل للشركة. (Fosberg,2013:1)، ويتعلق التمويل قصير الأجل في المقام الأول بقرارات الإدارة اليومية للأعمال التجارية وتتضمن هذه القرارات المبلغ المناسب من النقد والذمم المدينة والذمم الدائنة والمخزون وكذلك مستوى مزيج التمويل قصير الأجل، وأن احتمال حدوث انخفاض في الأداء المالي للشركات هو نتيجة الإدارة غير الفعالة لقرارات التمويل قصيرة الأجل. (Chiboole&Jagongo,2020:63). حيث يمكن توضيح أهم أشكال التمويل قصير الأجل من خلال ما يأتي:

#### 1- الائتمان التجاري: Trade Credit

يعد الائتمان التجاري هو طريقة فعالة لبناء علاقات جيدة مع العملاء على سبيل المثال، يقدم الموردون انتماءً تجاريًا لتقوية روابطهم مع العملاء قبل الالتزام باستثمارات خاصة بالعلاقة وهو ائتمان قصير الاجل.(Zhang et al.,2020:3)، والائتمان التجاري هو أحد أكثر المصادر التقليدية للحصول على تمويل للشركات الصغيرة والمتوسطة، ويتم توفير الائتمان المصرفي للشركة من خلال الدفع والضمان وإمكانية الوصول إلى الضمانات وكميات كبيرة من الأعمال الورقية، ولكن مقدمي الائتمان التجاري يمنحون الائتمان بأوراق أقل أو بدون أوراق مما هو مطلوب عادة لعملية القرض، ويتم إبراز أهمية الائتمان التجاري من منظور مختلف، حيث قد يؤثر الائتمان التجاري على كفاءات التشغيل وتحسين التكلفة، ويقلل من عدم اليقين النقدي في السداد، ويوفر المزيد من المرونة للشركات وبدوره وفر استجابة للتغيرات في الطلب. (Rahman et al.,2018:132)، ويعتبر الائتمان التجاري مهمًا في الغالب للشركات ذات الاحتمالية المنخفضة في الحصول على تمويل خارجي من خلال مؤسسات الائتمان مثل البنوك،

وهو أكبر استخدام لرأس المال ومصدر مهم لرأس المال لمعظم الشركات، و يعد الائتمان التجاري بديلاً مهمًا جدًا لتمويل القروض المصرفية لأي وحدة أعمال في أي اقتصاد، ويمكن للشركات تطبيق الائتمان التجاري لزيادة حجم المبيعات، وبالتالي الربحية، ولكن يمكن أن يسبب مشاكل في السيولة إذا لم يتم إدارتها بكفاءة، والسبب الرئيسي وراء بيع الشركات بالائتمان هو لغرض توسيع مبيعاتها والحفاظ على حصتها في السوق، إذا كانت الشركة تبيع بالائتمان، فإنها تتكبد تكاليف إنتاج وبيع إضافية، وتكاليف الإدارة مثل تحريات الائتمان وتكاليف الإشراف وتكاليف التحصيل مثل الديون المعدومة. (mwende et al.,2020:892).

## 2- الائتمان المصرفي: Bank credit

يلعب الائتمان المصرفي دورًا حيويًا ومهمًا في توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وإعادة توجيهها لخدمة القطاعات الاقتصادية بالشكل الصحيح، ويعتقد الكثيرون أن التغيرات في حجم الائتمان لها تأثير كبير على مستوى النشاط الاقتصادي من حيث الازدهار أو الانكماش. (Ananzeh,53:2016)، والائتمان المصرفي هو أحد الأنشطة المصرفية الأكثر أهمية التي تجذب إدارة البنوك التجارية والمؤسسات المالية الوسيطة، ومع ذلك فهي واحدة من أكثر الأدوات الاقتصادية حساسية بسبب تأثيرها الضار على البنوك. (al-aedi,2019:291-292).

## 3- الأوراق التجارية: Commercial paper

الأوراق التجارية هي أداة سوق نقدية غير مضمونة تصدر في شكل سند إذني. (Sardar,2019:13)، وهي أداة دين قصيرة الأجل لسوق المال، وتعد سند إذني غير مضمون بأجل استحقاق ثابتة من 7 إلى 365 يومًا، ويتم إصدارها بخصم واستردادها على قدم المساواة ويتم إصدارها من قبل مجموعة واسعة من الشركات المحلية والأجنبية، بما في ذلك الشركات المالية والبنوك والشركات الصناعية. (Rao&Pillai,2011:41)، والأوراق التجارية هي أداة دين قصيرة الأجل صادرة عن الشركات الكبرى، وبالنسبة للمصدرين هي وسيلة لزيادة رأس المال بثمان بخصم وبأسعار فائدة قصيرة الأجل، وعادةً ما يتم إصدار الأوراق التجارية بخصم على القيمة الاسمية المحددة مسبقًا، مما يعني أن المستثمرين يكتسبون الأوراق التجارية بسعر أقل من القيمة الاسمية ويحصلون على القيمة الاسمية عند الاستحقاق، والفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية هو الخصم أي (الفائدة المستلمة على الأوراق التجارية). (Kacperczyk&Schnab,2010:29-31).



وذكر الكتاب والباحثون اشكال ومصادر أخرى للتمويل قصير الاجل منها:

(تمويل حسابات القبض Accounts receivable financing) يُعرّف على أنه نوع من أنواع التمويل قصير الأجل الذي يعتمد بشكل واضح على حسابات القبض، إما كضمان أو كشرط للأهلية ويفتح تمويل المستحقات النقدية المستحقة للشركة الصغيرة عن طريق بيع الفاتورة. (Sindani,2018:4)، و(التخصيم Factoring) هو شكل معاصر ومحدد من التمويل قصير الأجل على أساس بيع الموجودات قصيرة الأجل غير المضمونة للشركة إلى مؤسسة مالية متخصصة لدفع رسوم أو مصاريف معينة. (Baresa et al.,2017:124-125). ويجب النظر بعناية في مزايا المصادر المختلفة للتمويل قصير الأجل قبل أن تقترض الشركة المال وتشمل العوامل التي تؤثر على اختيار مصادر التمويل قصير الأجل: التكلفة، والتأثير على التصنيف الائتماني، والمخاطر، والقيود، والمرونة، وظروف سوق المال المتوقعة، ومعدل التضخم، وربحية الشركات، ومراكز السيولة، واستقرار عمليات الشركة. (kontus,2012:316).

### ثانياً: مصادر التمويل طويلة الأجل: Long Term Finance Sources

هيكل رأس المال والذي يمثل تمويل طويل الأجل، والذي يُفهم على أنه نسبة الدين بالنسبة إلى حقوق الملكية في إجمالي موجودات الشركة، وهو مؤشر على كيفية تمويل الشركات لأنشطتها واستثماراتها، وكذلك الملائمة المالية طويلة الأجل للشركة، وكان قرار التمويل وتحديده وتأثيره على تقييم الشركات أحد القضايا الرئيسية في نظرية وتمويل الشركات، وكان الباحثون يبحثون عن إجابات ما هو هيكل رأس المال الأمثل، وما هي العوامل التي تحدد هيكل رأس المال الفعلية، وما هو تأثير اختيار هيكل رأس المال على القرارات الأخرى داخل الشركة. (Thuy,1975:1)، ويمكن تعريف هيكل رأس المال بطرق مختلفة، فمن الشائع في الولايات المتحدة تحديد هيكل رأس المال من حيث نسبة الدين طويل الأجل، في حين عدد من البلدان، ولا سيما الأسواق الناشئة تستخدم الشركات ديوناً قصيرة الأجل وطويلة الأجل لتمويل موجوداتها، بما في ذلك الموجودات المتداولة، ومن الشائع أيضاً أن تقوم الشركات في البلدان النامية باستبدال الديون قصيرة الأجل بديون طويلة الأجل وتمديد الديون قصيرة الأجل، ومن ثم فمن الأنسب ولا سيما في سياق الاقتصادات النامية يمكن تعريف هيكل رأس المال على أنه تقرير التجارة والتنمية. (Pandey,2004:81)، ويتمثل هيكل رأس المال بكيفية حصول الشركة على التمويل الذي تحتاجه لدعم استثماراتها طويلة الأجل، ويشير هيكل رأس مال الشركة إلى

مزيج محدد من الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية التي تستخدمها الشركة لتمويل عملياتها. (Ross et al.,2017:6). ويمكن تحديد أهم الإشكالات التي من الممكن أن تعتمد عليها الشركة في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل بالآتي:

### **1- القروض طويلة الأجل: long-term loans**

القروض طويلة الأجل وهي تتراوح في المدة من بضع سنوات لقروض المعدات والمركبات إلى 30 عامًا للقروض العقارية، وتتطلب القروض طويلة الأجل دفعات شهرية، ويتم استخدام عائدات الدفعات الشهرية لسداد الفائدة على القرض المستحق خلال الفترة، ومن ثم يتم استخدام العائدات المتبقية لتخفيض رأس المال أو المبلغ المقرض. (Peterson,225:2013)، يمكن للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى تقديم قروض لأجل، و يجب سداد القرض لأجل في تاريخ معين يسمى تاريخ استحقاقه، ويتم سداده بموجب جدول مُعد مسبقاً، وعلى الرغم من أنه من الناحية الفنية يمكن تصنيف القرض لأجل كقرض قصير الأجل إذا تم سداده في غضون عام ، فإن هذه القروض تستخدم بشكل أساسي للتمويل طويل الأجل، و يمكن أن تصل المدة إلى 15 عامًا في معظم الحالات وأكثر من ذلك في البيئات غير التجارية، وإن القرض لمدة 30 عامًا الذي يتقاضاه الكثير من الناس لتمويل منازلهم هو قرض لأجل، وإن كان أكثر تنظيمًا من القروض التجارية العادية. (halpin&senior,2009:215).

### **2- الأسهم الممتازة: Preferred Stock**

الأسهم الممتازة هي مزيج من الديون وحقوق الملكية، وإنها تشبه الديون، بمعنى أن حاملي هذه الأوراق المالية عادة ما يتم وعدهم بمعدل عائد ثابت، ومع ذلك فإن توزيعات الأرباح هذه مستحقة الدفع من أرباح الشركة بعد الضرائب، كما هو الحال في أسهم حقوق الملكية، ومن ناحية أخرى يتم سداد مدفوعات الفائدة لحاملي السندات من أرباح ما قبل الضريبة، وبالتالي تشكل مصروفًا قابلاً للخصم للأغراض الضريبية، إذا كانت الشركة ستمتتع عن دفع أرباح الأسهم الممتازة في عام معين، فعندئذ لا يمكن للمساهمين على عكس حملة السندات، اتخاذ اللجوء القانوني كمسألة حق ومعظم الأسهم الممتازة تراكمية في طبيعتها، وهذا يعني أنه يجب ترحيل أي توزيعات أرباح غير مدفوعة في السنة المالية، ويجب دفع الأرباح المتراكمة قبل أن تفكر الشركة في دفع أرباح الأسهم للمساهمين، إذا قام المساهمون الممتازون بتقييد حقوق التصويت فهم عادة لا يتمتعون بحق التصويت ما لم يكن دفع أرباح الأسهم المستحقة لهم متأخرًا في حالة تصفية الشركة، ويجب سداد المساهمين الممتازين قبل أن يتم قبول مطالبات حملة الأسهم،

وترتيب أولوية أصحاب المصلحة في الشركة هو حملة السندات أولاً، والمساهمون الممتازون ثانياً، ثم حملة الأسهم، و ينشأ مصطلح الاسهم الممتازة لأن هؤلاء المساهمين يمنحون الأفضلية على المساهمين في الأسهم، وليس لأن المساهمين يفضلون مثل هذه الأدوات. (Parameswaran,2011:15)، وكانت الأسهم الممتازة موجودة منذ سنوات عديدة ، ولعدة عقود، وتم بيع الأسهم الممتازة بشكل أساسي بواسطة خدمات، واليوم تصدر جميع أنواع الشركات أسهمًا ممتازة، ولجمع الأموال يمكن للشركات إما اقتراض الأموال أو البيع جزء من شركتهم في شكل أسهم عادية أو أسهم ممتازة و في كلتا الحالتين يرى هناك تكلفة مرتبطة من خلال جمع الأموال – تكلفة الأموال. (Le Du,2013:17-18). وتحسب كما في المعادلة الآتية: (Titman et al.,2018:455).

$$\text{Preferred Stock Price } (P_{ps}) = \frac{\text{Preferred Dividend } (Div_{ps})}{\text{Preferred Stockholders Required Rate of Return } (k_{ps})} \dots\dots (1)$$

حيث ان:

$P_{ps}$  = سعر الأسهم الممتازة.

$Div_{ps}$  : هو عائد الأسهم الممتازة.

$k_{ps}$  : هو معدل العائد المطلوب للمساهمين الممتازين للشركة وتكلفة رأس المال الممتاز للشركة. نظرًا لأننا نعرف مقدار الأرباح الموزعة الممتازة ويمكننا ملاحظة سعر السهم الممتاز، ويمكننا حساب معدل العائد المطلوب لحامل الأسهم الممتاز ( $k_{ps}$ ) عن طريق حل المعادلة لـ  $k_{ps}$ ، على النحو التالي:

$$k_{ps} = \frac{Div_{ps}}{P_{ps}} \dots\dots (2)$$

اذ ان:

$k_{ps}$ : هو معدل العائد المطلوب للمساهمين الممتازين للشركة وتكلفة رأس المال الممتاز للشركة.

$Div_{ps}$ : هو عائد الأسهم الممتازة.

$p_{ps}$ : سعر الاسهم الممتازة.

### 3- الأسهم العادية: Common stocks

السهم العادية هي المصطلح المستخدم لوصف المبلغ الإجمالي الذي يدفعه المساهمون مقابل الأسهم التي يشترونها. (Weygandt et al.,2012:13)، ويستخدم مصطلح الأسهم العادية في الولايات المتحدة في شركة عادةً ما تكون غالبية رأس مال الملكية من إصدارات الأسهم العادية، على الرغم من إصدار الأسهم الممتازة أيضاً. (alexander&nobes,2004:418)، ويجوز للشركة الحصول على أموال عن طريق بيع أسهم للمستثمرين، وهي أسهم ملكية يتم توزيعها على مستثمري الشركة، وهي تمثل الجزء من حقوق المساهمين التي يساهم بها المستثمرون. (Warren et al.,2016:14). وفيما يلي توضيح لأهم أنواع الأسهم العادية: (faerber,2008:24-28).

#### أ. أسهم الدخل: Income Stocks

تمتلك أسهم الدخل مدفوعات أرباح عالية، وعادة ما تكون الشركات في المراحل الناضجة من دورات حياة صناعاتها، ويمكن تعريف أسهم الشركات هي التي أنشأت نمطاً لدفع أرباح أعلى من المتوسط على أنها أسهم دخل.

#### ب. أسهم النمو: Growth stock

يتم إصدار أسهم النمو من قبل الشركات التي من المتوقع أن تحافظ على معدلات نمو عالية في المبيعات والأرباح، وتتمتع هذه الشركات عموماً بنسب سعر مقسوم أرباح عالية ولا تدفع أرباحاً.

#### ج. أسهم القيمة: Value Stocks

أسهم القيمة هي الأسهم التي لها أسعار منخفضة مقارنة بقيمتها الأساسية (نمو المبيعات والأرباح).

#### د. أسهم المضاربة: A speculative stock

أسهم المضاربة هي تمتلك إمكانية تحقيق عوائد أعلى من المتوسط، لكنها تحمل أيضاً مخاطر خسارة فوق المتوسط إذا كان أداء الشركة سيئاً أو أفلس.

هـ. الأسهم الدفاعية : Defensive Stock

السهم الدفاعية هي أسهم الشركات التي تميل إلى الحفاظ على مستويات أسعارها عندما يتراجع الاقتصاد، بشكل عام تقاوم هذه الأسهم الانكماش الاقتصادي لأن هذه الشركات تنتج السلع الضرورية (المواد الغذائية والمشروبات والمنتجات الصيدلانية).

و. الأسهم الدورية : Cyclical Stock

السهم الدورية وهي الاسعار التي تتحرك مع الاقتصاد، وغالبًا ما تصل الأسهم الدورية إلى أعلى مستوياتها وأدنى مستوياتها قبل فترات الذروة والانخفاضات في الاقتصاد، عندما يكون الاقتصاد في حالة ركود تشهد هذه الأسهم انخفاضًا في المبيعات والأرباح خلال فترات التوسع وتنمو هذه الأسهم بشكل كبير في المبيعات والأرباح. من أمثلة الأسهم الدورية الأسهم التي تصدرها شركات المعدات الرأسمالية، وشركات بناء المنازل، وشركات السيارات، والشركات في القطاعات الأخرى المرتبطة بثروات الاقتصاد ككل.

4- الأرباح المحتجزة: Retained Earnings

الأرباح المحتجزة هي الأرباح (أي الدخل الصافي) المتراكمة منذ بداية الشركة ناقصًا الأرباح الموزعة، وتزداد الأرباح المحتجزة مع قيام الشركة بتوليد الأرباح وتسجيلها، وتنخفض كلما سجلت الشركة خسائر أو تعلن عن أرباح الأسهم ولا تستطيع الشركة تحقيق أرباح من خلال التداول في الاسهم الخاصة بها، لذلك لا تؤدي معاملات أسهم الخزينة إلى زيادة الأرباح المحتجزة، ومع ذلك يمكن لهذه المعاملات أن تقلل من الأرباح المحتجزة ويتم تخفيض الأرباح المحتجزة بالفرق بين سعر إعادة الشراء والمبلغ الذي تم استلامه في الأصل عند إصدار المخزون، وبالتالي يمكن أن تصبح الأرباح المحتجزة سلبية إذا قامت الشركة بتوليد سلسلة من الخسائر الدفترية إما أثناء مرحلة النمو أو بسبب الأداء الاقتصادي الضعيف أو إذا شاركت في بعض معاملات إعادة شراء الأسهم. (Ball et al.,2020:234)، والأرباح المحتجزة هي التي تحتفظ بها الشركة للاستثمار في عمليات الشركة بدلاً من توزيعها على المساهمين. وهناك عدة عناصر تمثل الأرباح المحتجزة من خلال ما يأتي:

(Watson & Head,1998:170) (Brealy&Myers,1996:361)

(Peterson, 2008: 572). (Graham & Harvy,2002:13)

أ. الاحتياطي القانوني: Legal reserve

وهو الحد الأدنى من الاحتياطي الذي لابد للشركة من تكوينه وحدده القانون بـ 5% من صافي الأرباح على ألا يتعدى 10% من رأس مال الشركة ويستخدم في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال.

ب. الاحتياطي النظامي: Regular Reserve

يتم تكوين هذا الاحتياطي طبقاً للنظام الأساسي للشركات حيث يشترط هذا الأخير وجوب تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة وهو غير إجباري.

ج. الاحتياطات الأخرى: other reserves

ينص قانون الشركات على أنه يجوز للشركات بعد تحديد نصيب الأسهم من الأرباح الصافية أن تقوم بتكوين احتياطات أخرى.

## 5- السندات: Bonds

السند هو ورقة مالية عادة ما تكون طويلة الأجل، تمثل الأموال التي تقترضها الشركة من الجمهور المستثمر، ويستلزم السند تعهداً بسداد المبلغ المقترض والمسمى الرئيسي في تاريخ محدد ودفع الفائدة بسعر محدد وأوقات محددة عادة نصف سنوية، على عكس حملة الأسهم الذين هم مالكو الشركة، فإن حملة السندات هم دائنو الشركة، وعندما تقرر شركة عامة إصدار سندات، يجب عليها تقديم المستندات القانونية المناسبة إلى لجنة الأوراق المالية والبورصات للحصول على إذن لأقتراض الأموال. (Needles Jr et al.,2011:490-491). وتحسب السندات من خلال المعادلة الآتية: (Shim& Siegel,2007:282).

$$K_i = \frac{I+(m-v)/n}{(m+v)/2} \dots\dots (3)$$

اذ ان:

$K_i$  = كلفة السند.

1 = معدل الفائدة السنوي على السند.

$m$  = قيمة السند الاسمية.

$V =$  صافي العائدات من بيع السند.

$n =$  عدد سنوات استحقاق السند.

وهناك انواع من السندات: تعد السندات من أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركات في تمويل أنشطتها. وفيما يلي توضيح لأهم أنواع السندات:

(Choudhry,2006:23) (Tetrevova,2009:148) (Shahida&Sapiyi,2013:651)  
(Oji,2015:8-9) (Sartzetakis,2019:13) (Etzion,2019:10).

#### أ. السندات التقليدية: Traditional bond

السندات التقليدية هي أستثمارات في الديون تقدم معدلات فائدة ثابتة أو متغيرة وقروض وعوائدها محددة سلفا، سواء أكان المصدرون يحققون ربحًا أو يخسرون، فلا يزال حاملو السندات يحصلون على مصلحتهم التعاقدية والتي تسمى أيضًا بفائدة العائد الثابت.

#### ب. السندات الحكومية: Government Bonds

تمثل مستند أو سجل على وسيط بيانات معين، يعبر عن مستحقات المالك من الكيان الذي أصدر الورقة المالية، وهو سند طويل الأجل، أي مع استحقاق أطول من عام واحد، يتم إصداره عادة في سلسلة، عادة ما تكون أيضًا قابلة للتداول العام، أي يمكن شراء هذه الورقة المالية أو بيعها في الأسواق العامة أي سند مستحق أو ضمان ائتماني على أساس علاقة ائتمانية، عندما يشتري المستثمر هذه الورقة المالية بشرط أن يقوم المدين بتسوية المبلغ المقترض بالإضافة إلى الفائدة خلال الفترة المحددة، ويتم إصدار السندات من قبل كيانات ريادة الأعمال، أي الكيانات التي تقوم بأنشطة ريادة الأعمال بغرض جني الأرباح، ويؤكدون التزام المدين بدفع عائدات المالك (الحائز، الدائن، المستثمر) (الأقساط السنوية، الرسوم المدفوعة لتوفير رأس المال)، والتي يمكن أن تكون ذات طابع وتكرار مختلف، بالإضافة إلى ذلك، تسوية المبلغ الأساسي (القيمة الاسمية) حسب التواريخ المحددة.

#### ج. سندات الشركات: Corporate Bonds

هي سندات صادرة عن كيانات غير حكومية، ويمكن أن تكون سندات تقليدية، وتظهر سندات الشركات درجات متفاوتة من مخاطر الائتمان، لأنها ليست خالية من المخاطر مثل السندات

الائتمانية، وسيعتمد العائد المستحق الدفع على سندات الشركات على مدى خطورة إدراك جهة إصدارها في السوق.

**د. السندات الإسلامية: Islamic bonds**

السندات الإسلامية هي أوراق مالية تصدرها الحكومات والبنوك الإسلامية والشركات الأخرى في الدول الإسلامية، ويتطلب الإصدار الناجح للسندات الإسلامية درجة عالية من الاهتمام من جانب المستثمرين إلى جانب الهياكل التنظيمية التي تساعد على تطوير أسواق ثانوية، على الرغم من أنها تسمى "السندات"، إلا أن السندات الإسلامية تختلف اختلافاً كبيراً عن الصنف التقليدي.

**هـ. السندات الخضراء: Climate bond**

السندات الخضراء هي أدوات دين تستخدم لتمويل المشاريع الخضراء التي تقدم فوائد بيئية، ويتم تمييز السند الأخضر عن السند العادي من خلال التزامه باستخدام الأموال التي يتم جمعها لتمويل أو إعادة تمويل المشاريع أو الموجودات أو الأنشطة التجارية الخضراء، ويمكن إصدار السندات الخضراء من قبل الجهات الفاعلة العامة أو الخاصة مسبقاً لزيادة رأس المال للمشاريع أو لأغراض إعادة التمويل، مما يؤدي إلى تحرير رأس المال ويؤدي إلى زيادة الإقراض.

**و. سندات الكوارث: Catastrophic Bonds**

سند الكارثة هو أداة مالية توفر للمدين (في أغلب الأحيان شركة تأمين) الحماية في حالة وقوع كارثة كبرى، وعادة ما تكون كارثة طبيعية شديدة مثل إعصار أو زلزال، وتعتبر سندات الكوارث محددة للغاية من حيث التغطية التي تقدمها

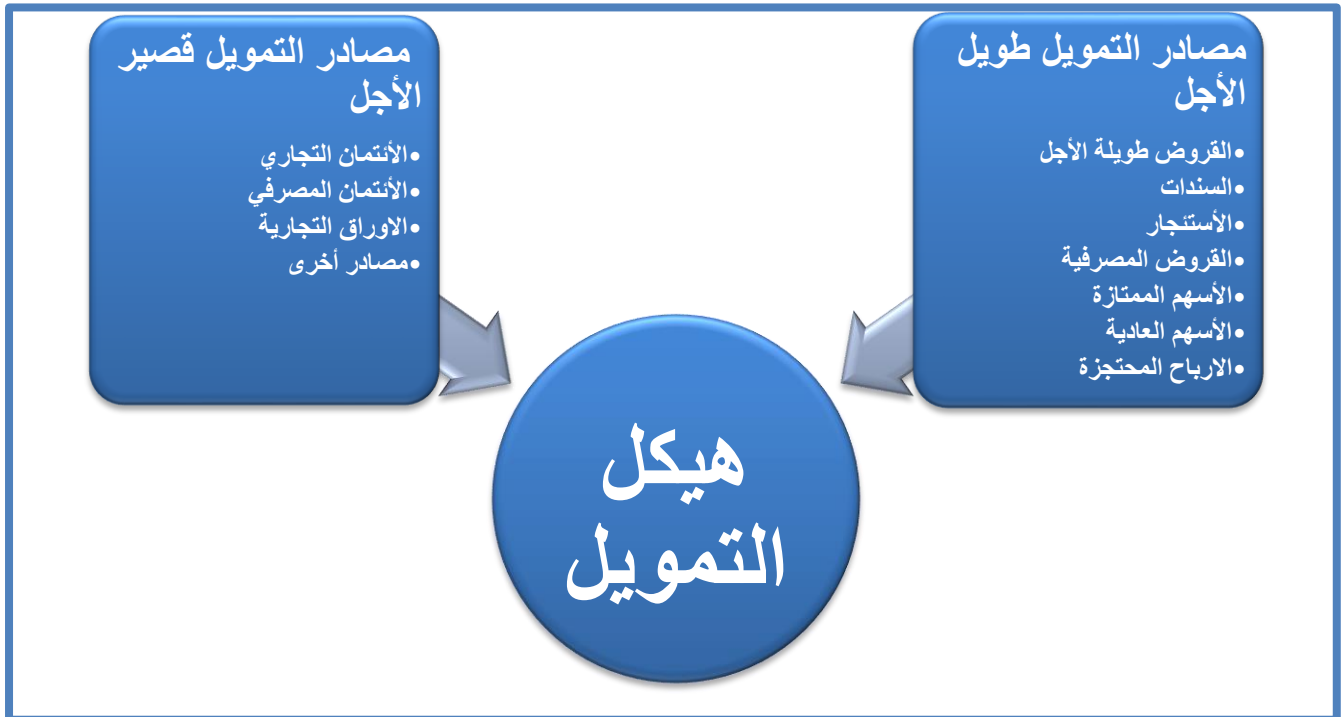
**6- التمويل بالاستئجار: Finance lease**

الإجارة هنا عقد إيجار البضاعة بين الطرفين للاستفادة من البضاعة المؤجرة، وعقد الاستئجار الذي يحدث بين المؤسسات المالية (الملاك) مع العملاء (المستأجرين) بأقساط إيجارية تضمنت تقسيط سعر البند للسلع بحيث يمكن في نهاية المدة المستأجرة شراء هذه السلع بالسعر المتبقي الصغير أو الممنوحة من قبل البنك، لهذا السبب عادة ما تسمى الإجارة باسم الإجارة المنتهية بالتملك، والتأجير هو عقد مالي يسمح بفصل الملكية واستخدام الأصل. (Astuti,2020:864-865).



## 7- القروض المصرفية: Bank loans

تُعرف على أنها السلف والتسهيلات التي تمنحها البنوك لعملائها، إذ تعتبر مصدر هام من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المشروعات في تمويل عمليات قصيرة الأجل، وتعد نوع من أنواع استثمار أموال العملاء من خلال تحقيق مصلحتهم سواء كانوا الموردين أو المقترضين على حد سواء، وتطلب لتمويل عدة أغراض مختلفة: استهلاكية، تجارية، استثمارية وغير ذلك، حسب حاجة طالب الائتمان، وتتكون القروض المصرفية من أربع عناصر وهي: علاقة مديونية، وجود دين، الأجل والمخاطرة، ومما تجدر الإشارة إليه أن القروض المصرفية تصبو لتحقيق جملة من الأهداف أبرزها ما يلي: يسمح بالاستخدام الأمثل لرأس المال المتاح، يسمح بتركز رؤوس الأموال، يقوم بتنشيط وتفعيل الإنتاج، يشجع على تكوين كبير من المدخرات بضمان مقابل مجز لها. (عثماني وهشام، 2020: 33). عن طريق ما تقدم من توضيح لمصادر التمويل المتنوعة من مصادر التمويل طويلة الاجل والمتمثلة بالقروض طويلة الأجل والأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات والأرباح المحتجزة والقروض المصرفية والتمويل التأجيري، ومصادر التمويل قصيرة الأجل والمتمثلة بالائتمان التجاري والائتمان المصرفي والأوراق التجارية ومصادر أخرى. وفيما يلي توضيح لهذه المصادر بالشكل (4) الآتي:



الشكل (4)

مصادر تمويل الهيكل المالي

المصدر: من اعداد الباحث استناداً الى الادبيات المذكورة انفاً.

## سادساً: تكلفة هيكل التمويل: Cost of financing structure

أن كلفة التمويل هي الكلفة الكلية للتمويل التي تتكون من المزيج أو التركيب الذي يشكل هيكل التمويل، اذ يشكل رأس المال جزء من هيكل التمويل. (العامري، 2010: 279)، وتعد تكلفة التمويل أداة مهمة للغاية لتقييم الأعمال التجارية للاستثمارات، وهو معدل العائد الذي سيقبله أصحاب الديون أو الأسهم مقابل عرضهم لرأس المال، ويساعد استخدام هذه الأداة الشركات على تحديد المشاريع أو الاستثمارات التي ينبغي أن تتخذها، كما أنه يستخدم على نطاق واسع كمعدل خصم للتنبؤ بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية الأستثمارية. (Mansour Saleh, 2015:53-54). حظيت كلفة التمويل باهتمام خاص في مجال الادارة المالية، حيث تناولت عموم أدبيات الإدارة المالية العلاقة بين الافتراض الموجود في الشركات وكلفة التمويل ومعرفة مدى تأثير هذه الكلفة على قيمة الشركات. (هندي، 2004: 70). ومن الضروري ان يقوم المدير المالي بدراسة كلفة كل شكل من أشكال التمويل المتاحة أمامه بغية الوصول الى القرار المالي المناسب بخصوص استخدام شكل تمويلي دون آخر، وأن معرفة كلفة التمويل تعد عنصر أساسي ومهم في تعزيز عملية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالكيفية التي يتم بها استخدام الأموال، لذا يجب على الإدارة ان تأخذ بنظر الاعتبار عند اتخاذها القرار المالي المتعلق باستخدام أي من اشكال التمويل المتاحة جانبين رئيسين: الأول بالعائد المتوقع تحقيقه من جراء استخدام الأموال، بينما الثاني في كلفة تلك الأموال أي في كلفة الأموال المراد الحصول عليها. (العامري، 2013: 342). وعليه يتم حساب تكلفة التمويل عن طريق الاتي:

### 1- كلفة التمويل المقترض: Cost Borrowed Financing

يتضمن هيكل رأس المال التمويل المقترض يؤدي هذا الى حصول الشركات على الميزة الضريبية، وذلك بسبب الفوائد المفروضة عليها، وبالتالي ينتج عن هذه الميزة الضريبية زيادة في صافي التدفقات النقدية، وزيادة قيمة المنشأة لكن مع بقاء العوامل الاخرى ثابتة. (الياس، 2016: 18)، ويعاب على التمويل المقترض عند عدم قدرة الشركات سداد مبلغ القرض مع فوائده يؤدي الى احتمالية فشل الشركات وافلاسها ويتكون التمويل بالاقتراض من قروض طويلة الأجل والسندات. (خبيزة، 2012: 12). وان كلفة التمويل المقترض هي تعد بمثابة معدل الفائدة للقروض وتحسب كما يلي: (العامري، 1990: 28).

$$K_D = k_d(1-T) \dots\dots (4)$$

اذ ان:

$K_D =$  كلفة التمويل المقترض طويل الاجل قبل الضريبة.

