



Journal of Economics and Administrative Sciences (JEAS)



Available online at <http://jeasiq.uobaghdad.edu.iq>

□ تباين قيمة الشركة في ظل العلاقة بين هيكل التمويل وربحية الأسهم

ساطان أ.م.د. أياد طاهر محمد الجبوري
جامعة بغداد ، كلية الادارة والاقتصاد ، بغداد ،
العراق

avadtaher@gmail.com

الباحث/ فاطمة فيصل كاظم الخالدي
بغداد ، العراق

30047fatima@gmail.com

Received: 19/8/2020

Accepted :9/9/2020

Published : January / 2021

هذا العمل مرخص تحت اتفاقية المشاع الابداعي نسب المُصنّف - غير تجاري - الترخيص العمومي الدولي 4.0

[Attribution-NonCommercial 4.0 International \(CC BY-NC 4.0\)](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)



مستخلص البحث:

يهدف البحث الحالي الى تحديد علاقة تأثير مكونات هيكل التمويل ولاسيما التمويل عن طريق المديونية ، فضلاً عن ربحية السهم الواحد في قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة البحث والتعرف على قوة التأثير المشترك لنسبة التمويل عن طريق المديونية وربحية السهم الواحد في تعظيم القيمة السوقية للشركة والقيمة الحقيقية، فضلاً عن التباين بين هذه العلاقات وبحسب نموذج القيمة الحقيقية للشركات والقيمة السوقية للشركات عينة البحث. ويتمثل مجتمع البحث بسوق العراق للأوراق المالية ، فيما تم اختيار عينة عمدية مشروطة ضمت (10) شركات ، وتم جمع البيانات والمعلومات من خلال التقارير المالية السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية للفترة الزمنية (2014-2018) ، كما اعتمد البحث على مجموعة من أساليب الإحصاء الوصفي (الوسط الحسابي - الانحراف المعياري- النسب المئوية) فضلاً عن مجموعة من أساليب الإحصاء الاستدلالي (معمل ارتباط بيرسون -الانحدار البسيط - الانحدار المتعدد)، عبر الحزمتين الاحصائيتين لبرنامجي (SPSS V.26- AMOS V.25) لمقارنة النتائج المحسوبة واختبار الفرضيات. وقد توصل البحث لمجموعة من النتائج والمتمثلة بعدم وجود تأثير لنسبة المديونية في القيمة السوقية والحقيقية للشركات، فيما وجد تأثير معنوي لنسبة المديونية وربحية السهم في القيمة السوقية للشركات . وتتمثل اهمية البحث بمحدودية الدراسات التي تناولت المتغيرات الثلاثة مجتمعة بشكل تحليلي في سوق العراق للأوراق المالية (هيكل التمويل - ربحية السهم الواحد - قيمة الشركة) وبيان مدى تأثير كل من هيكل التمويل عبر نسبة المديونية، وربحية السهم الواحد على كل من القيمة السوقية والقيمة الحقيقية لاسهم الشركات فضلاً عن تحديد العلاقة بين متغيرات البحث المستقل المتمثلة بهيكل التمويل وربحية السهم الواحد، مع المتغيرات المعتمدة (القيمة الحقيقية للشركات ، والقيمة السوقية).

المصطلحات الرئيسية للبحث: قيمة الشركة - هيكل التمويل - ربحية السهم الواحد.

*البحث مستل من رسالة ماجستير

أولاً : المقدمة

يتمثل الهدف الأساسي للإدارة المالية في خلق قيمة للشركة ، وبناء عليه فان المدير المالي يقوم باتخاذ جملة من القرارات التي من شأنها أن تعظم من القيمة السوقية للأسهم العادية للمساهمين الحاليين كون القرارات الجيدة تساهم في زيادة سعر السهم من خلال تفاعل المستثمرين الايجابي معها ، إذ لا تتعلق القرارات الجيدة بزيادة ربحية السهم الواحد فحسب وانما ايضا بتحديد نسبة التمويل بالمديونية في هيكل التمويل لغرض الاستفادة من مزايا الوفر الضريبي من خلال تقليل المبالغ المدفوعة للجهات الضريبية ، وبالتالي لتنعكس هذه القرارات ليس على سعر السهم في السوق المالي فقط وانما على القيمة الحقيقية للسهم والتي يكون المستثمر على استعداد لدفعها بعد مقارنة هذه القيمة بقيمة السهم في السوق المالي واتخاذ القرار بشراء او بيع او الاحتفاظ بهذه الورقة المالية. إن هذه التوليفة من القرارات دعت الباحثان الى بيان التأثير الذي يتركه كل من نسبة التمويل بالمديونية في هيكل التمويل وربحية السهم الواحد على قيمة الشركة ، لتمثل بذلك نسبة المديونية في هيكل التمويل وربحية السهم الواحد المتغيرات الرئيسية المستقلة ، واختيار قيمة الشركة كمتغير معتمد متمثلا بتحديد سعر السهم في السوق المالي ومقارنته مع قيمته الحقيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وبما أن مقاصد وأهداف الإدارة المالية تتجسد في تعظيم ثروة المالكين وحملة الأسهم ، عبر تعظيم قيمة الشركة وأسهمها في الأسواق المالية، وبما ينعكس ايجاباً في زيادة ثروة المساهمين ، فلا تركز أهدافها في زيادة ربحية السهم الواحد فحسب ، على الرغم من وجود علاقة بين الأرباح وقيمة السهم ، إلا أنه لا يوجد سبب للاعتقاد بأن الاستراتيجيات المتبعة من قبلها وبما يسهم في زيادة ربحية السهم الواحد ، سيما حال تركيزها على زيادة نسبة المديونية في هيكل التمويل بسبب انخفاض كلفة الاقتراض قياساً بمصادر التمويل بالملكية قد تؤدي الى زيادة وتعظيم ثروة المالكين، والارتقاء بقيمة الشركة السوقية . لذا تتجسد مشكلة البحث بالتساؤلات الآتية:

- هل تؤدي زيادة نسبة التمويل بالمديونية في هيكل التمويل الى زيادة قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في الأسواق المالية؟
- هل تؤدي زيادة ربحية السهم الواحد الى زيادة قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟
- ما طبيعة العلاقة التبادلية بين هيكل التمويل وربحية السهم الواحد وقيمة الشركة السوقية؟
- هل يسهم التمويل في المديونية وربحية السهم الواحد في زيادة كلا من قيمة الشركة السوقية والحقيقية ؟ وتأتي أهمية هذا البحث في محاولته مساعدة متخذي القرارات الاستثمارية على زيادة مستوى دقة قراراتهم من خلال تركيز هذه البحث على مجموعة من المتغيرات التي تؤثر في قيمة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. فضلاً عن تشخيص إمكانية توظيف الشركات المبحوثة لنسبة المديونية وربحية السهم الواحد مجتمعين في تعزيز القيمة السوقية والحقيقية للشركات المبحوثة.
- كما يحاول هذا البحث تحقيق مجموعة من الأهداف من خلال النقاط الآتية :
- تحديد أهمية التمويل عن طريق المديونية وربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للشركات المبحوثة.
- يسعى الباحث للوصول الى نتائج احصائية تعكس بشكل واضح تأثير مكونات هيكل التمويل ولاسيما التمويل عن طريق المديونية، فضلاً عن ربحية السهم الواحد على قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة البحث .
- التعرف على قوة التأثير المشترك لنسبة المديونية وربحية السهم الواحد في تعظيم القيمة السوقية للشركة والقيمة الحقيقية، فضلاً عن التباين بين هذه العلاقات بحسب النماذج الموظف من قبلها.

فرضيات البحث

1. الفرضية الرئيسية الأولى

H0: لا تؤثر نسبة المديونية في القيمة السوقية للشركات.

H1: تؤثر نسبة المديونية في القيمة السوقية للشركات.

2. الفرضية الرئيسية الثانية

H0: لا تؤثر نسبة المديونية في القيمة الحقيقية للشركات

H1: تؤثر نسبة المديونية في القيمة الحقيقية للشركات

3. الفرضية الرئيسية الثالثة

H0: لا تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات.

H1: تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات.

5. الفرضية الرئيسية الرابعة
H0: لا تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات
H1: تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات
7. الفرضية الرئيسية الخامسة
H0: لا توجد علاقة ارتباط بين نسبة مديونية الشركات مع ربحية السهم الواحد.
H1: توجد علاقة ارتباط بين نسبة مديونية الشركات مع ربحية السهم الواحد.
8. الفرضية الرئيسية السادسة
H0: لا تؤثر نسبة مديونية الشركات و ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات.
H1: تؤثر نسبة مديونية الشركات و ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات.
9. الفرضية الرئيسية السابعة
H0: لا تؤثر نسبة مديونية الشركات و ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات
H1: تؤثر نسبة مديونية الشركات و ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات

مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث بسوق العراق للأوراق المالية ، فيما ضمت عينة البحث (10) شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تم اختيارها وق معايير محددة تلبي متطلبات البحث وذلك للفترة الزمنية (2014-2018).

الجدول (1) مجتمع البحث

| ت | القطاع | الشركة | الرمز المختصر | سنة التأسيس | رأس المال التأسيسي | تاريخ الإدراج في السوق المالي |
|----|------------------|---|---------------|-------------|--------------------|-------------------------------|
| 1 | الخدمات | المعمورة للاستثمارات العقارية | عقار | 1993/01/19 | 75000000 | 2004/06/15 |
| 2 | | بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية | ركاب | 1987/07/27 | 10000000 | 2004/07/08 |
| 3 | الصناعة | الخطاطة الحديثة | مسك | 1989/02/14 | 6000000 | 2004/07/08 |
| 4 | | العراقية للسجاد والمفروشات | سجاد | 1989/05/10 | 5000000 | 2004/07/25 |
| 5 | | بغداد للمشروبات الغازية | ببيسي | 1989/07/18 | 70000000 | 2004/06/15 |
| 6 | الفنادق والسياحة | فندق بابل | بابل | 1990/04/10 | 45000000 | 2004/09/04 |
| 7 | | فندق بغداد | بغتيال | 1989/08/01 | 20000000 | 2004/07/08 |
| 8 | الزراعة | الوطنية للاستثمارات السياحية والمشاريع العقارية | سياحة | 1978/05/08 | 40000000 | 2004/07/08 |
| 9 | | الشرق الأوسط لانتاج وتسويق الأسماك | اوسماك | 1994/08/09 | 236000000 | 2004/08/03 |
| 10 | | العراقية لانتاج وتسويق اللحوم والمحاصيل الحقلية | لحوم | 1987/06/13 | 40000000 | 2005/08/03 |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على المعلومات المنشورة في دليل الشركات لسوق العراق للأوراق المالية (2018).

المؤشرات المالية والأساليب الإحصائية
المؤشرات المالية:

أ. نسبة المديونية: $\frac{\text{اجمالي المطلوبات}}{\text{اجمالي الموجودات}}$

ب. المعدل الموزون لكلف التمويل:

$$WACC = d (1-T) D\% + eE\%$$

إذ أن :

$WACC =$ المعدل الموزون لكلف التمويل ، $d =$ تكلفة المديونية قبل الضريبة ، $T =$ معدل الضريبة ، $D =$ نسبة القروض الى اجمالي تمويل الشركة = $e =$ تكلفة حق الملكية ، $E =$ نسبة حق الملكية من اجمالي تمويل الشركة.

