IRAQI Academic Scientific Journals

University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science (2025) 15 (3) Part (2): 281-298

UKJAES

University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science

ISSN:2222-2995 E-ISSN:3079-3521
University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science

ALRawi Taha Ibrahim Ali & Al-Yaseen Hala Sami Khudair. The Impact of Total Leverage on Maximizing Corporate Value An Analytical Study of Asiacell Telecommunications Company, Listed on the Iraq Stock Exchange, for the Period 2012-2021. *University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science* (2025) 15 (3) Part (2):281-298.

The Impact of Total Leverage on Maximizing Corporate Value An Analytical Study of Asiacell Telecommunications Company, Listed on the Iraq Stock Exchange, for the Period 2012-2021

Taha Ibrahim Ali ALRawi [1], Hala Sami Khudair Al-Yaseen [2]

[1,2] *University of Mosul/College of Administration and Economics-Department of Banking and Financial Sciences, Mosul, Iraq*

taha.21bap163@student.uo.mosul.edu.iq [1]
halla4950@gmail.com [2]

Abstract: The study aims to identify the extent of reliance on total leverage and its impact on the company's value. It attempted to provide a clear picture of it in the theoretical aspect and comprehensive answers about its variables in the practical aspect. The study identified a group of Iraqi and Jordanian companies as its community. A model was formulated to clarify the nature of the relationships between total leverage, from which operating leverage and financial leverage branch out, and to show their overall impact on its value. We obtained the financial data published in the Iraq Stock Exchange. Based on this, the study's hypotheses were formulated and subjected to the financial analysis process using the Excel program, in addition to subjecting them to statistical tests based on the statistical program (EViews12). The study reached a set of conclusions indicating a direct relationship between the degree of total leverage and the company's value (EPS, market share value, and book share value). In light of this, a set of proposals were presented, most notably urging company managements to expand their use of operating and financial leverage during times of economic prosperity and reduce their reliance on them during times of economic recession, given their multiplier effect in maximizing or increasing the risk to company value.

Keywords: Total Leverage, Financial Leverage, Operating Leverage, Company Value.

تأثير الرافعة الكلية في تعظيم قيمة الشركة
دراسة تحليلية في شركة اسياسيل للاتصالات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

بحث مستل من رسالة ماجستير

الباحث: طه إبراهيم علي الراوي [١]، أ.م.د. حلا سامي خضير الياسين [٢]

[١،٢] جامعة الموصل-كلية الادارة والاقتصاد-قسم العلوم المالية والمصرفية، الموصل، العراق

المستخلص: تهدف البحث إلى التعرف على مدى الاعتماد على الرافعة الكُليَّة وأثرها في قيمة الشركة؛ إذ حاولت تقديم صورة واضحة عنها في الجانب النظري وإجابات وافية عن متغيراتها في الجانب التطبيقي، وقد حددت البحث شركة اسيا سيل للاتصالات المساهمة كعينة لها، وقد صيغت أنموذج لها يوضح طبيعة العلاقات بين الرافعة الكُليَّة التي يتفرع منها الرافعة التشغيليَّة و الرافعة الماليَّة و بيان تأثيرهما الكلي في قيمتها؛ إذ حصلنا على البيانات الماليَّة المنشورة في سوق العراق للأوراق الماليَّة، وبناء عليه صيغت فرضيات البحث وإخضاعها لعملية التحليل المالي بواسطة برنامج (Excel) بالإضافة إخضاعها للاختبارات الإحصائية بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (EViews12)؛ إذ توصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات مفادها يدل على وجود علاقة تأثير طرديَّة بين درجة الرافعة الكُليَّة وقيمة الشركة التي تتمثل في (ربحيَّة السهم، قيمة السهم السوقيَّة، قيمة السهم الدفترية)، التي في ضوئها قدمت مجموعة من المقترحات أبرزها حثّ ادارة الشركة على التوسع باستخدام الرافعة التشغيليَّة و الرافعة الماليَّة في أوقات الازدهار الاقتصادي و والتقليل من الاعتماد عليهما في أوقات الركود الاقتصادي لما لهما من أثر مضاعف في تعظيم أو زيادة الخطر على قيمتها.

الكلمات المفتاحية: الرافعة الكُليَّة، الرافعة الماليَّة، الرافعة التشغيليَّة، قيمة لشركة.

Corresponding Author: E-mail: taha.21bap163@student.uo.mosul.edu.iq

المقدمة

بات موضوع تحديد تركيبة الهيكل التمويلي واحداً من المواضيع المُميَّزة التي تحاول ادارة الشركة المساهمة جاهدة لتحقيقها، في محاولة منها للوصول إلى المزيج الامثل الذي يحقق الأهداف التي اسست من أجلها تلك الادارة وعلى رأسها تعظيم قيمتها؛ إذ تؤثر تركيبة الهيكل التمويلي في حجم التكاليف التي تتحملها الشركة المساهمة، الّتي تتباين من شركة لأخرى؛ إذ تعتمد بعض الشركات على التمويل بالملكية فقط فيما تعتمد الشركات الأخرى على مزيج من تمويل الملكية والمديونية، التي تتأثر قيمتها سلبياً أو إيجابياً بنوعيته، و تحاول ادارة للشركة المساهمة اتخاذ العديد من القرارات التمويلية بشكل عام وبالأخص قرارات إدارة الموجودات الثابتة المتمثلة بـ(الرافعة التشغيليَّة) التي تؤثر في نسب التكاليف الثابتة على مستوى إجمالي الإنتاج، فضلًا عن قرارات إدارة المديونية المتمثلة بـ(الرافعة الماليَّة) التي تؤثر في كلفة التمويل بما يسمى بالوفورات الضريبية، الأمر الذي يُسهم طردياً في رفع أو تخفيض في قيمة الشركة، ويمكن للشركة ان تجمع بين كلاً من الرافعة التشغيليَّة والرافعة الماليَّة لتحصل على أثر مجمع لهما يطلق عليه بالرافعة الكُليَّة، التي تجمع في تأثيرها بشكل مزدوج في قيمة للشركة.