$K_D(1-T) =$  كلفة التمويل المقترض بعد الضريبة.

$K_D =$  معدل الفائدة.

$T =$  نسبة الضريبة.

## 2- كلفة التمويل الممتلك: Cost Proprietary Finance

وهي خليط من الأموال المملوكة طويلة الأجل، من أسهم ومخصصات وأرباح محتجزة، التي تشكل مجملها ذلك المزيج المناسب للمنشأة في تمويل موجوداتها الثابتة والمتداولة واستثماراتها المختلفة، بعد المفاضلة فيما بينها في قرار تمويلي حاسم، والذي يحقق العوائد المطلوبة. (إسماعيل وجنيير، 2021: 538)، وتمثل العائد المطلوب الذي يطلبه المستثمر (المساهم)، وتدفع الشركة أرباحًا مقابل حقيقة أن المساهم قد زوده بأمواله، ويستعمل نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) لحساب تكلفة التمويل الممتلك. وذلك عن طريق الصيغة الآتية: (vanerová,2008:19-20)

$$K_e = R_f + (E R_M - R_f) \beta \dots\dots (5)$$

اذ ان:

$R_f =$  معدل العائد الخالي من المخاطر.

$(E(R_M) - R_f) =$  علاوة مخاطر السوق المنتظمة.

$\beta =$  معامل المخاطر النظامية معامل بيتا.

## المبحث الثاني نظريات الهيكل المالي

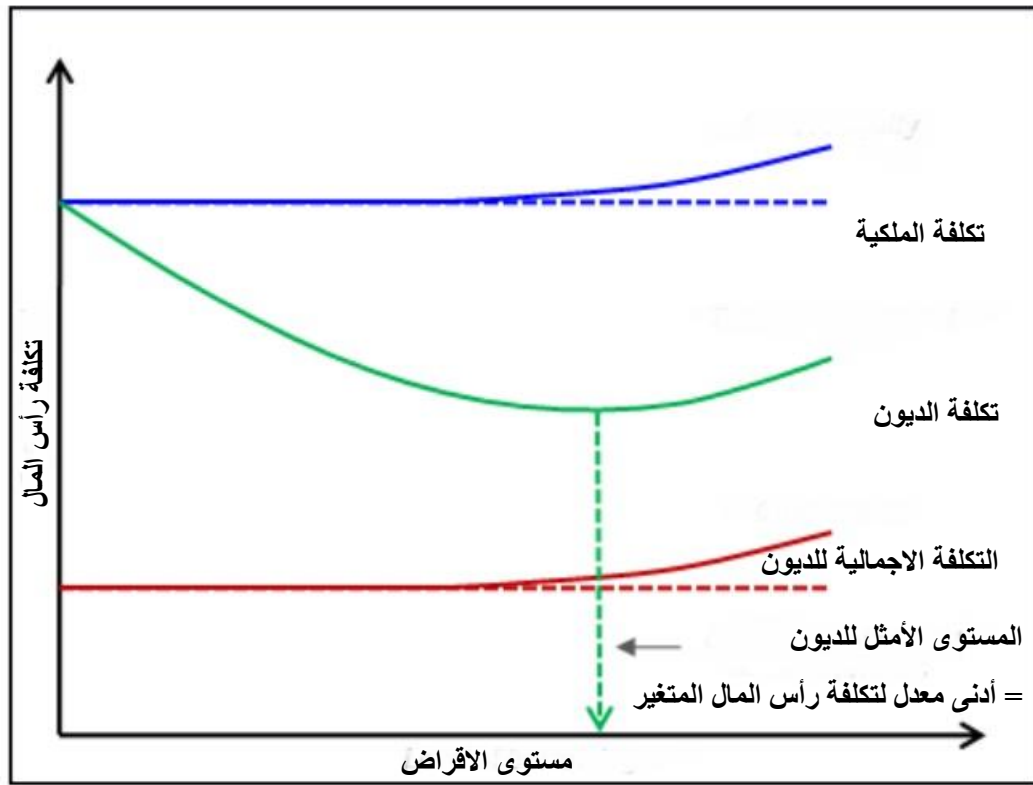
### توطئة:

خلال العقود الخمسة الماضية، تم تطوير نظريات مختلفة لشرح الهيكل المالي وقيمة الشركة والعوامل الرئيسية التي تحدد هيكل التمويل، وفي الوقت نفسه حاول عدد هائل من الدراسات التجريبية أيضاً شرح هذه النظريات وفعاليتها. ( Abeywardhana,2017:134)، واهم هذه النظريات هي : النظرية التقليدية ، نظرية مودكلياني وميلر، نظرية التبادل ، نظرية الإشارة ، ونظرية توقيت السوق، ونظرية دورة الحياة، و نظرية الالتقاط ، ونظرا لمتطلبات الدراسة وافتراضات الدراسة الحالية سيتم شرح نظرية الالتقاط بشكل مفصل وذلك لتغطية واشباع المفاهيم الفكرية للنظرية.

### أولاً: النظرية التقليدية: traditional theory

يعتبر العالم الرائد Durand (1952) أساس موقف التقليديين، وفقاً لهذه النظرية التقليدية لكي تتمكن الشركات من تعظيم قيمتها السوقية، يجب عليها تقليل تكلفة رأس المال المستخدمة في تمويل استثمارات وعمليات الشركات من خلال الرفع المالي، أي السعي بنشاط لتحقيق مزيج مثالي من الديون وحقوق الملكية. (Al-Kahtani&Al-Eraij,2018:41).

وترى النظرية التقليدية وجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن النسب المثلى للتمويل المقترض الذي يجعل تكلفة التمويل إلى الحد الأدنى، وأن الاستخدام الرشيد للتمويل المقترض في هيكل رأس المال الشركة يزيد من معدل العائد على حقوق الملكية، فالتشكيل الأمثل بين التمويل المقترض والتمويل الممتلك في هيكل رأس مال الشركات يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في ادناه، ويعظم معدل العائد على حق الملكية. (العامري, 2010: 172)، والفكرة الأساسية التي تقوم عليها النظرية التقليدية هي أن تكلفة التمويل تتناقص تدريجياً مع زيادة التمويل المقترض، حتى تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين ثم تزداد تكلفة التمويل. (هندي: 1996: 605)، وتؤكد هذه النظرية على ان المستوى الأمثل للرافعة المالية يتم تحقيقه عندما يتم تقليل تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى وينطوي هذا على تعظيم قيمة الشركة، ويحدث هذا لأنه عند مستويات الدين المنخفضة، لا تؤدي زيادة الرافعة المالية إلى زيادة تكلفة الدين، وبالتالي من خلال استبدال حقوق الملكية بالديون، يتم تحسين قيمة الشركة، ومع ذلك يستمر الاقتراض حتى مستوى معين تبدأ بعده تكلفة الدين في الارتفاع عند نقطة التحول هذه تكون قيمة الشركة عند الحد الأقصى، ووفقاً لذلك يظهر هيكل رأس المال الأمثل. (Ruth et al.,2018:61). والشكل (5) يوضح العلاقة بين مستويات القروض وكلفة رأس المال.



الشكل (5)

العلاقة بين مستويات القروض وكلفة رأس المال

Source: Naidu, Wesley, **The Implications Of Capital Structure Theory And Regulation For South African Banking Institutions**, Master Thesis, Faculty Of Economic And Management Sciences, University Of Pretoria, 2011:8.

### ثانياً: نظرية موديليانى وميلر (النظرية الحديثة) Modigliani and Miller

نتج عن التعاون بين أساتذة الجامعة والحائزين على جائزة نوبل فرانكو موديليانى وميرتون ميلر في عام 1958 ما يعرف اليوم باسم النظريات الأولى. (Ahmeti & Prenaj, 2015:916)، وفي بحثهما التاريخي في عام 1958، أظهر موديليانى وميلر (MM) أنه إذا تم أخذ سياسة استثمار الشركة على أنها معطاة، فعندئذ في عالم من الأسواق المثالية، عالم خالٍ من الضرائب، وكشف كامل وموثوق عن جميع المعلومات، وبدون تكاليف معاملات المرتبطة بجمع الأموال أو الإفلاس، لن يؤثر حجم الدين في هيكل رأس مال الشركة على قيمة الشركة، ولقد اجتذبت أسواق رأس المال المثالية التي افترضوها مجموعة متنوعة من الأبحاث حول أسواق رأس المال الأقل من الكمال إلى حد ما. (Chen, 2004:1342).

في العام 1963، طورت M&M في مواجهة الإرهاق المالي، وجادلوا بأنه مع زيادة مستوى الدين في هيكل رأس المال، تزداد المخاطر ليس فقط للمالكين ولكن أيضًا للدائنين، وبالتالي يزيد احتمال الإرهاق المالي، يأتي الاستنفاد المالي المحتمل بتكلفة، ومع افتراض الشركات أكثر فأكثر، يكون لتكاليفها تأثير سلبي على قيمة الشركة، مما يلغي الأثر الإيجابي للوفورات الضريبية. (Dyraitè,2011:19)، ويجادل موديليانى وميلر (1963) أنه بسبب الخصم الضريبي لمدفوعات الفائدة، قد تفضل الشركات الديون على حقوق الملكية، وقد يشير هذا إلى أن الشركات ذات الربحية العالية ستختار أن يكون لديها مستويات عالية من الديون من أجل الحصول على دروع ضريبية جذابة أي تدفع الشركة ضرائب أقل، وبناءً على المعلومات غير المتماثلة، يتوقعون أن الشركات ستفضل مصادر رأس المال الداخلية على الخارجية، وبالتالي فإن الشركات ذات المستويات العالية من الأرباح ستفضل تمويل الاستثمارات ذات الأرباح المحتجزة بدلاً من زيادة تمويل الديون. (Bevan&Danbolt,2002:165).

وفقاً لميلر (1977) تعتمد قيمة الشركة على المستوى النسبي لكل معدل ضرائب، واستناداً إلى التشريع الضريبي للولايات المتحدة الأمريكية، يميز ثلاثة معدلات ضرائب تحدد القيمة الإجمالية للشركة، وكما يأتي: (Abor,2005:439).

- (1) معدل الضريبة على الشركات.
- (2) معدل الضريبة المفروض على دخل أرباح الأسهم.
- (3) معدل الضريبة المفروضة على الدخل من تدفقات الفوائد.

### ثالثاً: نظرية التبادل: Trade-Off Theory

وفقاً Elliott (1972) ، يُنظر إلى الشركة على أنها تحدد نسبة الدين إلى حقوق الملكية المستهدفة وتتحرك تدريجياً نحوها، وتسعى الشركات إلى مستويات الدين التي توازن بين المزايا الضريبية للديون الإضافية وتكاليف الضائقة المالية المحتملة، وعلى وجه الخصوص يتحرك هيكل رأس المال نحو الأهداف التي تعكس معدلات الضرائب ونوع الموجودات ومخاطر الأعمال والربحية وتكاليف الإفلاس، وتقوم الشركة بموازنة تكاليف وفوائد القروض، مع الاحتفاظ بموجوداتها وخططها الاستثمارية ثابتة، و سيشمل هيكل رأس المال الأمثل للشركة المفاضلة بين الميزة الضريبية للديون والتكاليف المختلفة المتعلقة بالرافعة المالية، نظراً للاختلافات في الخصائص الخاصة بالشركة ، ستختلف نسب الرافعة المالية المستهدفة من شركة إلى أخرى، والاختلافات المؤسسية، مثل الأنظمة المالية المختلفة ومعدل الضريبة وقانون الإفلاس، ستؤدي أيضاً إلى اختلاف النسبة المستهدفة بين البلدان، و تتنبأ النظرية بأن الشركات التي لديها المزيد من الموجودات الملموسة والدخل الخاضع للضريبة لحمايتها يجب أن يكون

لديها نسب ديون عالية، و يجب على الشركات التي لديها المزيد من الموجودات غير الملموسة، والتي ستختفي قيمتها في حالة التصفية، أن تعتمد أكثر على تمويل الأسهم من حيث الربحية، وتتوقع نظرية المبادلة أن الشركات الأكثر ربحية يجب أن تعني المزيد من القدرة على خدمة الديون ودخل أكثر خاضعاً للضريبة والحماية، وبالتالي من المتوقع ارتفاع نسبة الديون، وبموجب نظرية المبادلة، يجب على الشركات التي تتمتع بفرص نمو عالية، أي عليها ان تقترض أقل لأنها من المرجح أن تفقد قيمتها من خلال الضائقة المالية. (Ruth et al.,2018:64).

وتشير هذه النظرية إلى أن كل شركة لديها المبلغ الأمثل للدين الذي يأخذ في الاعتبار الفوائد الناجمة عن الديون وتكاليف الضائقة المالية. (Liu,2004:13)، وفقاً لنظرية المبادلة يتم تحديد هيكل رأس المال من خلال المفاضلة بين فوائد الدين وتكاليف الدين ويمكن الحصول على الفوائد والتكاليف بعدة طرق، ويتمثل منظور مبادلة الإفلاس الضريبي في أن الشركات توازن بين المزايا الضريبية للديون والتكاليف المتوقعة للإفلاس (Frank&Goyal,2009:5)، وكذلك يتم موازنة فوائد زيادة الرافعة المالية (على سبيل المثال، المزايا الضريبية أو التخفيضات في تكاليف الوكالة) مقابل تكاليف زيادة الرافعة المالية (على سبيل المثال، تكاليف الإفلاس القسوى) من أجل تحديد المبلغ الأمثل للرافعة المالية. (Korajczyk&Levy,2003:76).

#### **رابعاً: نظرية الإشارة: Signaling Theory**

تعد نظرية الإشارة واحدة من أهم النظريات في أدبيات تمويل الشركات التي تستند إلى فكرة أن المديرين لديهم معلومات أفضل من المستثمرين الخارجيين عن أداء الشركة، وبالتالي سوف تنقل هذه الإمكانية للمستثمرين من خلال زيادة الرافعة المالية، على عكس نظرية توقيت السوق، حيث يُنظر إلى عروض الأوراق المالية على أنها محاولة لزيادة رأس المال الرخيص، وتفترض نظرية الإشارة أن قرارات التمويل مصممة أساساً لنقل ثقة المديرين في آفاق الشركة المستقبلية إلى المستثمرين الخارجيين و في أغلب الأحيان، يتم القيام بذلك لرفع قيمة الأسهم عندما يعتقد المديرين أنها مقومة بأقل من قيمتها. (Mbahijona,2016:20).

أنشأ روس (1977) نظرية الإشارة، وتشرح نظرية الإشارات قرارات تمويل الشركة من خلال دمج المعلومات الخاصة التي يمتلكها المديرين، ويجادل روس (1977) بأن خيارات تمويل الشركات يمكن أن تتأثر عندما تأخذ جانباً عملياً في الاعتبار أن ليس كل المستثمرين لديهم كميات متساوية من المعلومات، عادة ما يعرف مديرو الشركة (المطلعون) أكثر من المستثمرين الخارجيين العاديين ومن ثم، فإن المديرين قادرين على خداع المستثمرين وقد يرسلون إشارات خاطئة إلى السوق بحيث تضلل

قرارات الاستثمار لهؤلاء المستثمرين (الغرباء)، لأن لديهم معلومات إضافية حول أداء الشركة، في الواقع ربما يقوم المديرون بتغطية بعض معلومات الشركة للمستثمرين في السوق من أجل احتلال المزيد من الأرباح. (Cheng,2014:32).

وتجادل نظرية الإشارة بأن التباين في مستوى المعلومات يمكن تقليله عندما يقوم الطرف الذي يمتلك المزيد من المعلومات بإرسالها للطرف الآخر بمعلومات أقل، فإن الافتراض الأساسي لهذه النظرية هو المعلومات غير المتماثلة والتي تعني أن الأطراف المختلفة تمتلك معلومات مختلفة، والغرض الرئيسي من الإشارة هو تقليل عدم التناسق خاصة عندما يكون لدى المرسل والمستقبل إمكانية الوصول إلى معلومات مختلفة، وتفترض النظرية أن الشركات قد تنقل معلومات قيمة إلى الغرباء الأقل معرفة (المستثمرين والمقرضين، إلخ) لسد فجوة المعلومات ما بين المديرين وأصحاب المصلحة (المساهمين) المهمين. (EzeanI,2019:31).

### خامساً: نظرية توقيت السوق: Market timing theory

أن الشركات المساهمة تصدر اسهم جديدة عندما تكون قيمتها السوقية مرتفعة، وتعيد شرائها عندما تكون هذه القيمة منخفضة، وهذه العملية أطلق عليها (Baker & Wurger) عام (2002) بنظرية توقيت السوق التي تم دراسة تأثيرها على هيكل رأس المال، ووصلوا ضمن دراستهم إلى أن نظريات هيكل رأس المال التي هدفت لتحقيق النسبة الأمثل لهيكل رأس المال من خلال تعديل نسب الرفع المالي المستهدفة كالإعتماد على التمويل الداخلي بالنسبة لنظرية الالتقاط أو الإعتماد على التمويل بالدين من خلال المفاضلة بين المميزات والتكاليف بالنسبة لنظرية المبادلة، إذ كان الهدف من هذه النظريتان هو الوصول إلى تحقيق توازن في نسبة هيكل رأس المال لتعظيم قيمة الشركة، إلا أن نظرية توقيت السوق تقترح بأن هيكل رأس المال يتأثر بالقيمة السوقية التاريخية وهو ناتج أو تابع عن محاولات توقيت السوق. (الربيعي والعطوي، 2018: 88).

وتجادل نظرية توقيت السوق بأن الشركات تميل إلى توقيت سوق الأسهم أثناء اتخاذ قراراتها المتعلقة بهيكل رأس المال، كما هناك نسختان من نظرية توقيت السوق، النسخة الأولى من نظرية توقيت السوق هي نظرية ترتيب انتقائي ديناميكي مع مديرين ومستثمرين عقلانيين بتكاليف اختيار عكسية متغيرة بمرور الوقت تفيد بأن الشركات تميل إلى إصدار حقوق الملكية بعد إصدار معلومات جديدة لتقليل عدم تناسق المعلومات بين المديرين والمساهمين وتكاليف المعلومات الخاصة بقضايا الأسهم الجديدة، والإصدار الثاني مبني على المديرين غير العقلانيين والمستثمرين ذوي الإدراك الإداري المتغير بمرور الوقت لسوء تسعير الأسهم. (Qian,2014:4)، ويحاول المديرون تعظيم القيمة التي يتم تسليمها



للمساهمين الحاليين في الشركة، وبالتالي عندما يدرك المديرون وجود خطأ في التسعير، حيث تكون أسعار الأسهم مرتفعة بشكل غير منطقي، فإنهم يميلون إلى إصدار الأسهم، وبهذه الطريقة فإنهم ينقلون الثروة من المساهمين الجدد إلى المساهمين الحاليين، ومن ناحية أخرى إذا اعتقد المديرون أن أسعار الأسهم منخفضة بشكل غير منطقي، فسوف يمتنعون عن إصدار الأسهم، ويُنظر إلى التحركات في القيم السوقية للديون طويلة الأجل وحقوق الملكية على أنها ذات تأثير قوي على قرارات هيكل رأس المال. (Hussain,2011:42).

### **سادساً: نظرية دورة الحياة: Life Cycle Theory**

نشأت نظرية دورة الحياة من الأدب الاقتصادي، وتستخدم النظرية عمومًا لوصف تطور الشركة خلال مراحل النمو أو سلوك الاستهلاك والأدخار، بالإضافة إلى ذلك أن نموذج دورة الحياة قد تم تطويره في شرح تطوير احتياجات التمويل وهيكل رأس مال الشركة، وتفترض النظرية أن الشركة في مرحلتها الأولى من التطور تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي مع تطور الشركة وتكون قادرة على الحصول على المزيد من التمويل الخارجي بسبب عدم تناسق المعلومات (النتائج عن قدرة الغرباء على التدقيق في جدارة الائتمان)، ومع ذلك ستستخدم الشركات ديونًا أقل في المراحل اللاحقة من التطوير لأنها تستخدم الأرباح المحتجزة لتمويل الاستثمار. (Nawi,2015:19).

### **سابعاً: نظرية الالتقاط: Pecking order theory**

سوف يتم تناول أهم الأفكار والنتائج العلمية وتحديد أهم مرتكزات النظرية من خلال الآتي:

#### **1- ماهية نظرية الالتقاط:**

تعتبر هذه النظرية من النظريات الشائعة حول كيفية تحديد هيكل رأس المال للشركات، وتعرف باسم نظرية الالتقاط، وترى النظرية أن الأنواع المختلفة للتمويل لها تكاليف مختلفة، وأن هذا يؤدي إلى ترتيب انتقائي في الخيارات المالية التي يتخذها المديرون. (Parrino et al.,2012:526-527). وتتعامل نظرية الالتقاط مع الطرق المختلفة التي تختارها الشركات من أجل زيادة رأس المال المطلوب لتمويل مشاريعها. (Iasonidou,2016:8).

ونظرية الالتقاط هي حصيلة دراسة ميدانية أجراها دونالدسون في أوائل الستينيات (1961) في ممارسات التمويل لعينة من المؤسسات الكبيرة، وهي نظرية للمقارنة بين مصادر التمويل المتاحة للشركات. (هندي، 2005: 224).

وطور ستيوارت مايرز (Myers) ما يسمى أو يعرف بنظرية الترتيب الانتقائي أو فرضية الترتيب الانتقائي في عام 1984، كطريقة لوصف سلوك تمويل الشركات الذي لمسه ولاحظه واستناداً إلى ذلك أشار إلى ثلاث نقاط رئيسة التي يميل مديرو تمويل الشركات إلى الالتزام والعمل بها وهي ثلاث نقاط ترد في أدناه: (Gansuwan,2012:8-9).

- ❖ يرغب المديرون في الحفاظ على أرباح ثابتة للمساهمين بمرور الوقت، على الرغم من التقلبات المحتملة في الأرباح أو أسعار الأسهم أو فرص الاستثمار.
- ❖ يفضل المدراء التمويل الداخلي مقارنة بالتمويل الخارجي (أي الأموال التي يتم جمعها من خلال إصدار سندات دين جديدة أو أسهم حقوق ملكية).
- ❖ إذا كان التمويل الخارجي ضرورياً، يختار المديرون الخيار الأقل خطورة أولاً وما إلى ذلك.

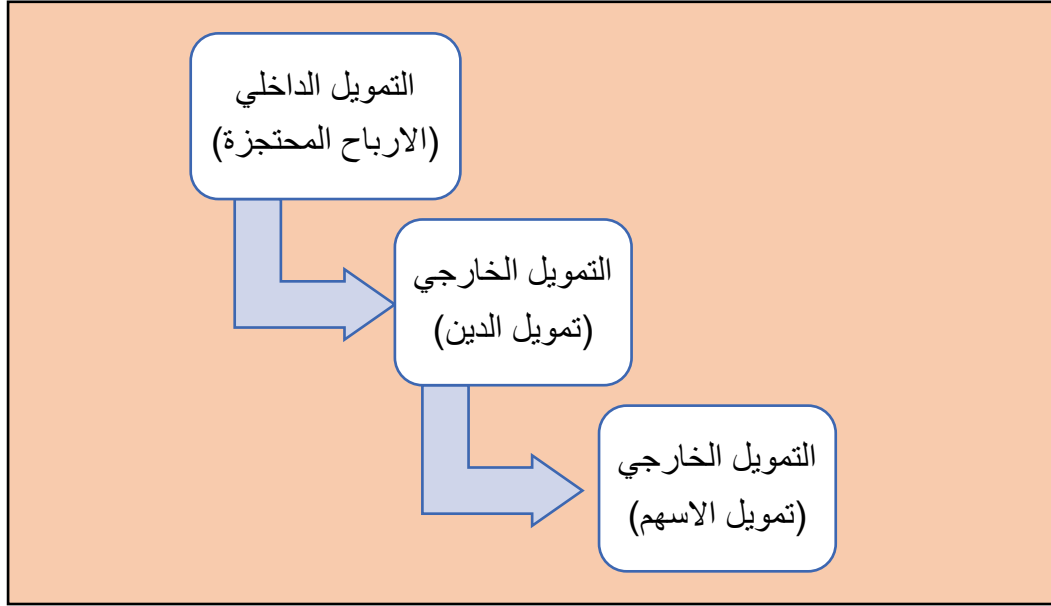
وافترضت نظرية الالتقاط أن هناك ثلاثة مصادر تمويل متاحة للشركات: الأرباح المحتجزة، والديون، وحقوق الملكية. (Frank&Goyal,2003:220)، وهي التي تبنى على المعلومات غير المتماثلة بين المديرين والمستثمرين وتشير إلى أن الشركات التي تختار أولاً الأموال المولدة داخلياً، ثم للدين، وكملاذ أخير فقط، للأسهم الخارجية. (Degryse et al ,2012:434).

وطورت هذه النظرية بدراسات وافكار (Shyam-Sunder & Myers) في عام (1999) لتضيف تطوراً آخر لأفكار نظرية الالتقاط. (Smart, 2004:419). وتجادل نظرية الالتقاط بأن الشركات ستفضل عمومًا عدم إصدار حقوق الملكية بسبب تكاليف المعلومات غير المتماثلة وستفضل الشركات تمويل المشاريع أولاً بأموال داخلية ثم بالديون، فقط عندما يتم إطفاء الأموال الداخلية وتصل الشركة إلى قدرتها على الدين، ستقوم بإصدار أسهم ثابتة، ويشير نموذج الالتقاط إلى أن الديون ستزداد بالنسبة للشركات عندما يتجاوز الاستثمار الأموال المولدة داخلياً وينخفض الدين عندما يكون الاستثمار أقل من الأموال الناتجة داخلياً. (Kisgen,2006:1043). وتفتوح النظرية أن استخدام الأموال الخارجية يرتبط إلى حد كبير بالربحية على أساس أن الشركات الصغيرة والمتوسطة، خاصة إذا لم تكن مدرجة، سوف تستخدم الأموال التي يتم إنشاؤها داخلياً كملاذ أول وهذا يعني أن أولئك الذين يستخدمون الأموال الخارجية سيكونون أولئك الذين لديهم مستوى ربح أقل. (Abor,2007:208).

وفقاً لهذه النظرية لا يوجد مستوى دين مثالي للشركة، وبدلاً من ذلك فإن عدم تناسق المعلومات يدفع الشركات إلى تفضيل مصادر التمويل الداخلية (أي الأرباح المحتجزة) على المصادر الخارجية، وفقاً لهذا المنظور تستخدم الشركة عمومًا التدفقات النقدية المتولدة داخلياً لتمويل المشاريع الجديدة إذا لم تكن الأرباح المحتجزة كافية لتغطية احتياجات تمويل الشركة، فستفضل الشركة إصدار الأوراق المالية الأقل

خطورة (أي الدين) أولاً ، والأوراق المالية الأكثر خطورة (أي حقوق الملكية) فقط كملاذ أخير ، وبالتالي عندما تكون الربحية منخفضة ، قد ترتفع مستويات الديون حيث تفترض الشركة الأموال لتمويل المشاريع ، وعلى العكس من ذلك عندما تكون الربحية عالية ، يستخدم المديرون التدفقات النقدية الزائدة لسداد الديون. (Obrien,2003:417).

وعليه يمكن توضيح شكل توضيحي لتسلسل تمويل نظرية الالتقاط من خلال الشكل (6).



الشكل (6)

تسلسل تمويل نظرية الالتقاط

Source: Vallared, Powell (2019), The Determinants Of Capital Structure – A Quantitative Study On Listed Swedish Companies, Master Thesis, Hogskolan I Boras, Företagsekonomi,16.

## 2- مؤشرات قياس النظرية:

### أ. نموذج Shyam-Sunder&Myers:

يرى (Shyam-Sunder&Myers) في نمودجه لنظرية الالتقاط لتمويل الشركات أنه عندما تكون التدفقات النقدية الداخلية للشركة غير كافية لأستثماراتها الحقيقية والتزامات توزيع الأرباح، فإن الشركة تصدر الديون، ولا يتم إصدار حقوق الملكية أبداً، إلا عندما يكون بإمكان الشركة فقط إصدار الديون غير المرغوب فيها وتكاليف الضائقة المالية مرتفعة. وهذا النمودج تم قياسه من خلال عدد من الباحثين الا أنه

لم يتم قياسه في الدراسة بسبب عدم توفر البيانات في سوق العراق للأوراق المالية، و عليه يمكن صياغة المعادلة الآتية: (Shyam-Sunder&Myers,1994:5)

$$DEF_t = [ DIV_t + X_t + \Delta W_t + R_t - C_t ] \dots\dots (7)$$

$DIV_t$  = توزيعات الأرباح.

$X_t$  = النفقات الرأسمالية.

$\Delta W_t$  = صافي الزيادة في رأس المال العامل.

$R_t$  = الجزء الحالي من الدين طويل الأجل في بداية الفترة.

$C_t$  = التدفقات النقدية التشغيلية بعد الفوائد والضرائب.

**ب. نسب قياس النظرية:**

لتحليل هيكل التمويل (المتغير المستقل) في الشركات قيد الدراسة على وفق نظرية الالتقاط اعتمدت الدراسة على مجموعة من النسب والمؤشرات تمثلت في:

❖ **نسبة الأرباح المحتجزة في هيكل التمويل (X1):**

تم حسابها عبر المعادلة الآتية: (الموسوي، 2013: 119)

$$(X1) = \frac{\text{الأرباح المحتجزة}}{\text{مجموع الموجودات}} \times 100 \dots\dots (9)$$

تعد الأرباح المحتجزة وفقاً لنظرية الالتقاط المصدر الأول الداخلي للتمويل، ويمكن توضيح مفهوم الأرباح المحتجزة هي قيمة مالية مهمة جداً للمستثمرين في الشركة، وبشكل أساسي يميل المستثمرون إلى إيلاء أكبر قدر من الاهتمام للأرباح المبلغ عنها أيضاً، مع إيلاء أهمية لما تفعله الشركة بهذه الأموال، لطالما كان اهتمام المستثمر في الأسهم ينصب على قدرة الشركات على توليد تدفقات نقدية في المستقبل وتحسين ثروة المساهمين، من الناحية العملية تقوم الشركات بتوزيع أجزاء من الأرباح على المساهمين في شكل توزيعات أرباح ويتم إعادة استثمار ما تبقى (الأرباح المحتجزة أو رأس المال المحتفظ به) في الأعمال التجارية، وكانت مخاوف المستثمرين الأذكيا هي النظر عن كثب في كيفية قيام الشركة بوضع رأس المال المحتفظ به ويولد عائداً عليه. (Yemi&Seriki,2018:483). ويتم إعادة استثمار الأرباح المحتجزة في معظم الشركات في القطاع الذي يحتمل أن يدر أرباحاً للشركة، والأرباح المحتجزة التي يتم

استخدامها لإعادة استثمارها في هذا القسم، ستحقق عوائد من زيادة الدخل أو زيادة الإيرادات. (Angelia&Suryaningsih,2015:349). وتشير الأرباح المحتجزة إلى ذلك الجزء من صافي أرباح الشركة بعد الضريبة والذي لا يتم توزيعه على المساهمين كأرباح ولكن يتم إعادة استثماره في الأعمال التجارية، وبالتالي فإن الأرباح المحتجزة هي مجموع أرباح الشركة بعد مدفوعات الأرباح، منذ بداية الشركة. (Masood,2017:245)، و يعتبر دور الأرباح المحتجزة أكثر أهمية كلما زادت الفوائد المتوقعة من خيارات النمو وزادت تكاليف التمويل الخارجي. ( Koussis et al,2017:4 ) ، وأيضاً الأرباح المحتجزة يتم تجميعها بمرور الوقت من السداد السابق للقروض أو تصفية الاستثمارات الأخرى. ( Clemens&Kremer,2016:55)، و تتكون الأرباح المحتجزة عموماً من صافي الدخل المتزايد للشركة ناقصاً أي خسائر وأرباح صافية معلنة. ( Almansour,2015:118).