ج. معدل العائد المطلوب :

$$R_i = R_F + \beta_i (R_M - R_F)$$

إذ أن :

$R_i =$ معدل العائد على الموجودات ، $R_F =$ معدل العائد الخالي من المخاطرة ، $R_M =$ معدل العائد على محفظة السوق ،

$(R_M - R_F) =$ علاوة مخاطرة السوق ، $\beta_i =$ مخاطرة الشركة النظامية غير القابلة للتنوع .

د. ربحية السهم الواحد : $\frac{\text{صافي الدخل}}{\text{عدد الاسهم المصدرة}}$

هـ. قيمة السوقية للسهم : والمتمثل بسعر السهم في نهاية الفترة.

و. القيمة الحقيقية للسهم : $\frac{\text{ربحية السهم الواحد}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$

الأساليب الإحصائية : تم الاعتماد على مجموعة من أساليب الإحصاء الوصفي (الوسط الحسابي - الانحراف المعياري- النسب المئوية) فضلاً عن مجموعة من أساليب الإحصاء الاستدلالي (معمل ارتباط بيرسون - الانحدار البسيط - الانحدار المتعدد) ، عبر الحزمتين الإحصائيتين لبرنامجي (SPSS V.26- AMOS V.25) لمقارنة النتائج المحسوبة واختبار الفرضيات.

ثانياً : مراجعة الأدبيات

1-الدراسات السابقة

تعدّ الدراسات السابقة من المرتكزات الأساسية التي تثري البحث وتعد نقطة الإنطلاق الأولى للبحث الحالي وللبحوث اللاحقة ، وقد تم تصنيف هذه الدراسات وفقاً للتسلسل الزمني.

أ دراسة (Sivathaasan & Rathika, 2013) عنوان الدراسة (هيكل رأس المال وربحية السهم: دراسة عن مؤسسات مالية مختارة مدرجة في سوق كولومبو للأوراق المالية (CSE) في سريلانكا Capital Structure and EPS: A study on Selected Financial Institutions Listed on Colombo Stock Exchange in Sri Lanka)

تمثلت مشكلة الدراسة بمجموعة من التساؤلات فيما إذا كان هناك علاقة بين هيكل رأس المال وربحية السهم للمؤسسات المالية المدرجة في بورصة كولومبو وما هو تأثير التغييرات في هيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركة، لذا فقد هدفت هذه الدراسة الى توضيح العلاقة بين هيكل رأس المال وربحية السهم للمؤسسات المالية عينة الدراسة وتحديد كيفية تأثير التغييرات في هيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق كولومبو للأوراق المالية إذ شملت عينة البحث (10) عشر شركات تنتمي للقطاع المالي وذلك للفترة الممتدة بين عام (2006 - 2010) ، وتم الاعتماد على مجموعة من النسب المالية كنسبة المطلوبات طويلة الأجل الى اجمالي الموجودات وربحية السهم (EPS) ، فضلاً عن الاساليب الاحصائية كنموذج الانحدار المتعدد، اختبار T - ، وتم التوصل الى مجموعة من الاستنتاجات كان أهمها: عدم وجود ارتباط لهيكل راس المال مع ربحية السهم.

ب. دراسة (Barakat,2014) عنوان الدراسة (تأثير الهيكل المالي والرافعة المالية والربحية على قيمة أسهم الشركات الصناعية The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value)

تحورت مشكلة هذه الدراسة بمدى مطابقة هيكل رأس مال الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية مع القيمة السوقية لأسهمها ،وما هي درجة تأثير الرافعة المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات عينة البحث، فضلاً عن تحديد مدى تأثير ربحية الشركات على القيمة السوقية لأسهمها. لذا فقد هدفت هذه الدراسة الى دراسة تأثير الهيكل المالي والرافعة المالية والربحية على قيمة الشركة الصناعية كتحليل استراتيجي طويل الأجل يساعد المحلل في التنبؤ بقيمة الشركة المستقبلية في ضوء المتغيرات المذكورة بالإضافة إلى تحليل البيئة الخارجية. وتمثل مجتمع البحث بالسوق المالي السعودي أما عينة البحث فكانت (8)

شركات من شركات القطاع الصناعي وذلك للفترة الممتدة بين عامي (2009-2012). وتم الاعتماد على نسبة المديونية، معدل العائد على حق الملكية (ROE) كمؤشرات مالية، بينما شملت الاساليب الاحصائية كل من الوسط الحسابي ومعامل ارتباط بيرسون وتحليل الانحدار البسيط والمتعدد . وتم التوصل الى مجموعة من الاستنتاجات كان من اهمها وجود علاقة ايجابية بين كل من الهيكل المالي والعائد على حق الملكية وبين القيمة السوقية للسهم، فيما كان هناك علاقة ضعيفة وعكسية بين الرافعة المالية وقيمة الاسهم ، وتم الاستفادة من هذه الدراسة من خلال الاطلاع على الاساليب المالية والاحصائية المستخدمة للمساعدة في اختيار الاساليب التي تساهم في تحقيق اهداف البحث الحالي .

ج. دراسة (Kodongo et al., 2014) عنوان الدراسة (هيكل رأس المال والربحية وقيمة الشركة: أدلة لمجموعة من الشركات المدرجة في كينيا *Capital structure, Profitability and Firm value: panel evidence of listed firms in Kenya.*)

هدفت هذه الدراسة الى تحديد ما إذا كان هناك ارتباط واضح بين اختيار هيكل رأس المال وأداء الشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية من خلال قياس الربحية وقيمة الشركة، وذلك من خلال تساؤل مثل مشكلة الدراسة: هل يرتبط تمويل المديونية بسوء أداء الشركة في كينيا؟ ، وكان مجتمع الدراسة متمثل بسوق نيروبي للأوراق المالية في كينيا، وكانت عينة البحث (29) شركة تنتمي الى مختلف القطاعات باستثناء قطاع المصارف والتأمين وذلك للفترة الممتدة بين عام (2002- 2011). وشملت المؤشرات المالية في هذه الدراسة كل من نسبة المديونية ونسبة القروض طويلة الاجل الى اجمالي حقوق الملكية ونسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية فضلا عن العائد على حق الملكية (ROE)، العائد على الموجودات (ROA). كما تم استخدام كل اختبار t ، اختبار F ، معامل التحديد (R^2) واحصائية دوربين واتسون كأساليب احصائية ، وقد تم استنتاج أن الرافعة المالية تؤثر بشكل قوي وعكسي في ربحية الشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية في كينيا، كما إن الرافعة المالية ليس لها تأثير على قيمة الشركة، وتكم اهمية هذه الدراسة في تحديدها لمجموعة من المتغيرات الهامة التي تساهم في تحديد ربحية الشركات الى جانب الهيكل المالي مثل: الموجودات الملموسة ونمو المبيعات وحجم الشركة .

د. دراسة (Putra & Sedana, 2019) عنوان الدراسة (هيكل رأس المال كمتغير وسيط : الربحية والسيولة على قيمة الشركة في الشركات العقارية في بورصة إندونيسيا *Capital Structure as A Mediation Variable: Profitability and Liquidity on Company Value in Real Estate Companies in Indonesia Stock Exchange*)

إن هذه الدراسة هدفت إلى تحديد أثر كل من المتغيرات الثلاث : الربحية والسيولة وهيكل رأس المال على قيمة الشركات العقارية عينة البحث المدرجة في بورصة اندونيسيا ، وذلك للإجابة على مشكلة الدراسة المتمثل بالتساؤل الاساسي : هل تؤثر السيولة والربحية بالإضافة الى هيكل رأس المال على قيمة الشركة ، وذلك من خلال اعتماد الشركات المدرجة في بورصة أندونيسيا كمجتمع للبحث اما العينة فشملت (26) شركة عقارية للفترة الممتدة بين عام (2013-2017) وتم استخدام كل من العائد على الملكية (ROE)، نسبة التداول ، نسبة المطلوبات الى حقوق الملكية ، القيمة السوقية للسهم مقسوما على القيمة الدفترية للسهم (PBV) كمؤشرات مالية ، وتم التوصل الى أن ان المتغيرات الثلاث :: الربحية والسيولة وهيكل رأس المال لها تأثير مهم وايجابي على قيمة الشركات عينة الدراسة

2-هيكل التمويل

أ- مفهوم هيكل التمويل: يعد التمويل إحدى الوظائف الأساسية للإدارة المالية في الشركات ، إذ يتمثل بتحديد مصادر وحجم الأموال التي تحتاجها الشركة لاستثماراتها وعملياتها (Brealey et al, 2018:6). ويشير مبدأ التمويل على أنه ينبغي على المدير المالي أن يعمل على توفير الأموال في الوقت المناسب وبأقل كلفة ممكنة واستثمارها في المجالات الأكثر فائدة للشركة (Baker & Powell, 2005 : 7) . كما ويتعلق قرار التمويل باختيار هيكل التمويل الأمثل للشركة من خلال تحديد المزيج المناسب من تمويل الملكية وتمويل المديونية الذي يجعل كلف التمويل في حدها الأدنى لتتاح للشركة فرص استثمارية رابحة أكثر فتمنو الارتفاع وتزداد قيمتها (Mackay & Phillips, 2005: 1433). ويضم هيكل تمويل الشركات مزيج من جميع مصادر التمويل التي تظهر في جانب المطلوبات وحقوق الملكية من الميزانية العمومية (Keown et al, 2014:394). ليشمل بذلك كلا من التمويل المقترض قصير الأجل وطويل الأجل ، والتمويل الممتلك بما يتضمنه من الأسهم العادية والارباح المحتجزة ، ليقاس هيكل التمويل نمط التمويل الكلي الذي يقاس مدى توفر إجمالي الأموال لتمويل إجمالي استثمارات الشركة و المتمثلة بالموجودات (Paramasivan & Subramanian, 2009:48) -

ب- أهم العوامل المؤثرة في هيكل التمويل:

(1) **الضرائب:** تعد الضرائب أحد العوامل الأساسية في جميع قرارات الإدارة المالية من تمويل واستثمار وتوزيعات الأرباح فضلاً إلى الجانب التشغيلي ، فالشركات التي يخضع دخلها لمعدل ضريبة مرتفع تميل بصورة أكثر إلى التمويل عن طريق المديونية وذلك للاستفادة من الوفورات الضريبية التي تقلل من المبلغ المدفوع للجهات الضريبية بعد خصم فوائد القروض كمصاريف من الدخل الخاضع للضريبة (Huang & song,2006:18). إن استراتيجية زيادة نسبة المديونية في هيكل راس المال يعظم من قيمة الشركة عن طريق تقليل مدفوعات الضرائب وزيادة التدفق النقدي (Barclay&Smith,1999:10).

(2) **أنواع الموجودات:** تعد الموجودات الملموسة ضمان حقيقي لحقوق الدائنين بفضل قابلية هذه الموجودات على التسييل في حالة الإفلاس مما يشكل إشارة إيجابية للدائنين الذين يمكنهم طلب بيع هذه الموجودات في حالة التخلف عن السداد (Drobtetz et al,2013: 53). وذلك بخلاف الشركات ذات النسبة الكبيرة من الموجودات غير الملموسة والتي تضم عناصر مثل الشهرة والخبرة والمعرفة والتي لا تظهر في الميزانية العمومية فانها تواجه صعوبات في الحصول على قروض وتميل إلى أن تتأثر سلباً بتكاليف العسر المالي مما يؤدي إلى زيادة اعتمادها على التمويل عن طريق الملكية بشكل أكبر (Baker & Powell,2005: 396).