بناء على ما تقدم تم تقسيم البحث الى خمسة مباحث تناول المبحث الاول منهجية البحث، فيما عرض المبحث الثاني الاطار النظري للرافعة الكلية و قيمة الشركة، وخصص المبحث الثالث التحليل المالي و الاحصائي للمتغيرين، لنصل الى اهم الاستنتاجات و المقترحات في المبحث الخامس.

المبحث الاول
منهجية البحث

اولاً: مشكلة البحث

تعد عملية تعظيم قيمة للشركة ركناً أساسياً من اركان الإدارة الماليَّة التي يناط إليها عملية تحديد درجة الرافعة الكُليَّة التي تتناسب مع الواقع الاقتصادي الذي يؤثر في قيمتها، إذ يوجد العديد من الشركات التي تعاني من قلة الخبرة في تحديد درجة الرافعة الكُليَّة التي تتلاءم مع حجم انشطتها الإنتاجية كما هو معمول به في الشركات الأجنبيَّة في الدول المتقدمة، لذلك من الضروري عليها تطوير وتحسين إدارتها لها لكي تتمكن من تحقيق تشخيص ما ترمي إليه والمتمثل بتعظيم قيمتها، و تسعى البحث إلى تشخيص وتحديد مدى تطبيق الشركة لمعايير الرافعة الكُليَّة التي تتناسب مع وضعها لبيان أبرز نقاط القوة لتعزيزها فضلاً عن أبرز نقاط الضعف التي تتعرض لها للحد منها و العمل على معالجتها، وهل ان للرافعة المالية الكلية من آثار على قيمة الشركة، وبناء على ما سبق تنطلق مشكلة البحث من التساؤلات الاتية:

١. ما مدى قيام إدارة الشركة بتطبيق معايير الرافعة الكُليَّة التي تناسبها؟
٢. ما هو مستوى تعظيم قيمة الشركة المبحوثة؟
٣. ما هي طبيعة العلاقة بين الرافعة الكُليَّة وقيمة الشركة المبحوثة؟

ثانياً: أهميَّة البحث

يحظى موضوع الرافعة الكُليَّة بأهميَّة كبيرة مِن ادارة الشركة المساهمة كونه يُعدُّ سلاحًا ذو حدين له إيجابيات يمكنها أن تُسهِم في تعظيم قيمتها بشكل كبير نتيجة تغير صغير في حجم المبيعات، أو له سلبيات تؤدي إلى تكبدها لخسائر كبيرة نتيجة تغير صغير في حجم المبيعات، وبناء على ذلك تعمل ادارة الشركة جاهدة للاستفادة من الرافعة الكُليَّة لمصلحتها من أجل الوصول إلى ما تنشده بما يأتي:

١. بيان ماهية الرافعة الكُليَّة وما هو تأثيرها في حجم المبيعات التي تنعكس بدورها في قيمة الشركة عينة البحث.
٢. توجيه انظار ادارة الشركة المبحوثة عينة البحث إلى مميزات ومضار الرافعة الكُليَّة.

٣. تحسين قدرة ادارة الشركة عينة البحث المبحوثة على تطوير إدارتها للرافعة الكُليَّة وكيفية تسخيرها في تعظيم قيمة الشركة في ظروف الازدهار والركود الاقتصادي.
٤. تقوية العلاقة بين الإدارة الماليَّة ومجلس الإدارة في الشركة عينة البحث المبحوثة من أجل اتخاذ قرارات ماليَّة تحدد درجة الرافعة الكُليَّة التي تخدم مصالحها وتحقق هدفها في تعظيم قيمتها.

ثالثاً: أهداف البحث

تهدف البحث إلى بيان أساسيات الرافعة الكُليَّة وكيفية تسخيرها مِن ادارة الشركة بهدف تعظيم قيمتها وكما يأتي:
١. تقديم وصف وتشخيص لدرجة استخدام الرافعة الكُليَّة في الشركة المبحوثة عينة البحث.
٢. تقديم وصف وتشخيص لدرجة تأثر قيمة الشركة المبحوثة عينة البحث بدرجة الرافعة الكُليَّة المعتمدة فيها.
٣. تحديد نوع وطبيعة العلاقات بين الرافعة الكُليَّة وقيمة الشركة عينة البحث.

رابعاً: فرضيات البحث

اخضِعت البيانات الخاصة بالشركة المساهمة عينة البحث للتحليل المالي والتحليل الإحصائي وعليه تفترض البحث ما يأتي:

١. الفرضيات الماليَّة التي تَنُصُّ على ما يأتي:

- **الفرضية الماليَّة الاولى:** تَنُصُّ على أَنَّه (لا يوجد علاقة بين كفاءة إدارة الشركة المبحوثة عينة البحث للرافعة الكُليَّة للمدة 2012-٢٠٢١ وبين تعظيم قيمتها (الدفترية والسوقيَّة وربحيَّة السهم)).
- **الفرضية الماليَّة الثانية:** تَنُصُّ على أَنَّه (لا يوجد علاقة بين إدارة العوائد وبين نتائج الرافعة الكُليَّة في الشركة المبحوثة عينة البحث للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١).