### ❖ نسبة القروض وما في حكمها في هيكل التمويل (X2):

تم حسابها عبر المعادلة الآتية: (الموسوي، 2013: 119)

$$(X2) = \frac{\text{القروض و ما في حكمها}}{\text{مجموع الموجودات}} \times 100 \dots\dots (10)$$

تعد القروض المصدر الثاني وفقاً لنظرية الالتقاط الذي يتم اللجوء إليه في حال عدم كفاية الأرباح المحتجزة، ويعد السند هو قرضاً بفائدة فقط مما يعني أن المقرض سيدفع الفائدة كل فترة، ولكن لن يتم سداد أي من أصل القرض حتى نهاية القرض. (Ross et al.,2016:238)، والسندات تُعرّف على أنها أدوات دين طويلة الأجل تصدر من خلال الشركات والحكومات. (Afshar,2013:47)، وتعد السندات هي مجرد التزامات دين صادرة عن طريق حاملي السندات من قبل المُصدر كدليل على وجود عملية دين. (Alam et al.,2013:23)، وبشكل عام السند هو قرض من طرف واحد (المستثمر أو الحامل) لطرف آخر (المصدر) يعطي المُصدر للمستثمر ضماناً بأنه سيدفع الفائدة على القرض على فترات منتظمة وسداد القرض في وقت محدد في المستقبل، بالإضافة إلى ذلك يجوز للمُصدر الاحتفاظ أو منح الخيارات المضمنة التي يمكن أن يمارسها هو أو المستثمر في المستقبل. (Brown,2006:1).

وفي البلدان التي يعمل فيها سوق السندات، يمكن تحقيق عدد من الفوائد: (Diamanta,2015:5)

(أ) تنويع مصادر تمويل الشركات، مما يجعلها أقل عرضة لأزمة الإقراض المصرفي.

(ب) زيادة الأختيار والمرونة لطريقة التمويل هذه، مما يزيد من إمكانية توفير أموال الشركات.

ج) تقوية الميزانيات العمومية لصناديق التقاعد وشركات التأمين من خلال ضمان المستثمرين المؤسسيين بأدوات تلبية الطلب على موجودات الدخل الثابت ذات آجال استحقاق طويلة ومعدلات عائد أعلى من السندات الحكومية ومخاطر أقل من الاستثمار في الأسهم.

### ❖ نسبة الأسهم العادية في هيكل التمويل (X3):

تم حسابها عبر المعادلة الآتية: (الموسوي، 2013: 120)

$$(X3) = \frac{\text{الاسهم العادية (رأس المال المدفوع)}}{\text{مجموع الموجودات}} \times 100 \dots\dots (11)$$

تعد الأسهم العادية هي المصدر الأخير في حال عدم كفاية الأرباح المحتجزة أولاً، والقروض ثانياً، وتعرف الأسهم العادية بأنها صكوك ملكية يمسكها المساهمين تثبت حق كل المساهمين بملكية الشركة. (Ross,1996:75)، وهي الأسهم التي تمثل رأس المال في الشركات ويتم تصديرها من قبل الشركات المساهمة لأستثمارها من قبل الأفراد والشركات. (Swart,2002:151)، ويمثل هذا النوع من الأسهم حصة ملكية في الشركة المصدرة لها، فهي تعطي الحق لحاملها الحصول على حق توزيعات الأرباح؛ إذا ما حققت الشركة أرباحاً يمكن ان توزع. (Brigham&Ehrhardt,2002: 385)، وان الأسهم العادية هي التي تصدرها الشركات، ولها كلفة تتحملها الشركة كباقي مصادر الهيكل المالي، اذ تمثل كلفة الأسهم العادية معدل العائد المطلوب على السهم من قبل المستثمرين في الأسواق المالية. (Daves et al.,2005:12).

### ج- مبررات التدرج الهرمي لمصادر التمويل:

تشير نظرية الالتقاط إلى أن الشركات تسعى بشكل أساسي إلى تمويل فرص الأستثمار الخاصة بها من خلال (الأرباح المحتجزة) ثم اللجوء إلى (القروض)، بينما (الأسهم العادية) تأتي في الخيارات الأخيرة في تمويل فرص الأستثمار، لذلك من الممكن شرح سبب وقوعها في هذا الترتيب في نظرية الالتقاط.

❖ مبررات وقوع الأرباح المحتجزة في قمة الهرم لمصادر التمويل: وتعود أسباب تفضيل الشركات لأحتجاز الأرباح بدلا من المصادر الأخرى في الدرجة الأولى إلى الاسباب الآتية: (Leary, 2004: 4).

1- لا تواجه الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل داخلي معارضة أو رفض من قبل مجلس الإدارة ولا تتطلب موافقة أو تدخل أطراف خارجية.

- 2- الأعتداع على الأرباح المحتجزة كمصدر مفضل للتمويل وتقع في الجزء العلوي من مصادر التمويل، يجنب المديرين من الاتصال بالمستثمرين المحتملين، سواء كانوا مالكين جدد أو مقرضين جدد.
- 3- التوجه نحو التمويل بإصدار أسهم عادية بكميات كبيرة يترك آثاراً سلبية على القيمة السوقية لأسهم الشركة ويغير أوضاع الملاك ومواقع السلطة في مجلس الإدارة.
- 4- لا يشمل التمويل بأرباح محتجزة تكاليف إصدار كما هو الحال في مصادر التمويل الخارجية.

❖ **مبررات وقوع القروض في وسط الهرم لمصادر التمويل: والسبب في وقوع الاقتراض في وسط الهرم لمصادر التمويل الى الاسباب الآتية: (Brealey, 1996:502) (Myers, 1984:193).**

- 1- الأعتداع على الاقتراض كمصدر للتمويل وخصوصاً إصدار السندات يتضمن معارضة أقل من قبل مجلس الإدارة مقارنة بإصدار الأسهم العادية.
- 2- ان الاقتراض (إصدار السندات) يتضمن عادة كلفة أقل من إصدار الأسهم العادية.
- 3- ان الاقتراض يمكن ان يحد من إقبال المديرين بشكل كبير على الاستثمار المفرط والذي يمكن ان يكون ذا صافي قيمة حالية سالبة.
- 4- ان الاقتراض يوفر ضغطاً على الشركات يمكن ان يؤدي إلى إجراء تحسينات في الكفاءة التشغيلية.
- 5- ان الاقتراض عادة ما يرافق تقييم المستثمرين لأسهم الشركات بأقل من قيمتها، وان إصدار الأسهم العادية عادة ما يرافق تقييم الأسهم العادية بأعلى من قيمتها، وفي هذه الحالة سيرفض المستثمرون شراء الأسهم لحين قيام الشركات باستنفاد سعة مديونيتها.

❖ **مبررات وقوع الأسهم العادية في قاعدة الهرم لمصادر التمويل: وتعود اسباب وقوع اصدار الاسهم العادية في آخر التسلسل لمصادر التمويل وفقاً لنظرية الالتقاط الى الأسباب الموجبة الآتية: (Pinches ; 1992: 373).**

- 1- كلفة إصدار الاسهم العادية تعتبر أعلى من كلفة القروض والأرباح المحتجزة.
- 2- يتضمن التمويل بالأسهم العادية مخاطرة أكبر من مخاطرة التمويل بالأقتراض والأرباح المحتجزة.
- 3- ان إصدار الأسهم العادية يضع الشركات تحت تأثير وضغط سوق رأس المال.

4- إصدار الأسهم العادية لتمويل الفرص الأستثمارية المتاحة عادة ما يواجه معارضة أو رفض من قبل مجلس إدارة الشركات.

5- إصدار الأسهم العادية الجديدة يؤدي الى دخول مستثمرين جدد مما يحدث تغيير في مراكز المالكين في مجلس الإدارة.

6- إصدار الأسهم العادية يترك أثرا على القيمة السوقية للسهم وبالتالي ممكن أن يؤثر في القيمة السوقية للشركات ككل.

7- إصدار الأسهم العادية يخفض من حصة السهم الواحد من الأرباح المحققة مما يواجه معارضة ورفض من قبل المساهمين الحاليين في الشركة.



## المبحث الثالث قيمة الشركة

### توطئة:

تهدف منظمات الأعمال من خلال أنشطتها وأعمالها المختلفة إلى تعظيم قيمة الشركة أي زيادة ثروة المساهمين إلى الحد الأقصى من خلال تعظيم القيمة السوقية للحصة العادية. بناءً على ما تقدم يتناول المبحث مفهوم وأهمية قيمة الشركة، والعوامل المؤثرة فيها، ومداخل قيمة الشركة، وكما يأتي.

### أولاً: مفهوم قيمة الشركة: The concept of company value

تمت مناقشة مفهوم القيمة في الأدبيات بطرق مختلفة. التعريف التقليدي للقيمة هو تلك المتعلقة بملكية السلع، ويُفترض أنها شيء متجسد في المنتجات والخدمات. (Blocker,2011: 534). وتُعرف على أنها مقياس للثروة، أي مقدار الثروة التي تولدها وحدات الأعمال للمالكين أو المساهمين؛ لأن الهدف الأساسي لكل شركة هو زيادة ثروة المساهمين إلى الحد الأقصى من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية. (Koch & Macdonald, 2005 :118). وتخلق الشركات تقليدياً قيمة من خلال تقديم المنتجات والخدمات من أجل تلبية احتياجات العملاء والقيمة المحددة، وأنها قيمة إجراء معين بالنسبة لأحتياجات الفرد في وقت معين، ناقص التكلفة التي ينطوي عليها الحصول على تلك الفوائد. (Loveloock,2001:19).

ومن المهم أن نلاحظ منذ البداية أنه لا يوجد تعريف موحد لقيمة الشركة، ومع ذلك أن مفهوم قيمة الشركة ليس عالمياً، فإن مفهوم قيمة الشركة في حد ذاته يتعلق بقيمة الشركة، وينبع هذا الافتقار إلى الإجماع من حقيقة أن المفهوم يقع ضمن اختصاص مجموعة متنوعة من التخصصات البحثية التي يقدم كل منها نسخته الخاصة من قيمة الشركة وكيف يتم تقييمها بشكل أفضل، على سبيل المثال قيمة الشركة هي مجموع موجوداتها كما يُرى من منظور المحاسبين، وأنها دالة على التدفقات النقدية المستقبلية المخصصة كما يراها المستثمر المحتمل، وبالتالي أن تعريف قيمة الشركة يرتبط دائماً بقيمة الشركة وتقييماتها المختلفة ويتم تمييزها بواسطة المقياس المستخدم لتحديد تلك القيمة. (Mangwengwende,2012:27). وتعرف قيمة الشركة هي السعر الذي يرغب المستثمر في دفعه إذا تم بيع الشركة. (Mahdaleta et al.,2016:32). وهي مقدار الفوائد التي يحصل عليها المساهم من حصة الشركة. (Khan et al.,2017:124). وتعرف قيمة الشركة على وفق مجموعة من المفاهيم وكما مبين في الجدول (4) ادناه:

جدول (4)

بعض أهم مفاهيم قيمة الشركة

ت	المصدر	المفهوم
1	(العامري،2010: 426)	هي القيمة التي يتم بها تداول الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية، وتتمثل في السعر الذي يحدده البائعون والمشترون عند المتاجرة بالأسهم، وتحسب من خلال ضرب السعر السوقي للسهم العادي في عدد الأسهم المصدرة.
2	(Hermuningsih,2013:118)	تعد تصور المستثمر لقيمة نجاح الشركة فيما يتعلق بسعر سهمها.
3	(Siahaan,2013:138)	تُعرف هي أقصى ثروة للمساهمين، إذا زاد سعر السهم؛ كلما زادت ثروة المساهمين للوصول إلى القيمة العامة للشركة.
4	(Lestari&Armayah,2016:7)	هي التي يتم تحديدها من خلال سعر السوق للأسهم العادية للشركة، والذي يعد بدوره انعكاساً لأستثمارات الشركة وقراراتها المالية وتوزيعات الأرباح.
5	(Nugroho,2018:347)	تُعرف هي الشرط الذي حققته الشركة كصورة للثقة العامة في الشركة بعد عدة عمليات نشاط لعدة سنوات منذ تأسيس الشركة.
6	(Rahmantari et al.,2019:121)	هي أهم شيء يجب أن تحصل عليه الشركة إلى أقصى حد، ويمكن رؤية أقصى تقييم للشركة من قدرتها على البقاء على قيد الحياة في ظل بقاء الشركة، بحيث يمكن الحفاظ على قيمة الشركة بشكل صحيح.
7	(Husain et al.,2020:16)	تعتبر قيمة الشركة مفهوماً مهماً للمستثمرين كأداة أو مؤشر يتم استخدامه لتقييم الشركة ككل.

قيمة الشركة هي القيمة التي يقدمها المساهمون للشركة.	(Sahrul&Novita,2020:226)	8
---	--------------------------	---

المصدر: من اعداد الباحث على وفق الأدبيات والمصادر أعلاه.

ويمكن توضيح مفهوم قيمة الشركة هي مقياس نجاح الشركة، وكلما ارتفعت؛ دل ذلك على ارتفاع قيمة أسهمها وتعزيز ثروة المساهمين.

### ثانياً: أهمية وأهداف قيمة الشركة: importance and goals of the firm value

الشركة هي وحدة نشاط إنتاجي تعالج الموارد الاقتصادية لتوفير السلع والخدمات للمجتمع لتحقيق الربح وتلبية احتياجات المجتمع، والهدف الرئيسي للشركة هو زيادة قيمة الشركة، وكلما زادت القيمة التي تصفها الشركة؛ كان المالك أكثر ازدهاراً، ودائماً ما تكون الزيادة في قيمة الشركة مصحوبة بزيادة في أرباح الشركة. (Mulyana et al.,2018:7). وتعتبر قيمة الشركة مهمة للغاية لأن القيمة العالية للشركة ستبعتها ثروة أكبر للمساهمين وكلما ارتفع سعر السهم؛ ارتفعت قيمة الشركة. (Tahu&Susilo,2017:89)، ويقوم المستثمرون عادة بتقييم أداء السهم وقت شرائه من السوق المالية، من خلال تقييم العائد المتوقع أو العائد الحالي الذي يكسبونه من قرارهم الاستثماري، ويعتمد هذا العائد الذي يجنيه المستثمر من زيادة السعر على عدة عوامل، مثل الابتكار والأرباح المحققة من إنتاجية الشركة المستثمر فيها. (Deng et al.,1999:20). وتعد قيمة الشركة مهمة جداً ويمكن اعتبار القيمة بمثابة نجاح إداري في إدارة الشركة وتعكس القيمة أيضاً استجابة السوق للشركة، وان الزيادة في قيمة الشركة والتي يمكن قياسها من خلال سعر السهم تؤدي الى زيادة ثروة المساهمين، كذلك أن قيمة الشركة هي انعكاس للقيمة السوقية للشركة لذلك كلما ارتفعت قيمة سوق الأوراق المالية؛ ارتفعت قيمة الشركة التي ستؤثر على حصة الشركة؛ وكلما زاد الطلب على أسهم الشركة؛ ارتفعت قيمة الشركة، ويتطلب تعظيم قيمة الشركة بذل الجهد الأمثل من المدير، لذلك مطلوب من المدير اتخاذ قرارات دقيقة ومتكاملة تعد الدقة أمراً بالغ الأهمية في اتخاذ القرار، وخاصة القرارات المالية مثل قرارات الاستثمار، وقرارات التمويل وقرار توزيع الأرباح، ستؤثر قرارات مالية معينة على قرارات مالية أخرى وتأثيرها على قيمة الشركة. (Mursalim et al.,2015:72).

وتعد قيمة الشركة هي قيمة ثابتة تحدد تقييم المستثمرين لمصدرين معينين بحيث تكون قيمة الشركة هي تصور المستثمرين الذي يرتبط دائماً بسعر السهم، وتعتبر قيمة الشركة مفهوماً مهماً للمستثمرين، أي كمؤشرات لتقييم السوق للشركة، وتعني قيمة الشركة انعكاساً لمستوى الأداء في تشغيل الشركة منذ تأسيسها حتى الآن، ويميل المستثمرون الذين يقيمون أن الشركة لديها احتمالية جيدة في المستقبل إلى

شراء أسهم الشركة نتيجة لذلك، يؤدي ارتفاع الطلب على الأسهم إلى ارتفاع سعر السهم؛ نظرًا لأن المستثمرين يعطون قيمة عالية للشركة. (Zuhroh,2019:206-207).

والهدف الرئيسي لكل شركة هو تعظيم قيمة الشركة، ويعد تعظيم قيمة الشركة أمرًا ضروريًا؛ لأنه يعني زيادة ثروة المساهمين أيضًا. (Sucuahi&Cambarihan,2016:149). ويتم تحديد قيمة الأعمال التجارية من خلال الإيرادات المتوقعة في المستقبل المحولة إلى قيمتها الحالية، إما على مستوى المالكين، أو على مستوى جميع المستثمرين في الشركة. (Mařík,2011:494). كما تهدف الشركة إلى تحقيق أقصى قدر من رفاهية المساهمين من خلال قرارات وسياسات الاستثمار، والرفع المالي، وقرارات توزيع الأرباح كما ينعكس في أسعار الأسهم في سوق الأسهم، وغالبًا ما يُترجم هذا الهدف على أنه محاولة لتعظيم قيمة الشركة، للوصول إلى هذا الهدف، ويقوم العديد من المساهمين بتسليم إدارة الشركة إلى المهنيين المسؤولين عن إدارة الشركة، ويسمون المدير، ومن المتوقع أن يتصرف المديرين الذين يتم تعيينهم من قبل المساهمين نيابة عن المساهمين، مما يزيد من قيمة الشركة بحيث يتم تحقيق رفاهية المساهمين. (Handriani&Robiyanto,2018:114).

وتتأثر القيمة السوقية للأسهم بعدة عوامل: (نصر، 2015، 28).

- توقعات المستثمرين لربح الشركة في المستقبل، وبالتالي التنبؤ بربحية السهم.
- التنبؤ بمقدار الأرباح المتوقع توزيعها.
- الظروف الاقتصادية والسياسية المتوقعة.

ومن اجل إيجاد قيمة الشركة لابد من معرفة عاملين رئيسيين هما: (Damodaran,2012:2-3).

#### 1. مقدار العوائد:

هو المقدار المتوقع الحصول عليه في المستقبل وتحدد هذه العوائد بالعائد السنوي الممكن تحقيقه.

#### 2. درجة المخاطرة:

وتقاس هذه الدرجة من خلال معدل الفائدة السائد في السوق المالي، أو معدل عائد الاستثمار المرغوب، أو المنشود أي نسبة الرسمة.

### ثالثاً: العوامل المؤثرة في قيمة الشركة:

هناك مجموعة من العوامل المؤثرة على قيمة الشركة وتتمثل بالآتي:

#### 1- هيكل رأس المال: Capital Structure

يعد هذا العامل له تأثيراً كبيراً على قيمة الشركة، فعندما يكون رأس المال مملوك للشركة بأكمله وهذا يعني عدم تحمل الشركة عبء مالي يتمثل في تسديد الأقساط ودفع الفوائد وما يترتب على ذلك من انخفاض السيولة وضعف قدرة الشركة في مواجهة الظروف، وعلى العكس عندما يكون هنالك جزءاً من رأس المال مقترضاً فإنه من المؤكد سيضعف قدرة الشركة المالية وقد يؤثر ذلك على قيمتها. (الموسوي، 2017: 94).

#### 2- سياسة مقسوم الأرباح: Profit dividend policy

تمثل سياسة مقسوم الأرباح هي إجمالي الأرباح الموزعة على المستثمرين لكل سهم، ويعكس مقسوم الأرباح المرتفع أن الشركة لديها احتمالات جيدة؛ لأنها تستطيع دفع مبلغ كبير من مقسوم الأرباح، وسيؤدي ذلك إلى جذب المستثمرين لشراء أسهم في الشركة، ومع شراء عدد كبير من الأسهم سوف يرتفع سعر سهم الشركة. (Hutami, 2012: 105). وتحسب توزيعات الأرباح لكل سهم من خلال إجمالي توزيعات الأرباح النقدية الموزعة على المساهمين مقارنة بعدد الأسهم المصدرة من خلال صياغة المعادلة الآتية: (Weston & Copeland, 2001: 235-236).

$$\text{مقسوم الأرباح} = \frac{\text{ارباح نقدية}}{\text{عدد الاسهم المصدرة}} \dots\dots (12)$$

وتعد سياسة توزيع الأرباح جزءاً مهماً من سياسات الإدارة المالية للشركات، وهذه السياسة تتخذ فيها الشركة قراراً بشأن امرين: (Hunjra et al., 2014: 110)

❖ مقدار النقد الذي يجب الاحتفاظ به في النشاط التجاري، أي لتوسيع الأعمال التجارية، أو إعادة شراء الأسهم.

❖ مقدار النقد الذي ينبغي أن يُعطى للمساهمين كأرباح، ولهذا سياسة توزيع الأرباح هي قرار تتخذه الشركة بشأن توزيع الأرباح الموزعة على المساهمين في الشركة.

### 3- الربحية: Profitability

الربحية هي فعالية الإدارة التي تظهر من خلال الأرباح الناتجة عن المبيعات أو استثمارات الشركة. (Sulastrri et al.,2019:449)، عادةً ما يكون الربح هو ما يتبقى بعد إزالة جميع التكاليف من الإيرادات المتراكمة من المبيعات، لذلك يعتبر الربح عاملاً يمكن السيطرة عليه إلى الحد الذي يمكن للإدارة أن تتحكم فيه بإيراداتها من خلال السعر من ناحية، ومن خلال التكاليف من ناحية أخرى. (Ogbadu,2009:100). ويتم تضمين الربحية في المعلومات المالية التي تعتبر مهمة للمستثمرين في تحليل الزيادة في الأرباح التي تحصل عليها الشركة من سنة إلى أخرى، وفقاً للمستثمرين، فإن الشركة التي تحقق أرباحاً متزايدة تعني أنها ستعطي إشارة إيجابية بأنها ستستفيد أيضاً من استثمارات. (machmuddah et al.,2020:633). ويتم قياس الربحية من خلال العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية. (Uyar,2009:189). وتعكس الربحية العالية قدرة الشركة على تحقيق عوائد عالية للمساهمين، ونسبة الربحية العالية التي تمتلكها الشركة ستجذب المستثمرين للاستثمار في الشركة وسيؤدي اهتمام المستثمرين الكبير بالاستثمار في الشركات ذات العائد المرتفع على حقوق الملكية إلى زيادة أسعار الأسهم، وبالتالي ستكون هناك علاقة إيجابية بين الربحية وأسعار الأسهم، حيث سيؤثر ارتفاع أسعار الأسهم على قيمة الشركة. (M,180:2019).

### 4- حجم الشركة: Company size

ان الشركات الكبيرة لديها مخاطر أقل من الشركات الصغيرة، وذلك لأن الشركات الكبيرة تتحكم بشكل أفضل في ظروف السوق، بحيث تكون قادرة على مواجهة المنافسة الاقتصادية، بالإضافة إلى ذلك تمتلك الشركات الكبيرة موارد أكثر لتعزيز قيمة الشركة؛ لأنها تتمتع بوصول أفضل إلى مصادر المعلومات الخارجية مقارنة بالشركات الصغيرة، وفي الوقت نفسه يحدد حجم الشركة أيضاً مستوى ثقة المستثمر، كلما كبرت الشركة زادت شهرة للجمهور، مما يعني سهولة الحصول على المعلومات التي من شأنها تعزيز قيمة المساهمين، والشركات الكبيرة التي لديها موجودات إجمالية ذات قيمة كبيرة للموجودات تجذب المستثمرين للاستثمار في الشركة، من حيث حجم الشركة الذي يظهر من إجمالي الموجودات المملوكة للشركة ويمكن استخدامه لعمليات الشركة. (Siahaan,2013:139). ويرتبط الحجم بأداء الشركة؛ لأن الشركات الكبيرة يمكنها زيادة حجمها الحالي بسرعة كبيرة؛ بسبب الأداء السابق، وهذا يتعلق بقيمة الشركة، على سبيل المثال في السنة الأولى إذا تمكنت الشركة من توسيع حجمها من مليون إلى 2.5 مليون في العام المقبل فهذا يعني أن أداء الشركة جيد؛ لأن الزيادة هي 1.5 مليون في الوقت نفسه يوضح هذا أن الشركة نجحت في تحقيق قيمة لمساهميها عند 1.5 مليون من وجهة

نظر المساهمين وهذه نتيجة جيدة وستعكس على توزيعات أرباحهم؛ لأن الزيادة تعني أنه يمكنهم الاستثمار أكثر إذ أن إنشاء القيمة تم إنشاؤه بواسطة الشركة للمساهمين. (Tahir&Razali,2011:35).

ويمكن قياس حجم الشركة من خلال إجمالي الموجودات، وإجمالي المبيعات، وعدد الموظفين، والقيمة السوقية، فكلما كبرت الشركة زادت سهولة حصولها على رأس مال خارجي، وكلما زاد رأس مالها زاد حجمها وما إلى ذلك، ويهتم المستثمر بالشركات التي تقدم عوائد عالية فيستثمر رأس ماله، إن توفر هذه الأموال من رأس مال المستثمر يجعل الشركات أسهل في ممارسة فرص الاستثمار. (Kartikasari&Merianti,2016:410).

#### 5- عمر الشركة: company's Age

عمر الشركة هو الفترة منذ تأسيس الشركة التي تمكنت من إدارة الأنشطة التشغيلية، حتى الوقت الذي يمكنها فيه الحفاظ على وجود الشركة أو في عالم الأعمال، ويعد عمر الشركة أحد الأشياء التي يأخذها المستثمرون المحتملون في الاعتبار، حيث يجب عليهم جمع الأموال، ويظهر عمر الشركة قدرة الشركة على الوجود، والقدرة على المنافسة في عالم الأعمال، وتتمتع الشركات التي تتمتع بعمر طويل عمومًا بربحية أكثر استقرارًا مقارنة بالشركات الجديدة. (Putri&Rachmawati,2017:15). وأيضا يعد عمر الشركة هو مؤشر يدل على وجود وقدرة الشركات في المنافسة، والشركات التي كانت موجودة منذ فترة طويلة سيكون لديها المزيد من الخبرات. (Waluyo,2017:363).

#### 6- سعر الفائدة: Interest rate

ان ارتفاع أسعار الفائدة سيثجع الناس على الادخار، وسيثجع المستثمر على الاستثمار في القطاع الحقيقي، كما سيتحمل المستثمرون زيادة في سعر الفائدة، في شكل زيادة في تكاليف الفائدة للشركة، لا يريد الجمهور المخاطرة بالاستثمار في التكاليف المرتفعة، ونتيجة لذلك يصبح الاستثمار غير مطور، وتواجه العديد من الشركات صعوبة في الحفاظ على حياتها، مما يؤدي إلى تراجع أداء الشركة، ويمكن أن يؤدي التراجع في أداء الشركة إلى انخفاض أسعار الأسهم، مما يعني أن قيمة الشركة ستخفض أيضاً، لهذا أن أسعار الفائدة لها تأثير كبير على قيمة الشركة. (Permata&Alkaf,2020:64).

#### 7- سعر الصرف: exchange rate

يعرف بأنه ذلك السعر الذي يتم من خلاله عملية شراء وبيع العملات والأوراق المالية. (Macdonald,2007:2)، ويعرف سعر الصرف بأنه سعر إحدى العملات لبلد معين أتجاه عملة بلد

آخر، ويمكن التعبير عنه بإحدى الصيغتين وهما: الأولى عدد وحدات من العملة الأجنبية لكل وحدة واحدة من العملة المحلية مثال نأخذ الدينار العراقي كعملة محلية والدولار الأمريكي كعملة أجنبية، والصيغة الثانية هي عدد وحدات من العملة المحلية لكل وحدة واحدة من العملة الأجنبية بمعنى عدد من الدينانير العراقية تتطلب الحصول على دولار واحد، ومما تقدم نستنتج بان سعر الصرف هو عملية مبادلة العملة المحلية بالعملة الأجنبية وبالعكس، اذ تتم عملية المبادلة هذه في سوق الصرف الأجنبي وفقاً لسعر معين. (العكيلي، 2021: 5). ويمكن توضيح أبرز هذه العوامل المؤثرة على قيمة الشركة من خلال الشكل (7) إدناه.



الشكل (7)

العوامل المؤثرة في قيمة الشركة

المصدر: من اعداد الباحث استناداً الى الادبيات المذكورة انفاً.

#### رابعاً: أنواع قيم الأسهم:

تعبر معظم أدبيات الفكر المالي عن قيمة الشركة بأسعار الأسهم في السوق المالي، وتحمل الأسهم قيم مختلفة وكما يأتي:

(Ross et al., 2002:371) (Wild,2003:470) (Nelson,2007:2)

(Laux&Leuz,2009:3) (Chee et al.,2013:634) (Mikutowski et al.,2019:33).



### 1- القيمة الاسمية: Par value

وهي القيمة التي تتم كتابتها على وثيقة السهم، والتي تتحدد من قبل الشركة، وتكون في العادة مقدارها أسمايا، والقيمة الاسمية لا تعكس القيمة الحقيقية لحصة السهم.

### 2- القيمة الدفترية: Book value

وهي عبارة عن نصيب السهم الواحد من موجودات الشركة، وهي قيمة مسجلة في سجلات الميزانية، وتكون تاريخية أي لا يكون لها علاقة بقيمة التدفقات النقدية المستقبلية، ويمكن حسابها من خلال قسمة التمويل الممتلك على عدد الأسهم.

### 3- القيمة السوقية: Market value

القيمة التي يتم تحديدها من قبل السوق المالي عن طريق قوى العرض والطلب، وتتميز القيمة السوقية بعدم الاستقرار؛ فهي متقلبة خلال التعامل اليومي للسهم في السوق المالي.

### 4- قيمة التصفية: Liquidation value

وهي قيمة السهم التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية الشركة، وبعد سداد حقوق حملة السندات والأسهم الممتازة، وكل اصحاب الحقوق الأولية.

### 5- قيمة السهم حسب العائد: Share value according to earnings

هي القيمة التي يكون المساهمين على استعداد لدفعها؛ مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يتطلع اليه مقابل استثمار أمواله.