(3) **الربحية:** تمثل الربحية مؤشراً على الكفاءة الإدارية للشركة من خلال قدرتها على توليد الأرباح من المبيعات فضلاً عن قدرتها على الاستثمار في موجوداتها بهدف زيادة المبيعات ، فكلما تمكنت الشركة من تخفيض تكاليفها سواءً كانت تكلفة المبيعات أو المصاريف العامة والإدارية ساهم ذلك بشكل إيجابي في زيادة الربحية (Barakat,2014:57). وتعد الربحية نقطة اختلاف وجدل كبيرة بين نظريات التمويل ، إذ تفترض نظرية المبادلة (Trade-off theory) انه كلما ارتفعت ربحية الشركة كلما كان ذلك دافعا أكبر للشركة للتمويل عن طريق المديونية وذلك بغرض الاستفادة من الوفورات الضريبية الناتجة عن استبعاد كلف القروض (الفوائد) من الدخل الخاضع للضريبة (Fisseha,2010:7). في حين تفترض نظرية الالتقاط وجود علاقة عكسية بين كل من الرافعة المالية والربحية ، إذ تلجأ الشركات التي تحقق أرباح عالية إلى التمويل بالمديونية بشكل أقل مقارنة مع الشركات ذات الربحية الأقل والسبب يعزى لعدم حاجتها إلى التمويل من مصادر خارجية على العكس من الشركات ذات الأرباح المنخفضة التي تلجأ للتمويل بالمديونية بسبب عدم إمكانية احتجاز الأرباح والاعتماد عليها كمصدر تمويل داخلي للاستثمار في الموجودات (Brealey et al ,2018: 489): (Ross et al, 2013:546).

ج- كلفة التمويل: كلفة التمويل هي الكلفة الكلية للتمويل التي تتكون من المزيج أو التركيب الذي يشكل هيكل التمويل ويضم كل من عناصر التمويل بالملكية وعناصر التمويل بالمديونية ، ويتمثل التمويل بالملكية بالاموال التي يتم الحصول عليها من مصادر تمتلكها الشركة وتشمل كل من :

(1) **الأسهم الممتازة:** تعد الأسهم الممتازة مصدر تمويل طويل الأجل هجين (Hybrid) يقوم بالجمع ما بين كل من صفات السندات وصفات الاسهم العادية ، إذ ان للسهم الممتاز كما السندات قيمة اسمية ودفعات دورية ثابتة من الأرباح تدفع لحملة الاسهم الممتازة قبل دفع ارباح حملة الاسهم العادية، وفي نفس الوقت تعد الاسهم الممتازة جزء من حقوق ملكية الشركة إذ ان توزيعات أرباح الاسهم الممتازة ليست معفاة من الضرائب (Brigham & Ebrhardt: 2008: 297). ويتم احتساب كلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة الآتية (Ross & etal,2016:412):

$$R_p = \frac{c}{PV} \quad (1)$$

اذ أن $RP =$ كلفة الأسهم الممتازة. $c =$ الأرباح الموزعة لحملة الأسهم الممتازة. $PV =$ القيمة الحالية لسعر السهم الممتاز

(2) **الأسهم العادية:** يعد التمويل بالأسهم العادية والذي يعرف بالأسهم الشائعة الاستخدام أحد مصادر التمويل الرئيسية عند تأسيس الشركات واحد أنواع التمويل الخارجي طويل الأجل والذي يمثل حصة في ملكية الشركة (Foerster,2015:4). إذ يتوقع حملة الاسهم الممتازة قبل دفع ارباح حملة الاسهم العادية، وفي نفس الوقت تعد الاسهم الممتازة جزء من حقوق ملكية الشركة إذ ان توزيعات أرباح الاسهم الممتازة ليست معفاة من الضرائب (Gitman,2002,6). ويتم تحديد كلفة التمويل بالأسهم العادية وفقاً لتموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وفق المعادلة الآتية (Crundwell, 2008: 355):

$$R_i = R_F + \beta_i (R_M - R_F) \quad (2)$$

اذ أن $R_i =$ معدل العائد على الموجودات، $R_F =$ معدل العائد الخالي من المخاطرة، $R_M =$ معدل العائد على محفظة السوق، $\beta_i =$ مخاطرة الشركة النظامية غير القابلة للتنوع .

(3) الأرباح المحتجزة: تعد الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل الشركات وتتمثل بالأرباح التي تحتفظ بها الشركة بدلاً من توزيعها على حملة الاسم العادية على شكل أرباح (Atrill,2017:279). فبعد ان تقوم الشركة بتسديد كلفة المديونية وكلفة الأسهم الممتازة ، تقوم باتخاذ القرار المتعلق بالأرباح الصافية المتبقية لحملة الاسهم العادية ، وذلك إما بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين العاديين على شكل مقسوم أرباح أو القيام باحتجاز هذه الأرباح بهدف إعادة استثمارها (Houston,2019:364 Brigham &). لتساوى بذلك كلفة الأرباح المحتجزة مع كلفة الاسهم العادية وذلك لان المستثمر يطلب ذات معدل العائد المطلوب من الاستثمار في الاسهم العادية (Gitman & Zutter,2014:357).

في حين تتمثل مصادر التمويل عن طريق بالمديونية بمجموع القروض التي تحصل عليها الشركة من خارج الشركة والتي يتوجب عليها الوفاء بها وفق موعيد استحقاقها وتضم كل من :

(1) القروض طويلة الأجل: تمثل القروض الطويلة الأجل مجموع الأموال التي تقوم الشركة بالوفاء بها في لفترة تستغرق أكثر من سنة (Keown etal,2013:394). وتقيس كلفة القروض الطويلة الاجل معدل العائد الذي يتوجب على الشركة تسديده والمرتبط بالأموال الجديدة التي تم الحصول عليها من خلال اقتراض طويل الأجل (Brigham&Houston,2019:361). وعلى العكس من توزيعات الأرباح التي يتم دفعها لحملة الاسهم العادية فإن الفائدة التي يتم دفعها على القروض يتم طرحها من إيرادات الشركة قبل حساب الضريبة وبهذا فإن الوفورات الضريبية تقلل من الدخل الخاضع للضريبة مما يساهم في تعظيم قيمة الشركة وثروة المساهمين ويتم احتساب كلفة القروض الطويلة الأجل بعد الضرائب وفقاً للمعادلة الآتية (Berk etal ,2012 :387) :

$$r_e = r_d (1 - T_c) \quad (3)$$

إذ أن : r_e = كلفة القروض بعد الضريبة، r_d = كلفة القروض قبل الضريبة، T_c = معدل ضريبة الشركة

(2) القروض قصيرة الأجل: تمثل القروض القصيرة الأجل مجموعة الأموال التي تحصل عليها الشركة والتي يتوجب عليها ردها خلال فترة زمنية لا تتعدى السنة الواحدة (Léon,2019:2). ومع ان بعض الشركات تقوم باستبعاد كلفة القروض قصيرة الأجل عند احتساب كلفة التمويل وذلك لكون اغلب هذه القروض هي قروض مؤقتة موسمية (Brealey & Myers,2003:528). الا ان القروض قصيرة الأجل تعد مصدراً مهماً للتمويل وذلك يرجع الى عدة مميزات تتعلق بانخفاض كلفة القروض قصيرة الاجل مقارنة بالقروض طويلة الاجل، فضلاً عن امكانية التفاوض عليها بشكل أسرع من القروض طويلة الأجل، اذ تتطلب القروض طويلة الاجل من المقرضين إجراء فحص مالي شاملاً بالإضافة الى وجوب توضيح اتفاقية القرض بشكل مفصل وذلك لامكانية الظهور الكثير من المستجدات خلال فترة القرض التي قد تمتد من (10) إلى (20) سنة، ومما يميز القروض قصيرة الاجل أيضاً هو توفيرها لمرونة أكبر في تغيير عقد الدين مقارنة بالقروض طويلة الاجل وخاصة في فترات ارتفاع أسعار الفائدة بشكل غير طبيعي ويتم احتساب كلفة القروض القصير الاجل من خلال قسمة مجموع فوائد القروض قصيرة الأجل التي تظهر في كشف الدخل على مجموع القروض قصيرة الاجل التي تقع في الميزانية العمومية للشركة (Brigham& Houston,2019 :558).

(3) السندات: تعد السندات من الأدوات المالية طويلة الأجل والتي تستخدم من قبل الشركات والحكومات وذلك بهدف جمع كميات كبيرة من الأموال (Van horn & Weachwicz ,2009 :75). وهي أداة مديونية طويلة الأجل تمنح حاملها الحق في الحصول عند تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للسند بالإضافة الى معدل فائدة دورية تكون على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند (Welch,2009:14). وتتمثل تكلفة السندات بمعدل الفائدة التي يدفعه مصدر السند، والذي يتكون من قسمين، الأول: معدل العائد الخالي من المخاطرة والمتمثل بمعدل فائدة السندات الحكومية ذات تواريخ الاستحقاق ذاته ، والقسم الثاني يتمثل بعلاوة مخاطرة السندات والناجمة عن تقلب معدل الفائدة (Gitman & Zutter,2012 : 233). ويتم احتساب السندات وذلك وفقاً للمعادلة الآتية (Shim& Siegel , 2007:282) :

$$K_i = \frac{I + (m - v)/n}{(m + v)/2} \quad (4)$$

إذ أن : K_i = كلفة السند، I = معدل الفائدة السنوي على السند، m = قيمة السند الاسمية، v = صافي العائدات من بيع السند، n = عدد سنوات استحقاق السند

كما ويمثل المعدل الموزون لكلفة التمويل متوسط التكلفة المستقبلية لرأس المال ، والتي يتم حسابها من خلال ترجيح تكلفة كل نوع محدد من رأس المال حسب نسبته في هيكل رأس مال الشركة (Gitman & Zutter,2012:369). وذلك وفق المعادلة الرياضية الآتية (Brigham&Houston,2019:360):

$$WACC = (w_d * r_d) + (w_p * r_p) + (w_c * r_s) \quad (5)$$

إذ أن : $wacc =$ المعدل الموزون لكلفة رأس المال ، $r_d =$ كلفة التمويل المقترض ، $r_p =$ كلفة الأسهم الممتازة ، $r_s =$ كلفة الاسهم العادية، $w_i =$ الوزن النسبي للقروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال ، $w_p =$ الوزن النسبي للأسهم الممتازة في هيكل رأس المال ، $w_c =$ الوزن النسبي للأسهم العادية في هيكل رأس المال

3- ربحية السهم الواحد

فإن ربحية السهم الواحد (EPS) يعد رقم في غاية الأهمية في عالم الاستثمارات في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية ، إذ يشار إليه عادةً عند إصدار تقديرات الأرباح، كما يتم من خلاله تصنيف الشركات إلى تلك التي قد تمكنت أو فشلت في تجاوز تقديرات الأرباح (Pyles,2014:51). كما أن التقلبات في ربحية السهم الواحد مع مرور الوقت يعد مؤشر مهم لتقييم الاستثمارات لأسهم الشركات ، وبالرغم من أن مقارنة ربحية السهم الواحد لشركة ما مع ربحية السهم الواحد لشركة أخرى تعد غير ذي أهمية وذلك بسبب الاختلاف في هيكل رأس المال لتلك الشركات واختلاف المخاطر التي تتعرض لها ، إلا أن مراقبة التغييرات في ربحية السهم الواحد لشركة ما تعتبر ذات أهمية وذلك في حال مقارنتها مع الشركات الأخرى التي تنتمي للقطاع ذاته (Atrill,2007:245). ويتم احتساب ربحية السهم الواحد من خلال قسمة صافي الدخل على عدد الأسهم العادية المصدرة (Ross et al,2016:49). وقد واجهت ربحية السهم الواحد العديد من الانتقادات كونها ترتبط بشكل اساسي بعدد أسهم الشركة وليس على الشركة ككل ، إذ انه ومع وجود هيكل مالي واحد تختلف ربحية السهم مع اختلاف عدد الاسهم (Welch, 2009 : 598). كما ويتم الاعتقاد بمجموعة من المفاهيم الخاطئة المتعلقة بربحية السهم الواحد ، والتي يمكن تصنيفها وفق الآتي (Quiry,2018:498):