٢. الفرضيات الإحصائية التي تَنُصُّ على ما يأتي:

- **الفرضية الإحصائية العدمية:** تَنُصُّ على أَنَّه (لا يوجد تأثير ذو دلالة معنويَّة للرافعة الكُليَّة على القيمة الدفترية لسهم الشركة المبحوثة عينة البحث للمدة 2012-٢٠٢١).
- **الفرضية الإحصائية العدمية:** تَنُصُّ على أَنَّه (لا يوجد تأثير ذو دلالة معنويَّة للرافعة الكُليَّة على القيمة السوقيَّة لأسهم الشركة المبحوثة عينة البحث للمدة 2012-٢٠٢١).
- **الفرضية الإحصائية العدمية:** تَنُصُّ على أَنَّه (لا يوجد تأثير ذو دلالة معنويَّة للرافعة الكُليَّة على ربحيَّة سهم الشركة المبحوثة عينة البحث للمدة ٢٠12-٢٠٢١).

خامساً: منهج البحث

تعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي، إذ اطُّلع على عدد من الكتب والبحوث والدراسات المنشورة في الدوريات والمجلات العلمية المتخصصة، وكذلك المنشورة على شبكة الإنترنت، أَمَّا في الجانب التطبيقي فقد اعتُمِد أُسلوب التحليل المالي باستخدام المؤشرات الماليَّة لقياس الرافعة الكُليَّة بواسطة برنامج (Excel)، فضلًا عن أُسلوب التحليل الإحصائي بواسطة برنامج (EViews 12).

سادساً: الحدود المكانية والزمانية للبحث:

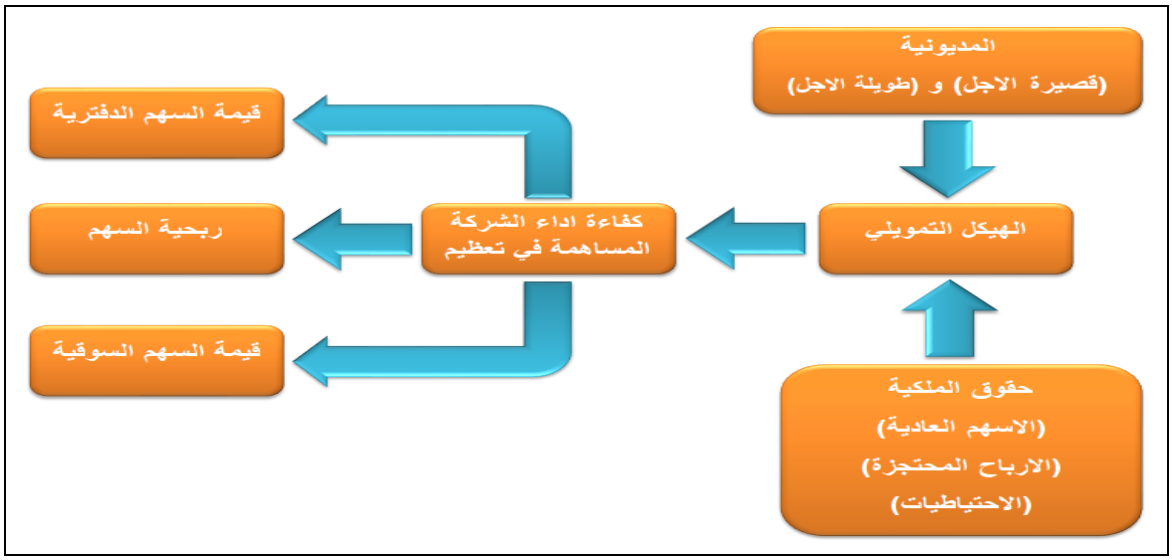
١. **الحدود المكانية:** تم اختيار شركة اسيا سيل للاتصالات المساهمة المدرجة في سوقي العراق للأوراق الماليَّة.
٢. **الحدود الزمانية:** تم الاستعانة التقارير الماليَّة للشركة المساهمة المنشورة في سوق العراق للأوراق الماليَّة للمدة (2012-٢٠٢١).

المبحث الثاني
الإطار النظري للرافعة الكلية وقيمة الشركة

اولاً: مفهوم الهيكل التمويلي

يعرَّف الهيكل التمويلي بأَنَّه الأُسلوب الذي يحصل به تمويل موجودات الشركة الَّذي يمثل المطلوبات وحق الملكية في الميزانية العمومية، ويتضمن المطلوبات المتداولة والمطلوبات طويلة الأجل (ناصح و البدران،86:2014)، ويعرف بأَنَّه توليفه من مصادر التمويل التي حُدِّدت مِن إدارة الشركة أَو المؤسسة لتمويل استثماراتها، الهيكل التمويلي هو مجموعة من العناصر التي تشكل جانب المطلوبات في قائمة المركز المالي سواء كان مصدر هذه الأموال ديناً خارجياً أم ذاتياً (كاظم ومحمد،،6:2021) ، وبمفهوم آخر للهيكل التمويلي بأَنَّه ذلك المزيج المالي المستخدم في تمويل الاستثمارات الَّذي يتكون من التمويل المقترض قصير أَو طويل الأجل والتمويل الممتلك (العلي،17:2022) ، إنَّ هيكل التمويل هو عبارة عن نسبة من الموارد الماليَّة التي تغطي تكلفة مشروع استثماري، أَو بمعنى آخر أَنَّ هيكل التمويل هو الطريقة التي تمول بها الشركة أنشطتها أَي تمويل الالتزامات ورأس المال (Brzozowska,2023:365) ، إنَّ قرار التمويل له تأثير واسع في تحديد الهيكل المالي وكلفته، إذ إنَّ الكلفة تتوقف على طبيعة الهيكل المالي، أي نسبة كل نوع من أَنواع التمويل فيه، وكلما صار بالإمكان تخفيض تكلفة التمويل كلما أَدَّى ذلك إلى خلق أثر