### 6- القيمة الاستثمارية: Value investing

ويعد الاستثمار في القيمة أحد أكثر استراتيجيات الاستثمار شيوعًا، وربما يكون الاستثمار في القيمة هو الأسلوب الأقدم والأكثر شعبية للاستثمار، ويفترض الاستثمار في القيمة شراء الأسهم بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وتتمثل إحدى الطرق الرئيسية لتنفيذ الاستراتيجية في استخدام مضاعفات التقييم، والتي تقع في إحدى فئتين: مضاعفات الأسهم (المقاييس التي تقارن البنود المحاسبية المختلفة بالقيمة السوقية لأسهم الشركة)، أو قيم المؤسسة (المقاييس التي تقارن البنود المحاسبية المختلفة بمجموع القيمة السوقية لحقوق ملكية الشركة وديونها)، أخيرًا، هناك وكيل آخر شائع للقيمة هو عائد الأرباح.

## 7- القيمة العادلة (الحقيقية): Fair Value

هي طريقة لقياس الموجودات والمطلوبات التي تظهر في الميزانية العمومية للشركة، وهي السعر الذي سيتم استلامه لبيع أصل، أو دفعه لتحويل التزام في معاملة منظمة بين المشاركين في السوق بتاريخ القياس عند توفر أسعار مدرجة في الأسواق النشطة لموجودات أو مطلوبات مماثلة، يجب استخدامها كقياس للقيمة العادلة، وهي القيمة التي ينبغي ان يكون عليها سعر السهم في سوق الأوراق المالية، وغالبا ما تختلف عن القيمة السوقية للسهم، وعُرفت القيمة العادلة في ظل معايير المحاسبة الدولية على انها المبلغ الذي يمكن ان يتبادل به موجود ما بين مشتري وبائع يتوافر لدى كل منها الدراية والرغبة في اتمام الصفقة.

## خامساً: مداخل القيمة: Approaches to value

هناك ثلاث مداخل تستخدم لتحديد قيمة الشركة من خلال تقدير قيمة موجوداتها، وهي مدخل الدخل، ومدخل السوق، ومدخل الموجودات. سيتم تناول مداخل القيمة بشكل مختصر وكما يأتي:

### 1- مدخل الدخل: Income Approach

يعتمد نهج الدخل على مبادئ الإحلال والتوقعات المحققة في مجموعة من الأساليب لتقييم التكلفة بناءً على حساب الإيرادات المتوقعة للعنصر قيد التقييم، ويأخذ في الاعتبار تفاصيل الأعمال المقيمة من حيث قدرتها على تحقيق إيرادات في المستقبل، لذلك فإن نهج الدخل شائع وقابل للتطبيق على نطاق واسع لأغراض تقييم الأعمال في البلدان، والصناعات ذات معدلات النمو المرتفعة أثناء ممارسة الأعمال التجارية في ظروف غير مؤكدة. (Almabekova,2018:116)، مما تقدم يمكن حساب قيمة الشركة على أساس التدفقات النقدية وتكون الشركة لديها القدرة على توليدها في المستقبل. وهناك عدة طرق والأكثر شيوعاً في هذا المدخل هي: (Hitchner,2017:119).

### أ- طريقة التدفق النقدي المخصوم: Discounted Cash Flow Method (DCF)

نظراً لأهمية التدفقات النقدية لتطوير الشركات الناشئة، لهذا التدفقات النقدية المخصومة هي أيضاً طريقة التقييم الأكثر استخداماً التي يستخدمها المستثمرون، وبشكل خاص فإن التدفقات النقدية المخصومة هي الطريقة المفضلة عندما تكون المعلومات المتاحة قليلة للمقارنة بها، وهذا هو السبب في أن التدفقات النقدية المخصومة هي الطريقة الأكثر استخداماً في الشركات الناشئة، التي عادةً ما يكون لديها دخل أقل وتوقعات نمو عالية. (Laitinen,2019:2998)، وتعتمد طريقة خصم التدفق النقدي على التنبؤ المفصل والدقيق، لكل فترة، لكل بند من البنود المالية المتعلقة بتوليد التدفقات النقدية المقابلة لعمليات الشركة، على

سبيل المثال، تحصيل المبيعات والموظفين والمواد الخام، والمصروفات الإدارية، والمبيعات، وما إلى ذلك، وسداد القروض، وفي التقييمات القائمة على خصم التدفق النقدي، يتم تحديد معدل خصم مناسب لكل نوع من أنواع التدفق النقدي، ويعد تحديد معدل الخصم من أهم المهام ويأخذ في الاعتبار المخاطر والتقلبات التاريخية، ومن الناحية العملية غالبًا ما يتم تحديد الحد الأدنى لمعدل الخصم من قبل الأطراف المعنية (المشترين أو البائعين ليسوا مستعدين للاستثمار أو البيع بأقل من عائد معين، وما إلى ذلك)، ويتم حسابها عن طريق المعادلة الآتية: (Fernández,2007:12).

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n} \quad \dots (13)$$

اذ ان:

$CF_i$  = التدفق النقدي الناتج عن الشركة في الفترة  $i$ .

$V_n$  = القيمة المتبقية للشركة في العام  $n$ .

$k$  = معدل الخصم المناسب لمخاطر التدفقات النقدية.

#### ب- طريقة التدفق النقدي الرأسمالي: Capitalized Cash Flow Method (CCF)

تقدر طريقة التدفق النقدي الرأسمالي أو رسملة الأرباح القيمة بناءً على التعبير عن قيمة استمرار النمو، وهي في الأساس نموذج تدفق نقدي حر للنمو المستقر (مرحلة واحدة)، لا يُرى إلا من حين لآخر في تقييم الشركات الخاصة الأصغر، ونادرًا ما يستخدم لتقييم الشركات العامة، أو الشركات الخاصة الكبرى، أو في سياق عمليات الاستحواذ، أو إعداد التقارير المالية، ومع ذلك قد يكون مناسبًا لتقييم شركة خاصة لا تتوفر فيها توقعات وتوجد توقعات لعمليات مستقبلية مستقرة، إذا كان دليل تسعير السوق من الشركات أو المعاملات العامة محدودًا، فقد يكون تقييم التدفق النقدي الرأسمالي أيضًا بديلًا مجديًا بالنسبة للشركات التي لا يتوقع أن تنمو بمعدل ثابت، فإن تقييم التدفق النقدي باستخدام سلسلة من توقعات التدفق النقدي المنفصلة هو الأفضل من الناحية النظرية، ويمكن أن تقدم طريقة التدفق النقدي الرأسمالي المساعدة في تقييم معدل الخصم أو افتراضات النمو المضمنة في مؤشرات القيمة من نهج السوق على مستوى الشركة، وإن صيغة التدفق النقدي الرأسمالي للشركة يتم حسابها عن طريق المعادلة الآتية: (Pinto et al.,2015:533).

$$V_f = FCFF_1 / (WACC - g_f) \quad \dots (14)$$

اذ ان:

$$V_f = \text{قيمة الشركة.}$$

$$FCFF_1 = \text{التدفق النقدي الحر للشركة خلال الاثني عشر شهراً القادمة.}$$

$$WACC = \text{متوسط التكلفة المرجح لرأس المال.}$$

$$gf = \text{معدل النمو المستدام للتدفق النقدي الحر للشركة.}$$

### ج- طريقة التدفق النقدي الزائد: (Excess Cash Flow Method (ECF)

تعد هي طريقة مختلطة تجمع بين كل من عناصر مدخل الموجودات ومدخل الدخل (Hitchner,2003:87)، وفي سياق تقييم الأعمال تتضمن طريقة الأرباح الزائدة تقدير الأرباح المتبقية بعد خصم المبالغ التي تعكس العوائد المطلوبة لرأس المال العامل والموجودات الثابتة (أي الموجودات الملموسة)، وتتم رسملة هذا المبلغ المتبقي من الأرباح (أي الأرباح الزائدة) باستخدام صيغة دائمة متنامية مألوفة من التدفق النقدي المرسل للحصول على تقدير لقيمة الموجودات غير الملموسة، وبشكل عام يتم استخدام التدفق النقدي الزائد لتقييم الموجودات غير الملموسة، والشركات الصغيرة جداً عندما تكون طرق نهج السوق الأخرى غير مجدية لتقييم الأعمال بالكامل، وتتم إضافة قيم رأس المال العامل والموجودات الثابتة إلى القيمة الرأسمالية للموجودات غير الملموسة. (Pinto et al.,2010:375).

### 2- مدخل السوق: Market Approach

مدخل السوق اذ يستخدم الأسعار والمعلومات الأخرى ذات الصلة الناتجة عن معاملات السوق التي تنطوي على موجودات، أو مطلوبات متطابقة أو قابلة للمقارنة (مماثلة)، أو مجموعة من الموجودات والمطلوبات. (R.&E.K.,2016:24)، ومن الناحية المفاهيمية يعتمد هذا على سعر الخروج وهو السعر الذي سيتم استلامه لبيع أصل أو دفعه لنقل التزام. (Dunbar&Laing,2017:16). وتحسب من خلال المعادلة الاتية: (Russo&Digabriele,2018:155).

$$\text{القيمة} = (\text{السعر} / \text{تدفق الفوائد شركات}) \times \text{تدفق الفوائد الشركة الخاضعة} \dots (15)$$

### 3- مدخل الموجودات: Assets Method

يُعرف مدخل الموجودات على أنه طريقة عامة لتحديد مؤشر قيمة نشاط تجاري، أو مصلحة ملكية أعمال، أو ورقة مالية باستخدام طريقة واحدة أو أكثر بناءً على قيمة الموجودات وصافي المطلوبات في تقييم الأعمال التجارية، ويعرض مدخل الموجودات قيمة جميع الموجودات والمطلوبات الملموسة وغير

الملموسة للشركة، كما هو معتاد يبدأ هذا النهج بالميزانية العمومية الدفترية في أقرب وقت ممكن من تاريخ التقييم ويعيد صياغة الموجودات والمطلوبات بما في ذلك تلك التي لم يتم تسجيلها بالقيمة العادلة (إعداد التقارير المالية) أو القيمة السوقية العادلة (الضرائب والأغراض الأخرى) (Hitchner,2006:317). ويشير الجدول التالي الى مزايا وعيوب مداخل قيمة الشركة:

الجدول (5)

مزايا وعيوب مداخل قيمة الشركة

العيوب	المزايا	المداخل
<ul style="list-style-type: none"> <li>- نموذج التقييم الأكثر بساطة.</li> <li>- يتطلب الوصول إلى جميع البيانات الداخلية للشركة.</li> <li>- لا يراعي آفاق التنمية طويلة المدى.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- سهل الفهم والاستخدام العملي.</li> <li>- لا يتطلب التخمين والافتراضات.</li> </ul>	مدخل الموجودات
<ul style="list-style-type: none"> <li>- معظم الافتراضات المهمة مخفية (النمو المتوقع للشركة في الأرباح والمخاطر والهوامش).</li> <li>- لا توجد شركات إرشادية جيدة (لذلك، تتطلب الخبرة والتعديلات الإضافية).</li> <li>- شاقة وتستغرق وقتاً طويلاً (يجب معالجة كمية هائلة من البيانات).</li> <li>- بناء على الوضع الحالي مما أدى إلى فقدان الاتجاهات طويلة المدى.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- يستخدم البيانات الفعلية.</li> <li>- تطبيق بسيط (يشق تقديرات القيمة من نسب مالية بسيطة نسبياً).</li> <li>- لا يعتمد على توقعات صريحة.</li> <li>- يأخذ في الاعتبار رد فعل السوق على أداء الشركات.</li> <li>- يعكس ممارسة الاندماج والاستحواذ.</li> </ul>	مدخل السوق
<ul style="list-style-type: none"> <li>- نتائج مثيرة للجدل (تتطلب توقعات بفوائد اقتصادية مستقبلية).</li> <li>- يتطلب تقديرات لمعدلات الخصم المناسبة (قابلة للجدل أيضاً).</li> <li>- تستند جزئياً على الاحتمالات والخبرة.</li> <li>- مشاكل التطبيق في الأسواق الناشئة (بسبب نقص معلومات السوق).</li> <li>- يمكن التلاعب بنتائج التقييم بسهولة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- مرن للتغييرات.</li> <li>- يراعي التوقعات المستقبلية.</li> <li>- مراعاة أداء السوق (من خلال زيادة العائد على السوق).</li> </ul>	مدخل الدخل

Source: Deev&Oleg, **Methods Of Bank Valuation:A Critical Overview**, Financial Assets and Investing, Vol 2, No 3 ,2011:42.

### سادساً: قياس قيمة الشركة: Measuring company value

يعتمد حساب قيمة الشركة على احتياجات المالك والمستثمر وإدارة شركة معينة، ويمكن أن تكون احتياجاتهم مختلفة، ويجب أن تتكيف مع الهدف الذي تستند إليه الحاجة، عندما تتقدم الشركة بطلب للحصول على قرض أو تحصل على تأمين يجب أن تعرف دائماً قيمتها فمن الضروري معرفة قيمة الشركة من أجل تقييم أفضل، لذلك فهو متغير مهم للغاية ولقيمة هذا المتغير تأثير على التغييرات الإستراتيجية في الشركة. (Mařík et al.,2018:35). وهي القيمة التي تتداول بها الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية وتتمثل بالسعر الذي يحدده البائعون والمشترون عند المتاجرة بالأسهم، وتحسب القيمة السوقية من خلال ضرب السعر للسهم العادي في عدد الأسهم المصدرة. (العامري،2010: 476). ويمكن قياس قيمة الشركة من خلال صياغة المعادلة بالشكل الآتي: (Srinivasan&Hanssens,2009:6) (Elexander et al, 2012:328).

$$\text{قيمة الشركة} = \text{سعر الاغلاق في نهاية العام} \times \text{عدد الأسهم المصدرة} \dots\dots (16)$$

وهناك نسبة أخرى تستخدم من قبل الباحثين وهي نسبة (Tobin's Q) هي نسبة شائعة للأداء يتم حسابها من القيمة السوقية والقيمة الدفترية للموجودات المقسمة للمطلوبات، وابتكر هذه النسبة جيمس توبين من جامعة ييل، ويتم حسابها بالصيغة الآتية: (Rostami,2015:162).

$$TOQ = \frac{MVE_i + BVD_i}{BVA_i} \dots\dots (17)$$

اذ ان:

$TOQ_i$  = هي نسبة Q - Tobin.

$MVE_i$  = هي القيمة السوقية في السنة.

$BVD_i$  = هي القيمة الدفترية للمطلوبات في السنة.

$BVA_i$  = هي القيمة الدفترية للموجودات في السنة.

# الفصل الثالث

## الجانب التطبيقي للدراسة

- ◆ المبحث الأول: تحليل مؤشرات متغيرات الدراسة
- ◆ المبحث الثاني: اختبار الفرضيات

## المبحث الأول

### تحليل مؤشرات متغيرات الدراسة

#### توطئة

يتناول هذا المبحث مناقشة المتغير المستقل للدراسة وتحليله والمتمثل في تأثير هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط، والدراسة اعتمدت على عينة مكونة من (6) شركات في القطاع الصناعي مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وللمدة (2004-2019)، وبيان قيمة الشركة وعلى النحو الآتي:

#### أولاً: هيكل التمويل:

من خلال المتغير المستقل هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط نضع مؤشرات لتحليل عينة الدراسة وهي الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والذي ضم شركات من قطاع الصناعة خلال المدة الزمنية (2004-2019) التي خضعت للتحليل، والمؤشرات التي سيتم تحليلها هي (نسبة الأرباح المحتجزة، ونسبة القروض وما في حكمها، ونسبة الأسهم العادية).

ويمكن عرض هذا التحليل كالتالي:

#### 1- نسبة الأرباح المحتجزة (X1):

تعد نسبة الأرباح المحتجزة في هيكل التمويل مؤشراً لمدى مساهمة الأرباح المحتجزة في هيكل التمويل للشركة ضمن مصادر التمويل طويل الأجل في الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية متمثلة في رأس المال المدفوع والاحتياطيات، وبالرجوع الى كشوفات الشركات في التقارير السنوية للشركات في سوق العراق للأوراق المالية يظهر ضمن كشف الاحتياطيات الفوائض المتراكم وهو يمثل الأرباح المحتجزة، كما ان هذه النسبة يمكن اعتمادها كمؤشر لمدى اعتماد الشركات لأفكار نظرية الالتقاط، اذ ان الأرباح المحتجزة تعد المصدر الأول للتمويل وفقاً لما جاءت به نظرية الالتقاط.

الجدول (7) يبين نسبة الأرباح المحتجزة إلى أجمالي المطلوبات (X1) والمحسوبة للشركات الصناعية عينة الدراسة وخلال سنوات السلسلة الزمنية المختارة (ستة عشر سنة) أذ تبين النسب المحسوبة أن هناك تفاوت في نسبة الأرباح المحتجزة بين الشركات عينة الدراسة كما أن هناك تفاوت أيضاً في نسبة الأرباح المحتجزة للشركة الواحدة من سنة الى أخرى. كما في ادناه:



الجدول (6)

نسبة الأرباح المحتجزة للشركات عينة الدراسة للمدة 2004 - 2019.

المتوسط	الشركات						السنوات
	الدراجات	العصرية	بيبيسي	الألبسة	السجاد	الخيطة	
14.10	7.32	17.39	1.65	2.42	23.04	32.79	2004
9.36	2.36	<b>29.54</b>	0.75	0.39	13.57	9.57	2005
12.75	<b>0.14</b>	27.16	0.84	26.89	10.29	11.17	2006
14.96	3.83	22.29	0.25	<b>51.18</b>	<b>9.30</b>	2.93	2007
10.40	<b>12.24</b>	16.60	<b>0.24</b>	19.04	11.57	2.72	2008
11.87	1.63	18.67	3.04	23.77	20.52	3.56	2009
7.05	1.46	6.06	2.30	8.36	23.89	0.24	2010
6.44	1.98	1.57	2.95	12.75	18.31	1.05	2011
6.41	4.87	1.80	7.87	3.47	19.17	1.30	2012
<b>5.16</b>	2.11	3.07	7.34	<b>0.13</b>	18.27	<b>0.03</b>	2013
8.12	2.69	3.14	9.86	0.15	23.27	9.63	2014
11.40	3.63	4.53	16.45	0.16	26.86	16.78	2015
10.15	4.54	3.49	17.57	0.51	26.40	8.39	2016
14.34	5.11	0.51	18.12	6.13	30.60	25.56	2017
15.67	5.31	0.53	19.95	1.88	32.08	34.26	2018
<b>16.99</b>	5.43	<b>0.41</b>	<b>21.50</b>	1.82	<b>32.18</b>	<b>40.60</b>	2019
10.95	<b>4.04</b>	<b>9.80</b>	<b>8.17</b>	<b>9.94</b>	<b>21.21</b>	<b>12.54</b>	المتوسط

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

أ- شركة الخيطة الحديثة:

يظهر الجدول (7) ان شركة الخيطة الحديثة في عام (2019) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأرباح المحتجزة (40.60)، اما أقل نسبة من بين نسب الأرباح المحتجزة فقد ظهرت في عام (2013) اذ بلغت (0.03)، ومتوسط نسبة الأرباح المحتجزة بلغت (12.54) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان خمسة سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

ب- الشركة العراقية للسجاد والمفروشات:

اظهر الجدول (7) ان الشركة العراقية للسجاد والمفروشات عام (2019) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأرباح المحتجزة (32.18)، اما أقل نسبة من بين نسب الأرباح

المحتجزة فقد ظهرت في عام (2007) اذ بلغت (9.30)، ومتوسط نسبة الارباح المحتجزة بلغت (21.21)، وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان ثمان سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

#### ت- شركة إنتاج الألبسة الجاهزة:

يوضح الجدول (7) ان شركة إنتاج الألبسة الجاهزة في عام (2007) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأرباح المحتجزة (51.18)، اما أقل نسبة من بين نسب الأرباح المحتجزة فقد ظهرت في عام (2013) اذ بلغت (0.13)، ومتوسط نسبة الارباح المحتجزة بلغت (9.94) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان خمسة سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

#### ث- شركة بغداد للمشروبات الغازية:

الجدول (7) يبين أن شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي) عام (2019) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأرباح المحتجزة (21.50)، اما أقل نسبة من بين نسب الأرباح المحتجزة فقد ظهرت في عام (2008) اذ بلغت (0.24)، ومتوسط نسبة الأرباح المحتجزة بلغت (8.17) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان ستة سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

#### ج- شركة الصناعات الكيماوية العصرية:

يشير الجدول (7) أن شركة الصناعات الكيماوية العصرية عام (2005) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأرباح المحتجزة (29.54)، اما أقل نسبة من بين نسب الأرباح المحتجزة فقد ظهرت في عام (2019) اذ بلغت (0.41)، ومتوسط نسبة الارباح المحتجزة بلغت (9.80) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان ستة سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

#### ح- الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات:

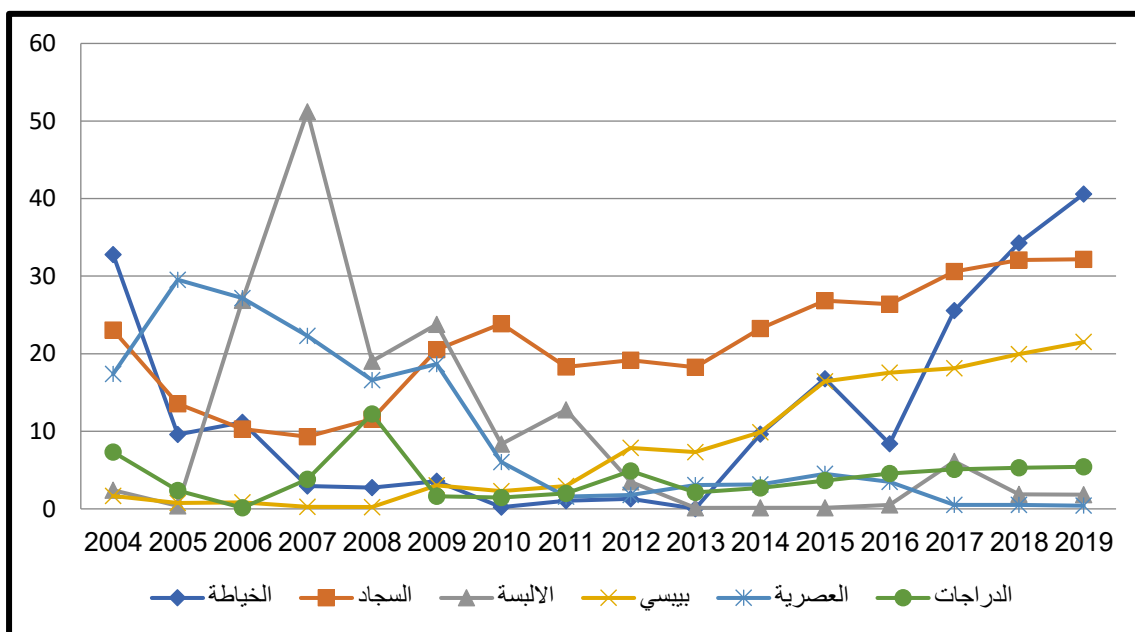
اظهرت النتائج في الجدول (7) أن الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات في عام (2008) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأرباح المحتجزة (12.24)، اما أقل نسبة من بين نسب الأرباح المحتجزة فقد ظهرت في عام (2006) اذ بلغت (0.14)، ومتوسط نسبة

الأرباح المحتجزة بلغت (4.04) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان سبعة سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

اما على مستوى متوسطات السنوات عينة الدراسة وخلال المدة التي خضعت للتحليل ومن خلال مقارنتها بالمتوسط العالم البالغ (10.95)، اذ وجد ان في عام (2019) هي أكثر السنوات متوسطا اذ بلغت (16.99)، اما في عام (2013) حققت أقل نسبة اذ بلغت (5.16)، وعند مقارنة السنوات بالمتوسط العام نجد ان ثمان سنوات من عينة الدراسة سجلت أعلى من المتوسط العام والبقية سجلت أقل من ذلك.

نستخلص من الجدول (7) ان نسب الأرباح المحتجزة الى اجمالي المطلوبات في الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وخلال سنوات الدراسة للمدة (2019-2004) تظهر نسب متفاوتة بسبب قيام بعض الشركات بتوزيع الأرباح على المساهمين في حين بعض الشركات لم تقم بتوزيع الأرباح، واما من حيث مدى تطبيق أفكار نظرية الالتقاط نجد ان الشركات الصناعية تميل الى احتجاز الأرباح كمصدر اول داخلي لتمويل استثماراتها ولكن بنسب متفاوتة.

ومن خلال الشكل (8) يمكن توضيح نسبة الأرباح المحتجزة الى اجمالي المطلوبات للشركات عينة الدراسة خلال المدة (2019-2004) الخاضعة للتحليل.



الشكل (9)

نسبة الأرباح المحتجزة (X2) للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel.19).

2- نسبة القروض وما في حكمها (X2):

وفقا لما أشارت إليه نظرية الالتقاط فان القروض تعد المصدر الثاني بعد الأرباح المحتجزة، وفي الشركات الصناعية عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، هناك مصدر آخر قريب من القروض في طبيعته وهو الدائنون ضمن عناصر التمويل قصير الاجل في الميزانية العمومية في التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية، ولذا ولأغراض التحليل تم معاملة الدائنون بحكم القروض وذلك عبر احتساب نسبة القروض وما في حكمها إلى أجمالي المطلوبات لعينة الدراسة الخاضعة للتحليل خلال سنوات الدراسة المعتمدة، وبين الجدول (8) نتائج تحليل (X2) للشركات الصناعية خلال المدة الزمنية التي خضعت للتحليل (2004-2019)، وكذلك المتوسط لكل شركة ولكل سنة والمتوسط العام لهذا المؤشر. وكما في أدناه:

الجدول (7)

نسبة القروض وما في حكمها للشركات عينة الدراسة للمدة 2004-2019.

المتوسط	الشركات						السنوات
	الدراجات	العصرية	بيبيسي	الالبسة	السجاد	الخيطة	
21.11	63.32	4.72	8.69	43.30	20.27	25.37	2004
22.26	54.61	5.53	25.79	5.78	31.53	10.30	2005
32.23	51.17	12.25	37.76	45.39	35.90	10.93	2006
31.55	48.35	14.00	27.41	45.08	41.00	13.47	2007
32.83	39.10	21.07	4.18	65.41	36.28	30.93	2008
26.92	32.23	19.85	3.80	47.80	38.39	19.42	2009
43.66	35.18	75.21	1.26	84.68	34.55	31.09	2010
26.88	39.72	19.82	1.40	46.35	40.23	13.76	2011
22.42	39.74	0.99	1.78	42.03	36.64	13.36	2012
27.01	48.82	3.69	5.03	50.16	42.31	12.07	2013
29.35	60.27	33.21	2.46	34.54	35.01	10.60	2014
28.09	84.65	1.42	2.61	35.44	28.66	15.76	2015
34.51	123.37	1.77	7.97	17.69	31.49	24.79	2016
37.36	164.04	1.53	3.08	19.56	23.11	12.83	2017
55.92	210.34	50.54	3.07	40.91	12.27	18.39	2018
57.42	233.17	3.32	7.66	73.64	12.97	13.76	2019
33.10	83.00	16.81	9.00	41.17	31.29	17.30	المتوسط

المصدر: من اعداد الباحث بالأتماد على التقارير السنوية للشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

أ- شركة الخياطة الحديثة:

يظهر الجدول (8) أن شركة الخياطة الحديثة عام (2010) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة إذ بلغت نسبة القروض (31.09)، أما أقل نسبة من بين نسب القروض فقد ظهرت في عام (2005) إذ بلغت (10.30)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة القروض (17.30)، وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان ستة سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

ب- الشركة العراقية للسجاد والمفروشات:

الجدول (8) يبين أن شركة العراقية للسجاد والمفروشات عام (2013) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة إذ بلغت نسبة القروض (42.31)، أما أقل نسبة من بين نسب القروض فقد ظهرت في عام (2018) إذ بلغت (12.27)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة القروض (31.29)، وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان إحدى عشرة سنة حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

ت- شركة إنتاج الألبسة الجاهزة:

اظهر الجدول (8) أن شركة إنتاج الألبسة الجاهزة عام (2010) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة إذ بلغت نسبة القروض (84.68)، أما أقل نسبة من بين نسب القروض فقد ظهرت في عام (2005) إذ بلغت (5.78)

، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة القروض (41.17) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان تسعة سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

ث- شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي):

يوضح الجدول (8) أن شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي) عام (2006) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة إذ بلغت نسبة القروض (37.76)، أما أقل نسبة من بين نسب القروض فقد ظهرت في عام (2010) إذ بلغت (1.26)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة القروض (9.00) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان ثلاث سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

ج- شركة الصناعات الكيماوية العصرية:

يشير الجدول (8) أن شركة الصناعات الكيماوية العصرية عام (2010) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة إذ بلغت نسبة القروض (75.21)، أما أقل نسبة من بين نسب القروض فقد

ظهرت في عام (2012) اذ بلغت (0.99)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة القروض (16.81)، وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان خمس سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

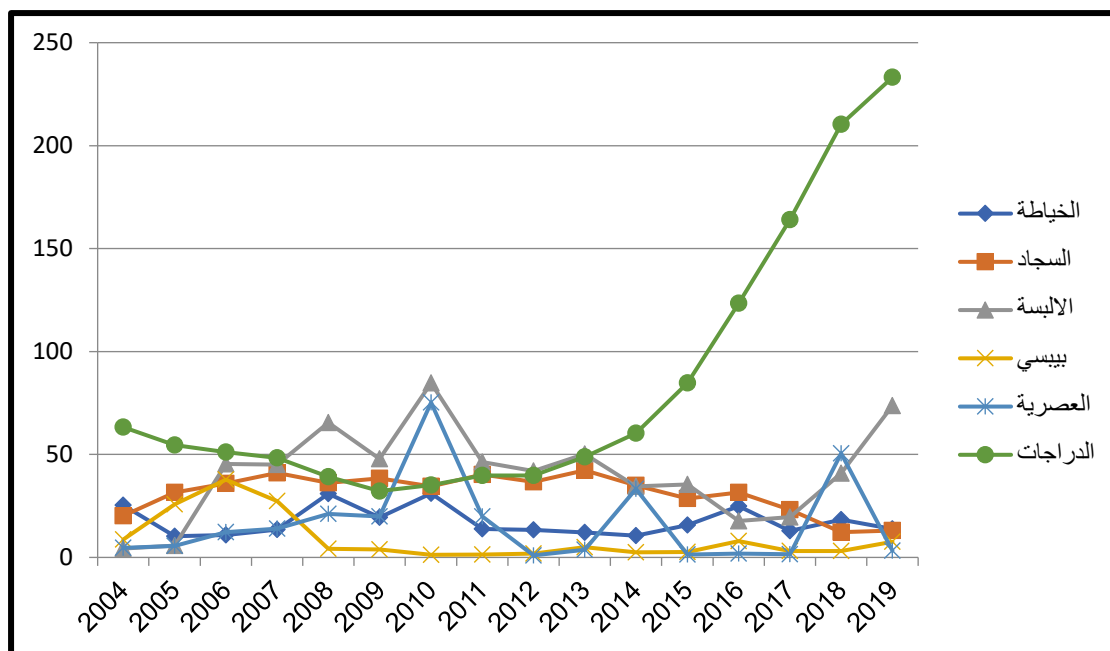
#### ح- الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات:

يبين الجدول (8) أن الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات عام (2019) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة القروض (233.17)، اما أقل نسبة من بين نسب القروض فقد ظهرت في عام (2009) اذ بلغت (32.23)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة القروض (83.00)، وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان خمس سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

اما على مستوى متوسطات السنوات عينة الدراسة وخلال المدة التي خضعت للتحليل ومن خلال مقارنتها بالمتوسط العالم البالغ (33.10)، اذ وجد ان في عام (2019) هي أكثر السنوات متوسطا اذ بلغت (57.42)، اما في عام (2004) حققت أقل نسبة اذ بلغت (21.11)، وعند مقارنة السنوات بالمتوسط العام نجد ان خمس سنوات من عينة الدراسة سجلت أعلى من المتوسط العام والبقية سجلت أقل من ذلك.