- 1) على الرغم من المزايا والمعلومات المفيدة التي تنقلها لنا ربحية السهم الواحد (EPS) ، إلا أنها تعد في الأساس من النسب ذات الطبيعة المحاسبية التي تتجاهل المخاطرة ، والتي يتم استخدامها بشكل منهجي كمعايير تحليلية لجميع القرارات المالية بما فيها قرارات مجلس الإدارة.
- 2) الاعتقاد بأن البيانات المحاسبية تؤثر على قيمة الشركة : إذ أن تغيير طرق المحاسبة المتعلقة بالمخزون أو الاندثار أو حتى السمعة والشهرة لن يساهم في تعظيم قيمة الشركة حتى وإن أحدثت تغيير في ربحية السهم الواحد .
- 3) الاعتقاد بأن القرارات المالية التي ينتج عنها زيادة في ربحية السهم الواحد تساهم في تعظيم قيمة الشركة ، إذ لا يمكن الاعتماد ببساطة على تحسين هذه النسبة من أجل تعظيم قيمة الشركة حتى وإن كانت هذه النسبة مرتبطة بمعامل القيمة أو معدل العائد المطلوب .

4- قيمة الشركة

أمفهوم القيمة: يتمثل الهدف الأساسي للشركة في خلق قيمة لأصحابها أي تعظيم ثروة المساهمين ، وبناء عليه فإن المدير المالي يقوم باتخاذ القرارات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية للمساهمين الحاليين ، إذ أن جميع القرارات المالية تؤثر في النهاية على سعر سهم الشركة ، لتساهم بذلك القرارات الجيدة في زيادة سعر السهم من خلال تفاعل المستثمرين معها ، بينما تؤدي قرارات توزيع الأرباح وضعف الاستثمار إلى انخفاض في القيمة الاجمالية لسهم الشركة (keown et al ,2014 :3). وتعد القيمة السوقية من أهم القيم التي تكون محط اهتمام ومتابعة المستثمر ، والتي لا تظهر في بنود البيانات المالية للشركة وإنما يتم الحصول عليها من خلال ضرب سعر اغلاق السهم في الاسواق المالية في عدد اسهم للشركة (ross et al ,2013:406). وذلك على عكس القيمة الدفترية (Book value) أو ما يطلق عليها بالقيمة التاريخية، والتي تعكسها البيانات المالية لموجودات ومطلوبات الشركة ، والتي تمثل المبلغ الذي دفعه المستثمرون مقابل السهم (Brigham & Houston ,2019:84). إن الأهمية التي تنالها القيمة السوقية من قبل المحللين الماليين والمستثمرين وغيرها من الاطراف وتأثيرها الكبير على العديد من القرارات التي تعتمد عليها ، يجب ان لا يحول دون الاهتمام وحساب القيمة الحقيقية (Real value) او الجوهرية (Intrinsic value) للموجود أو الأوراق المالية ، والتي يطلق عليها ايضا القيمة العادلة (Fair Value) ، والتي تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للأوراق المالية والتي يكون المستثمر على استعداد لدفعها وذلك بالنظر الى كل مبلغ وتوقيت ومخاطر هذه التدفقات النقدية المستقبلية ، فبعد ان يقدّر المستثمر القيمة الحقيقية للأوراق المالية ، يقوم بمقارنة هذه القيمة بقيمتها السوقية ، فإذا ما كانت القيمة الجوهرية أكبر من القيمة السوقية فتكون الأوراق المالية مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ، أما إذا كانت القيمة السوقية أكبر من قيمتها

الجوهريه او الحقيقية فان الورقة المالية مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية ، وبناء على هذه المقارنة يتخذ المستثمر قراره بشراء او بيع الورقة المالية او حتى الاحتفاظ بها (keown et al ,2014 :226).

ب-أهم نظريات هيكل التمويل المؤثرة في قيمة الشركة: كانت العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة الشركة الحقيقية وعلى مدى فترات زمنية مختلفة موضوع نقاش كبير في الأدبيات ، فانقسمت آراء علماء الإدارة المالية حول علاقة الهيكل المالي من ناحية صياغته واحتساب كلفته ومدى ارتباطه بقيمة الشركة ، فأيدت بعض الآراء هذه العلاقة بينما نفتها آراء أخرى ، ليرى البعض بوجود هيكل مالي أمثل يعظم قيمة الشركة بينما فصل الفريق الآخر بين الهيكل المالي وقيمة الشركة.

(1) مدخل صافي الربح: قدم هذه النظرية (David Durand,1952) وذلك لتقدير العائد المطلوب في المستقبل بالاعتماد على كل من كشف الدخل و الميزانية العمومية ، ليطلق على هذا المدخل مسمى العائد المطلوب (required return) ، إذ اقترح (Durand) أنه يمكن زيادة قيمة الشركة عن طريق خفض التكلفة الإجمالية للتمويل ، حيث تدعم النظرية حقيقة أن استخدام الديون سيؤثر إيجابيا على قيمة الشركة إلى أجل غير مسمى. الأمر الذي يجعل من الكلفة الإجمالية للتمويل أو المتوسط المرجح لكلفة التمويل يمكن زيادته أو تخفيضه من خلال التغييرات في المزيج المالي أو هيكل تمويل الشركة (Gabriel & Nneji,2015:70).

(2) نظرية مودكلياني وميلر: قدم الاقتصاديان الماليان الحائزان على جائزة نوبل: فرانكو مودكلياني وميرتون ميلر (MM) نظرية تعتبر نقطة الانطلاق لنظريات هيكل التمويل الحديثة، (De Luca,2018:262-263) . إذ رفض كل من مودكلياني وميلر (M&M) في نظريتهما: "كلفة رأس المال وتمويل الشركات ونظرية الاستثمار" (1958) اعتقاد المفكرين التقليديين في وجود هيكل مالي أمثل تنخفض فيه كلفة الأموال لتصل قيمة الشركة فيه إلى أقصاها ، وأكدا على أن كل من كلفة رأس المال وقيمة الشركة لا تتغيران مع تغير هيكلها المالي ، ليتفقا بذلك مع مدخل صافي الدخل التشغيلي ويختلفا مدخل صافي الدخل لتكون بذلك قيمة الشركة المرفوعة في ظل هذه النظرية مساوية لقيمة الشركة غير المرفوعة، حيث قام كل من MM بتحليل أهمية هيكلها المالي في سياق مجموعة مقيدة للغاية من الافتراضات حول العالم الذي تعمل فيه الشركات (Keown& etal,2018:396). وقد تضمنت هذه النظرية مقترحين اثنين نص المقترح الأو على ان: القيمة السوقية لأي شركة مستقلة عن هيكلها المالي ، ان قيمة الشركة تتحد برسمة العائد المتوقع المتمثل في معدل العائد على الاستثمار في السهم العادي لشركة تنتمي لذات فئة المخاطر لكنها تعتمد على التمويل بالملكية فقط (Modigliani & Miller, 1958:268-269). في حين نص المقترح الثاني على ان : إذ أكد هذا المقترح على أن معدل العائد المتوقع من قبل المساهمين لشركة ذات تمويل مختلط من المديونية وحقوق الملكية يساوي معدل العائد المتوقع من شركة ممولة بالكامل من حق الملكية بالإضافة الى علاوة المخاطرة عن المخاطرة المالية الناتجة عن استخدام تمويل المديونية في هيكل التمويل ، في حين تضمنت نظريتهم الثانية "ضرائب دخل الشركات وكلفة رأس المال: تعديل" (1963) تعديلا حو تأثير الضرائب على هيكل التمويل ونص على أن الفرق بين قيمة الشركة التي تستخدم التمويل بالمديونية في هيكل رأس المال وبين قيمة الشركة التي تعتمد على التمويل بالملكية يتجسد في القيمة الحالية للوفورات الضريبية". إذ أن الفائدة التي تدفعها الشركة على القروض تقلل من المبلغ الخاضع للضريبة ، فتتحمل الحكومة بذلك جزء من كلفة القروض، مما يساهم في زيادة التدفق النقدي المتاح للمستثمرين (Ehrhardt & Brigham ,2011:611). ولذلك فقد تم تعديل كل من المقترحين السابقين الذان تضمنهما بحث (1985) لتصبح قيمة الشركة المرفوعة في ظل وجود الضرائب وكما هو موضح في الشكل (8) تساوي قيمة الشركة غير المرفوعة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن استخدام القروض (Cohen,2005:191). فضلاً عن تعديل المقترح الثاني مع ظل وجود الضرائب، لينخفض المعدل الموزون لكلف التمويل مع استخدام التمويل عن طريق المديونية.

(3) النظرية التقليدية: بنيت هذه النظرية على الافتراض الرئيسي القائم على أن الدين أرخص عموماً من الأسهم كمصدر لتمويل الاستثمار. وبالتالي ، يمكن للشركة أن تخفض متوسط تكلفة التمويل عن طريق زيادة ديونها بالنسبة إلى حقوق الملكية (أي الرافعة المالية)، شريطة أن تظل تكلفة الشركة للديون وحقوق الملكية ثابتة (Chandra,et al , 2019:2).

(4) نظرية المبادلة: تمثل نظرية مودكلياني وميلر الأساس الذي أستند عليه كل من (Kraus and Litzenger, 1973) في وضع نظرية المبادلة التي تعتبر إحدى النظريات المهمة التي توضح قرارات تمويل الشركات (Serrasqueiro et al.,2011:382). إذ أنه ومع توصل كل من مودكلياني وميلر في نظريتهما المعدلة عام 1963 إلى أنه ومع وجود الضرائب فان التمويل بالمديونية يعد أقل كلفة مقارنة مع التمويل بالملكية، الأمر الذي يزيد من قيمة الشركة بفضل مزايا الوفورات الضريبية التي تقلل من دخل الشركة الخاضع للضريبة (Mehmood et al, 2019:2). إلا ان نظرية المبادلة تطرقت الى وجوب ادخال بعض

التعديلات الى نظرية مودكلياني وميلر 1963 وضرورة عدم تجاهل مجموعة من التكاليف المصاحبة لعملية التمويل والتي تزداد مع زيادة نسبة التمويل بالمدىونية والتي يمكن لها ان تؤثر بشكل سلبي على قيمة الشركة وتتضمن تكاليف التمويل كل من كلف: العسر المالي والوكالة والافلاس (Amidu, 2007:69).

ثالثاً : تحليل البيانات ومناقشة النتائج

1- تحليل البيانات

(1) نسبة المدىونية: تمثل المدىونية مدى اعتماد الشركة في هيكلها التمويلي على التمويل عن طريق المدىونية سواء كانت هذه القروض طويلة الأجل او قصيرة الأجل مقارنة مع التمويل عن طريق الملكية، ويوضح الجدول (2) نسبة المدىونية للشركات عينة البحث خلال مدة البحث من (2014-2018).