إيجابي في العائد الذي تحققه الشركة ومن ثم تعظيم ثروة المالكين، الأمر الذي يتطلب حساب المعدل الموزون للكلفة والمتمثل بكلفة مزيج الهيكل المالي والعمل تخفيضها بالهيكل المالي الأفضل (المياح،22:2019) كما مبين في الشكل أدناه:



الشكل (٢): مخطط الهيكل التمويلي للشركة

.https://www.google.com. onceptual Framework of the Capital Structure

ثانياً: مكونات الهيكل التمويلي

يؤدّي التمويل دوراً مُميَّزًا وأساسياً في تسهيل نمو الشركة وتعزيز استثماراتها وتحقيق الأهداف الماليَّة، ويعد موضوع فهم مصادر التمويل المتنوعة وعلاقتها مع الأهداف الموضوعة امراً بالغ الأهميَّة للإدارة الماليَّة، وهذه المصادر قد تتخذ تصنيفات متعددة كالمصادر داخلية وخارجية، ومصادر مقترضة ومملوكة كالأسهم الممتازة والعادية والارباح المحتجزة والاحتياطيات، بالإضافة الى مصادر المقترضة كالقروض القصيرة وطويلة الأجل و السندات)(https://www.google.com)

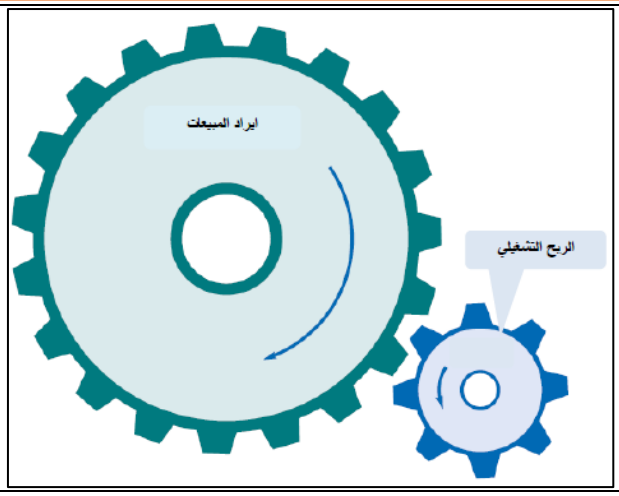
ثالثاً: الرافعة الكُليَّة

تحتاج الشركة إلى تمويل لدعم الانشطة والاعمال، سواءً كانت هذه الشركة ماليَّة، أم تجارية أم خدمات ويمكن الحصول على التمويل من مالكي الشركة أو من الجهات الخارجية، لعديد من الشركة غالباً ما تحتاج إلى تمويل اضافي لتوسع مجال اعمالها، تُعَدُّ الرافعة الماليَّة والرافعة التشغيليَّة احدى الأساليب التي تتبعها الشركة التي تلبي احتياجاتها التمويلية (Jati,2019:1) ويمكن تحديد درجة الرافعة الكُليَّة بالمعادلة التالية: (الراوي و حميد، 315:2012)

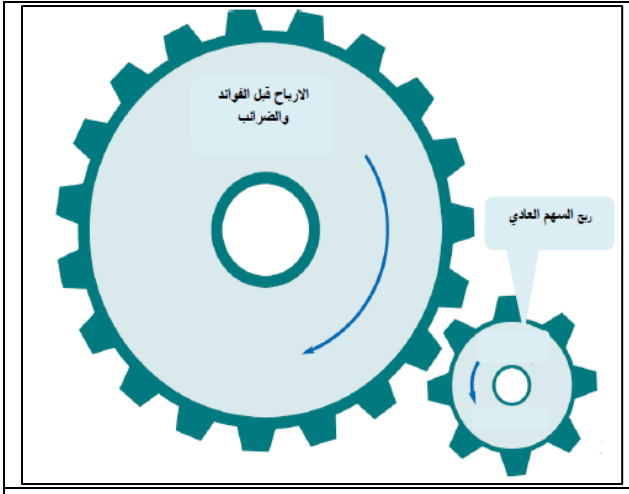
الرافعة الكلية = الرافعة التشغيلية X الرافعة المالية
حيث ان:

الرافعة التشغيلية = هامش المساهمة الاجمالي/صافي الدخل التشغيلي
الرافعة المالية = صافي الدخل التشغيلي/صافي الدخل قبل الضرائب