نستخلص من الجدول (8) ان نسبة القروض وما في حكمها إلى أجمالي المطلوبات تظهر تفاوت بين الشركات عينة الدراسة وخلال سنوات الدراسة والسبب يعود الى عدم وجود نسب مثلى للمزج بين مصادر التمويل، اما من حيث مدى تطبيق أفكار نظرية الالتقاط نجد ان الشركات بعد استنفاد الأرباح المحتجزة توجهت الى القروض لتمويل استثماراتها ولكن بنسب متفاوتة.

ومن خلال الشكل (9) يمكن توضيح نسبة القروض وما في حكمها إلى أجمالي المطلوبات للشركات عينة الدراسة خلال المدة (2019-2004) الخاضعة للتحليل.



الشكل (9)

نسبة القروض (X3) للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel.19).

### 3- نسبة الأسهم العادية (X3):

وفقا لنظرية الالتقاط أن الأسهم العادية تعد المصدر الثالث والملاذ الأخير في الحصول على التمويل، وتعد أحد مصادر التمويل طويل الأجل، فهي تمثل رأس المال المدفوع من قبل المساهمين عند التأسيس وهي تدخل ضمن حقوق الملكية تحت تبويب رأس المال المدفوع، وهذه النسبة يمكن اعتمادها كمؤشر في هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط، ويتم اللجوء الى هذا المصدر عند استيفاء الأرباح المحتجزة ومن ثم القروض ثانيا وفقا لما أتت به نظرية الالتقاط. وعليه فان الجدول (9) يبين نسبة الأسهم العادية الى اجمالي المطلوبات (X3) للشركات الصناعية عينة الدراسة خلال سنوات الدراسة الخاضعة للتحليل، ومن خلال النسب يتبين أن هناك تفاوت في نسبة الأسهم العادية بين الشركات عينة الدراسة وتفاوت للشركة الواحدة من سنة الى أخرى. وكما في أدناه:

الجدول (8)

نسبة الأسهم العادية الى اجمالي المطلوبات للشركات عينة الدراسة للمدة 2004-2019.

المتوسط	الشركات						السنوات
	الدرجات	العصرية	بيبيسي	الالبسة	السجاد	الخيطة	
<b>22.41</b>	<b>19.19</b>	<b>17.82</b>	60.03	4.04	<b>30.40</b>	<b>3.00</b>	2004
39.87	30.19	17.13	65.80	<b>3.74</b>	24.14	98.21	2005
50.90	38.56	15.74	54.18	60.72	21.52	114.67	2006
44.89	36.54	16.70	54.21	40.07	19.55	102.26	2007
46.63	35.86	16.12	<b>91.79</b>	20.70	19.81	95.47	2008
58.80	46.96	15.32	75.81	72.36	17.47	<b>124.88</b>	2009
42.61	57.71	5.75	83.34	12.00	17.36	79.48	2010
51.55	65.26	<b>1.25</b>	81.44	47.59	15.85	97.92	2011
53.12	70.53	1.83	76.56	55.72	16.38	97.68	2012
51.49	86.04	2.66	70.54	49.32	14.38	85.97	2013
55.08	109.40	2.28	67.45	58.22	15.77	77.36	2014
57.92	147.80	3.45	58.61	58.71	17.92	61.00	2015
65.42	184.74	3.66	50.46	<b>74.54</b>	18.06	61.07	2016
<b>67.20</b>	207.87	3.71	55.04	67.42	15.94	53.19	2017
61.36	216.03	3.90	50.63	45.96	15.91	35.75	2018
56.21	<b>220.90</b>	3.47	<b>43.95</b>	18.77	<b>13.57</b>	36.60	2019
51.59	<b>98.35</b>	<b>8.17</b>	<b>64.99</b>	<b>43.12</b>	<b>18.38</b>	<b>76.53</b>	المتوسط

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية في سوق العراق للأوراق المالية.

أ- شركة الخيطة الحديثة:

يظهر الجدول (9) أن شركة الخيطة الحديثة في عام (2009) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة إذ بلغت نسبة الأسهم العادية (124.88)، أما أقل نسبة من بين نسب الأسهم العادية فقد ظهرت في عام (2004) إذ بلغت (3.00)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة الاسهم العادية (76.53) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان عشر سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

ب- الشركة العراقية للسجاد والمفروشات:

اظهر الجدول (9) ان الشركة العراقية للسجاد والمفروشات، ففي عام (2004) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة إذ بلغت نسبة الأسهم العادية (30.40)، أما أقل نسبة من بين نسب الأسهم



العادية فقد ظهرت في عام (2019) اذ بلغت (13.57)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة الأسهم العادية (18.38)، وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان خمس سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

#### ت- شركة إنتاج الألبسة الجاهزة:

الجدول (9) يبين ان شركة إنتاج الألبسة الجاهزة عام (2016) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأسهم العادية (74.54)، اما أقل نسبة من بين نسب الأسهم العادية فقد ظهرت في عام (2005) اذ بلغت (3.74)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة الأسهم العادية (43.12) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان عشر سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

#### ث- شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي):

يشير الجدول (9) ان شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي) عام (2008) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأسهم العادية (91.79)، اما أقل نسبة من بين نسب الأسهم العادية فقد ظهرت في عام (2019) اذ بلغت (43.95)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة الأسهم العادية (64.99)، وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان ثمان سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

#### ج- شركة الصناعات الكيماوية العصرية:

اظهر الجدول (9) أن شركة الصناعات الكيماوية العصرية عام (2004) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأسهم العادية (17.82)، اما أقل نسبة من بين نسب الأسهم العادية فقد ظهرت في عام (2011) اذ بلغت (1.25)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة الأسهم العادية (8.17)، وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان ستة سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

#### ح- الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات:

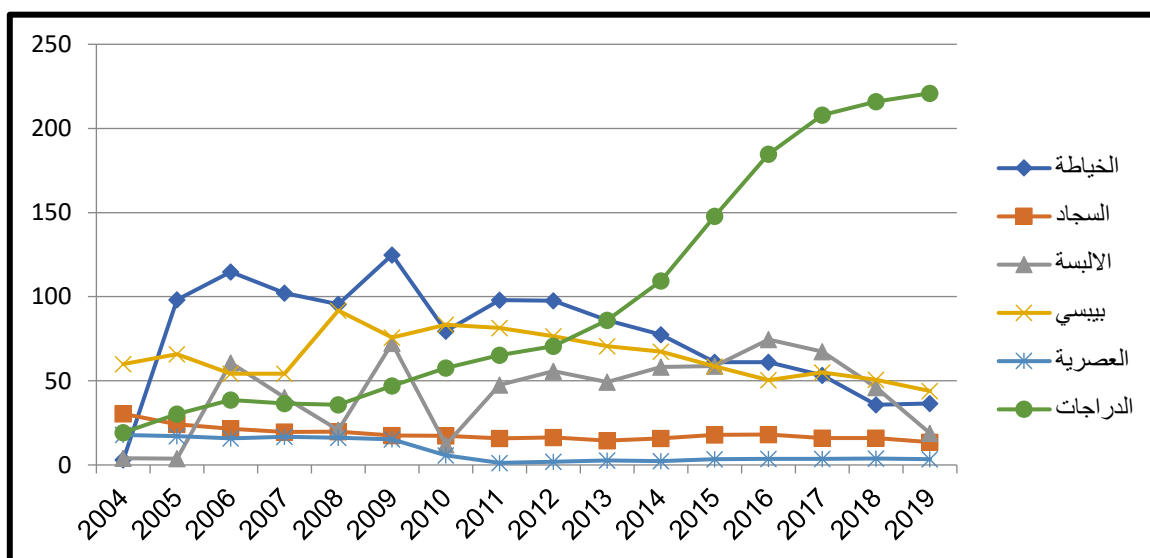
يوضح الجدول (9) أن الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات عام (2019) حققت أعلى نسبة من بين السنوات عينة الدراسة اذ بلغت نسبة الأسهم العادية (220.90)، اما أقل نسبة من بين نسب الأسهم العادية فقد ظهرت في عام (2004) اذ بلغت (19.19)، وبلغ المتوسط السنوي لنسبة الأسهم

العادية (98.35) وعند مقارنة السنوات مع المتوسط السنوي نجد ان سبعة سنوات حققت أعلى من هذا المعدل والبقية أقل من ذلك.

اما على مستوى متوسطات السنوات عينة الدراسة وخلال المدة التي خضعت للتحليل ومن خلال مقارنتها بالمتوسط العالم البالغ (51.59)، اذ وجد ان في عام (2017) هي أكثر السنوات متوسطا اذ بلغت (67.20)، اما في عام (2004) حققت أقل نسبة اذ بلغت (22.41)، وعند مقارنة السنوات بالمتوسط العام نجد ان ثمان سنوات من عينة الدراسة سجلت أعلى من المتوسط العام والبقية سجلت أقل من ذلك.

ونستخلص من الجدول (9) ان الشركات الصناعية عينة الدراسة خلال مدة الدراسة تظهر تفاوت في تمويلها من خلال الأسهم العادية ويعود ذلك الى عدم كفاية الأرباح المحتجزة أولا والقروض ثانيا في تمويل استثماراتها أو الوفاء بمتطلباتها، وعندما ترتفع فان ذلك يعني انخفاض في نسب مشاركة المصادر الأخرى (الأرباح المحتجزة والقروض). اما من حيث مدى تطبيق أفكار نظرية الالتقاط فان الشركات عينة الدراسة التجأت الى الأسهم العادية كمالاذ أخير بعد عدم كفاية الأرباح المحتجزة والقروض ثانياً ولكن بنسب متفاوتة.

من خلال الشكل (10) يمكن توضيح نسبة الأسهم العادية إلى أجمالي المطلوبات للشركات عينة الدراسة خلال المدة 2019-2004 الخاضعة للتحليل.



الشكل (10)

نسبة الأسهم العادية (X4) للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel.19).

## ثانياً: قيمة الشركة:

ويخصص هذا المبحث أيضاً لـ (تحليل قيمة الشركة) وهو المتغير التابع في الدراسة، وقد تم إجراء هذا التحليل بهدف معرفة مدى تأثير قيمة الشركة في هيكل التمويل وفق أفكار نظرية الدراسة من خلال الآتي: قيمة الشركة = سعر الأغلاق في نهاية العام × عدد الأسهم المصدرة. ويمكن عرض هذا التحليل على النحو الآتي: علماً أن الأرقام في الجدول هي بالدينار العراقي.

### 1- سعر الأغلاق

يظهر سعر الاغلاق في التقرير المالي السنوي في سوق العراق للأوراق المالية. والجدول (10) يوضح سعر الاغلاق للشركات الصناعية عينة الدراسة. وكما في ادناه:

#### الجدول (9)

سعر الأغلاق للشركات عينة الدراسة للمدة 2004-2019.

الشركات						السنوات
الدراجات	العصرية	بيبيسي	الالبسة	السجاد	الخيطة	
12.60	1.00	22.85	6.00	7.10	9.00	2004
3.25	90.00	5.00	2.40	4.00	2.50	2005
1.00	90.00	0.95	2.40	3.45	0.90	2006
1.60	90.00	1.20	1.20	3.10	0.90	2007
2.05	71.50	1.20	3.15	3.50	0.80	2008
3.05	69.00	1.26	2.60	4.60	1.10	2009
2.70	55.03	1.10	2.41	4.80	0.74	2010
1.89	60.00	1.54	6.40	5.00	0.74	2011
1.30	60.00	1.49	7.00	4.60	3.57	2012
0.69	77.00	2.94	13.64	4.28	2.80	2013
0.63	60.50	2.26	8.45	4.25	3.50	2014
0.50	77.00	2.50	14.70	5.15	4.14	2015
0.50	70.00	2.50	14.70	5.15	4.14	2016
0.71	60.00	2.68	13.10	8.10	4.90	2017
1.75	60.00	3.59	13.65	7.98	3.99	2018
2.83	100.00	3.29	12.50	8.85	6.50	2019
2.32	68.19	3.52	7.77	5.24	3.14	المتوسط

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية.

أ. شركة الخياطة الحديثة:

يظهر من الجدول (10) أن شركة الخياطة الحديثة عام (2004) سجلت أكبر سعر إغلاق اذ بلغ (9.00)، بينما كان أقل سعر إغلاق للشركة نفسها لعامين هما (2010) و (2011) إذ بلغ (0.74)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (3.14) مع أسعار السنوات الأخرى نجد ان ثمان سنوات كان سعر الأغلاق أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

ب. الشركة العراقية للسجاد والمفروشات:

اظهر الجدول (10) أن الشركة العراقية للسجاد والمفروشات عام (2019) سجلت أعلى سعر إغلاق حيث بلغ (8.85) بينما كان أقل سعر إغلاق للشركة نفسها في عام (2007) اذ بلغ (3.10)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (5.24) مع أسعار السنوات الأخرى نجد ان اثنا عشرة سنة كان فيها سعر الأغلاق أكبر من المتوسط والبقية أقل.

ج. شركة إنتاج الألبسة الجاهزة:

الجدول (10) يبين أن شركة إنتاج الألبسة الجاهزة سجلت في عامي (2015) و (2016) أعلى سعر إغلاق بلغ (14.70)، اما في عام (2007) سجلت أقل سعر إغلاق (1.20)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (7.77) مع أسعار السنوات الأخرى نجد ان سبعة سنوات كان فيها سعر الأغلاق أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

د. شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي):

يشير الجدول (10) أن شركة بغداد للمشروبات الغازية عام (2004) كان سعر الأغلاق اذ سجل (22.85) بينما في عام (2006) سجل أقل سعر إغلاق بلغ (0.95)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (3.52) مع أسعار السنوات الأخرى نجد ان ثلاثة سنوات كان فيها سعر الأغلاق أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

هـ. شركة الصناعات الكيماوية العصرية:

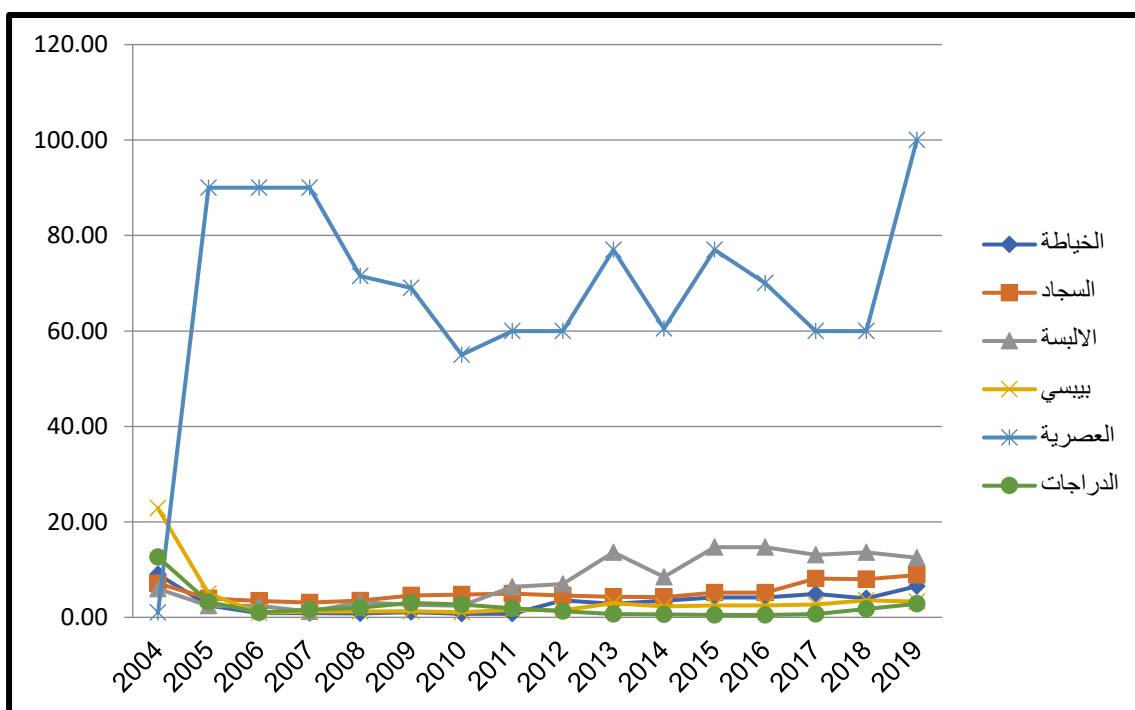
اظهرت النتائج في الجدول (10) أن شركة الصناعات الكيماوية العصرية عام (2019) سجلت اعلى سعر اغلاق حيث بلغ (100.00) بينما كان أقل سعر اغلاق في عام (2004) بلغ (1.00) وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (68.19) مع أسعار السنوات الاخرى نجد ان تسعة سنوات كان فيها سعر الأغلاق أكبر من المتوسط والبقية أقل.

و. الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات:

يوضح الجدول (10) أن الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات عام (2004) سجلت أعلى سعر إغلاق سجل (12.60)، بينما في عامي (2015) و (2016) حققنا أقل سعر اذ وجد (0.50)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (2.32) مع أسعار السنوات الأخرى نجد ان خمسة سنوات كان فيها سعر الأغلاق أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

ونستخلص من الجدول (10) أن سعر الأغلاق ولكافة الشركات في حالة من التغير والتفاوت على مدى سنوات الدراسة وسبب هذا يعود الى قرارات إدارة الشركات عينة الدراسة أو الظروف الداخلية والخارجية للشركات وكذلك الظروف الاقتصادية والسياسية التي يمر بها البلد قد أنعكست على واقع الشركات بشكل أو بآخر على هذه الأسعار خلال السنوات المعتمدة من عام 2004-2019.

ومن خلال الشكل (11) يمكن توضيح سعر الأغلاق للشركات عينة الدراسة خلال المدة (2004-2019) الخاضعة للتحليل.



الشكل (11)

سعر الأغلاق للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel.19).

## 2- عدد الأسهم المصدرة:

يوضح الجدول (11) عدد الأسهم المصدرة للشركات الصناعية عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة الزمنية التي خضعت للتحليل (2004-2019)، وكذلك المتوسط لكل شركة عينة الدراسة. وكما في ادناه:

الجدول (10)

عدد الأسهم المصدرة للشركات عينة الدراسة للمدة 2004-2019.

الشركات						السنوات
الدراجات	العصرية	بيبيسي	الالبسة	السجاد	الخيطة	
4,000,000,000	60,000,000	25,000,000,000	3,600,000	500,000,000	100,000,000	2004
5,000,000,000	60,000,000	60,000,000,000	3,600,000	500,000,000	1,800,000,000	2005
5,000,000,000	60,000,000	60,000,000,000	508,049,617	500,000,000	1,800,000,000	2006
5,000,000,000	60,000,000	60,000,000,000	508,049,617	500,000,000	1,800,000,000	2007
5,000,000,000	60,000,000	105,000,000,000	508,049,617	500,000,000	1,800,000,000	2008
5,000,000,000	60,000,000	105,000,000,000	720,000,000	500,000,000	1,800,000,000	2009
5,000,000,000	75,000,000	125,000,000,000	955,999,440	500,000,000	900,000,000	2010
5,000,000,000	75,000,000	125,000,000,000	1,350,005,049	500,000,000	900,000,000	2011
5,000,000,000	90,000,000	133,000,000,000	1,500,000,000	500,000,000	900,000,000	2012
5,000,000,000	135,000,000	133,000,000,000	1,593,300,000	500,000,000	900,000,000	2013
5,000,000,000	180,000,000	133,000,000,000	1,593,300,000	500,000,000	900,000,000	2014
5,000,000,000	180,000,000	133,000,000,000	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2015
5,000,000,000	180,000,000	133,000,000,000	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2016
5,000,000,000	180,000,000	177,333,333,333	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2017
5,000,000,000	180,000,000	177,333,333,333	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2018
5,000,000,000	180,000,000	177,333,333,333	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2019
4,937,500,000	113,437,500	116,375,000,000	1,075,653,334	500,000,000	1,162,500,000	المتوسط

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية.

### أ. شركة الخيطة الحديثة:

يظهر الجدول (11) ان شركة الخيطة الحديثة خلال الأعوام (2005)، (2006)، (2007)، (2008)، (2009)، سجلت اعلى عدد أسهم بلغ (1,800,000,000)، بينما كان أقل عدد أسهم بلغ (100,000,000)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي سجل (1,162,500,000) مع اعداد الأسهم للسنوات الأخرى نجد ان خمسة سنوات كان فيها عدد الأسهم أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

ب. الشركة العراقية للسجاد والمفروشات:

اظهر الجدول (11) ان الشركة العراقية للسجاد والمفروشات كان لديها ثبات نسبي على مدى سنوات الدراسة المعتمدة اذ سجل عدد الأسهم (500.000.000).

ج. شركة إنتاج الألبسة الجاهزة:

الجدول (11) يبين أن شركة إنتاج الألبسة الجاهزة خلال الأعوام التالية (2013)، (2014)، (2015)، (2016)، (2017)، (2018)، (2019)، حققت أعلى نسبة من عدد الأسهم اذ بلغت (1,593,300,000) بينما كان أقل عدد من الأسهم بلغ (3,600,000) في عامي (2004)، (2005)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (1,075,653,334) مع اعداد الأسهم للسنوات الأخرى نجد ان تسعة سنوات كان فيها عدد الأسهم أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

د. شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي):

يشير الجدول (11) أن شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي) في الأعوام (2017)، (2018)، (2019) سجلت أعلى عدد من الأسهم اذ بلغ (177,333,333,333)، بينما في (2004) كان أقل عدد من الأسهم قد بلغ (25,000,000,000)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (116,375,000,000) مع السنوات الأخرى نجد ان عشرة سنوات كان فيها عدد الأسهم أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

هـ. شركة الصناعات الكيماوية العصرية:

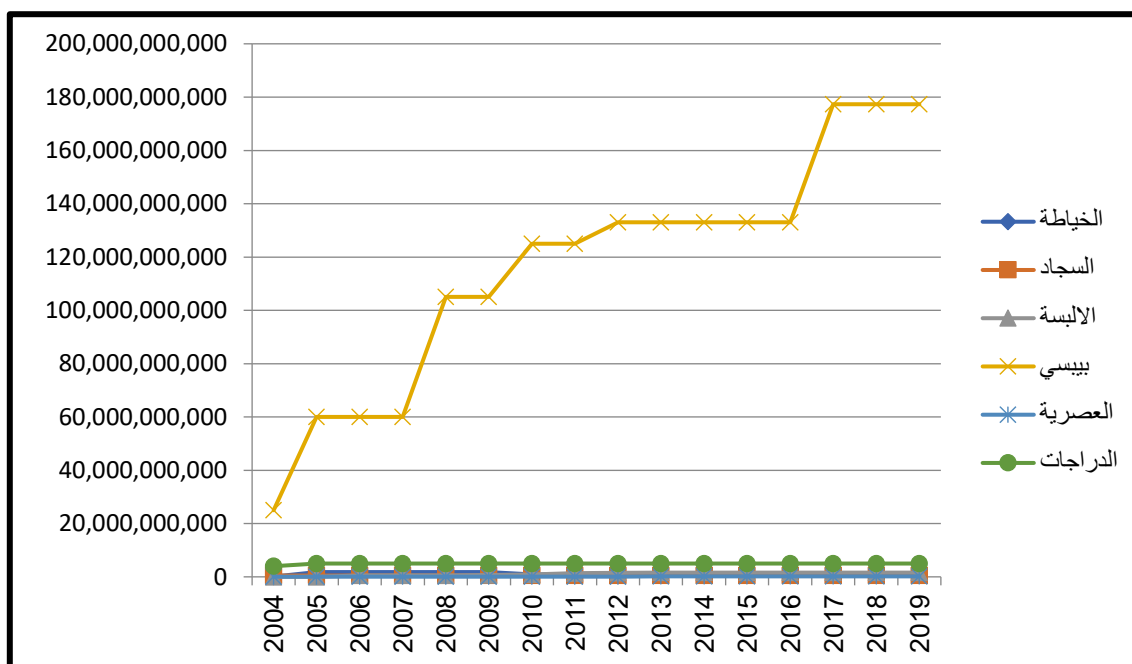
اظهر الجدول (11) أن شركة الصناعات الكيماوية العصرية في الأعوام (2014)، (2015)، (2016)، (2017)، (2018)، (2019)، سجلت أعلى عدد من الأسهم اذ بلغ (180,000,000)، بينما في (2004)، (2005)، (2006)، (2007)، (2008)، (2009)، كان أقل عدد من الأسهم قد بلغ (60,000,000)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (113,437,500) مع السنوات الأخرى نجد ان عشرة سنوات كان فيها عدد الأسهم أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

و. الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات:

يوضح الجدول (11) أن الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات كان لديها ثبات نسبي في المدة الدراسية المعتمدة بلغ (5,000,000,000) ما عدى سنة (2004) فقد سجلت عدد أسهم أقل (4,000,000,000) وكان المتوسط السنوي لأعداد الأسهم بلغ (4,937,500,000).

ونستخلص من الجدول رقم (11) ان اعداد الأسهم ولكافة الشركات في حالة من التغير المستمر على مدى السنوات التي خضعت للتحليل وان أسباب هذا التغير والتفاوت هو بسبب عدة قرارات اتخذتها إدارة الشركات استنادا الى الظروف التي واكبها وعاشها البلد خلال مدة الدراسة من تقلبات اقتصادية وسياسية وحروب وغيرها مما جعل إدارة الشركات تتعامل معها من خلال اصدار الأسهم.

ومن خلال الشكل (12) يمكن توضيح عدد الأسهم المصدرة للشركات عينة الدراسة خلال المدة (2019-2004) الخاضعة للتحليل.



الشكل (12)

عدد الأسهم المصدرة للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel.19).

### 3- تحليل قيمة الشركة (Y)

يظهر من الجدول (12) نتائج تحليل قيمة الشركة (Y) للشركات الصناعية خلال المدة الزمنية التي خضعت للتحليل، وكذلك المتوسط لكل شركة عينة الدراسة. وتم تحليل قيمة الشركة من خلال ضرب سعر الاغلاق في نهاية العام للشركات الصناعية عينة الدراسة في عدد الأسهم المصدرة. علماً ان الارقام في الجدول هي بالدينار العراقي. وكما في دناه:



الجدول (11)

قيمة الشركة (y) للشركات عينة الدراسة للمدة 2004-2019.

الشركات						السنوات
الدرجات	العصرية	بيبيسي	الالبسة	السجاد	الخيطة	
50,400,000,000	60,000,000	571,250,000,000	21,600,000	3,550,000,000	900,000,000	2004
16,250,000,000	5,400,000,000	300,000,000,000	8,640,000	2,000,000,000	4,500,000,000	2005
5,000,000,000	5,400,000,000	57,000,000,000	1,219,319,081	1,725,000,000	1,620,000,000	2006
8,000,000,000	5,400,000,000	72,000,000,000	609,659,540	1,550,000,000	1,620,000,000	2007
10,250,000,000	4,290,000,000	126,000,000,000	1,600,356,294	1,750,000,000	1,440,000,000	2008
15,250,000,000	4,140,000,000	132,300,000,000	1,872,000,000	2,300,000,000	1,980,000,000	2009
13,500,000,000	4,127,250,000	137,500,000,000	2,303,958,650	2,400,000,000	666,000,000	2010
9,450,000,000	4,500,000,000	192,500,000,000	8,640,032,314	2,500,000,000	666,000,000	2011
6,500,000,000	5,400,000,000	198,170,000,000	10,500,000,000	2,300,000,000	3,213,000,000	2012
3,450,000,000	10,395,000,000	391,020,000,000	21,732,612,000	2,140,000,000	2,520,000,000	2013
3,150,000,000	10,890,000,000	300,580,000,000	13,463,385,000	2,125,000,000	3,150,000,000	2014
2,500,000,000	13,860,000,000	332,500,000,000	23,421,510,000	2,575,000,000	4,140,000,000	2015
2,500,000,000	12,600,000,000	332,500,000,000	23,421,510,000	2,575,000,000	4,140,000,000	2016
3,550,000,000	10,800,000,000	475,253,333,332	20,872,230,000	4,050,000,000	4,900,000,000	2017
8,750,000,000	10,800,000,000	636,626,666,665	21,748,545,000	3,990,000,000	3,990,000,000	2018
14,150,000,000	18,000,000,000	583,426,666,666	19,916,250,000	4,425,000,000	6,500,000,000	2019
10,790,625,000	7,878,890,625	302,414,166,666	10,709,475,492	2,622,187,500	2,871,562,500	المتوسط

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية.

أ. شركة الخيطة الحديثة:

يظهر الجدول (12) أن شركة الخيطة الحديثة سجلت أكبر قيمة في عام (2019) إذ بلغت (6,500,000,000)، بينما أقل قيمة كانت في عامي (2010) و(2011) إذ بلغ (666,000,000)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (2,871,562,500) مع قيمة السنوات الأخرى نجد ان ثمان سنوات كانت فيها قيمة الشركة أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

ب. الشركة العراقية للسجاد والمفروشات:

أظهر الجدول (12) أن الشركة العراقية للسجاد والمفروشات سجلت أكبر قيمة في عام (2019) إذ بلغت (4,425,000,000)، بينما كانت أقل قيمة في عام (2007) إذ بلغ (1,550,000,000)، وعند

مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (2,622,187,500) مع قيمة السنوات الأخرى نجد ان اربعة سنوات كانت فيها قيمة الشركة أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

#### ج. شركة إنتاج الألبسة الجاهزة:

الجدول (12) يبين أن شركة انتاج الألبسة الجاهزة سجلت أكبر قيمة في عامي (2015) و (2016) وبلغت (23,421,510,000)، بينما كانت أقل مقدار سجل (8,640,000) في عام (2005)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (10,709,475,492) مع قيمة السنوات الأخرى نجد ان سبع سنوات كانت فيها قيمة الشركة أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

#### د. شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي):

يوضح الجدول (12) أن شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي) سجلت أكبر قيمة في عام (2018) اذ بلغت (636,626,666,665)، بينما أقل قيمة في عام (2006) اذ بلغ (57,000,000,000)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (302,414,166,666) مع قيمة السنوات الأخرى نجد ان سبع سنوات كانت فيها قيمة الشركة أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

#### ه. شركة الصناعات الكيماوية العصرية:

يشير الجدول (12) أن شركة الصناعات الكيماوية العصرية سجلت أكبر قيمة في عام (2019) اذ بلغت (18,000,000,000)، بينما كان أقل قيمة في عام (2004) اذ بلغ (60,000,000)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (7,878,890,625) مع قيمة السنوات الأخرى نجد ان سبعة سنوات كانت فيها قيمة الشركة أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

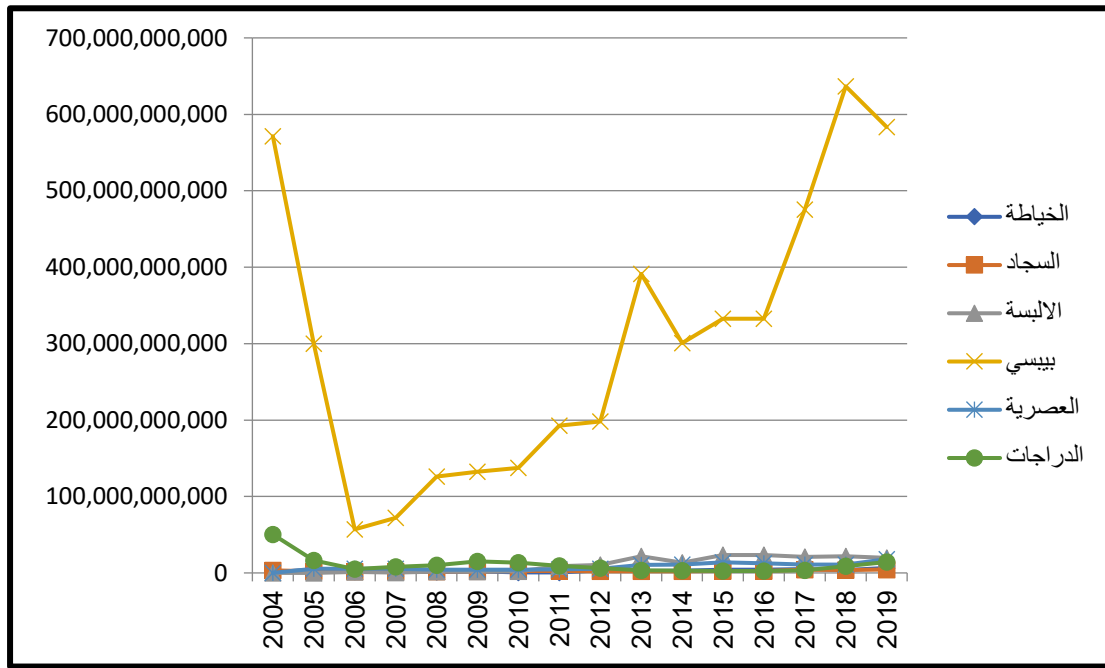
#### و. الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات:

اظهرت النتائج في الجدول (12) أن الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات سجلت أكبر قيمة في عام (2004) وبلغت (50,400,000,000)، بينما كانت أقل مقدار سجل (2,500,000,000) في عامي (2015) و(2016)، وعند مقارنة المتوسط السنوي الذي بلغ (10,790,625,000) مع قيمة السنوات الأخرى نجد ان ست سنوات كانت فيها قيمة الشركة أكبر من المتوسط والبقية أقل من ذلك.