الجدول (2) نسبة المدىونية للشركات عينة البحث (%)

| الشركات | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | المتوسط | الانحراف المعياري |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------------------|
| عقار | 12.6 | 10.03 | 2.2 | 3.83 | 2.71 | 6.27 | 4.73 |
| ركاب | 57.84 | 61.03 | 33.99 | 40.41 | 37.67 | 46.19 | 12.36 |
| مسك | 11.02 | 19.72 | 27.43 | 17.34 | 26.39 | 20.38 | 6.77 |
| سجاد | 35.01 | 28.66 | 31.49 | 33.15 | 31.62 | 31.99 | 2.34 |
| بيبيسي | 3.99 | 4.51 | 9.93 | 4.83 | 4.9 | 5.63 | 2.43 |
| بابل | 87.62 | 48.06 | 54.99 | 46 | 36.41 | 54.62 | 19.61 |
| بغتل | 10.45 | 9.27 | 23.87 | 20.71 | 17.66 | 16.39 | 6.37 |
| سياحة | 4.15 | 5.83 | 6.47 | 4.3 | 5.78 | 5.31 | 1.03 |
| اوسماك | 24.86 | 22.39 | 16.61 | 21.12 | 22.53 | 21.5 | 3.05 |
| لحوم | 29.25 | 27.58 | 27.68 | 31.95 | 28.56 | 29 | 1.78 |
| المعدل | 27.68 | 23.71 | 23.47 | 22.36 | 21.42 | 23.73 | 6.05 |

المصدر : من اعداد الباحثان

يتضح من خلال الجدول (2) أن المعدل العام لنسبة المدىونية قد بلغت (23.73%) . وقد حققت شركة فندق بابل أعلى متوسط مدىونية بين الشركات عينة البحث وبنسبة (54.62%) وذلك كنتيجة عن تحقيقها أعلى نسبة مدىونية بين الشركات عينة البحث للسنوات (2014) و (2016) و (2017) وبنسبة (287.6%) و (54.99%) و (46%) على التوالي ، فضلا عن تسجيل شركة فندق بابل أعلى نسبة انحراف معياري بين الشركات عينة البحث إذ بلغ الانحراف المعياري للشركة (19.61%) للسنوات مدة البحث (2014-2018). فيما نجد أن أدنى متوسط نسبة مدىونية (5.63%) لشركة بغداد للمشروبات الغازية ويعزى ذلك الى انخفاض نسبة المدىونية طيلة مدة البحث، إذ حققت الشركة أدنى نسبة للمدىونية بين الشركات عينة البحث للسنوات (2014) و (2015) وبمقدار (3.99%) و (4.51%) على التوالي، وبانحراف معياري بمقدار (2.43%) ، بينما بلغ المدى (8.48) كفرق بين أعلى نسبة (9.93%) تم الوصول اليها سنة (2016) وأقل نسبة (1.45%) سنة (2018) . ويعد الفرق الكبير بين الحد الأعلى والحد الأدنى لمتوسط نسبة المدىونية في الشركات عينة البحث الى اختلاف توجهات مجلس ادارة الشركات في اعتمادها على المدىونية في تمويل استثماراتها. أما بخصوص سنوات البحث فقد تبين أن معدل المدىونية كان يتراوح ما بين (27.68%) كحد أعلى في عام (2014) و (21.43%) كحد أدنى في عام (2018) وبانحراف معياري (6.05%).

(2) المعدل الموزون لكلف التمويل: يشير المعدل الموزون لتكاليف التمويل الى تكاليف التمويل المتمثل بالتمويل بالمدىونية والتمويل بالملكية ، والتي يتم احتساب الكلفة الأجمالية لتمويل الشركة كمتوسط مرجح لحصص كل من حقوق الملكية وكلفة المدىونية في هيكل التمويل. ويوضح الجدول (3) نتائج حساب المعدل الموزون لتكاليف التمويل للشركات عينة البحث وللمدة (2014-2018).

الجدول (3) المعدل الموزون لكلف التمويل للشركات عينة البحث (%)

| الشركات | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | المتوسط | الانحراف المعياري |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------------------|
| عقار | 6 | 8.73 | 5.86 | 11.81 | 8.94 | 8.27 | 2.46 |
| ركاب | 10.92 | 9.4 | 9.68 | 13.8 | 14.13 | 11.59 | 2.25 |
| مسك | 8.16 | 17.46 | 6.45 | 7.27 | 16.44 | 11.16 | 5.34 |
| سجاد | 9.9 | 12.22 | 10.14 | 12.37 | 10.66 | 11.06 | 1.16 |
| بيبيسي | 14.81 | 13.79 | 6.53 | 6.99 | 18.71 | 12.17 | 5.27 |
| بابل | 9.37 | 12.85 | 8.34 | 10.46 | 16.41 | 11.49 | 3.22 |
| بغتييل | 11.68 | 14.71 | 11.88 | 9.05 | 16.05 | 12.67 | 2.75 |
| سياحة | 6.84 | 7.06 | 6.25 | 5.49 | 14.98 | 8.12 | 3.88 |
| اوسماك | 9.89 | 15.74 | 4.86 | 5.65 | 13 | 9.83 | 4.67 |
| لحوم | 5.77 | 8.37 | 4.22 | 7.56 | 7.66 | 6.72 | 1.69 |
| المعدل | 9.70 | 12.40 | 7.59 | 8.74 | 14.23 | 10.53 | 3.27 |

المصدر : من اعداد الباحثان

ويتضح من خلال الجدول (3) ان المعدل العام لتكاليف التمويل لجميع الشركات مجال البحث ولجميع السنوات كان (10.53%) وبانحراف معياري (3.275%)، فيما نجد أن أعلى متوسط لتكاليف التمويل سجلته شركة فندق بغداد والذي بلغ (12.67%) اما ادنى متوسط للتكاليف فكان لدى شركة انتاج وتسويق اللحوم بمتوسط (6.72%) . اما بخصوص سنوات البحث فان الجدول يوضح تباين متوسط كلفة التمويل من سنة الى اخرى فقد تراوح بين (14.23%) كحد اعلى في عام 2018 و (7.59%) كحد ادنى في عام 2016 وبانحراف معياري (3.27%).

(3) ربحية السهم الواحد: تشير ربحية السهم الواحد عن حصة السهم الواحد من الأرباح التي تحققها الشركة ، اي مقدار صافي الأرباح التي تكون الشركة على استعداد لمشاركتها مع حملة الاسهم العادية للشركة . ويتم احتساب ربحية السهم الواحد من قسمة صافي الأرباح المتاحة لحملة الاسهم العادية على عدد الاسهم العادية في التداول. ويوضح الجدول (4) ربحية السهم الواحد للشركات عينة البحث للمدة (2018-2014) .

الجدول (4) ربحية السهم الواحد للشركات عينة البحث (%)

| الشركات | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | المتوسط | الانحراف المعياري |
|---------|------|------|-------|-------|------|---------|-------------------|
| عقار | 0.06 | 0.02 | 0.02 | 0.001 | 0.05 | 0.03 | 0.02 |
| ركاب | 0.48 | 0.86 | 1.42 | 1.58 | 1.63 | 1.19 | 0.45 |
| مسك | 0.13 | 0.28 | 0.12 | 0.36 | 0.50 | 0.28 | 0.14 |
| سجاد | 0.34 | 0.33 | 0.33 | 0.46 | 0.6 | 0.41 | 0.11 |
| بيبيسي | 0.15 | 0.20 | 0.25 | 0.21 | 0.25 | 0.21 | 0.04 |
| بابل | 0.01 | 0.35 | 0.47 | 1.09 | 1.53 | 0.69 | 0.55 |
| بغتييل | 0.24 | 0.36 | 0.51 | 0.49 | 0.56 | 0.43 | 0.12 |
| سياحة | 0.14 | 0.05 | 0.12 | 0.07 | 0.18 | 0.11 | 0.05 |
| اوسماك | 0.35 | 0.51 | 0.44 | 0.24 | 0.18 | 0.35 | 0.13 |
| لحوم | 0.04 | 0.05 | 0.003 | 0.09 | 0.08 | 0.05 | 0.03 |
| المعدل | 0.19 | 0.3 | 0.37 | 0.46 | 0.56 | 0.38 | 0.16 |

المصدر : من اعداد الباحثان

أذ يتضح من خلال الجدول (4) أن المعدل العام لربحية السهم الواحد قد بلغ (0.38) دينار وبتحرف معياري (0.16%)، إذ نجد أن شركة بغداد العراق للنقل والاستثمارات السياحية قد حققت أعلى متوسط لربحية السهم الواحد فقد بلغ (1.19) دينار وهذا ناتج عن تحقيق الشركة أعلى ربحية للسهم الواحد خلال مدة البحث إذ بلغت ربحية السهم الواحد (0.48) و(0.86) و(1.42) و(1.58) و(1.63) دينار وذلك للسنوات (2014-2018) على التوالي، فيما حققت شركة المعمورة للاستثمارات العقارية أدنى متوسط لربحية السهم الواحد، فقد بلغ (0.03) دينار وبتحرف معياري بنسبة (0.02%)، وهذا ناتج عن تحقيق الشركة أدنى ربحية سهم واحد (2015) و(2017) و(2018) إذ بلغت (0.2) و(0.001) و(0.05) دينار على التوالي. إن انخفاض ربحية السهم الواحد لشركة المعمورة للاستثمارات العقارية قد يعزى إلى انخفاض نسبة المديونية فيها واعتمادها على التمويل عن طريق الملكية بنسبة تزيد عن (95%) و بالتالي ارتفاع المعدل الموزون لكلفة تمويلها الذي أثر بشكل سلبي على ربحية سهم الشركة. في حين نجد أن شركة بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية والتي سجلت أعلى ربحية للسهم مقارنة بالشركات عينة البحث فإن انخفاض المعدل الموزون لكلف تمويلها قد يكون قد ساهم إلى حد ما في منح أعلى عائد على أسهمها العادية مقارنة ببقية الشركات عينة البحث، فضلاً عن كون مقدار ربحية السهم الواحد الممنوحة لحملة الأسهم العادية ربما قد يكون نتاج للسياسة العامة لإدارة هذه الشركة. أما بخصوص سنوات البحث فقد تبين أن ربحية السهم الواحد كانت تتراوح ما بين (0.56%) كحد أعلى في عام (2018) و (0.19%) كحد أدنى في عام (2014) وبتحرف معياري (0.16%).