وتشير الرافعة التشغيليَّة إلى نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة في هيكل التكاليف وتبنى الرافعة التشغيليَّة من خلال العلاقة بين التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة، و ان الشركة التي تعمل بتكاليف ثابتة اعلى وتكاليف متغيرة بنسبة اقل تتمتع بنقطة تعادل اعلى " الحد الادنى من المبيعات لتغطية التكاليف الثابتة وتحقيق الأرباح " (Kalash& Bilen, 2021: 186) يوضح الشكل (٣) ان الرافعة المالية الى القرارات التي تحدد أهميَّة الشركة في جميع الاعمال التي تقوم بها وذلك لغرض قيام ببناء المشاريع والتوسع في أسواق المنافسة ومواكبة التطورات ينبغي على المدير المالي دراسة كافة قرارته ومن بين أبرز هذه القرارات هو كيفية الحصول التمويل الخارجي (تمويل الدين) الرافعة الماليَّة، يمكن تشبيه أثر الرافعة الماليَّة في الشركة المساهمة بقرصين مسننتين متداخلتين بحجمين غير متساويين في الحجم؛ إذ يمثل القرص الكبير إيراد المبيعات الخاص بالشركة، فيما يمثل القرص الصغيرة الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب؛ إذ يؤثر دوران القرص الكبير بدرجة أكبر من دوران القرص الصغير، أي ان أي تغير صغير بالمبيعات يقود إلى تغير أكبر بالربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب، مِمَّا ينعكس ذلك في قيمة الشركة كما في الشكل (٤) (Atrill,2017:65)



الشكل (٣): أثر التغير في إيراد المبيعات في الرافعة التشغيليَّة



الشكل (٤): أثر التغير في إيراد المبيعات في الرافعة الماليَّة

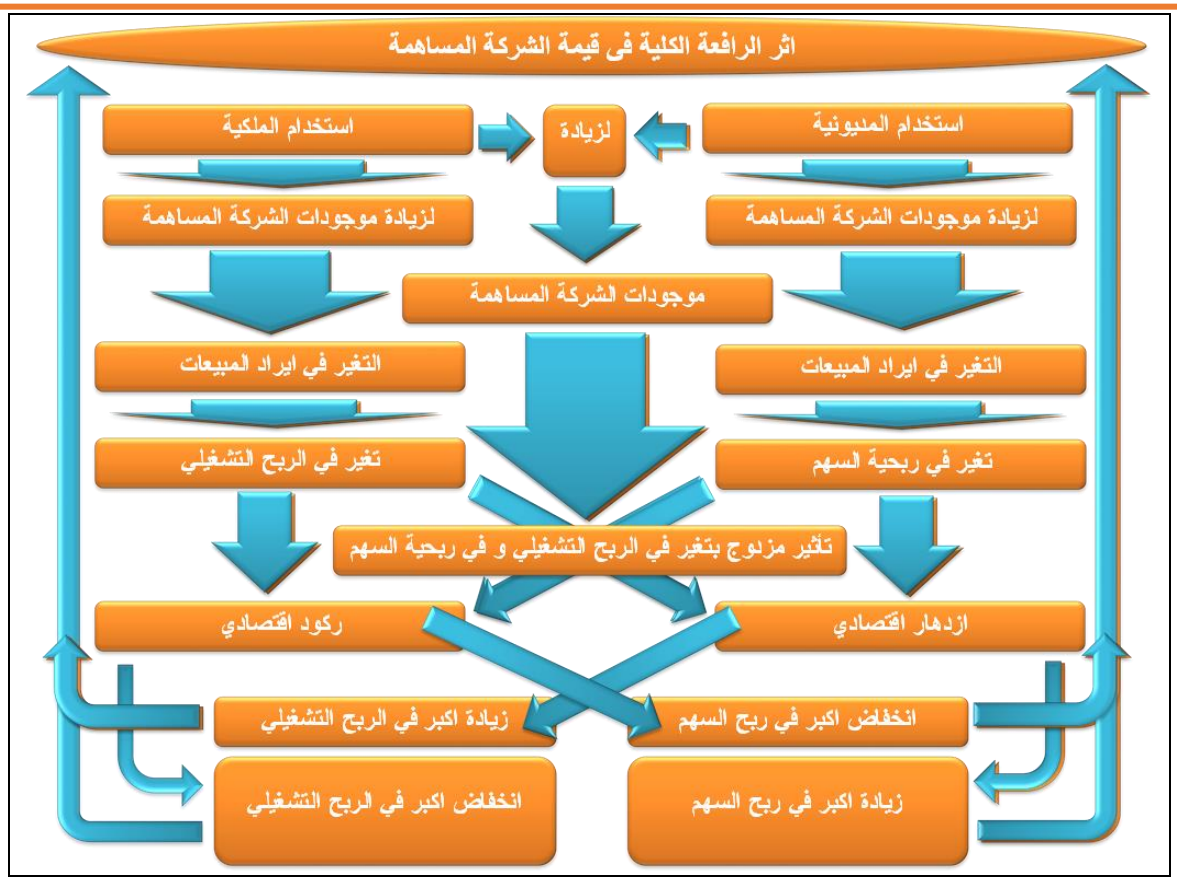
Source: Atrill. Peter, 2017, Financial Management For Decision Makers, Eighth Edition, Pearson Education Limited Edinburgh Gate Harlow CM20 2JE United Kingdom. www.pearson.com/uk.p65.