ونستخلص من الجدول (12) أن قيمة الشركة للشركات الصناعية عينة الدراسة وللمدة (2004-2019) نجد كلما ارتفعت قيمة الشركة دل ذلك على اقبال المستثمرين على الاستثمار في أسهم الشركات، اما إذا ما انخفضت دل ذلك على انخفاض قيمتها السوقية. وبين الجدول (12) المتوسطات الحسابية لشركات القطاع الصناعي عينة الدراسة تفوق شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي) على الشركات

الأخرى، وهذا يدل على الأقبال الكبير للمستثمرين على شراء أسهم الشركة مما انعكس على ارتفاع قيمة أسهمها، بينما كانت الشركة العراقية للسجاد والمفروشات أقل الشركات من حيث قيمتها وهذا يدل على ضعف إدارة الشركة في مجال الاستثمار والتمويل وهذا بدوره يؤدي لنا رفض الفرضية الثانية لا تعاني الشركات من انخفاض في قيمة الشركة.

ومن خلال الشكل (13) يمكن توضيح قيمة الشركة (Y) للشركات عينة الدراسة خلال المدة (2004-2019) الخاضعة للتحليل.



الشكل (13)

قيمة الشركة (Y) للشركات عينة الدراسة للمدة 2019-2004.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel.19).

## المبحث الثاني اختبار الفرضيات

### توطئة:

يهدف هذا المبحث إلى اختبار ومناقشة فرضيات الارتباط والتأثير بين مؤشرات المتغير المستقل والمتمثل في هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط (X) في مؤشر المتغير التابع والمتمثل في قيمة الشركة (Y)، بأختبار الفرضيات المنبثقة عن الدراسة على وفق الأنحدار النصف لوغاريتمي (ذلك من خلال أخذ لوغاريتم قيم قيمة الشركة وذلك لمعالجة التفاوت القيمي)، من خلال الاعتماد على معامل الارتباط الخطي البسيط (pearson) وتحليل الأنحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression) والأنحدار المتعدد (Multiple Linear regression). وأختبار (t) لتحديد معنوية معامل الأنحدار، واختبار (F)، واستخدام معامل التحديد (R2) لتفسير مقدار تأثير المتغير المستقل للتغيرات التي تطرأ على المتغير المعتمد. ومن خلال ما تقدم سيتم اختبار الفرضيات بالشكل الآتي:

أولاً: اختبار الفرضية الثالثة عن طريق معامل الارتباط البسيط للشركات عينة الدراسة عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (12):

جدول (12)

مصفوفة علاقة الارتباط بين نسبة الأرباح المحتجزة وقيمة الشركة لعينة الدراسة.

قيمة الشركة (y)						المتغير التابع المتغير المستقل	
الدراجات	العصرية	بيبيسي	الألبسة	السجاد	الخيطة	هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط (x)	
.227	-.394	.697**	-.224	.900**	.432	R	X1
5.619	3.803	4.125	2.819	11.374	3.718	T	
.000	.002	.001	.013	.000	.002	Sig.	

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية.

يظهر الجدول (12) ما يأتي:

**1- شركة الخياطة الحديثة:** يظهر الجدول (12) وجود علاقة ارتباط طردي لمؤشر نسبة الأرباح المحتجزة في قيمة شركة الخياطة الحديثة، وبلغت قيمة معامل الارتباط (0.432). عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (3.718) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.002). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**2- الشركة العراقية للسجاد والمفروشات:** من خلال النظر في الجدول (12) وجود علاقة ارتباط طردي معنوي وقوي لمؤشر نسبة الأرباح المحتجزة في قيمة الشركة العراقية للسجاد والمفروشات، وبلغت قيمة معامل الارتباط (\*\*0.900). عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (11.374) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**3- شركة إنتاج الألبسة الجاهزة:** أظهر الجدول (12) علاقة ارتباط عكسي لمؤشر نسبة الأرباح المحتجزة في قيمة شركة إنتاج الألبسة الحديثة، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.224). عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (2.819) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.013). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**4- شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي):** يشير الجدول (12) علاقة ارتباط طردي قوي لمؤشر نسبة الأرباح المحتجزة في قيمة شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي)، وبلغت قيمة معامل الارتباط (\*\*0.697). عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (4.125) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. بلغت (0.001). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**5- شركة الصناعات الكيماوية العصرية:** وجد في جدول (12) ان هناك علاقة ارتباط عكسي لمؤشر نسبة الأرباح المحتجزة في قيمة شركة الصناعات الكيماوية العصرية، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.394). عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (3.803) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.002). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

6- الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات: نلاحظ في الجدول (12) علاقة ارتباط طردي لمؤشر نسبة الأرباح المحتجزة في قيمة الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات، وبلغت قيمة معامل الارتباط (0.206). عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (5.619) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

ثانياً: اختبار الفرضية الرابعة عن طريق معامل الارتباط البسيط للشركات عينة الدراسة عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (13):

جدول (13)

مصفوفة علاقة الارتباط بين نسبة القروض وقيمة الشركة لعينة الدراسة.

قيمة الشركة (y)						المتغير التابع المتغير المستقل	
الدراجات	العصرية	بيبيسي	الألبسة	السجاد	الخيطة	هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط (x)	
-0.096	.022	-.512*	.392	-.865**	-.460	R	X2
5.140	3.240	3.249	8.725	13.251	9.838	T	
.000	.005	.005	.000	.000	.000	Sig. (2tailed)	

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية.

يظهر الجدول (13) ما يأتي:

1- شركة الخياطة الحديثة: يشير الجدول (13) وجود علاقة ارتباط عكسي لمؤشر نسبة القروض وما في حكمها في قيمة شركة الخياطة الحديثة، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.460) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (9.838) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

2- الشركة العراقية للسجاد والمفروشات: يظهر الجدول (13) وجود علاقة ارتباط عكسي قوي لمؤشر نسبة القروض وما في حكمها وقيمة الشركة العراقية للسجاد والمفروشات، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.865\*\*) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي

بلغ (13.251) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753)، وقيمة sig. اذ بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**3- شركة إنتاج الألبسة الجاهزة:** اظهر الجدول (13) وجود علاقة ارتباط طردي لمؤشر نسبة القروض وما في حكمها وقيمة شركة انتاج الالبسة الجاهزة، وبلغت قيمة معامل الارتباط (0.392) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو غير دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (1.592) كان أقل من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.134) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج يتم قبول فرضية العدم.

**4- شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي):** نلاحظ في الجدول (13) وجود علاقة ارتباط عكسي معنوي لمؤشر نسبة القروض وما في حكمها وقيمة شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي)، وبلغت قيمة معامل الارتباط ( $-0.512^*$ ) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (3.249) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753)، وقيمة sig. اذ بلغت (0.005) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**5- شركة الصناعات الكيماوية العصرية:** الجدول (13) يبين ان هناك علاقة ارتباط طردي لمؤشر نسبة القروض وما في حكمها وقيمة شركة الصناعات الكيماوية العصرية، وبلغت قيمة معامل الارتباط (0.022) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (3.240) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.005) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**6- الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات:** من خلال الجدول (13) نرى وجود علاقة ارتباط عكسي لمؤشر نسبة القروض وما في حكمها وقيمة الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.096) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (5.140) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

ثالثاً: اختبار الفرضية الخامسة عن طريق معامل الارتباط البسيط للشركات عينة الدراسة عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (14):

جدول (14)

مصفوفة علاقة الارتباط بين نسبة الأسهم العادية إلى أجمالي المطلوبات وقيمة الشركة لعينة الدراسة.

قيمة الشركة (y)						المتغير التابع المتغير المستقل	
الدراجات	العصرية	بيبيسي	الألبسة	السجاد	الخيطة	هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط (x)	
-0.448	-0.556*	-0.384	0.655**	-0.158	-0.214	r	X3
5.406	4.858	18.789	7.207	17.605	9.380	T	
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	Sig. (2tailed)	

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية.

والجدول (14) يظهر ما يأتي:

**1- شركة الخيطة الحديثة:** يظهر الجدول (14) وجود علاقة ارتباط عكسي لمؤشر نسبة الأسهم العادية وقيمة شركة الخيطة الحديثة، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.214) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (9.380) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**2- الشركة العراقية للسجاد والمفروشات:** يبين الجدول (14) وجود علاقة ارتباط عكسي لمؤشر نسبة الأسهم العادية وقيمة الشركة العراقية للسجاد والمفروشات، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.158) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (17.605) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**3- شركة إنتاج الألبسة الجاهزة:** يشير جدول (14) علاقة ارتباط طردي قوي لمؤشر نسبة الأسهم العادية وقيمة شركة إنتاج الألبسة الجاهزة، وبلغت قيمة معامل الارتباط (0.655\*) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (7.207) كان أكبر من T الجدولية



البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000)، وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**4- شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي):** يظهر الجدول (14) ارتباط عكسي لمؤشر نسبة الأسهم العادية وقيمة شركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي)، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.384) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (18.789) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**5- شركة الصناعات الكيماوية العصرية:** يوضح الجدول (14) وجود علاقة ارتباط عكسي معنوي لمؤشر نسبة الأسهم العادية وقيمة شركة الصناعات الكيماوية العصرية، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.556\*) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (4.858) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

**6- الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات:** اظهر جدول (14) علاقة ارتباط عكسي لمؤشر نسبة الأسهم العادية وقيمة الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات، وبلغت قيمة معامل الارتباط (-0.384) عند مستوى معنوية (0.05)، وهو دال إحصائياً على وفق اختبار T المحسوبة الذي بلغ (5.406) كان أكبر من T الجدولية البالغة (1.753) وقيمة sig. اذ بلغت (0.000). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). وفي ضوء هذه النتائج نرفض فرضية العدم.

رابعاً: أختبار فرضيات الأنداد البسيط (الفرضية السادسة والسابعة والثامنة) لشركة الخياطة الحديثة عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (15):

جدول (15)

تحليل فرضيات الأنداد البسيط لشركة الخياطة الحديثة.

معامل التحديد $R^2$	مستوى المعنوية Sig.	قيمة f المحسوبة	مستوى المعنوية Sig.	قيمة t المحسوبة	قيمة الشركة (y)		المتغير التابع / المتغير المستقل
					$\beta$	$\alpha$	
.187	.044	9.569	.000	3.718	.010	9.241	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
.211	.714	.706	.000	9.838	-.020	9.721	نسبة القروض (X2)
.046	.022	15.918	.000	9.380	-.002	9.524	نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الألكترونية.

اذ يتضح من الجدول (15) ما يلي: -

1. الفرضية السادسة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأرباح المحتجزة (X1) في قيمة الشركة (Y). يظهر من خلال معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الأول تأثير إيجابياً لنسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي المطلوبات قد بلغ (0.010). في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (3.718) وقيمة (sig) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (9.569) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (0.044) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد ( $R^2$ ) البالغ (0.187) يتضح ان نسبة الأرباح المحتجزة يفسر ما نسبته (18.7%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد رفض الفرضية الثامنة.

2. الفرضية السابعة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة القروض (X2) في قيمة الشركة (Y). أظهر معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثاني تأثير عكسياً لنسبة القروض وما في حكمها إلى إجمالي المطلوبات اذ بلغ (-0.020) في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (9.838) وقيمة (sig) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية

المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (0.706). وهي أقل من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (0.714). وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (0.211). يتضح ان نسبة القروض يفسر ما نسبته (18.7%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية التاسعة.

3. الفرضية الثامنة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأسهم العادية (X3) في قيمة الشركة (Y). بين معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثالث تأثير عكسياً لنسبة الأسهم العادية إلى أجمالي المطلوبات اذ بلغ (-0.002) في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (9.380) وقيمة (sig) بلغت (0.000). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (15.918) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (0.022). وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (0.046). يتضح ان نسبة الأسهم العادية يفسر ما نسبته (4.6%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد رفض الفرضية العاشرة.

خامساً: اختبار فرضيات معامل الأنحدار البسيط (الفرضية السادسة والسابعة والثامنة) لشركة العراقية للسجاد والمفروشات عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSSV.26)، وكما مبين في الجدول (16):

جدول (16)

تحليل فرضيات الأنحدار البسيط للشركة العراقية للسجاد والمفروشات.

معامل التحديد R <sup>2</sup>	مستوى المعنوية Sig.	قيمة f المحسوبة	مستوى المعنوية Sig.	قيمة t المحسوبة	قيمة الشركة (y)		المتغير التابع
					$\beta$	$\alpha$	المتغير المستقل
.809	0.05	20.800	.000	11.374	.017	9.043	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
.748	.010	14.722	.000	13.251	-.013	9.794	نسبة القروض (X2)
.025	.002	31.001	.000	17.605	-.005	9.494	نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من الجدول (16) ما يلي: -

1. الفرضية السادسة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأرباح المحتجزة (X2) في قيمة الشركة (Y). يظهر من خلال معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الأول تأثير ايجابياً لنسبة الأرباح المحتجزة إلى أجمالي المطلوبات قد بلغت (0.017). في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (11.374) وقيمة (sig) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (20.800) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو دال إحصائياً، وقد بلغت sig (0.005) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (0.809) يتضح ان نسبة الأرباح المحتجزة يفسر ما نسبته (80.9%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد رفض الفرضية الثامنة.

2. الفرضية السابعة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة القروض (X3) في قيمة الشركة (Y). أظهر معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثاني تأثير عكسي لنسبة القروض اذ بلغ (-0.013) في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (13.251) وقيمة (sig) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (14.722) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو دال إحصائياً، وقد بلغت sig (0.010) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (0.748) يتضح ان نسبة القروض يفسر ما نسبته (74.8%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد رفض الفرضية التاسعة.

3. الفرضية الثامنة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأسهم العادية (X4) في قيمة الشركة (Y). بين معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثالث تأثير عكسياً لنسبة الأسهم العادية إلى أجمالي المطلوبات اذ بلغ (-0.005) في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (17.605) وقيمة (sig) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (31.001) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو دال إحصائياً، وقد بلغت sig (0.002) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (0.025) يتضح ان نسبة الأسهم العادية يفسر ما نسبته (2.5%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد رفض الفرضية العاشرة.

سادساً: اختبار فرضيات معامل الانحدار البسيط (الفرضية السادسة والسابعة والثامنة) لشركة إنتاج الألبسة الجاهزة عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (17):

جدول (17)

تحليل فرضيات الانحدار البسيط لشركة إنتاج الألبسة الجاهزة.

معامل التحديد R <sup>2</sup>	مستوى المعنوية Sig.	قيمة f المحسوبة	مستوى المعنوية Sig.	قيمة t المحسوبة	قيمة الشركة (y)		المتغير التابع
					β	α	المتغير المستقل
.050	.003	288.139	.013	2.819	-.017	9.676	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
.153	.199	4.438	.000	8.725	.019	8.731	نسبة القروض (X2)
.430	.095	9.939	.000	7.207	.029	8.243	نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الألكترونية.

اذ يتضح من الجدول (17) ما يلي: -

1. الفرضية السادسة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأرباح المحتجزة (X2) في قيمة الشركة (Y). يظهر من خلال معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الأول تأثير عكسياً لنسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي المطلوبات قد بلغت (-.017) في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (2.819) وقيمة (sig) بلغت (0.013) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (288.139) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (0.003) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R<sup>2</sup>) البالغ (0.050) يتضح ان نسبة الأرباح المحتجزة يفسر ما نسبته (5%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلة في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد رفض الفرضية الثامنة.

2. الفرضية السابعة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة القروض (X3) في قيمة الشركة (Y). أظهر معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الثاني تأثير ايجابياً لنسبة القروض وما في حكمها إلى إجمالي المطلوبات اذ بلغ (0.019) في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (8.725) وقيمة (sig) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية

المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (4.438) وهي أقل من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (.199) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (.153) يتضح ان نسبة القروض يفسر ما نسبته (15.3%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية التاسعة.

3. الفرضية الثامنة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأسهم العادية (X4) في قيمة الشركة (Y). بين معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثالث تأثير ايجابياً لنسبة الأسهم العادية إلى إجمالي المطلوبات اذ بلغ (.029) في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (7.207) وقيمة (sig) بلغت (.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (9.939) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (.095) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (.430) يتضح ان نسبة الأسهم العادية يفسر ما نسبته (43%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية العاشرة.

سابعاً: اختبار فرضيات معامل الأنحدار البسيط (الفرضية السادسة والسابعة والثامنة) لشركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي) عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (18):

جدول (18)

تحليل فرضيات الأنحدار البسيط لشركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي).

معامل التحديد R <sup>2</sup>	مستوى المعنوية Sig.	قيمة f المحسوبة	مستوى المعنوية Sig.	قيمة t المحسوبة	قيمة الشركة (y)		المتغير التابع
					$\beta$	$\alpha$	المتغير المستقل
.486	.257	3.283	.001	4.125	.028	11.155	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
.262	.667	.834	.005	3.249	-.015	11.518	نسبة القروض (X2)
.147	.076	12.624	.000	18.789	-.009	11.963	نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من الجدول (18) ما يلي: -

1. الفرضية السادسة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأرباح المحتجزة (X2) في قيمة الشركة (Y). يظهر من خلال معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الأول تأثير ايجابياً لنسبة الأرباح المحتجزة إلى أجمالي المطلوبات قد بلغت (0.028). في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (4.125) وقيمة (sig) بلغت (0.001) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (3.283) وهي أقل من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig (0.257). وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (0.486). يتضح ان نسبة الأرباح المحتجزة يفسر ما نسبته (49%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية السادسة.

2. الفرضية السابعة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة القروض (X3) في قيمة الشركة (Y). أظهر معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثاني تأثير عكسياً لنسبة القروض وما في حكمها إلى أجمالي المطلوبات اذ بلغ (-0.015) في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (3.249) وقيمة (sig) بلغت (0.005) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (0.834) وهي أقل من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig (0.667). وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (0.262). يتضح ان نسبة القروض يفسر ما نسبته (26%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية السابعة.

3. الفرضية الثامنة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأسهم العادية (X4) في قيمة الشركة (Y). بين معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثالث تأثير عكسياً لنسبة الأسهم العادية إلى أجمالي المطلوبات اذ بلغ (-0.009) في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (18.789) وقيمة (sig) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (12.624) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig (0.142). وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (0.147). يتضح ان نسبة الأسهم العادية يفسر ما نسبته (15%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية الثامنة.

ثامناً: أختبار الفرضيات الفرعية عن طريق معامل الانحدار البسيط (الفرضية السادسة والسابعة والثامنة) لشركة الصناعات الكيماوية العصرية عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (19):

جدول (19)

تحليل فرضيات الانحدار البسيط لشركة الصناعات الكيماوية العصرية.

معامل التحديد R <sup>2</sup>	مستوى المعنوية Sig.	قيمة f المحسوبة	مستوى المعنوية Sig.	قيمة t المحسوبة	قيمة الشركة (y)		المتغير التابع
					β	α	المتغير المستقل
.156	.572	.927	.002	3.803	-.022	9.952	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
.001	.747	.636	.005	3.240	.001	9.730	نسبة القروض (X2)
.309	.475	1.128	.000	4.858	-.047	1.121	نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من الجدول (19) ما يلي: -

1. الفرضية السادسة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأرباح المحتجزة (X2) في قيمة الشركة (Y). يظهر من خلال معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الأول تأثير عكسياً لنسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي المطلوبات قد بلغت (-1.606) وقيمة (sig) بلغت (.131) وهي أكبر من حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (-1.606) وقيمة (sig) بلغت (.131) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (2.579) وهي أقل من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig (.131) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (.156). يتضح ان نسبة الأرباح المحتجزة يفسر ما نسبته (16%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية السادسة.

2. الفرضية السابعة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة القروض (X3) في قيمة الشركة (Y). أظهر معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الثاني تأثير إيجابياً لنسبة القروض وما في حكمها إلى إجمالي المطلوبات اذ بلغ (.001) في قيمة الشركة وهو غير معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (.084) وقيمة (sig) بلغت (.934) وهي أكبر من مستوى المعنوية



المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (007.) وهي أقل من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (.934) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (0.001) يتضح ان نسبة القروض يفسر ما نسبته (0%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية السابعة.

3. الفرضية الثامنة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأسهم العادية (X4) في قيمة الشركة (Y). بين معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثالث تأثير عكسياً لنسبة الأسهم العادية إلى أجمالي المطلوبات اذ بلغ (-047.) في قيمة الشركة وهو غير معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (-2.503) وقيمة (sig) بلغت (025.) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (6.266) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (.076) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد (R2) البالغ (309.) يتضح ان نسبة الأسهم العادية يفسر ما نسبته (31%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية الثامنة.

تاسعاً: اختبار الفرضيات الفرعية عن طريق معامل الأنحدار البسيط ((الفرضية السادسة والسابعة والثامنة) للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (20):

جدول (20)

تحليل فرضيات الأنحدار البسيط لشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات.

معامل التحديد R <sup>2</sup>	مستوى المعنوية Sig.	قيمة f المحسوبة	مستوى المعنوية Sig.	قيمة t المحسوبة	قيمة الشركة (y)		المتغير التابع المتغير المستقل
					$\beta$	$\alpha$	
.052	.168	21.342	.000	5.619	.028	9.768	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
.009	.313	5.893	.000	5.140	-.001	9.925	نسبة القروض (X2)
.201	.267	8.243	.000	5.406	-.002	1.097	نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من الجدول (20) ما يلي: -

1. الفرضية السادسة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأرباح المحتجزة (X2) في قيمة الشركة (Y). يظهر من خلال معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الأول تأثير إيجابياً لنسبة الأرباح المحتجزة إلى أجمالي المطلوبات قد بلغت (0.028). في قيمة الشركة وهو معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (5.619) وقيمة (sig) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (21.342) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (0.168). وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد ( $R^2$ ) البالغ (0.052). يتضح ان نسبة الأرباح المحتجزة يفسر ما نسبته (5.2%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية السادسة.

2. الفرضية السابعة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة القروض (X3) في قيمة الشركة (Y). أظهر معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثاني تأثير عكسياً لنسبة القروض وما في حكمها إلى أجمالي المطلوبات اذ بلغ (-0.001) في قيمة الشركة وهو غير معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (5.140) وقيمة (sig) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة التي بلغت (5.893) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54) وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (0.313). وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). ومن خلال معامل التحديد ( $R^2$ ) البالغ (0.009). يتضح ان نسبة القروض يفسر ما نسبته (0.9%) اما النسبة المتبقية فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج، وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية السابعة.

3. الفرضية الثامنة: عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأسهم العادية (X4) في قيمة الشركة (Y). بين معامل الميل الحدي ( $\beta$ ) للمؤشر الثالث تأثير عكسياً لنسبة الأسهم العادية إلى أجمالي المطلوبات اذ بلغ (-0.002) في قيمة الشركة وهو غير معنوي حسب قيمة (T) المحسوبة اذ بلغت (5.406) وقيمة (sig.) بلغت (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، وبلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة الذي بلغ (8.243) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54)، وهو غير دال إحصائياً، وقد بلغت sig. (0.267). وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05) ومن خلال معامل التحديد ( $R^2$ ) البالغ (0.201). يتضح ان نسبة الأسهم العادية يفسر ما نسبته (20%) وفقاً لما سبق هذا يؤكد قبول الفرضية الثامنة.

عاشراً: اختبار الفرضية التاسعة:

1- عدم وجود تأثير متعدد ذو دلالة إحصائية لمؤشرات هيكل التمويل (X) في قيمة الشركة (Y) بإطار نظرية الانتقال. لشركة الخياطة الحديثة عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (21) ادناه:

جدول (21)

تحليل الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة لشركة الخياطة الحديثة.

قيمة الشركة (Y)							المتغير التابع
R <sup>2</sup>	Sig.	F المحسوبة	Sig.	قيمة T	β	α	المتغير المستقل
.546	.050	4.652	.949	-.065	-.001	17.485	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
			.034	-2.422	-.098		نسبة القروض (X2)
			.986	-.019	-7.336E-5		نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من الجدول (21) ما يلي: -

أ. يتضح من خلال معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الأول (X1) اذ بلغ (-.001) وقيمة (t) المحسوبة (-.065) ومستوى معنويتها (.949)، اما المؤشر الثاني (X2) اذ بلغ (-.098) وقيمة (t) المحسوبة (-2.422) ومستوى معنويتها (.034)، والمؤشر الثالث (X3) اذ بلغ (-7.336E-5) وقيمة (t) المحسوبة (-.019) ومستوى معنويتها (.986)، وهذا يعني ان القوة التفسيرية للمؤشرات الثلاث في قيمة الشركة قد تباينت على مستوى الفرضية مما انعكس في قيمة الشركة وفق معادلة نموذج الانحدار المتعدد فتمثلت بالآتي:

$$Y = .001X1 - .098X2 - 7.336E-5X3$$

ب. ومن خلال معامل التحديد (R<sup>2</sup>) البالغ (.546) يتضح ان المؤشرات الثلاثة تفسر ما نسبته (55%) اما بقية النسبة فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج.

ج. اما بخصوص علاقة التأثير بين الثلاث مؤشرات وقيمة الشركة، اذ يوجد تأثير دال إحصائياً وفق اختبار (F) المحسوبة التي تبلغ (4.652) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54)، وقد بلغت sig. (.050) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05) مما يعني رفض فرضية العدم.

2- اختبار فرضية الأنحدار المتعدد: عدم وجود تأثير متعدد ذو دلالة إحصائية لمؤشرات هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط (X) في قيمة الشركة (Y). للشركة العراقية للسجاد والمفروشات عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (22) ادناه:

جدول (22)

تحليل الأنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات.

قيمة الشركة (Y)							المتغير التابع
R <sup>2</sup>	Sig.	F المحسوبة	Sig.	قيمة T	β	α	المتغير المستقل
.893	.000	33.543	.006	3.347	.012	9.304	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
			.041	-2.291	-.006		نسبة القروض (X2)
			.694	.403	.002		نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من الجدول (22) ما يلي: -

أ. يتبين من خلال معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الأول (X1) (0.012) وقيمة (t) المحسوبة (3.347) ومستوى معنويتها (0.006)، اما المؤشر الثاني (X2) اذ بلغ (-0.006) وقيمة (t) المحسوبة (-2.291) ومستوى معنويتها (0.041)، والمؤشر الثالث (X3) اذ بلغ (0.002) وقيمة (t) المحسوبة (0.403) ومستوى معنويتها (0.694)، وهذا يعني ان القوة التفسيرية للمؤشرات الثلاث في قيمة الشركة قد تباينت على مستوى الفرضية مما انعكس في قيمة الشركة وفق معادلة نموذج الأنحدار المتعدد فتمثلت بالآتي:

$$Y = 0.012X1 - 0.006X2 + 0.002X3$$

ب. ومن خلال معامل التحديد (R<sup>2</sup>) البالغ (0.893)، يتضح ان المؤشرات الثلاث تفسر ما نسبته (89%) اما بقية النسبة فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج.

ج. اما بخصوص علاقة التأثير بين الثلاث مؤشرات وقيمة الشركة اذ وجد تأثير دال إحصائياً وفق اختبار (F) المحسوبة التي تبلغ (33.543) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54)، وقد بلغت sig. (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05) مما يعني رفض فرضية العدم.

3- اختبار فرضية الانحدار المتعدد: عدم وجود تأثير متعدد ذو دلالة إحصائية لمؤشرات هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط (X) في قيمة الشركة (Y). لشركة إنتاج الألبسة الجاهزة عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (23) ادناه:  
جدول (23)

تحليل الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة لشركة إنتاج الألبسة الجاهزة.

قيمة الشركة (Y)							المتغير التابع	المتغير المستقل
R <sup>2</sup>	Sig.	F المحسوبة	Sig.	قيمة T	β	α		
.778	.000	14.040	.011	-2.995	-.032	6.782	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)	
			.002	3.812	.031		نسبة القروض (X2)	
			.000	6.043	.040		نسبة الأسهم العادية (X3)	

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من الجدول (23) ما يلي: -

أ. يتبين من خلال معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الأول (X1) (-.032) وقيمة (t) المحسوبة (-2.995) ومستوى معنويتها (.011)، اما المؤشر الثاني (X2) اذ بلغ (.031) وقيمة (t) المحسوبة (3.812) ومستوى معنويتها (.002)، والمؤشر الثالث (X3) اذ بلغ (.040) وقيمة (t) المحسوبة (6.043) ومستوى معنويتها (.000)، وهذا يعني ان القوة التفسيرية للمؤشرات الثلاثة في قيمة الشركة قد تباينت على مستوى الفرضية مما انعكس في قيمة الشركة وفق معادلة نموذج الانحدار المتعدد فتمثلت بالآتي:

$$Y = .032X1 + .031X2 + .040X3$$

ب. ومن خلال معامل التحديد (R<sup>2</sup>) البالغ (.778) يتضح ان المؤشرات الثلاث تفسر ما نسبته (78%) اما بقية النسبة فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج.

ج. اما بخصوص علاقة التأثير بين الثلاث مؤشرات وقيمة الشركة اذ وجد تأثير دال احصائياً وفق اختبار (F) المحسوبة التي تبلغ (14.040) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54)، وقد بلغت sig. (.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05) مما يعني رفض فرضية العدم.