(4) سعر السهم في السوق المالي: تظهر القيمة السوقية للشركة في التقارير لسوق العراق للاوراق المالية، والتي يتم التوصل لها من خلال ضرب عدد أسهم الشركة في سعر الإغلاق للسهم في نهاية الفترة. وتمثل القيمة السوقية للسهم الواحد بسعر الإغلاق للسهم. ويوضح الجدول (5) سعر إغلاق أسهم الشركات عينة البحث والتي تمثل القيمة السوقية للسهم الواحد للمدة (2014-2018)

الجدول (5) سعر السهم في السوق المالي

| الشركات | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | المتوسط | الانحراف المعياري |
|---------|-------|------|-------|-------|-------|---------|-------------------|
| عقار | 4.88 | 3.87 | 2.32 | 1.9 | 1.86 | 2.97 | 1.35 |
| ركاب | 27.5 | 15 | 12.85 | 14.8 | 15.81 | 17.19 | 5.86 |
| مسك | 3.5 | 2.8 | 4.14 | 4.9 | 3.99 | 3.87 | 0.78 |
| سجاد | 4.25 | 4.28 | 5.15 | 8.1 | 7.65 | 5.89 | 1.86 |
| بيبيسي | 2.26 | 2.94 | 2.5 | 2.68 | 5.59 | 3.19 | 1.36 |
| بابل | 80 | 36 | 32.5 | 37.5 | 44.5 | 46.10 | 19.45 |
| بقتيل | 10.85 | 6.95 | 10 | 8.45 | 8.55 | 8.96 | 1.51 |
| سياحة | 18.5 | 3.7 | 8.5 | 6.5 | 7 | 8.84 | 5.67 |
| اوسماك | 7.75 | 7 | 7.6 | 8.05 | 9.15 | 7.91 | 0.79 |
| لحوم | 7.88 | 4.65 | 3.68 | 7.94 | 4.99 | 5.83 | 1.96 |
| المعدل | 16.74 | 8.72 | 8.92 | 10.08 | 10.91 | 11.07 | 4.06 |

المصدر: من اعداد الباحثان

ويتضح من خلال الجدول (5) أن المتوسط العام لسعر إغلاق السهم للشركات عينة البحث وللمدة (2014-2018) قد بلغت (11.07) دينار للسهم وبتحرف معياري (4.06)، كما وحققت شركة فندق بابل أعلى متوسط لسعر إغلاق أسهمها بين الشركات عينة البحث وبمقدار (46.10) دينار للسنوات مدة الدراسة (2014-2018) وبتحرف معياري (19.45)، فضلاً عن تحقيقها لأعلى متوسط بين الشركات على طول السنوات الخمس مدة البحث وبمبلغ (80) و(36) و(32.5) و(37.5) و(44.5) دينار للسهم على التوالي. في حين سجلت شركة المعمورة للاستثمارات العقارية أدنى متوسط للقيمة السوقية للسهم وبمقدار (2.79) دينار وبتحرف معياري (1.35)، فضلاً عن تحقيقها لأدنى قيمة سوقية للسهم بين الشركات عينة البحث للسنوات (2016) و(2017) و(2018) بمقدار (3.32) و(1.9) و(1.86) دينار للسهم. أما بخصوص سنوات البحث فقد تبين أن سعر السهم في السوق المالي كان يتراوح ما بين (16.74%) كحد أعلى في عام (2014) و (8.72%) كحد أدنى في عام (2015) وبتحرف معياري (4.06%).

(5) القيمة الحقيقية للسهم : يمكن تقدير قيمة الشركة المرتبطة بهياكل رأس المال البديلة باستخدام أحد نماذج التقييم القياسية، وذلك في حال تم افتراض أن جميع الأرباح قد تم دفعها كتوزيعات، فإنه بالإمكان تحديد قيمة السهم الحقيقية من خلال قسمة ربحية السهم الواحد على معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين (Gitman & Zutter, 2012:541). ويوضح الجدول (6) القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث للفترة (2014-2018).

الجدول (6) القيمة الحقيقية لسهم الشركات عينة البحث وفق النموذج المعتمد (%)

| الشركات | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | المتوسط | الانحراف المعياري |
|---------|------|------|-------|------|------|---------|-------------------|
| عقار | 1.06 | 0.23 | 0.29 | 0.01 | 0.58 | 0.43 | 0.40 |
| ركاب | 3.77 | 7.07 | 13.06 | 9.54 | 9.33 | 8.55 | 3.43 |
| مسك | 1.61 | 1.39 | 1.88 | 5.16 | 2.55 | 2.52 | 1.54 |
| سجاد | 3.02 | 2.23 | 2.76 | 3.19 | 4.91 | 3.22 | 1.01 |
| بيبيسي | 0.98 | 1.42 | 3.86 | 3.04 | 1.27 | 2.11 | 1.26 |
| يابل | 0.09 | 1.67 | 4.94 | 9.89 | 7.35 | 4.79 | 4.01 |
| بغتيل | 1.94 | 2.31 | 3.74 | 5.31 | 3.18 | 3.30 | 1.33 |
| سياحة | 2.08 | 0.71 | 1.92 | 1.3 | 1.2 | 1.44 | 0.56 |
| اوسماك | 3.33 | 2.81 | 9.69 | 4.88 | 1.19 | 4.38 | 3.25 |
| لحوم | 0.75 | 0.54 | 0.09 | 1.23 | 1 | 0.72 | 0.44 |
| المعدل | 1.86 | 2.04 | 4.22 | 4.36 | 3.26 | 3.15 | 1.72 |

المصدر : من اعداد الباحثان

ويظهر من خلال الجدول (6) أن المعدل العام للقيمة الحقيقية اعتمادا على ربحية السهم الواحد للشركات عينة البحث مقدار (3.15) دينار للسهم الواحد وبانحراف معياري (1.72%)، وقد سجلت شركة بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية أعلى متوسط للقيمة الحقيقية للسهم وبمقدار (8.55) دينار للسهم الواحد ، وبانحراف معياري (3.43%) ، كما وحقت الشركة ذاتها أعلى قيمة حقيقية للسهم مقارنة بالشركات عينة البحث للسنوات (2014) و (2015) و (2016) و (2018) وبمقدار (3.77) و (7.07) و (13.06) و (9.33) دينار للسهم الواحد على التوالي ، ويرجع هذا الارتفاع الى ربحية السهم الواحد والتي كانت الأعلى بين الشركات عينة البحث و على مدى جميع السنوات عينة البحث (2014-2018). في حين سجلت شركة المعمورة للاستثمارات العقارية أدنى متوسط للقيمة الحقيقية للسهم اعتمادا على نموذج حاصل قسمة ربحية السهم الواحد على كلفة التمويل بالكلية ما بين الشركات عينة البحث وذلك بتسجيلها (0.43) دينار للسهم الواحد ، وبانحراف معياري كان الأدنى بين الشركات عينة البحث وبنسبة (0.4%) وذلك يرجع الى تقارب القيم الحقيقية للسهم للشركة خلال مدة البحث والتي اتسمت بالانخفاض، فقد سجلت الشركة أدنى قيمة حقيقية للسهم بين الشركات عينة البحث للسنوات (2015) و (2017) و (2018) وبمقدار (0.23) و (0.01) و (0.58) دينار للسهم على التوالي ، ويرجع تفسير ذلك الى ربحية السهم المنخفضة للسهم لهذه الشركة والتي كانت هي الأخرى الأدنى بين الشركات المبحوثة . أما بخصوص سنوات البحث فقد تبين أن القيمة الحقيقية للسهم كانت تتراوح ما بين (4.36%) كحد أعلى في عام (2017) و (1.86%) كحد أدنى في عام (2014) وبانحراف معياري (1.72%).

2- مناقشة النتائج

يهدف المبحث الحالي الى اختبار علاقة التأثير بين متغيرات البحث الرئيسية المستقلة (نسبة المديونية، ربحية السهم، كلف التمويل) في المتغيرات المعتمدة (قيمة الشركة بالأسواق المالية، القيمة الحقيقية للشركة)، وقد وظف الباحثان لهذا الغرض وسائل الإحصاء الاستدلالي والمتمثلة في معامل الارتباط البسيط بطريقة بيرسون ، والانحدار الخطي البسيط والمتعدد ، وقد استعان الباحثان بقيمة المعنوية ($0.05 = \text{Sig}$) ، وبقية تي الجدولية ($1.96 = T$) ، وبقية اف الجدولية ($3.841 = F$) ، لمقارنة النتائج المحسوبة من خلال برنامجي (SPSS V.26-AMOS V.25) ، بغية قبول او رفض الفرضيات ، وقد توجه الباحثان الى صياغة فرضيتي العدم والوجد ، لنفي احدهما وقبول الأخرى

الفرضية الرئيسية الأولى:

- H0: لا تؤثر نسبة المديونية في القيمة السوقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)
 H1: تؤثر نسبة المديونية في القيمة السوقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)

الجدول (7) قيم ومعاملات تأثير نسبة المديونية في القيمة السوقية للشركات

| نسبة المديونية للشركات | | | | | المتغير المستقل | |
|------------------------|----------|-------|-------|-------|-----------------|----------------|
| β | α | T | F | Sig | R | R ² |
| 0.653 | 5.365- | 1.492 | 2.225 | 0.233 | 0.653 | 0.426 |
| القيمة السوقية للشركات | | | | | المتغير المعتمد | |

P<0.05 , T>1.96 , F>3.841

المصدر : من اعداد الباحثان

من خلال الجدول (7) يتضح أن نسبة المديونية قد فسرت ما نسبته (42.6%) من التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية للشركات ، تحت مستوى معنوية (0.233) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05) ، وبقيمة اختبار (F) المحسوب (2.225) وهي أقل من قيمتها الجدولية (3.841) ، اما النسبة المتبقية (57.4%) فقد تعزى لمتغيرات أخرى لم تدخل في الانموذج المختبر، كما ان قيمة الميل الحدي (Standardized Coefficients Beta) والمساوي لقيمة تأثير نسبة المديونية في القيمة السوقية للشركات (0.653) ، أي كلما زادت قيمة نسبة المديونية وحدة واحدة ، تزيد قيمة الشركات بالأسواق المالية بنسبة (65.3%) ، وان قيمة (T) المحسوبة للتأثير (1.492) وهي أقل من قيمتها الجدولة (1.96) ، اما قيمة الثابت ($\alpha = -5.365$) فتمثل القيمة السوقية للشركات عندما تكون نسبة المديونية مساوية للصفر، ومن كل ما سبق من نتائج يرفض الباحثان فرضية الوجود (H1) ، ويقبلان فرضية العدم (H0) (لا تؤثر نسبة المديونية في القيمة السوقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)).

الفرضية الرئيسية الثانية:

- H0: لا تؤثر نسبة المديونية في القيمة الحقيقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)
 H1: تؤثر نسبة المديونية في القيمة الحقيقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)

الجدول (8) قيم ومعاملات تأثير نسبة المديونية في القيمة الحقيقية للشركات

| نسبة المديونية للشركات | | | | | المتغير المستقل | |
|-------------------------|----------|-------|-------|-------|-----------------|----------------|
| β | α | T | F | Sig | R | R ² |
| 0.047 | 2.729 | 0.081 | 0.007 | 0.941 | 0.047 | 0.02 |
| القيمة الحقيقية للشركات | | | | | المتغير المعتمد | |

P<0.05 , T>1.96 , F>3.841

المصدر : من اعداد الباحثان

ويتضح من خلال الجدول (8) بان نسبة المديونية قد فسرت ما نسبته (2%) من التغيرات التي تطرأ على القيمة الحقيقية للشركات، تحت مستوى معنوية (0.941) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وبقيمة اختبار (F) المحسوب (0.007) وهي أقل من قيمتها الجدولية (3.841)، اما النسبة المتبقية (98%) فقد تعزى لمتغيرات أخرى لم تدخل في الانموذج المختبر. اما على مستوى تأثير نسبة المديونية في القيمة الحقيقية للشركات ، فقد كانت قيمة الميل الحدي (Standardized Coefficients Beta) والمساوي لقيمة تأثير نسبة المديونية في القيمة الحقيقية للشركات (0.047) ، أي كلما زادت قيمة نسبة المديونية وحدة واحدة، تزيد القيمة الحقيقية للشركات بنسبة (4.7%)، كما ان قيمة (T) المحسوبة للتأثير (0.081) وهي أقل من قيمتها الجدولة (1.96)، اما قيمة الثابت ($\alpha = 2.729$) والمساوية للقيمة الحقيقية للشركات ، عندما تكون نسبة المديونية مساوية للصفر ، ومن كل ما سبق من نتائج يرفض الباحثان فرضية الوجود (H1) ، ويقبلان فرضية العدم (H0) (لا تؤثر نسبة المديونية في القيمة الحقيقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)).