رابعاً: مفهوم قيمة الشركة

لكل شركة هدف وغرض معين، ولكن الهدف الأساسي للشركة هو تعظيم قيمتها التي يمكن قياسها بسعر سهم تلك الشركة، ان ارتفاع قيمة الشركة يؤدي إلى ازدهار المساهمين، ومن أجل تحقيق هذا الهدف يمكن لأصحاب رؤوس الأموال إعطاء الثقة للمديرين أو ما يطلق عليهم ما يسمى الوكلاء، هؤلاء المديرين أو ما يطلق عليهم الوكيل مسؤولون عن قرار تخصيص التمويل اللازم للشركة سواء كان هذا التمويل داخلي أم خارجها للاستثمار، تعتمد سياسية هيكل رأس المال بشكل أساسي على العلاقة بين اختيار قرار التمويل ونوع الاستثمار الذي يجب على إدارة الشركة ان تختاره ليكون متوازناً مع هدف الشركة وهو ازدهار المساهمين الذي ينعكس بقيمة الشركة أو القيمة السوقيَّة من سعر سهم الشركة (Ahmadnia Khanqah& ,2013:١،٤٤) وتقاس قيمة الشركة بمعدل العائد على حقوق الملكية و ربحية السهم و قيمة السهم السوقية. (البطاط،٢٠٢١، ٨٢)

خامساً: العلاقة بين الرافعة الكُليَّة وقيمة الشركة

تعتمد قيمة الشركة على العائد الذي تقدمه لمساهميها بموازنة عوامل المخاطرة الكُليَّة (النظامية وغير النظامية)، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة، إذ يتعين على الإدارة اتخاذ عدة قرارات لتقليل المخاطر الكُليَّة التي قد تتعرض لها الشركة، ولتقليلها أو السيطرة عليها من المهم مراعاة العوامل الأكثر صلة التي تُسهم في عملية خلقها، ووفقاً لذلك فإنَّ المقياس المناسب لمخاطر الشركة هو المخاطر النظامية، وقد أظهرت بعض الدراسات أن التدفقات النقدية الشركة تحمل آثاراً للرافعة الماليَّة و التشغيليَّة، ووجد أن الرافعتان التشغيليَّة و الماليَّة تشكلان جزءا كبيرا من عوامل التأثير التي تتحملها الشركة، ومن أبرزها عوامل الإنتاج، فإذا استُبدِل أحد عوامل الإنتاج بعامل آخر فإنَّ ذلك سيغير من درجة الرافعة التشغيليَّة، وبالتالي فإنَّ التغيير في رأس المال من أقل كثافة إلى أعلى كثافة سيؤدي إلى زيادة في التكلفة الثابتة مقارنةً بالتكلفة المتغيرة وبالتالي زيادة الرافعة التشغيليَّة والعكس صحيح، أمَّا الرافعة الماليَّة فلا تُشبه في طبيعتها الرافعة التشغيليَّة؛ إذ هي نتيجة مزيج الدين وحقوق الملكية الذي يمكن للشركة التحكم فيه إلى حد كبير، واوضعت البحث أنَّ هناك علاقة تأثير للرافعة الكُليَّة في قيمة الشركة .(Laghari,2017,1-3) وكما مبين في الشكل أدناه :



الشكل (٥): أثر الرافعة الكُليَّة في قيمة الشركة

المصدر: الشكل من اعداد الباحث

المبحث الثالث

التحليل المالي لتأثير الرافعة الكُليَّة في قيمة الشركة المساهمة

عينة البحث للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

اولاً: وصف وتشخيص الرافعة الكُليَّة وقيمة الشركة

١. **الرافعة الكُليَّة:** وهي التي تقيس أثر الرافعة التشغيليَّة مضروب في أثر الرافعة الماليَّة، أي انها تقيس الأثر الكلي للرافعتين التشغيليَّة والماليَّة.
٢. **الرافعة التشغيليَّة:** وهي تقيس نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف بهدف تقليل التكاليف المتغيرة؛ إذ يؤدي أي تغير في إيراد المبيعات بالارتفاع أو بالانخفاض إلى تغير كبير في صافي الدخل.
٣. **الرافعة الماليَّة:** وتقيس نسبة التمويل المقترض إلى إجمالي التمويل؛ إذ يؤدي أي تغير في إيراد المبيعات بالارتفاع أو بالانخفاض إلى تغير كبير في صافي الدخل.
٤. **قيمة الشركة:** تُعظَّم قيمة الشركة بقيام الإدارة الماليَّة فيها بالعمل على تعظيم قيمتها (تعظيم قيمة السهم الدفترية والسوقيَّة فضلاً عن ربحيَّة السهم)

ثانياً: وصف وتشخيص متغيرات البحث

يهدف وصف وتشخيص المتغيرات المستقلة التي تعتمد عليها الرافعة الكُليَّة وبيان كيفية احتسابها، فضلاً عن المتغيرات المعتمدة التي تحدد قيمة الشركة، لبيان المدى الذي يتطابق به الجانبين النظري والعملي فلسفياً ومنطقياً، الذي يتضمن على المتغيرات الداخلية وكما يأتي:

- المتغيرات المستقلة (الرافعة التشغيليَّة، الرافعة الماليَّة، الرافعة الكُليَّة).
- المتغير التابع (قيمة السهم الدفترية، قيمة السهم السوقيَّة، ربحيَّة السهم).

ثالثاً: تحليل الرافعة الكُليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات المساهمة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

أ. وصف البيانات الماليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات

من أجل تقييم أداء الإدارة الماليَّة للرافعة الكُليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ أُستُعين بالبيانات الماليَّة لها وكما مبين في الجدول (١).