4- اختبار فرضية الأنحدار المتعدد: عدم وجود تأثير متعدد ذو دلالة إحصائية لمؤشرات هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط (X) في قيمة الشركة (Y). لشركة العراقية للمشروبات الغازية (بيبيسي) عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (24) ادناه:

جدول (24)

تحليل الأنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة لشركة العراقية للمشروبات الغازية (بيبيسي).

قيمة الشركة (Y)							المتغير التابع
R <sup>2</sup>	Sig.	F المحسوبة	Sig.	قيمة T	β	α	المتغير المستقل
.641	.005	7.140	.773	-.295	-.005	12.817	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
			.044	-2.247	-.025		نسبة القروض (X2)
			.101	-1.774	-.018		نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من الجدول (24) ما يلي: -

أ. يتبين من خلال معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الأول (X1) بلغ (-.005) وقيمة (t) المحسوبة (-.295) ومستوى معنويتها (.773)، اما المؤشر الثاني (X2) اذ بلغ (-.025) وقيمة (t) المحسوبة (-2.247) ومستوى معنويتها (.044)، والمؤشر الثالث (X3) اذ بلغ (-.018) وقيمة (t) المحسوبة (-1.774) ومستوى معنويتها (.101)، وهذا يعني ان القوة التفسيرية للمؤشرات الثلاث في قيمة الشركة قد تباينت على مستوى الفرضية مما أنعكس في قيمة الشركة وفق معادلة نموذج الأنحدار المتعدد فتمثلت بالآتي:

$$Y = .005X1 - .025X2 - .018X3$$

ب. ومن خلال معامل التحديد (R<sup>2</sup>) البالغ (.641). يتضح ان المؤشرات الثلاث تفسر ما نسبته (64%) اما بقية النسبة فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج.

ج. اما بخصوص علاقة التأثير بين الثلاث مؤشرات وقيمة الشركة اذ وجد تأثير دال إحصائياً وفق اختبار (F) المحسوبة التي تبلغ (7.140) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54)، وقد بلغت sig. (.005) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05) مما يعني رفض فرضية العدم.

5- اختبار فرضية الانحدار المتعدد: عدم وجود تأثير متعدد ذو دلالة إحصائية لمؤشرات هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط (X) في قيمة الشركة (Y). لشركة الصناعات الكيماوية العصرية عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (25) ادناه:

جدول (25)

تحليل الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة لشركة الصناعات الكيماوية العصرية.

قيمة الشركة (Y)							المتغير التابع	المتغير المستقل
R <sup>2</sup>	Sig.	F المحسوبة	Sig.	قيمة T	β	α		
.448	.050	6.291	.109	1.730	.060	10.230	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)	
			.942	.075	.000		نسبة القروض (X2)	
			.027	-2.516	-.132		نسبة الأسهم العادية (X3)	

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من الجدول (25) ما يلي: -

أ. يتبين من خلال معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الأول (X1) بلغ (0.060) وقيمة (t) المحسوبة (1.730) ومستوى معنويتها (.109)، أما المؤشر الثاني (X2) اذ بلغ (.000) وقيمة (t) المحسوبة (.075) ومستوى معنويتها (.942)، والمؤشر الثالث (X3) اذ بلغ (-.132) وقيمة (t) المحسوبة (-2.516) ومستوى معنويتها (.027)، وهذا يعني ان القوة التفسيرية للمؤشرات الثلاث في قيمة الشركة قد تباينت على مستوى الفرضية مما انعكس في قيمة الشركة وفق معادلة انموذج الانحدار المتعدد فتمثلت بالآتي:

$$Y = .060X1 + .000X2 - .132X3$$

ب. ومن خلال معامل التحديد (R<sup>2</sup>) البالغ (.448) يتضح ان المؤشرات الثلاث تفسر ما نسبته (45%) اما بقية النسبة فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج.

ج. اما بخصوص علاقة التأثير بين الثلاث مؤشرات وقيمة الشركة اذ يوجد تأثير دال إحصائياً وفق اختبار (F) المحسوبة الذي بلغ (6.291) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54)، وقد بلغت sig. (.050) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05) مما يعني رفض فرضية العدم.

6- اختبار فرضية الانحدار المتعدد: عدم وجود تأثير متعدد ذو دلالة إحصائية لمؤشرات هيكل التمويل بإطار نظرية الالتقاط (X) في قيمة الشركة (Y). لشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات عن طريق البرنامج الإحصائي (SPSS V.26)، وكما مبين في الجدول (26) ادناه:

جدول (26)

تحليل الأنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة لشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات.

قيمة الشركة (Y)							المتغير التابع
R <sup>2</sup>	Sig.	F المحسوبة	Sig.	قيمة T	β	α	المتغير المستقل
.703	.002	9.453	.677	.427	.009	10.027	نسبة الأرباح المحتجزة (X1)
			.001	4.147	.009		نسبة القروض (X2)
			.000	-5.036	-.009		نسبة الأسهم العادية (X3)

المصدر: اعداد الباحث بالإعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

اذ يتضح من خلال الجدول (26) ما يلي: -

أ. يتبين من خلال معامل الميل الحدي (β) للمؤشر الأول (X1) اذ بلغ (0.009) وقيمة (t) المحسوبة (0.427) ومستوى معنويتها (0.677)، والمؤشر الثاني (X2) اذ بلغ (0.009) وقيمة (t) المحسوبة (4.147) ومستوى معنويتها (0.001)، اما المؤشر الثالث (X3) اذ بلغ (-0.009) وقيمة (t) المحسوبة (-5.036) ومستوى معنويتها (0.000)، وهذا يعني ان القوة التفسيرية للمؤشرات الثلاثة في قيمة الشركة قد تباينت على مستوى الفرضية مما انعكس في قيمة الشركة وفق معادلة نموذج الأنحدار المتعدد فتمثلت بالآتي:

$$Y = 0.009X1 + 0.009X2 - 0.009X3$$

ب. ومن خلال معامل التحديد (R<sup>2</sup>) البالغ (0.703) يتضح ان المؤشرات الأربعة تفسر ما نسبته (70%) اما بقية النسبة فتعود الى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج.

ج. اما بخصوص علاقة التأثير بين الثلاثة مؤشرات وقيمة الشركة اذ وجد تأثير دال إحصائياً وفق اختبار (F) المحسوبة التي تبلغ (9.453) وهي أكبر من (F) الجدولية (4.54)، وقد بلغت sig. (0.002) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05) مما يعني رفض فرضية العدم.



# الفصل الرابع

## الأستنتاجات والتوصيات

◆ المبحث الأول: الاستنتاجات

◆ المبحث الثاني: التوصيات

## المبحث الأول الأستنتاجات

### توطئة:

تتضمن هذه الدراسة أهم الأستنتاجات الذي توصل اليها الباحث في الدراسة ومن خلال تناول أهم الأفكار في الجانب النظري والنتائج التي ظهرت في التحليل المالي والأحصائي في الجانب العملي. وأهم الأستنتاجات تمثلت بالآتي:

1- اظهرت النتائج وفقاً للتحليل المالي أن الشركات الصناعية ظهر فيها تفاوت لنسبة حق الملكية إلى أجمالي المطلوبات ولكل سنة من عينة الدراسة، والسبب يعود الى اختلاف مزيج التمويل من التمويل طويل وقصير الأجل.

2- بين التحليل المالي ان الشركات الصناعية عينة الدراسة تهتم بالأرباح المحتجزة كمصدر أول للتمويل بنسب متفاوتة، ومن ثم الأعتقاد على القروض كمصدر ثان للتمويل اذ كانت متاحة وخصوصاً بالنسبة الى شركتان الألبسة الجاهزة والوطنية للصناعات المعدنية والدراجات لأنهما قطاع مختلط، ومن ثم الاتجاه نحو الأسهم العادية كمصدر ثالث للتمويل في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة والقروض لتمويل الاحتياجات المالية لتلك الشركات.

3- اظهرت النتائج الأحصائية رفض الفرضية الثالثة والرابعة للدراسة لمعامل الارتباط بيرسون للشركات عينة الدراسة.

4- اظهرت النتائج الأحصائية رفض فرضيات تحليل الأنحدار الخطي البسيط السادسة والثامنة وسجلت تأثير معنوي بالنسبة الى شركة الخياطة الحديثة ما عدى الفرضية السابعة اظهرت قبول الفرضية، اما بالنسبة الى الشركة العراقية للسجاد والمفروشات اظهرت رفض الفرضيات السادسة والسابعة والثامنة، وسجلت تأثير دال معنوي.

7- اظهرت النتائج الأحصائية لتحليل الأنحدار البسيط رفض الفرضية السادسة وسجلت تأثير دال ومعنوي ، بينما الفرضية السابعة والثامنة اظهرت تأثير غير دال ومعنوي، وهذا يعني أن الشركة اعتمدت على الأرباح المحتجزة في التمويل وهذا ما يدعم توجه نظرية الالتقاط.

5- اظهرت النتائج الأحصائية قبول الفرضيات السادسة والسابعة والثامنة لتحليل الأنحدار البسيط وهي عدم وجود تأثير دال ومعنوي لشركة بغداد للمشروبات الغازية (بيبيسي).

6- اظهرت النتائج الأحصائية قبول الفرضيات السادسة والسابعة والثامنة لتحليل الأنحدار البسيط وهي عدم وجود تأثير دال ومعنوي لشركة الصناعات الكيماوية العصرية، اما الشركة الأخيرة وهي الوطنية

للصناعات المعدنية والدراجات اظهرت قبول الفرضيات السادسة والسابعة والثامنة من خلال معادلة الأنحدار البسيط وهي عدم وجود تأثير دال ومعنوي، وذلك يعود الى مساهمات رأس المال في القطاع العام والمختلط والخاص.

7- اظهرت النتائج الأحصائية رفض الفرضية التاسعة وهي عدم وجود تأثير متعدد دال ومعنوي للشركات الصناعية عينة الدراسة وهذا يدعم بدوره ان الشركات تعمل بأفكار نظرية الالتقاط في التقاط مصادر التمويل لها.

## المبحث الثاني

### التوصيات

#### توطئة:

يتناول هذا المبحث التوصيات التي تم التوصل اليها والتي تساعد الشركات في تحقيق التقدم والنجاح للشركات الصناعية التي بحثت بشكل خاص ولجميع الشركات بشكل عام. ومن أهم هذه التوصيات:

1- ينبغي للشركات تنويع مصادر تمويلها لما له من أهمية في بناء قدرة الشركات بصورة عامة، وكذلك الموازنة في قرارات التمويل بين التمويل قصير الأجل وطويل الأجل بما يقلل من الكلفة الأجمالية وهذا بدوره يساعد في تعزيز قيمة الشركة.

2- من الضروري اهتمام الشركات الصناعية بالتمويل عبر الأرباح المحتجزة ووضع سياسات احتجاز أرباح بما يتناسب مع الاحتياجات المالية للشركة والأهتمام بهذا المصدر كمصدر اول داخلي وفقا لما جاءت به نظرية الالتقاط.

3- ضرورة دراسة العلاقة والأثر المتبادل بين الأرباح المحتجزة والقروض والأسهم العادية في الشركات وذلك للحصول على مصادر التمويل المناسبة لها.

4- ضرورة دراسة نظرية الالتقاط من قبل المديرين في الشركات وتبني أفكار النظرية لما لها من دور في ترشيد قرارات التمويل.

5- ينبغي على الشركات العاملة في العراق البحث عن تمويل مقترض طويل الأجل وذلك لأهمية القروض طويلة الأجل لأستغلال الفرص الأستثمارية المتاحة.

6- ينبغي قيام إدارة الشركات بوضع استراتيجيات تتسجم مع حجم التحديات التي تواجهها لا سيما المنافسة والعولمة مع الشركات الكبرى فيما يتعلق بالاستثمار والتمويل.

7- توصي الدراسة بضرورة مشاركة الشركات الصناعية العراقية في الندوات والمؤتمرات والنشاطات التي تعقدها المؤسسات التعليمية للأستفادة من التطورات الحديثة ومواكبة آخر المستجدات على الصعيد المالي.

8- ضرورة تسهيل العمل البحثي للباحثين والمختصين في الشأن المالي من خلال توفير البيانات المالية بعد نهاية كل سنة مالية، وكل ما يخص البحث العلمي من أجل دراستها وحل المشاكل المتعلقة بها وسوف يساهم ذلك بالأرتقاء في واقع الشركات بشكل عام والمؤسسات المختصة.

# المصادر

## المصادر

### اولا: المصادر العربية

أ. القرآن الكريم

ب. التقارير:

1- التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للشركات عينة الدراسة للفترة من 2004-2019.

<http://www.isx-iq.net>

2- التقارير والحسابات الختامية لهيئة الأوراق المالية للشركات عينة الدراسة للفترة من 2004-2019.

<https://www.isc.gov.iq>

ج. الكتب:

1- توفيق، جميل احمد (1987)، "اساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت.

2- الشوارة، فيصل محمود (2013)، " مبادئ الإدارة المالية "، دار المسيرة، عمان.

3- الشخي، حمزة والجزراوي، إبراهيم (1998)، " الإدارة المالية الحديثة "، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.

4- العامري، محمد علي إبراهيم (2010)، " الإدارة المالية المتقدمة"، اثناء للنشر والتوزيع، عمان.

5- العامري، محمد علي إبراهيم (2013)، " الإدارة المالية الحديثة "، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.

6- هندي، منير إبراهيم (1996)، " إدارة البنوك التجارية، مدخل اتخاذ قرارات "، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

7- هندي، منير إبراهيم (2004)، " الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر.

8- هندي، منير إبراهيم (2005)، " الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، ط2، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية.

د. المجالات والدوريات:

1- ابو النصر، عصام عبد الهادي (2010)، "هيكل ومصادر وادوات تمويل الوحدات الاقتصادية في المنهج الإسلامي وأثرها على الربحية والنمو"، جامعة الأزهر كلية التجارة.

- 2- الاحمر، هنادي عبد المنعم احمد (2018)، "أثر مكونات هيكل رأس المال في القرارات التمويلية والاستثمارية بقطاع التأمين السوداني"، مجلة اماراباك، المجلد 9، العدد 28.
- 3- إسماعيل، هيثم عبد الخالق وجنيير، سلوان جليل (2021)، "أثر التحولات الهيكلية في إطار دلالات المؤشرات المالية لهيكل التمويل الممتمك وانعكاسها على الأداء المالي للمصارف التجارية للمدة من (2009 - 2018) - بحث تطبيقي لعينة من المصارف التجارية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 60.
- 4- جبر، شذى عبد الحسين ومطروود، لميس محمد (2011)، "قياس وتحليل كلفة راس المال وعلاقتها بقيمة الشركة"، مجلة كلية التراث الجامعة، المجلد 1، العدد 11.
- 5- الجبوري، أياد طاهر محمد والخالدي، فاطمة فيصل كاظم (2021)، "تباين قيمة الشركة في ظل العلاقة بين هيكل التمويل وربحية الأسهم"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 27، العدد 125.
- 6- حميدي، كرار سليم عبد الزهرة (2014)، "إثر التدفقات النقدية التشغيلية على قيمة الشركة"، مجلة المثني للعلوم الإدارية والأقتصادية، المجلد 3، العدد 7.
- 7- الربيعي، حاكم محسن محمد والعطوي، مهند حميد ياسر (2018)، "نظرية توقيت السوق وتأثيرها في القرار الاستثماري دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية العراقية"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 15، العدد 1.
- 8- عثمانى، حياة & هشام، لبزة (2020)، "انعكاس القروض المصرفية على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية للفترة (1990-2017)"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 01.
- 9- العكيلي، صباح حسن (2021)، "العلاقة بين مخاطر السوق والربحية واثرها في القيمة السوقية للمصارف"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد 19، العدد 68.
- 10- الياس نادر، نهاد (2016)، "أثر الملكية الادارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 38، العدد 2.

#### ه. الرسائل والاطاريح:

- 1- الجنابي، سجاد محمد عطية (2016)، "بناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة.

- 2- خبيزة، انفال حدة (2012)، "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب - بسكرة -"، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - قسم العلوم الاقتصادية.
- 3- الخفاجي، حسنين حامد شاكر (2018)، "قرارات التمويل وانعكاساتها في القيمة السوقية لمنشآت الأعمال"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
- 4- زهري، عقيلة (2015)، "أثر الهيكل المالي على الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير.
- 5- العامري، محمد علي ابراهيم (1990)، "إثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة"، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم ادارة الاعمال، جامعة بغداد.
- 6- العبيدي، سفيان جواد مطر (2011)، "المعلومات المحاسبية اللازمة لتحقيق التوازن المالي للمنشأة"، رسالة ماجستير، جامعة تكريت - كلية الإدارة والاقتصاد، قسم المحاسبة.
- 7- فتاح، أمال غالب عبد المجيد (2005)، "تحديد قيمة المنشأة بإطار نظريتي التبادل والانتقاط"، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
- 8- مزهر، حسين عبد الأمير (2020)، "تأثير الهيكل المالي في قيمة الشركة الصناعية على وفق نظريتي MM وBFO"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
- 9- الموسوي، سعدي احمد حميد (2013)، "ديناميكية هيكل رأس المال وفقاً لفلسفة نظرية الانتقاط وانعكاسها على الأداء المالي الاستراتيجي"، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
- 10- الموسوي، علاء حسن يوسف (2017)، "العلاقة بين المسؤولية البيئية والأبعاد المحاسبية للرفاهية الاجتماعية وأثرها على تعظيم قيمة الشركة"، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة القادسية.
- 11- نصر، خالد جمال (2015)، "أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية.



## المصادر الأجنبية

### a. Books

- 1- Alexander, David & Nobes, Christopher (2004), "**Financial Accounting an International Introduction**", Pearson Education Limited, England, 2th ed.
- 2- Baker, H. Kent & Martin, Gerald S. (2011), "**Capital Structure and Corporate Financing Decisions Theory, Evidence, And Practice**", John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, 11<sup>th</sup> ed.
- 3- Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C.& Marcus, Alan J. (2001), "**Fundamentals Of Corporate Finance**", Mcgraw-Hill Companies, Inc, United States, 3th Ed.
- 4- Brealey, Richard A.& Myers, Stewart C.& Allen, Franklin (2020), "**Principles of Corporate Finance**", Mcgraw-Hill Education, New York, 13<sup>th</sup> Ed.
- 5- Brealey, Richard A., And Myers, Stewart C. (1996), "**Principles of Corporate Finance**", Mcgraw Hell Co. Inc., N. U, 5<sup>th</sup> Ed.
- 6- Brealy, Richard A. & Myers, Stewart C. (1996), "**Principles of Corporate Finance**", U.S.A, N.Y: Mcgraw-Hill, Inc,5<sup>th</sup>, Ed.
- 7- Brigham, Eugene F. & Ehrhardt, Michael C. (2002), "**Financial Management – Theory and Practice**", South-Western,10<sup>th</sup> ed.
- 8- Brigham, Eugene F. & Houston, Joel F. (2018), "**Fundamentals Of Financial Management**", Library Of Congress, United States Of America.
- 9- Brown, Patrick J. (2006), "**An Introduction to The Bond Markets**", John Wiley & Sons Ltd, England.
- 10- Broyles, Jack (2003), "**Financial Management and Real Options**", Wiley & Sons Ltd, England.
- 11- Choudhry, Moorad (2006), "**Bonds A Concise Guide for Investors**", Palgrave Macmillan, New York.
- 12- Cohen, Ivan K. (2005), "**Focus on Financial Management**", Imperial College Press, London.
- 13- Cohen, P., Cohen, P. & West, S.G., & Aiken, L.S. (1983), "**Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for The Behavioral Sciences**", Psychology Press, 2<sup>nd</sup> ed.
- 14- Faerber, Esmé (2008), "**All About Stocks The Easy Way To Get Started**", Mcgraw-Hill, United States, 3th ed.

- 15- Gitman, Lawrence J. & Zutter, Chad J. (2012), "**Principles of Managerial Finance**", Prentice Hall, United States, 13<sup>th</sup> Ed.
- 16- Gitman, Lawrence J. (2009), "**Principles of Managerial Finance**", Person, 12<sup>th</sup> Ed.
- 17- Halpin, Daniel W. & Senior, Bolivar A. (2009), "**Financial Management and Accounting Fundamentals for Construction**", John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- 18- Hitchner, James R. (2003), "**Financial Valuation-Application and Models**", John Wiley & Sons, Inc.
- 19- Hitchner, James R. (2006), "**Financial Valuation Applications and Models**", John Wiley & Sons, Inc., Canada, 2<sup>nd</sup> ed.
- 20- Hitchner, James R. (2017), "**Financial Valuation Applications and Models**", John Wiley & Sons, Inc., Canada, 4<sup>th</sup> ed.
- 21- Horngren, Charles T. & Harrison Jr., Walter T. & Oliver, M. Suzanne (2012), "**Financial & Managerial Accounting**", Prentice Hall, New Jersey, 3<sup>th</sup> ed.
- 22- Keown, Arthur J. & Martin, John D. & Petty, J. William (2014), "**Foundations of Finance The Logic and Practice of Financial Management**", 8<sup>th</sup> edition Pearson Education, Inc.
- 23- Koch, Timothy W. & Macdonald S. Scott (2005), "**Bank Management**", The Dryden Press, Usa, 4<sup>th</sup> ed.
- 24- Le Du, Doug K. (2013), "**Preferred Stock Investing**", Del Mar Research, Llc, United States.
- 25- Lovelock, Christopher H. (2001), "**Services Marketing: People, Technology, Strategy**", Prentice Hall, New Jersey, 4<sup>th</sup> ed.
- 26- Macdonald, Ronald (2007), "**Exchange Rate Economics (Theories and Evidence)**", Routledge, New York.
- 27- Mahajan, Sunil (2020), "**Corporate Finance Theory and Practice in Emerging Economies**", Cambridge University Press, United Kingdom.
- 28- Mařík, Miloš & Čada, Karel & Dušek, David & Maříková, Pavla & Rýdlová, Barbora & Rajdl, Josef (2018), "**Business Valuation Methods - Valuation Process, Basic Methods and Procedures**", Ekopress, 4<sup>th</sup> ed.
- 29- Mařík, Miloš (2011), "**Business Valuation Methods: Valuation Process - Basic Methods and Procedures**", Ekopress, Prague, 3<sup>th</sup> Ed.
- 30- Needles, Belverd E. & Powers, Marian & Crosson, Susan V. (2011), "**Financial and Managerial Accounting**", South-Western Cengage Learning, Usa, 9<sup>th</sup> ed.

- 31- Paramasivan, C. & Subramanian, T. (2009), "**Financial Management**", New Age Pub, New Delhi.
- 32- Parameswaran, Sunil (2011), "**Fundamentals of Financial Instruments an Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, And Derivatives**", John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., Singapore.
- 33- Parrino, Robert & Kidwell, David S. & Bates, Thomas W. (2012), "**Fundamentals of Corporate Finance**", John Wiley & Sons, Inc., United States, 2th ed.
- 34- Peterson, Steven J. (2008), "**Construction Accounting and Financial Management**", Prentice Hall, New Jersey, 2th ed.
- 35- Peterson, Steven J. (2013), "**Construction Accounting and Financial Management, Pearson Education**", United States, 3th ed.
- 36- Pinches, E. George (1992), "**Essentials of Financial Management**", 4th Ed.
- 37- Pinto, Jerald E & Henry, Elaine & Robinson, Thomas R. & Stowe, John D. & Wilcox, Stephen E. (2010), "**Equity Asset Valuation**", Wiley & Sons, Inc., Canada, 2<sup>nd</sup> ed.
- 38- Pinto, Jerald E & Henry, Elaine & Robinson, Thomas R. & Stowe, John D. & Wilcox, Stephen E. (2015), "**Equity Asset Valuation**", Wiley & Sons, Inc., Canada, 3<sup>rd</sup> ed.
- 39- Ross, Stephen A & Westerfield, Randolph & Jordan, Bradford D (2002), "**Fundamentals of Corporate Finance**", Mcgraw-Hill, 6<sup>th</sup> Ed.
- 40- Ross, Stephen A. & Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey & Jordan, Bradford D. (2016), "**Corporate Finance**", Mcgraw-Hill Education, United States, 11<sup>th</sup> ed.
- 41- Ross, Stephen A. & Westerfield, Randolph W. & Jordan, Bradford D., (2017), "**Fundamentals of Corporate Finance**", Mcgraw-Hill Education, New York, 9<sup>th</sup> ed.
- 42- Shim, Jae K. & Siegel, Joel G. (2007), "**Schaum's Outline of Financial Management**", Mcgraw-Hill.
- 43- Smart, Scott B., Megginson, William., & Gitman, Lawrence J. (2004), "**Corporate Finance**", South –Western a division of Thomson Learning.
- 44- Swart, Nico (2002), "**Personal Financial Management**", Juta & Co. Ltd, Creda Communications, South Africa, 2<sup>th</sup> ed.
- 45- Titman, Sheridan & Keown, Arthur J. & Martin, John D. (2018), "**Financial Management Principles and Applications**", Pearson Education, Inc, 13<sup>th</sup> ed.

- 46- Van Horne, James C. & Wachowicz, Jr. & John M. (2008), **"Fundamentals Of Financial Management"**, Prentice Hall, England, 13<sup>th</sup> Ed.
- 47- Warren, Carl S. & Reeve, James M. & Duchac, Jonathan E. (2016), **"Financial and Managerial Accounting"**, Cengage Learning, Usa, 13<sup>th</sup> ed.
- 48- Watson, Denzil & Head, Anthong (1998), **"Corporate Finance Principles & Practices"**, Financial Times Pitman Publishing.
- 49- Watson, Denzil & Head, Antony, (2016), **"Corporate Finance Principles and Practice"**, Pearson Education Limited, United Kingdom, 7<sup>th</sup> ed.
- 50- Weston, J. Fred & Copeland, Thomas E. (2001), **"Financial management"**, Erlangga, Jakarta.
- 51- Weygandt, Jerry J. & Kimmel, Paul D. & Kieso, Donald E. (2012), **"Financial and Managerial Accounting"**, John Wiley & Sons, United States.
- 52- Wild, John J. (2003), **"Financial Accounting: Information for Decisions"**, Mc Graw- Hill Irwin, 2<sup>th</sup> ed.

## **b. Journals & periodicals & Researches**

- 1- Abeywardhana, D.K.Y (2017), **"Capital Structure Theory: An Overview"**, Accounting and Finance Research, Vol. 6, No. 1.
- 2- Abor, Joshua (2005), **"The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms In Ghana"**, The Journal Of Risk Finance, Vol. 6, No. 5.
- 3- Abor, Joshua (2007), **"Industry Classification And The Capital Structure Of Ghanaian Sme"**, Studies In Economics And Finance, Vol. 24 No 3.
- 4- Afshar, Tahmoures A. (2013), **"Compare And Contrast Sukuk (Islamic Bonds) With Conventional Bonds, Are They Compatible?"**, The Journal Of Global Business Management, Vol. 9 , No. 1.
- 5- Ahmeti, Faruk & Prenaj, Burim (2015), **"A Critical Review of Modigliani And Miller's Theorem of Capital Structure"**, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. Iii, No. 6.
- 6- Al-Aedi, Li Mahdi Dehdar (2019), **"The Impact of Financial Policy and Financial Analysis in The Banking Credit Decision"**, Al Kut Journal of Economics Administrative sciences, Vol. 1, No. 31.

- 7- Alam, Nafis & Hassan, M. Kabir & Haque (2013), "**Mohammad Aminul, Are Islamic Bonds Different from Conventional Bonds? International Evidence from Capital Market Tests**", Borsa Istanbul Review, Vol. 13, No. 3.
- 8- Alfaris, Muhammad Fauzan & Marsoem, Bambang Santoso (2020), "**Optimal Capital Structure Analysis to Determine the Fair Price Of Shares In Telecommunications Sub Sector Companies**", International Journal Of Innovative Science and Research Technology, Vol. 5, No. 1.
- 9- Alipour, Mohammad & Mohammadi, Mir Farhad Seddigh & Derakhshan, Hojjatollah (2015), "**Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran**", International Journal of Law and Management, Vol. 57, No. 1.
- 10- Al-Kahtani, Noura & Al-Eraij, Mohamed (2018), "**Does capital structure matter? Reflection on capital structure irrelevance theory: Modigliani-Miller theorem (MM 1958)**", Int. J. Financial Services Management, Vol. 9, No. 1.
- 11- Almabekova, Olga & Kuzmich, Roman & Antosik, Elena (2018), "**Income Approach To Business Valuation: Russian Perspective**", Zagreb International Review Of Economics & Business, Vol. 21, No. 2.
- 12- Almansour, Bashar Yaser (2015), "**Empirical Model for Predicting Financial Failure**", American Journal of Economics, Finance and Management, Vol. 1, No. 3.
- 13- Altan, Mikail & Arkan, Ferhat (2011), "**Relationship Between Firm Value and Financial Structure: A Study on Firms in Ise Industrial Ind**", Journal of Business & Economics Research, Volume 9, No 9.
- 14- Amidu, Mohammed (2007), "**Determinants of Capital Structure of Banks in Ghana: An Empirical Approach**", Baltic Journal of Management, Vol. 2, No. 1.
- 15- Ananzeh, Izz Eddien N. (2016), "**Relationship Between Bank Credit and Economic Growth: Evidence from Jordan**", International Journal of Financial Research, Vol. 7, No. 2.
- 16- Angelia, Dessy & Suryaningsih, Rosita (2015), "**The Effect Of Environmental Performance And Corporate Social Responsibility Disclosure Towards Financial Performance Case Study To Manufacture, Infrastructure, And Service Companies That Listed At Indonesia Stock Exchange**", Procedia – Social And Behavioral Sciences, Vol. 211, No.1.

- 17- Antwi, Samuel & Mills, Ebenezer Fiiifi Emire Atta & Zhao, Xicang (2012), "**Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana**", International Journal of Business and Social Science, Vol. 3, No. 22.
- 18- Astuti, Rahma Yudi (2020), "**Non-Performing Financing, Profit Sharing Financing, Buying and Selling Financing, Leasing Financing and Their Influence on Return on Assets (Case Study of Pt. Bank Mowasalat Indonesia Period 2012-2019)**", Journal of Islamic Economics and Philanthropy, Vol. 03, No. 03.
- 19- Ayanda, Aremu Mukaila & Christopher, Ekpo Imoh & Mudashiru, Mustapha Adeniyi & Isaac, Adedoyin Salami (2013), "**Determinants of Capital Structure in Nigerian Banking Sector**", International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences, Vol. 2, No. 4.
- 20- Ball, Ray & Gerakos, Joseph & Linnainmaa, Juhani T.& Nikolaev, Valeri (2020), "**Earnings, Retained Earnings, And Book-To-Market in The Cross Section of Expected Returns**", Journal of Financial Economics, Vol. 135, No. 1.
- 21- Baral, Keshar J. (2004), "**Determinants of Capital Structure: A Case Study of Listed Companies of Nepal**", The Journal of Nepalese Business Studies, Vol. I, No. 1.
- 22- Baresa, Suzana & Bogdan, Sinisa & Ivanovic, Zoran (2017), "**Specific Form of Short-Term Financing**", Utms Journal of Economics, Vol.8, No.2.
- 23- Bevan, Alan A. & Danbolt, Jo (2002), "**Capital Structure and Its Determinants in The United Kingdom — A Decompositional Analysis**", Applied Financial Economics, Vol.12, No.3.
- 24- Blocker, Christopher P. (2011), "**Modeling Customer Value Perceptions in Cross-Cultural Business Markets**", Journal of Business Research, Vol. 64, No. 5.
- 25- Chee, Seungmin & Sloan, Richard & Uysal, Aydin (2013), "**A Framework for Value Investing**", Australian Journal of Management, Vol. 38, No. 3.
- 26- Chen, Borliang & May Liou, Fen & Pin Huang, Chih (2012), "**Optimal Financing Mix of Financially Non-Viable Private-Participation Investment Project with Initial Subsidy**", Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics, Vol .5, No.23.