الفرضية الرئيسية الثالثة:

H0: لا تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)

H1: تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)

الجدول (9) قيم ومعاملات تأثير ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات

| ربحية السهم الواحد | | | | | المتغير المستقل | |
|------------------------|----------|-------|-------|-------|-----------------|----------------|
| β | α | T | F | Sig | R | R ² |
| 0.520 | 15.585 | 1.054 | 1.112 | 0.369 | 0.520 | 0.270 |
| القيمة السوقية للشركات | | | | | المتغير المعتمد | |

$P < 0.05$, $T > 1.96$, $F > 3.841$

المصدر من اعداد الباحثان

يلاحظ الباحثان من نتائج الجدول (9)، بان نسبة ربحية السهم الواحد قد فسرت ما نسبته (27%) من التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية للشركات، تحت مستوى معنوية (0.369) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وبقيمة اختبار (F) المحسوب (1.112) وهي أقل من قيمتها الجدولية (3.841)، اما النسبة المتبقية (73%) فقد تعزى لمتغيرات أخرى لم تدخل في الانموذج المختبر. اما على مستوى تأثير ربحية السهم في القيمة السوقية للشركات ، فقد كانت قيمة الميل الحدي (Standardized Coefficients Beta) والمساوي لقيمة تأثير ربحية السهم في القيمة السوقية للشركات (0.520) ، أي كلما زادت قيمة ربحية السهم وحدة واحدة ، تزيد القيمة السوقية للشركات بنسبة (52%) ، وبالعودة الى نتائج الجدول (9) يجد الباحثان ان قيمة (T) المحسوبة للتأثير (1.054) وهي أقل من قيمتها الجدولية (1.96)، اما قيمة الثابت ($\alpha = 15.585$) والمساوية للقيمة السوقية للشركات ، عندما تكون قيمة ربحية السهم الواحد مساوية للصفر، ومن كل ما سبق من نتائج يرفض الباحثان فرضية الوجود (H1)، ويقبلان فرضية العدم (H0) (لا تؤثر ربحية السهم في القيمة السوقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)).

الفرضية الرئيسية الرابعة:

H0: لا تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)

H1: تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)

الجدول (10) قيم ومعاملات تأثير ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات

| ربحية السهم الواحد | | | | | المتغير المستقل | |
|-------------------------|----------|-------|-------|-------|-----------------|----------------|
| β | α | T | F | Sig | R | R ² |
| 0.657 | 1.15 | 1.508 | 2.273 | 0.229 | 0.657 | 0.431 |
| القيمة الحقيقية للشركات | | | | | المتغير المعتمد | |

$P < 0.05$, $T > 1.96$, $F > 3.841$

المصدر : من اعداد الباحثان

لاحظ الباحثان من نتائج الجدول (10)، بان نسبة ربحية السهم الواحد قد فسرت ما نسبته (43.1%) من التغيرات التي تطرأ على القيمة الحقيقية للشركات تحت مستوى معنوية (0.229) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وبقيمة اختبار (F) المحسوب (2.273) وهي أقل من قيمتها الجدولية (3.841)، اما النسبة المتبقية (46.9%) فقد تعزى لمتغيرات أخرى لم تدخل في الانموذج المختبر. اما على مستوى تأثير ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات ، فقد كانت قيمة الميل الحدي والمساوي لقيمة تأثير ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات (0.657) ، أي كلما زادت قيمة ربحية السهم وحدة واحدة، تزيد القيمة الحقيقية للشركات بنسبة (65.7%) ، وبالعودة للباحثان لنتائج الجدول (10) يجد الباحثان ان قيمة (T) المحسوبة للتأثير (1.508) وهي تقل عن قيمتها الجدولية (1.96)، اما قيمة الثابت ($\alpha = 1.115$) والمساوية للقيمة الحقيقية للشركات عندما تكون قيمة ربحية السهم الواحد مساوية للصفر، ومن كل ما سبق من نتائج يرفض الباحثان فرضية الوجود (H1) ، ويقبلان فرضية العدم (H0) (لا تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات عند مستوى المعنوية ($\alpha < 0.05$)).

الفرضية الرئيسية الخامسة:

H0: لا توجد علاقة ارتباط بين نسبة مديونية الشركات مع ربحية السهم الواحد عند مستوى المعنوية (a<0.05)

H1: توجد علاقة ارتباط بين نسبة مديونية الشركات مع ربحية السهم الواحد عند مستوى المعنوية (a<0.05)

الجدول (11) علاقة الارتباط بين نسبة مديونية الشركات مع ربحية السهم الواحد

| ربحية السهم الواحد | قيمة T | المعنوية Sig | معامل الارتباط | نسبة المديونية |
|-----------------------|--------|--------------|----------------|----------------|
| | 0.190 | 0.850 | 0.010 | |

P<0.05 , T>1.96

المصدر من اعداد الباحثان

أظهرت نتائج الجدول (11) وجود علاقة ارتباط طردية (0.010) ضعيفة غير معنوية بين نسبة مديونية الشركات مع ربحية السهم الواحد، فكانت قيمة معنوية الاختبار (0.850) وهي أكبر من (0.05)، وقيمة (T) المحسوبة (0.190)، وهي تقل عن قيمتها المجدولة (1.96) إذ لم تستطع الشركات من استثمار مديونيتها في تعزيز ربحية السهم الواحد في قطاعات انشطتها، إذ تسمح هذه النتائج برفض فرضية الوجود (H1)، وقبول فرضية العدم (H0) (لا توجد علاقة ارتباط بين نسبة مديونية الشركات مع ربحية السهم الواحد عند مستوى المعنوية (a<0.05)).

الفرضية الرئيسية السادسة:

H0: لا تؤثر نسبة مديونية الشركات و ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات

H1: تؤثر نسبة مديونية الشركات و ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات

الجدول (12) تأثير نسبة المديونية و ربحية السهم في القيمة السوقية للشركة

| Label | المعنوية | القيمة الحرية T | الخطأ المعياري | التأثير | | |
|-------|----------|-----------------------|-------------------|---------|----------------|------|
| par_2 | .003 | 2.927 | .783 | 0.708 | نسبة المديونية | <--- |
| par_3 | .015 | -2.427 | 5.586 | 0.587 | ربحية السهم | <--- |

P<0.05 , T>1.96

المصدر : من اعداد الباحثان

من خلال اطلاع الباحثان على نتائج الجدول (12) ، يتضح وجود تأثير لنسبة المديونية في القيمة السوقية (β=0.708) بمستوى معنوية (0.003) ، وقيمة (T) المحسوبة (2.927) وهي أكبر من قيمتها الجدولية (1.96) عند مستوى المعنوية (0.05) ، إذ تركن الشركات المبحوثة الى توظيف مديونتها في تعزيز قيمتها بنسبة (70.8%) ، فيما أظهرت نتائج الجدول (12) معنوية تأثير ربحية السهم (-0.587) ، وبمستوى معنوية (0.015) ، وقيمة (T) المحسوبة (-2.427) مما يشير الى تأثيرها العكسي بالأنموذج المختبر ، أي كلما توجهت الشركات الى زيادة قيمتها السوقية بمقدار وحدة واحدة ، عليها تخفيض ربحية السهم بنسبة (58.7%) ، إذ تدعم النتائج السابقة في رفض فرضية العدم (H0) ، وقبول فرضية الوجود (H1) (تؤثر نسبة مديونية الشركات و ربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات).

الفرضية الرئيسية السابعة :

H0: لا تؤثر نسبة مديونية الشركات و ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات.

H1: تؤثر نسبة مديونية الشركات و ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات.

الجدول (13) تأثير نسبة المديونية وربحية السهم في القيمة الحقيقية للشركة

| Label | المعنوية | القيمة الدرجة T | الخطأ المعياري | التأثير | نسبة المديونية | القيمة الحقيقية |
|-------|----------|-----------------------|----------------|------------|-------------------|--------------------|
| par_2 | .966 | -0.042 | .437 | - 0.016 | <--- | القيمة الحقيقية |
| par_3 | .082 | 1.737 | 3.120 | 0.658 | <--- | القيمة الحقيقية |

P<0.05 , T>1.96

المصدر : من اعداد الباحثان

من مراجعة الباحثان لنتائج الجدول (13) ، يتضح عدم وجود تأثير معنوي لربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية (β=0.658) بمستوى معنوية (0.082) ، وبقيمة (T) المحسوبة (1.737) وهي أقل من قيمتها الجدولية (1.96) عند مستوى المعنوية (0.05)، إذ لم تستطع الشركات المبحوثة من توظيف ربحية السهم الواحد في تعزيز قيمتها الحقيقية ، فيما أظهرت نتائج الجدول (13) عدم معنوية تأثير نسبة المديونية في النموذج المختبر (-0.016) ، وبمستوى معنوية (0.966) ، وبقيمة (T) المحسوبة (-0.042) ، مما يشير الى عدم استثماره بشكل مشترك مع ربحية الأسهم بالنموذج المختبر ، إذ تدعم النتائج السابقة في رفض فرضية الوجود (H1) ، وقبول فرضية العدم (H0) (لا تؤثر نسبة مديونية الشركات وربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات).

الجدول (14) خلاصة الفرضيات

| تسلسل الفرضية | الفرضية | سبب القبول |
|------------------|---|------------------------------------|
| 1 | لا تؤثر نسبة المديونية في القيمة السوقية للشركات. | مستوى معنوية الاختبار اكبر من 0.05 |
| 2 | لا تؤثر نسبة المديونية في القيمة الحقيقية للشركات. | مستوى معنوية الاختبار اكبر من 0.05 |
| 3 | لا تؤثر ربحية السهم في القيمة السوقية للشركات. | مستوى معنوية الاختبار اكبر من 0.05 |
| 4 | لا تؤثر ربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات. | مستوى معنوية الاختبار اكبر من 0.05 |
| 5 | لا توجد علاقة ارتباط بين نسبة مديونية الشركات مع ربحية السهم الواحد عند مستوى المعنوية. | مستوى معنوية الاختبار اكبر من 0.05 |
| 6 | تؤثر نسبة مديونية الشركات وربحية السهم الواحد في القيمة السوقية للشركات. | مستوى معنوية الاختبار أقل من 0.05 |
| 7 | لا تؤثر نسبة مديونية الشركات وربحية السهم الواحد في القيمة الحقيقية للشركات . | مستوى معنوية الاختبار اكبر من 0.05 |