جدول (١): البيانات الماليَّة المختارة من الكشوفات الماليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات المساهمة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

السنوات	هامش المساهمة الإجمالي	إجمالي التكاليف المتغيرة	إجمالي إيراد المبيعات	صافي الدخل التشغيلي
٢٠١٢	٨١١,٥٨٧,٠٠٠,٠٠٠	١,٣٦١,٠٠٤,٠٠٠,٠٠٠	٢,١٧٢,٥٩١,٠٠٠,٠٠٠	778,407,000,000
٢٠١٣	٧٦٤,٨٠٥,٠٠٠,٠٠٠	١,٤٦٧,١٨٣,٠٠٠,٠٠٠	٢,٢٣١,٩٨٨,٠٠٠,٠٠٠	744,595,000,000
٢٠١٤	١٦٤,٤٠٩,٠٠٠,٠٠٠	١,٥٣٦,٢٢٢,٠٠٠,٠٠٠	٢,٠١٢,١٥٤,٠٠٠,٠٠٠	458,740,000,000
٢٠١٥	٤٧٥,٩٣٢,٠٠٠,٠٠٠	١,٤١٧,٢٧١,٠٠٠,٠٠٠	١,٥٨١,٦٨٠,٠٠٠,٠٠٠	144,806,000,000
٢٠١٦	١١٢,٨٦٩,٠٠٠,٠٠٠	١,٣٠٥,٤٠٣,٠٠٠,٠٠٠	١,٤١٨,٢٧٢,٠٠٠,٠٠٠	93,302,000,000
٢٠١٧	١٤٢,٨٤٥,٠٠٠,٠٠٠	١,٣٤٧,٨٦٦,٠٠٠,٠٠٠	١,٤٩٠,٧١١,٠٠٠,٠٠٠	115,540,000,000
٢٠١٨	٢٦٣,٥٤٧,٠٠٠,٠٠٠	١,٢١٥,٧٦٤,٠٠٠,٠٠٠	١,٤٧٩,٣١١,٠٠٠,٠٠٠	254,330,000,000
٢٠١٩	٢٤٧,٨٥٨,٠٠٠,٠٠٠	١,٢٥٥,٤٧٢,٠٠٠,٠٠٠	١,٥٠٣,٣٣٠,٠٠٠,٠٠٠	227,840,000,000
٢٠٢٠	٢٤٠,٨٤٠,٠٠٠,٠٠٠	١,١٢٠,٤٨٩,٠٠٠,٠٠٠	١,٣٦١,٣٢٩,٠٠٠,٠٠٠	226,395,000,000
٢٠٢١	٣٩٢,٤٤٢,٠٠٠,٠٠٠	١,٠٨٨,١٧٤,٠٠٠,٠٠٠	١,٤٨٠,٦١٦,٠٠٠,٠٠٠	٣٧٨,٧٥٣,٠٠٠,٠٠٠

السنوات	إجمالي التكاليف المتغيرة	إجمالي التكاليف الثابتة	صافي الدخل قبل الضرائب	المديونية
٢٠١٢	١,٣٦١,٠٠٤,٠٠٠,٠٠٠	٣٣,١٨٠,٠٠٠,٠٠٠	٦٦٢,١٧٠,٠٠٠,٠٠٠	٢٣٦,٨٣٣,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٣	١,٤٦٧,١٨٣,٠٠٠,٠٠٠	٢٠,٢١٠,٠٠٠,٠٠٠	٥٨٠,٥٠٥,٠٠٠,٠٠٠	٨٩,٤٦٧,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٤	١,٥٣٦,٢٢٢,٠٠٠,٠٠٠	٢٩٤,٣٣١,٠٠٠,٠٠٠	٣٤٤,٧٠٩,٠٠٠,٠٠٠	٤٦,٧٣٣,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٥	١,٤١٧,٢٧١,٠٠٠,٠٠٠	٣٣١,١٢٦,٠٠٠,٠٠٠	٥٣,٤٧٠,٠٠٠,٠٠٠	٣٥,٢٥١,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٦	١,٣٠٥,٤٠٣,٠٠٠,٠٠٠	١٩,٥٦٧,٠٠٠,٠٠٠	٢٩,٥٠٩,٠٠٠,٠٠٠	٢٤,٩٤١,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٧	١,٣٤٧,٨٦٦,٠٠٠,٠٠٠	٢٧,٣٠٥,٠٠٠,٠٠٠	٣٨,٤٧٧,٠٠٠,٠٠٠	١١,٩٩٠,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٨	١,٢١٥,٧٦٤,٠٠٠,٠٠٠	٩,٢١٧,٠٠٠,٠٠٠	١٤٩,٨٢٠,٠٠٠,٠٠٠	٤٥,٣٠٤,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٩	١,٢٥٥,٤٧٢,٠٠٠,٠٠٠	٢٠,٠١٨,٠٠٠,٠٠٠	١٧٢,٢١٤,٠٠٠,٠٠٠	٠
٢٠٢٠	١,١٢٠,٤٨٩,٠٠٠,٠٠٠	١٤,٤٤٥,٠٠٠,٠٠٠	٢٤٣,٦١٨,٠٠٠,٠٠٠	٠
٢٠٢١	١,٠٨٨,١٧٤,٠٠٠,٠٠٠	١٣,٦٨٩,٠٠٠,٠٠٠	٣٣٤,١٤٤,٠٠٠,٠٠٠	٠