- 27- Chen, Jean J. (2004), "**Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies**", Journal of Business Research, Vol.57, No 1.
- 28- Chen, Shun-Yu & Chen, Li-Ju (2011), "**Capital Structure Determinants: An Empirical Study in Taiwan**", African Journal of Business Management Vol. 5, No 27.
- 29- Chiboole, Anachoni David & Jagongo (2020), "**Ambrose, Short-Term Financing Decisions and Financial Performance of Commercial Banks in Kenya**", International Academic Journal of Economics and Finance, Vol. 3, No. 5.
- 30- Clemens, Michael A. & Kremer, Michael (2016), "**The New Role for The World Bank, Journal of Economic Perspectives**", Vol. 30, No. 1.
- 31- Damodaran, Aswath, (2012), "**Equity risk premiums (ERP): Determinants, Estimation Implications-The 2012 Edition**", stern school of business, No. 521.
- 32- Daves, Ehrhard & Halov, Nikolay & Heider, Florian (2015), "**Capital Structure, Risk & Asymmetric in Formation Financial Management**", School of Business, Australia.
- 33- Deev, Oleg (2011), "**Methods Of Bank Valuation: A Critical Overview**", Financial Assets And Investing, Vol. 2, No. 3.
- 34- Degryse, Hans & De Goeij, Peter & Kappert, Peter (2012), "**The Impact of Firm and Industry Characteristics on Small Firms Capital Structure**", Small Business Economics: An International Journal, Vol.38, No. 4.
- 35- Deng, Zhen & Lev, Baruch & Narin, Francis (1999), "**Science and Technology as Predictors of Stock Performance**", Financial Analysts Journal, Vol. 55, No. 3.
- 36- Diamanta, Sojeva (2015), "**Economic and Legal Advantages To Business Financing Through The Issuance Of Bonds**", Mpra Paper, No. 62751.
- 37- Dunbar, Kirsty & Laing, Gregory K. (2017), "**Deconstructing the Accounting Standard Aasb 13 Fair Value: Exit Vs Entry Price for Assets**", Journal of New Business Ideas & Trends, Vol. 15, No. 2.
- 38- Elexander, David R. & Falta, Michael, & Willett, Roger J (2012), "**using forecasting criteria to identify value relevance in the relationship between accounting numbers and market value**", Abacus, Vol. 48, No.1.
- 39- Etzion, Dror (2019), "**Employing Finance In Pursuit Of The**

- Sustainable Development Goals: The Promise And Perils Of Catastrophe Bonds**", Academy Of Management Discoveries, Vol. 5, No. 4.
- 40- Fernández, Pablo (2007), "**Company Valuation Methods.The Most Common Errors In Valuations**", Iese Working Paper No 449.
- 41- Fosberg, Richard H. (2013), "**Short-Term Debt Financing During the Financial Crisis**", International Journal of Business and Social Science, Vol. 4 No. 8.
- 42- Frank, Murray Z. & Goyal, Vidhan K. (2003), "**Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure**", Journal of Financial Economics, Vol. 67, No. 2.
- 43- Frank, Murray Z. & Goyal, Vidhan K. (2009), "**Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?**", Financial Management, Vol. 38, No. 1.
- 44- Graham, John R. & Harvy, Compbell R. (2002), "**How Do Cfos Mak Capital Budgeting And Capital Structure Decision ?**", Journal Of Applied Corporate Finance , Vol. 15 , No. 1.
- 45- Handriani, Eka & Robiyanto, Robiyanto (2018), "**Corporate Finance And Firm Value In The Indonesian Manufacturing Companies**", International Research Journal Of Business Studies, Vol. Xi, No. 02.
- 46- Hermuningsih, Sri (2013), "**Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure And The Firm Value**", Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan, Vol.16, No. 2.
- 47- Hunjra, Ahmed Imran & Ijaza, Muhammad Shahzad & Chani, Muhammad Irfan & Hassan, Sabih Ul & Mustafa, Umar (2014), "**Impact of Dividend Policy, Earning Per Share, Return on Equity, Profit After Tax on Stock Prices**", International Journal of Economics and Empirical Research, Vol.2, No.3.
- 48- Husain, T. & Sarwani & Sunardi, Nardi & Lisdawati (2020), "**Firm's Value Prediction Based on Profitability Ratios and Dividend Policy**", Finance & Economics Review, Vol. 2, No.2.
- 49- Hutami, Rescyana Putri (2012), "**Pengaruh Dividend Per Share, Return On Equity Dan Net Profit Margin Terhadap Harga Saham Perusahaan Industri Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2010**", Jurnal Nominal, Vol. I, No. I.
- 50- Joseph, Nduka, A. & Austin, Achugbu A. & Felicia, Ucheahara, O. (2016), "**The Influence of Financing Mix on Corporate Performance**



- in Nigeria: A Disaggregated Approach"**, African Journal of Education, Science and Technology, Vol. 3, No. 1.
- 51- Kacperczyk, Marcin & Schnabl, Philipp (2010), **"When Safe Proved Risky: Commercial Paper During The Financial Crisis Of 2007–2009"**, Journal Of Economic Perspectives, Vol. 24, No. 1.
- 52- Kartikasari, Dwi & Merianti, Marisa (2016), **"The Effect of Leverage and Firm Size To Profitability Of Public Manufacturing Companies In Indonesia"**, International Journal Of Economics And Financial, Vol 6, No. 2.
- 53- Khan, Asad & Tanveer, Sarfaraz & Malik, Umbreen (2017), **"An Empirical Analysis Of Corporate Governance And Firm Value: Evidence From Kse-100 Index"**, Accounting, Vol.3, No.1.
- 54- Kisgen, Darren J. (2006), **"Credit Ratings and Capital Structure"**, The Journal of Finance, Vol. 61, No. 3.
- 55- Kontus, Elenora (2012), **"Short-Term Financing Management"**, International Journal of Management Cases, Vol. 14, No. 4.
- 56- Korajczyk, Robert A. & Levy (2003), **"Amnon, Capital Structure Choice: Macro Economic Conditions And Financial Constraints"**, Journal Of Financial Economics, Vol.68, No 1.
- 57- Koussis, Nicos & Martzoukos, Spiros H. & Trigeorgis, Lenos (2017), **"Corporate Liquidity and Dividend Policy Under Uncertainty"**, Journal of Banking and Finance, Vol. 81, No 1.
- 58- Laitinen, Erkki K. (2019), **"Discounted Cash Flow (Dcf) As A Measure Of Startup Financial Success"**, Theoretical Economics Letters, Vol.09 ,No.08.
- 59- Laux, Christian & Leuz, Christian (2009), **"The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of The Recent Debate"**, Cfs Working Paper, No. 2009/09.
- 60- Leary, M.T & M.R. Roberts (2004), **"Theory of Asymmetric Information & Equity Issue"**, University of Duke.
- 61- Lestari, Siti Ayu & Armayah, Mursalim (2016), **"Profitability and Company Value: Empirical Study Of Manufacture Companies In Indonesia Period 2009 – 2014"**, Information Management And Business Review, Vol. 8, No. 3.
- 62- M, Hirdinis (2019), **"Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability"**, International Journal of Economics and Business Administration, Vol.ii, No.1.

- 63- M, Hirdinis (2019), "**Capital Structure And Firm Size On Firm Value Moderated By Profitability**", International Journal Of Economics And Business Administration, Vol. Vii, No. 1.
- 64- Machmuddah, Zaky & Sari, Dian Wulan & Utomo, St. Dwiwarso (2020), **Corporate Social Responsibility, "Profitability And Firm Value: Evidence From Indonesia"**, Journal Of Asian Finance, Economics And Business, Vol.7, No. 9.
- 65- Mahdaleta, Ela & Muda, Iskandar & Nasir, Gusnardi Muhammad (2016), "**Effects Of Capital Structure And Profitability On Corporate Value With Company Size As The Moderating Variable Of Manufacturing Companies Listed On Indonesia Stock Exchange**", Academic Journal Of Economic Studies, Vol. 2, No.3.
- 66- Masood, Sohaib (2017), "**Determinants of Retained Earnings in Profitable Cement Companies in India: A Study of Cement Sector**", International Journal of Trend in Research and Development, Vol. 4, No.5.
- 67- Mikutowski, Mateusz & Kambouris, George D. & Zaremba, Adam (2019), "**A Note on Value Investing in The Uae Stock Market**", Journal of Research in Emerging Markets Jrem, Vol. 1, No. 2.
- 68- Mouamer, Faris M. Abu (2011), "**The Determinants of Capital Structure of Palestine-Listed Companies**", The Journal of Risk Finance, Vol. 12 No. 3.
- 69- Mulyana, Ayu & Zuraida&Saputra, Mulia (2018), "**The Influence Of Liquidity, Profitability And Leverage On Profit Management And Its Impact On Company Value In Manufacturing Company Listed On Indonesia Stock Exchange Year 2011-2015**", International Journal Of Managerial Studies And Research (Ijmsr), Vol. 6, No. 1.
- 70- Mursalim&Hendragunawan & Alamzah, Nur & Sanusi (2015), "**Abdullah, Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value: Study on Manufacturing Company Listed in Indonesian Stock Exchange**", Information Management and Business Review, Vol. 7, No. 2.
- 71- Mwendu, Mutie Juliet & Muturi, Willy & Njeru, Agnes (2020), "**Trade Credit and Performance of Wholesale and Retail Businesses in Kenya**", International Journal of Scientific and Research Publications, Vol. 10, No. 7.

- 72- Myers, C. Stewart (1984), **"The Capital Structure Puzzle"**, The Journal of Finance, Vol. XXXIX, No. 3.
- 73- Nelson, Jon (2007), **"Fair Value Measurements"**, Working Paper, International Accounting Standards Board.
- 74- Nugroho, Mulyanto (2018), **"The Effect of Asset Growth with Profitability and Company's Value (Case Study: Coal Company Was Listed in Bursa Efek Indonesia During 2014-2016 Period)"**, Archives of Business Research, Vol.6, No.10.
- 75- Obrien, Onathan P. (2003), **"The Capital Structure Implications of Pursuing A Strategy of Innovation"**, Strategic Management Journal, Vol.24, No.5.
- 76- Ofori-Sasu, D. & Abor, J., & Mensah, L. (2019), **"Funding Structure and Technical Efficiency"**, International Journal of Managerial Finance, Vol. 4, No. 15.
- 77- Ogbadu, Elijah E. (2009), **"Profitability Through Effective Management of Materials"**, Journal of Economics and International Finance, Vol. 1, No.4.
- 78- Oji, Chijioke Kennedy (2015), **"Bonds: A Viable Alternative for Financing Africa's Development"**, South African Institute of International Affairs, Occasional Paper 211.
- 79- Ozkan, Aydin (2001), **"Determinants Of Capital Structure And Adjustment To Long Run Target: Evidence From Uk Company Panel Data"**, Journal Of Business Finance & Accounting, Vol.28, No.1.
- 80- Pandey, I. M. (2004), **"Capital Structure, Profitability and Market Structure: Evidence from Malaysia"**, Asia Pacific Journal of Economics & Business, Vol.8 No.2.
- 81- Permata, Irma Sari & Alkaf, Fatima Tuzzahara (2020), **"Analysis Of Market Capitalization And Fundamental Factors On Firm Value"**, Journal Of Accounting And Finance Management, Vol.1, No. 1.
- 82- Putri, Vidiyanna Rizal & Rachmawati, Arinie (2017), **"The Effect of Profitability, Dividend Policy, Debt Policy, And Firm Age on Firm Value In The Non-Bank Financial Industry"**, Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika, Vol.10, No.1.
- 83- R., Amanamah & E.K. (2016), **"Owusu, Perception On Fair Value Measurement In Ghana:Evidence From Account Personnel"**, African Journal Of Applied Research (Ajar), Vol.2, No.2.

- 84- Rahman, Ashiqur & Rozsa, Zoltan & Cepel, Martin (2018), "**Trade Credit and Bank Finance – Evidence from The Visegrad Group**", Journal of Competitiveness, Vol. 10, No. 3.
- 85- Rahmantari, Ni Luh Laksmi & Sitiari, Ni Wayan & Dharmanegara, Ida Bagus Agung (2019), "**Effect Of Corporate Social Responsibility On Company Value With Company Size And Profitability As Moderated Variables In Pharmaceutical Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange**", Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Jagaditha, Vol. 6, No. 2.
- 86- Rao, M. S. & Pillai, K. R. (2011), "**Risk and Return Analysis of Commercial Paper**", Asia-Pacific Business Review, Vol. VII, No 4.
- 87- Ross, S. A. (1996), "**The Determination Of Financial Structure , The Incentive-Signaling Approach**" , The Bell Journal Of Economics ,Vol.3, No.5.
- 88- Rostami, Malihe (2015), "**The Effect Of Ownership Structure On Tobin’s Q Ratio**", Journal Of Research In Business, Economics And Management, Vol. 3, No.2.
- 89- Russo, Charles J.& Digabriele, James A. (2018), "**Impact of The Tax Cuts and Jobs Act on The Valuation of S Corporations**", Journal of Forensic & Investigative Accounting, Vol. 10, No. 2.
- 90- Ruth, Ogenche M. & Githui, Thomas & Omurwa, John (2018), "**Effect of Capital Structure on Financial Performance of Consumer Goods Firms Listed in the Nairobi Securities Exchange**", Stratford Peer Reviewed Journals and Book Publishin Journal of Finance and Accounting, Vol.2, No.1.
- 91- Sahrul, M. & Novita, Santi (2020), "**Ownership Structure, Firm Value And Mediating Effect Of Firm Performance**", Jurnal Akuntansi, Vol. Xxiv, No. 02.
- 92- Sardar, Himani (2019), "**Application & Growth of Commercial Paper in India**", Srusti Management Review, Vol. Xii, No. Ii.
- 93- Sartzetakis, Eftichios S. (2019), "**Green Bonds as An Instrument to Finance Low Carbon Transition**", Working Paper 258, Bank of Greece Eurosystem.
- 94- Serrasqueiro, Zélia & Caetano, Ana (2015), "**Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory:Capital Structure Decisions In A Peripheral Region Of Portugal**", Journal Of Business Economics And Management, Vol.16, No.2.

- 95- Shahida, S. & Sapiyi, Saharah (2013), **"Why Do Firms Issue Sukuk Over Bonds? Malaysian Evidence"**, Prosiding Perkem, Vol.iii, No.2.
- 96- Shyam-Sunder, Lakshmi & Myers, Stewart C. (1994), **"Testing Static Trade-Off Against Pecking Order Models Of Capital Strucfijre"**, Working Paper No. 4722, Cambridge.
- 97- Siahaan, Fadjar O.P. (2013), **"The Effect of Good Corporate Governance Mechanism, Leverage, And Firm Size on Firm Value"**, Gstf Journal on Business Review (Gbr), Vol.2, No.4.
- 98- Siahaan, Fadjar O.P. (2013), **"The Effect Of Good Corporate Governance Mechanism, Leverage, And Firm Size On Firm Value"**, Gstf Journal On Business Review (Gbr), Vol.2, No.4.
- 99- Sindani, Mary Nelima Lyani (2018), **"Effects of Accounts Receivable Financing Practices on Growth Of Smes In Kakamega County"**, Kenya, Expert Journal Of Finance, Vol.6, No.1.
- 100- Srinivasan, Shuba & Hanssens, Dominique M. (2009), **"Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions"**, Journal of Marketing Research, Vol. 46, No. 3.
- 101- Sucuahi, William & Cambarihan, Jay Mark (2016), **"Influence of Profitability to The Firm Value of Diversified Companies in The Philippines"**, Accounting and Finance Research, Vol. 5, No. 2.
- 102- Sulastri, Nurlala & Aj, Umar Hamdan & Hanafi, Agustina (2019), **"The Influence Of Investment Decisions And Financing Decisions On Firm Value With Profitability As Intervening Variables (Empirical Study On Companies Listed In Indonesian Sharia Stock Index)"**, International Journal Of Multicultural And Multireligious Understanding (Ijmmu), Vol. 6, No. 2.
- 103- Tahir, Izah Mohd & Razali, Ahmad Rizal (2011), **"The Relationship Between Enterprise Risk Management (Erm) And Firm Value: Evidence From Malaysian Public Listed Companies"**, International Journal Of Economics and Management Sciences, Vol. 1, No. 2.
- 104- Tahu, Gregorius Paulus & Susilo, Dominicius Djoko Budi (2017), **"Effect of Liquidity, Leverage and Profitability to The Firm Value (Dividend Policy as Moderating Variable) In Manufacturing Company of Indonesia Stock Exchange"**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.8, No.18.
- 105- Tetreanova, Libena (2009), **"Mezzanine Finance and Corporate Bonds"**, Finance – Challenges of The Future, Vol.iii, No.9.

- 106- Titman, Sherida & Wessels, Robert (1988), "**The Determinants of Capital Structure Choice**", The Journal of Finance, Vol. Xliii, No. 1.
- 107- Uyar, Ali (2009), "**The Relationship Of Cash Conversion Cycle With Firm Size And Profitability: An Empirical Investigation In Turkey**", International Research Journal Of Finance And Economics, Vol. 2, No. 24.
- 108- Uzutam Isaac, Andrew & Marshal, Iwedi (2020), "**Capital Budgeting And Corporate Financing Decisions Of Selected Quoted Firms In Nigeria**", International Journal Of Innovative Finance And Economics Research, Vol. 1, No.2.
- 109- Vătavu, Sorana (2015), "**The Impact of Capital Structure On Financial Performance In Romanian Listed Companies**", Procedia Economics And Finance, Awest University Of Timisoara, Vol.32, No.16.
- 110- Vo, Xuan Vinh & Ellis, Craig (2017), "**An Empirical Investigation of Capital Structure and Firm Value in Vietnam**", Finance Research Letters, Vol. 22, No. 1.
- 111- Waluyo, Waluyo (2017), "**Firm Size, Firm Age, And Firm Growth on Corporate Social Responsibility in Indonesia: The Case of Real Estate Companies**", European Research Studies Journal, Vol. Xx, No. 4a.
- 112- Yemi, Akinkoye Ebenezer & Seriki, Akinadewo Israel (2018), "**Retained Earnings And Firms' Market Value: Nigeria Experience**", The Business And Management Review, Vol. 9, No. 3.
- 113- Yuliani, Fuadah & Lukluk, Thamrin & Kms Husni (2018), "**The Mediation Effect of Financing Mix on Investment Opportunity Set and Profitability Relationship**", Jurnal Bisnis Dan Manajemen, Vol. 2, No. 1.
- 114- Zhang, Yanlei & Lara, Juan Manuel García & Tribóc, Josep A (2020), "**Unpacking the Black Box of Trade Credit to Socially Responsible Customers**", Journal of Banking and Finance, Vol. 119, No. 105908.
- 115- Zuhroh, Idah (2019), "**The Effects of Liquidity, Firm Size, And Profitability on The Firm Value with Mediating Leverage**", 2nd International Conference on Islamic Economics, Business, And Philanthropy (Iciebp) Theme: "Sustainability and Socio-Economic Growth", Kne Social Sciences.

### **c. Thesis and Dissertation**

- 1- Cheng, Hang (2014), "**Determinants of Capital Structure in Asian Firms: New Evidence on The Role of Firm Level Factors, Industry Characteristics, And Institutions**", PhD, School of Management, University of Leicester.
- 2- Dyraitė, Saulė (2011), "**Kapitalo Struktūros Formavimas Lietuvos Apsirbamosios Gamybos Įmonėse**", Master Thesis, Finansų Ir Apskaitos Katedra, Vilniaus Universiteto.
- 3- Ezeani, Ernest (2019), "**Determinants of Capital Structure and Speed of Adjustment in Nigerian Non-Financial Firms**", Phd, Lancashire School of Business & Enterprise, University of Central Lancashire.
- 4- Gansuwan, Phansamon (2012), "**The Influence of Capital Structure on Firm Performance**", Master Thesis, Umeå School of Business and Economics, Umeå University.
- 5- Gi'tney, Yilmaz (2002), "**Financing Mix of Non-Financial Corporations: Evidence from European Countries**", Ph.D., Department of Economics and Finance, University of Durham.
- 6- Hussain, Hafezali Iqbal (2011), "**Capital Structure and Market Timing in The Uk: Empirical Evidence from Uk Firms**", PhD, Finance, University of Hull.
- 7- Iasonidou, Sofia (2016), "**Determinants of Capital Structure of Swedish Limited Companies**", Master Thesis, Business Administration, Dalarna University.
- 8- Liu, Kai Mun (2004), "**Capital Structure of Firms After an Initial Public Offering (Ipo)**", Phd, Graduate Faculty, University of Georgia.
- 9- Mangwengwende, Tadiwanashe Mukudzeyi (2012), "**International Joint Ventures and Firm Value: An Empirical Study of South African Partner Firms**", Phd, Commerce, Rhodes University.
- 10- Mansour Saleh, Albarrak (2015), "**Determinants of Capital Structure: The Case of Mena Countries**", Phd, School of Management, University of Plymouth.
- 11- Mbahijona, Cleophas (2016), "**An Analysis of The Impact of Capital Structure on The Financial Performance of Firms Listed on The Namibian Stock Exchange**", Master Thesis, Business Administration, University of Namibia.
- 12- Naidu, Wesley (2011), "**The Implications Of Capital Structure Theory And Regulation For South African Banking Institutions**",

- Master Thesis, Faculty Of Economic And Management Sciences, University Of Pretoria.
- 13- Nawi, Hafizah Mat (2015), "**Determinants of Capital Structure in Small and Medium-Sized Enterprises in Malaysia**", PhD, Brunel Business School, Brunel University London.
  - 14- Qian, Xin (2014), "**Security Market Timing and Effects of Credit Rating and Corporate Governance on Capital Structure of Uk Firms**", Phd, College of Social Sciences, University of Birmingham.
  - 15- Rayan, Kuben (2008), "**Financial Leverage and Firm Value**", Master of Business Administration, University of Pretoria.
  - 16- Richards (2018), "**Paul Howard, Pecking Order and Trade-Off Explanations of Capital Structure and The Maturity Structure of Corporate Debt Obligations**", Phd, University of Birmingham.
  - 17- Romão, Rui Miguel Campenhe (2013), "**Será Que as Empresas Portuguesas Seguem a Pecking Order Na Escolha das Alternativas De Financiamento?**", Master of Accounting and Financial Analysis, Instituto Superior De Contabilidade E Administração De Lisboa.
  - 18- Thuy, Nguyen Thu (1975), "**Capital Structure, Strategic Competition, And Governance**", PhD, Erasmus Universiteit Rotterdam.
  - 19- Vallared, Powell (2019), "**The Determinants of Capital Structure – A Quantitative Study on Listed Swedish Companies**", Master Thesis, Hogskolan I Boras, Företagsekonomi.
  - 20- Vanerová, Michaela (2008), "**Strategie Financování Podniku**", Master's Thesis, Faculty of Business and Management, Brno University of Technology.



# الملاحق

**ملحق (1)**  
**الأرباح المحتجزة**

الدرجات	العصرية	بيبيسي	الألبسة	السجاد	الخطاطة	الشركات السنوات
1524979586	58551675	686222545	2158630	378932574	1093768507	2004
390373780	103495295	686222545	379774	281027629	175372250	2005
18167194	103552910	926560905	225001712	239035972	175372250	2006
524210425	80097007	271292711	648955101	237959537	51579568	2007
1706512655	61785131	271292711	467419579	292013789	51252413	2008
173602251	73107672	4206145265	236504181	587243933	51252413	2009
126926976	79102088	3449401874	665883505	688067441	2714714	2010
152040237	94227567	4528829817	361718439	577290193	9666286	2011
345619579	88527626	13670795137	93304926	585134789	11949468	2012
122809789	155605631	13843027450	4231366	635158214	274002	2013
122809789	247741661	19445022589	4231366	737595969	112045479	2014
122809789	236388400	37324756670	4231366	749565623	275007856	2015
122809789	171589968	46316512395	10824710	730738202	137425135	2016
122809789	24676944	58384466356	144833967	959691538	480572838	2017
122809789	24676944	69859921983	65194533	1008488143	958290168	2018
122809789	21307496	86778433838	154895199	1185773471	1109413986	2019

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على بيانات الشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

ملحق (2)

القروض

الدراجات	العصرية	بيبيسي	الألبسة	السجاد	الخيطة	الشركات السنوات
13196205721	15906949	3618721828	38260300	333363668	846476706	2004
9043233318	19376291	23515468002	55652200	653064369	188855407	2005
6634229142	46706301	41810342990	379797432	834079240	171570633	2006
6616929757	50309414	30340306752	571558129	1048695997	237086011	2007
5450940741	78391651	4783300400	1605350140	915877190	583165158	2008
3432176216	77746388	5257203306	475621126	1098902332	279856035	2009
3048038571	981495836	1890537752	6744574441	995287690	351994409	2010
3043172743	1192141947	2144372910	1314997513	1268696343	126423023	2011
2817110696	48486146	3097875529	1131450364	1118743837	123096853	2012
2837097311	187062287	9480413448	1620486165	1471044596	126399991	2013
2754324382	2617609139	4841083542	945202070	1109711840	123367834	2014
2863800823	73938068	5918785709	961773750	799640710	258274499	2015
3338827980	87335732	21001318249	378074440	871657910	405963223	2016
3945889203	74199823	9919684257	462130386	724727324	241270680	2017
4868302834	5236692169	10743865686	1418354372	385693846	514546812	2018
5277832255	172254880	30914084373	6252162816	477998285	375915825	2019

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على بيانات الشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

**ملحق (3)**  
**الأسهم العادية**

الدرجات	العصرية	بيبيسي	الألبسة	السجاد	الخيطة	الشركات السنوات
4,000,000,000	60,000,000	25,000,000,000	3,600,000	500,000,000	100,000,000	2004
5,000,000,000	60,000,000	60,000,000,000	3,600,000	500,000,000	1,800,000,000	2005
5,000,000,000	60,000,000	60,000,000,000	508,049,617	500,000,000	1,800,000,000	2006
5,000,000,000	60,000,000	60,000,000,000	508,049,617	500,000,000	1,800,000,000	2007
5,000,000,000	60,000,000	105,000,000,000	508,049,617	500,000,000	1,800,000,000	2008
5,000,000,000	60,000,000	105,000,000,000	720,000,000	500,000,000	1,800,000,000	2009
5,000,000,000	75,000,000	125,000,000,000	955,999,440	500,000,000	900,000,000	2010
5,000,000,000	75,000,000	125,000,000,000	1,350,005,049	500,000,000	900,000,000	2011
5,000,000,000	90,000,000	133,000,000,000	1,500,000,000	500,000,000	900,000,000	2012
5,000,000,000	135,000,000	133,000,000,000	1,593,300,000	500,000,000	900,000,000	2013
5,000,000,000	180,000,000	133,000,000,000	1,593,300,000	500,000,000	900,000,000	2014
5,000,000,000	180,000,000	133,000,000,000	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2015
5,000,000,000	180,000,000	133,000,000,000	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2016
5,000,000,000	180,000,000	177,333,333,333	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2017
5,000,000,000	180,000,000	177,333,333,333	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2018
5,000,000,000	180,000,000	177,333,333,333	1,593,300,000	500,000,000	1,000,000,000	2019

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على بيانات الشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

**ملحق (4)**  
**مجموع الموجودات**

الشركات السنوات	الدرجات	العصرية	بيبي	الألبسة	السجاد	الخيطة
2004	20841044769	336686709	41643186713	89041100	1644849685	3335914058
2005	16559388044	350341417	91188560971	96227300	2071191991	1832786304
2006	12965188348	381203065	1.10735E+11	836749970	2323410317	1569759273
2007	13684566048	359286176	1.10687E+11	1267917558	2557549421	1760292480
2008	13942108461	372123153	1.14388E+11	2454386265	2524570481	1885504094
2009	10648224990	391579588	1.38504E+11	995050777	2862372312	1441399429
2010	8664004073	1305038791	1.49994E+11	7965003815	2880751054	1132336533
2011	7661967550	6016173766	1.53495E+11	2836864258	3153633467	919071457
2012	7089664769	4913652445	1.73715E+11	2692038607	3053033951	921371874
2013	5811292540	5069523027	1.88537E+11	3230849629	3476773080	1046937518
2014	4570293933	7882453067	1.97193E+11	2736659998	3169695277	1163389097
2015	3382969528	5213414399	2.26907E+11	2713658631	2790375822	1639283379
2016	2706453494	4920506108	2.63577E+11	2137644385	2768262235	1637536995
2017	2405392229	4849833941	3.22214E+11	2363197627	3136204756	1880173733
2018	2314500123	4617243593	3.50256E+11	3467038451	3143394759	2797280280
2019	2263484646	5185038678	4.03529E+11	8490473655	3684382066	2732391503

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على بيانات الشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

ملحق (5)

قيمة الشركة (Y) باللوغاريتم

الشركات	الدرجات	العصرية	بيبيسي	الألبسة	السجاد	الخيطة	السنوات
	10.7	7.78	11.76	7.33	9.55	8.95	2004
	10.21	9.73	11.48	6.94	9.3	9.65	2005
	9.7	9.73	10.76	9.09	9.24	9.21	2006
	9.9	9.73	10.86	8.79	9.19	9.21	2007
	10.01	9.63	11.1	9.2	9.24	9.16	2008
	10.18	9.62	11.12	9.27	9.36	9.3	2009
	10.13	9.62	11.14	9.36	9.38	8.82	2010
	9.98	9.65	11.28	9.94	9.4	8.82	2011
	9.81	9.73	11.3	10.02	9.36	9.51	2012
	9.54	10.02	11.59	10.34	9.33	9.4	2013
	9.5	10.04	11.48	10.13	9.33	9.5	2014
	9.4	10.14	11.52	10.37	9.41	9.62	2015
	9.4	10.1	11.52	10.37	9.41	9.62	2016
	9.55	10.03	11.68	10.32	9.61	9.69	2017
	9.94	10.03	11.8	10.34	9.6	9.6	2018
	10.15	10.26	11.77	10.3	9.65	9.81	2019

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على بيانات الشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

**Abstract:**

The current study seeks to show the impact of the financing structure within the framework of the pecking order theory as an independent variable in enhancing the value of the company as a dependent variable. The study adopted, in its practical aspect, an intentional sample of the industrial sector companies listed in the Iraqi Stock Exchange, which numbered (6) companies, and the study adopted an annual time series represented in sixteen years, which is 2004-2019. The study relied on a set of financial indicators for the financing structure according to the study theory, which are the ratio of retained earnings, ratio loans, and the ratio of ordinary shares. The company's value index, which is the closing price at the end of the year in the number of issued shares. And a set of statistical methods represented by Pearson correlation, simple linear regression, multiple regression, t-test, f-test and coefficient of determination (R<sup>2</sup>), using the statistical program (SPSSV.26). According to the study theory combined in the value of the company to the study sample companies.

**Key words: - financing structure, pecking order theory, firm value.**

Republic of Iraq  
Ministry of Higher Education and Scientific Research  
Karbala University  
College of Administration and Economics /  
Department of Business Administration  
Highet Studies



# **Impact of finance structure within the in firm value framework of pecking order theory**

Analytical study of a sample of industrial companies listed in the Iraqi Stock Exchange for the period (2004-2019)

**A Thesis submitted to**

**the Board of the Faculty of Administration and Economics /University of Karbala**  
which is part of the requirements for obtaining a master's degree in Business  
Administration Sciences

**By**

**Karrar Abbas Hussain AL Sharifi**

**Supervised by**

**Ass. Prof. Dr**

**Hussam Hussein Shiaa Al Salami**

1443 A.H

Karbala

2021 A.D