المصدر: الجدول من اعداد الباحثان

رابعاً : الاستنتاجات

تم التوصل إلى أهم الاستنتاجات التي أسفرت عنها نتائج التحليل المالي والإحصائي في الجانب العملي لهذا البحث، إذ أظهرت النتائج وجود انخفاض في القيمة الحقيقية لأغلب الشركات عينة البحث، مقارنة مع قيمة السهم في السوق المالي، نتيجة لاعتماد الشركات بشكل اساسي في هياكل تمويلها على التمويل عن طريق الملكية مرتفعة الكلفة مقارنة من التمويل عن طريق المديونية الذي يعد أقل مصادر التمويل كلفة كون دفعات تسديد القروض يتم طرحها من الدخل الخاضع للضريبة والذي بدوره يسمح بزيادة صافي الدخل المتاح لحملة الاسهم العادية والذي يصب في تعظيم القيمة الحقيقية للسهم وتقليل الفجوة بينها وبين قيمة السهم في السوق المالي . كما وينم التباين في قيمة السهم في السوق والقيمة الحقيقية له عن محدودية رشد المستثمرين في السوق المالي ، وبالتالي عدم كفاءة السوق المالي لوجود معلومات غير مصرح بها. فضلا عن ان نتائج البحث قد بينت عن عدم قدرة الشركات المبحوثة ضمن القطاعات (الخدمات - الصناعة - الفنادق والسياحة - الزراعة) على توظيف نسبة المديونية في هياكل تمويلها في تحسين قيمة السهم في السوق المالي ، نظراً لانخفاض نسبة التمويل عن طريق المديونية في هياكل تمويلها واعتماد هذه الشركات بشكل اساسي على التمويل عن طريق حقوق الملكية والذي يعد أقل مخاطرة مقارنة بالتمويل بالمديونية الأمر الذي حرم الشركات عينة البحث من الافادة من مزايا التمويل عن طريق المديونية الذي يقوم بطرح كلفة القروض من الدخل

الخاضع للضريبة وبالتالي تقليل المبالغ المدفوعة للجهات الحكومية . كما أسفرت النسبة المتدنية للتمويل عن طريق المديونية في هياكل الشركات عينة البحث عن فشل هذه الشركات في استثمار خاصية الوفر الضريبي الذي يوفرها التمويل عن طريق المديونية وعدم الافادة منها من أجل تعظيم القيمة الحقيقية للسهم والتي تم احتسابها وفق كل من النموذج الأول والنموذج الثاني، والتي تعود الى تدخلات مجالس الادارة في القرارات المالية وعدم تفويضها إلى المديرين الماليين لضمان اتخاذ القرارات المتعلقة بهياكل التمويل والتي تصب في مصلحة كل من الشركة والمساهمين. كما واتضح من خلال النتائج أن ازدياد كل من نسبة المديونية في هيكل الشركات المبحوثة وربحية السهم الواحد يسهم في تعزيز قيمة السهم في السوق المالي ، من خلال ازدياد اقبال المستثمرين على شراء اسهم الشركة وبالتالي زيادة سعر السهم في السوق المالي.

References

A.books

1. Atrill, Peter & Mc lanet, Eddie (2007), "Financial Accounting for Decision Makers", Fifth Edition, Pearson Education Limited
2. Atrill, Peter (2017), "Financial Management for Decision Makers", Pearson Education Limited.
3. Baker, H. Kent & Powell, Gary E. (2005), "Understanding Financial Management" Blackwell Publishing.
4. Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter & Harford, Jarrad (2012), "Fundamentals of Corporate Finance", 2nd edition, Pearson Education Limited.
5. Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. & Marcus, Alan J. (2018), "Fundamentals of Corporate Finance 9th e ", McGraw-Hill Education, USA.
6. Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C (2003), "principles of corporate finance", The McGraw-Hill Companies.
7. Brigham, Eugene F. & Houston, Joel F. (2019), "Fundamentals of Financial Management, 15 edition, Cengage USA.
8. Cohen, Ivan K (2005), "Focus on Financial Management ", Imperial College Press, London
9. Crundwell, F. K. (2008), "Finance for engineers: evaluation and funding of capital projects", Springer, London.
10. De Luca, Pasquale (2018), "Analytical Corporate Valuation Fundamental Analysis, Asset Pricing, and Company Valuation", Springer Nature Switzerland AG, Switzerland.
11. Ehrhardt, Michael C. & Eugene F., Brigham (2002), "A Focused Approach Corporate Finance",
12. Ehrhardt, Michael C. & Eugene F., Brigham (2011), "A Focused Approach Corporate Finance", 4th edition, South-Western, a part of Cengage Learning, USA.
13. Fisseha, Kibrom Mehari (2014), "The Determinations of capital structure: Evidence from Commercial Banks in Ethiopia", Masters thesis in Finance and Investment , Mekelle University.
14. Foerster, Stephen (2015), "financial management, Concepts and Applications ", Pearson Education Inc., USA.
15. Gitman, Lawrence J. & Zutter, Chad J. (2012), "Principles of Managerial Finance" 13th Edition, Pearson.
16. Gitman, Lawrence J. & Zutter, Chad J. (2014), "Principles of Managerial Finance Global Edition", 14th Edition, Pearson Education Limited.
17. Gitman, Lawrence J. (2002), "Principles of Managerial Finance 10th Edition, Pearson.

18. Paramasivan,C.& Subramanian,T.(2009),”Financial Management”, New Age International (P) Ltd., Publishers.
 19. Pyles, Mark K. (2014),” Applied Corporate Finance,Questions, Problems and Making Decisions in the Real World”, Springer Science+Business Media New York.
 20. Quiry, Pascal & Dallochio, Maurizio & Le Fur Yann, & Salvi, Antonio (2018),” Corporate _nance: theory and practice/Pierre Vernimmen,” 5th edition, Wiley.
 21. Ross, Stephen A. & Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey& Jordan, Bradford D.(2016),” Corporate Finance”11 edition, McGraw-Hill Education.
 22. Ross,Stephen A. &Westerfield, Randolph W. & Jordan,Bradford D.& Roberts, Gordon S.(2013),”Fundamentals of Corporate Finance”,8th Canadian Edition,McGraw-Hill Ryerson Limited, a Subsidiary of The McGraw-Hill Companies.
 23. Shim, Jae K. & Siegel, Joel G. (2007),” Schaum’s outline of financial management”,McGraw-Hill.
 24. Van Horne, James C. & Wachowicz, John M. Jr. (2008),” Fundamentals of Financial Management”13 edition, Pearson Education Limited.
 25. Welch,Ivo(2009),”Corporate Finance :An Introduction”, prentice hall.
- B. Thesis & Dissertation**
26. Amidu, Mohammed (2007),”Determinants of capital structure of banks in Ghana: an empirical approach”, Baltic Journal of Management,Vol: 2 ,No:1, pp.67-79.
 27. Barakat, Abdallah (2014),” The impact of financial structure, financial leverage and profitability on industrial companies shares value (applied study on a sample of Saudi industrial companies)”, Research Journal of Finance and Accounting, Vol: 5, No.1, pp.55-66.
 28. Barclay, Michael J. & Smith, Clifford W. (1999),” The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol:12,No:1,pp:8-21.
 29. Chandra, Teddy, Achmad Tavip Junaedi, Evelyn Wijaya, Suharti Suharti, Irman Mimelientesa, MarthaNg, (2019) ”The effect of capital structure on profitability and stock returns: Empirical analysis of firms listed in Kompas 100”, Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies, pp.1-17
 30. Drobotz,Wolfgang & Gounopoulos,Dimitrios & Merikas, Andreas & Schröder, Henning (2013),” Capital structure decisions of globally-listed shipping companies”, Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review, Vol:52, pp.49-76.
 31. Huang,Guihai &, Song, Frank M.(2006),” The determinants of capital structure: Evidence from China”, China Economic Review ,Vol:17 , pp.14-36.
 32. Keown, Arthur J.& Martin, John D.& Petty, J. William(2014),” Foundations of FinanceThe Logic and Practice of Financial Management “ 8th edition.Pearson Education, Inc.
 33. Kodongo,Odongo , Mokoaleli-Mokoteli, Thabang , & Maina,Leonard N. (2015),” Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya”, African Finance Journal, Vol:17, No.1, pp.1-20
 34. Kraus, Alan& Litzenberger, Robert H. (1973),”A state-preference model of optimal financial leverage”, The journal of finance, Vol: 28, No: 4, pp. 911-922.

35. Léon, Florian (2019),” Long-term finance and entrepreneurship”, *Economic Systems Volume*, Vol: 43, No.2, pp.1-19.
36. MacKay, Peter & Phillips, Gordon M. (2005),” How does industry affect firm financial structure?”, *The Review of Financial Studies*, Vol:18, No:4, pp. 1433-1466.
37. Mehmood, Rashid & Hunjra, Ahmed Imran ,& Chani, Muhammad Irfan (2019),”The Impact of Corporate Diversification and Financial Structure on Firm Performance: Evidence from South Asian Countries”, *Journal of Risk and Financial Management*, Vol:12, No:1, pp.1-17.
38. Modigliani, Franco & Miller, Merton (1958),” The cost of capital, corporation finance and the theory of finance”, *American Economic Review*, Vol: 48, No:3, pp. 291-297.
39. Putra, I. Gede Wibawa Reska & Sedana, Ida Bagus Panji (2019),” Capital structure as a mediation variable: Profitability and liquidity on company value in real estate companies in Indonesia stock exchange”, *International research journal of management, IT and social sciences*, Vol: 6, No.4, pp.62-72.
40. Serrasqueiro, Zélia Silva & Armada, Manuel Rocha & Nunes, Paulo Maças (2011),” Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs’ capital structure decisions different?”, *Service Business*, Vol:5 , No:4, pp.381-409.
41. Sivathaasan, N., & Rathika, S. (2013),”Capital structure and EPS: a study on selected financial institutions listed on Colombo stock exchange (CSE) in Sri Lanka”, *European Journal of Business and Management*, Vol: 5, No: 14, pp.69-73.

The variation of the Firm's value considering the relationship between the financial structure and earnings per share

Fatima Faisal Kadim Alkhalidi
Baghdad, Iraq

30047fatima@gmail.com

Ayad Taher Mohammed Aljubori
University of Baghdad, College of
Administration and Economics, Baghdad,
Iraq

ayadtaher@gmail.com

Received: 19/8/2020

Accepted :9/9/2020

Published : January / 2021



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International \(CC BY-NC 4.0\)](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

Abstract:

The current research aims to determine the relationship of the impact of the components of the financing structure, especially financing through debts, as well as the earnings per share in the value of the shares of companies listed in the Iraq Stock Exchange. The research sample and identifying the strength of the combined effect of the ratio of financing through debt and earnings per share in maximizing The market value of the firm and the real value, as well as the variation between these relationships according to model of the real value of the companies and the market value of the research sample companies. The research community is represented by the Iraq Stock Exchange, while a conditional deliberate sample was selected that included (10) companies, and data and information were collected through the annual financial reports issued by the Iraq Stock Exchange for the time period (2014-2018), as well as The research relied on a set of descriptive statistics methods (arithmetic mean - standard deviation - percentages) as well as a group of inferential statistics methods (Pearson Correlation Laboratory - Simple Regression - Multiple Regression), through the two statistical packages of (SPSS V.26 - AMOS V. 25) to compare the calculated results and test the hypotheses. The research found the most prominent results represented in the absence of an effect of the debt ratio on the market and real value of companies, while it found a significant effect of the debt ratio and earnings per share on the market value of companies. The importance of the research is represented by the limited studies that dealt with the three variables together in an analytical manner in the Iraq Stock Exchange (financing structure - earnings per share - firm value) and the extent of the impact of each of the financing structure through the debt ratio, and earnings per share on both market value and real value For companies' shares, as well as determining the relationship between the independent research variables represented by the financing structure and earnings per share, with the approved variables (the real value of companies, and the market value).

Key words: firm value - financing structure - earnings per share