السنوات	مبلغ الفائدة	صافي الربح أو الخسارة
٢٠١٢	٥,٧٤٥,٠٠٠,٠٠٠	٦٦٢,١٧٠,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٣	٥,٧٥٤,٠٠٠,٠٠٠	٥٨٠,٥٠٥,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٤	٦,٢٥٠,٠٠٠,٠٠٠	٣٤٤,٧٠٩,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٥	٨,٢٧٥,٠٠٠,٠٠٠	٥٣,٤٧٠,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٦	٥,٧٠٢,٠٠٠,٠٠٠	٢٩,٥٠٩,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٧	٣,٥٦٨,٠٠٠,٠٠٠	٣٨,٤٧٧,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٨	٩٣٩,٠٠٠,٠٠٠	١٤٩,٨٢٠,٠٠٠,٠٠٠
٢٠١٩	٢٧٨,٠٠٠,٠٠٠	١٧٢,٢١٤,٠٠٠,٠٠٠
٢٠٢٠	٣٢٩,٠٠٠,٠٠٠	٢٤٣,٦١٨,٠٠٠,٠٠٠
٢٠٢١	٤٢٢,٠٠٠,٠٠٠	٣٣٤,١٤٤,٠٠٠,٠٠٠

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الماليَّة المنشورة في سوق العراق للأوراق الماليَّة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١.

يُبيّن الجدول (١) البيانات الماليَّة المستخرجة من القوائم الماليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات المساهمة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ تمهداً لمتطلبات احتساب قيم متغيرات الدارسة المستقلة والتابعة بغية قياس أثر بعضها على بعض ومدى انعكاس ذلك في قيمة الشركة للمدة عينة البحث.

رابعاً: احتساب قيم متغيرات البحث المستقلة والمعتمدة

١. احتساب نسب متغيرات البحث المتمثلة بالرافعة الكُليَّة (الرافعة التشغيليَّة والرافعة الماليَّة) لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

أ- احتساب قيم متغير البحث المستقل المتمثل بالرافعة التشغيليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ (الراوي وحميد ٢٠١٢ -٣١٤)

تم احتساب نتائج الرافعة التشغيليَّة الشركة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ التي بلغت على التوالي (١,٠٤، ١,٠٣، ٠,٣٦، ٣,٢٩، ١,٢١، ١,٢٤، ١,٠٤، ١,٠٩، ١,٠٦، ١,٠٤) مرة، وتأثر صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب بها الذي بلغ مبلغ قدره على التوالي (٧٧٨,٤٠٧,٠٠٠,٠٠٠، ٧٤٤,٥٩٥,٠٠٠,٠٠٠، ٤٥٨,٧٤٠,٠٠٠,٠٠٠، ١٤٤,٨٠٦,٠٠٠,٠٠٠، ٩٣,٣٠٢,٠٠٠,٠٠٠، ١١٥,٥٤٠,٠٠٠,٠٠٠، ٢٥٤,٣٣٠,٠٠٠,٠٠٠، ٢٢٧,٨٤٠,٠٠٠,٠٠٠، ٢٢٦,٣٩٥,٠٠٠,٠٠٠، ٣٧٨,٧٥٣,٠٠٠,٠٠٠) دينار، وتبين بقياس مؤشر الرافعة التشغيليَّة انه لها تأثير مرتبط بصافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب، و ان مؤشر الرافعة التشغيليَّة تذبذب متأثراً بتذبذب صافي الدخل التشغيلي قبل الفوائد والضرائب بدرجات متفاوتة حيث كانت نتيجة الرافعة التشغيليَّة موجبة عندما حققت الشركة أرباح وسالبة عندما تكبدت الشركة خسارة، التي انعكست ارتفاعاً أو انخفاضاً في قيمة السهم الدفترية و السوقيَّة وربحيَّة السهم كما مبين في الجدول (٢).

جدول (٢): احتساب قيمة المتغير المستقل المتمثل بالرافعة التشغيليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات لمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

ت	السنة	هامش المساهمة الإجمالي	صافي الدخل التشغيلي	الرافعة التشغيليَّة	معدل النمو السنوي المركب
١	2012	811,587,000,000	778,407,000,000	1.04	1.04
٢	2013	764,805,000,000	744,595,000,000	1.03	1.04
٣	2014	164,409,000,000	458,740,000,000	0.36	1.04
٤	2015	475,932,000,000	144,806,000,000	3.29	1.04
٥	2016	112,869,000,000	93,302,000,000	1.21	1.04
٦	2017	142,845,000,000	115,540,000,000	1.24	1.04
٧	2018	263,547,000,000	254,330,000,000	1.04	1.04
٨	2019	247,858,000,000	227,840,000,000	1.09	1.04
٩	2020	240,840,000,000	226,395,000,000	1.06	1.04
١٠	2021	392,442,000,000	378,753,000,000	1.04	1.04

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد الجدول (١).

ب- احتساب قيم متغير البحث المستقل المتمثل بالرافعة الماليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

بينت نتائج احتساب الرافعة الماليَّة للشركة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ التي بلغت على التوالي (٠,٨٦، ٠,٧٩، ٠,٧٦، ٠,٣٩، ٠,٣٤، ٠,٣٤، ٠,٥٩، ٠,٧٦، ١,٠٨، ٠,٨٨) مرة، التي تأثرت بصافي الربح التشغيلي قبل الضرائب الذي بلغ على التوالي (٧٧٢,٦٦٢,٠٠٠,٠٠٠، ٧٣٨,٨٤١,٠٠٠,٠٠٠، ٤٥٢,٤٩٠,٠٠٠,٠٠٠، ١٣٦,٥٣١,٠٠٠,٠٠٠، ٨٧,٦٠٠,٠٠٠,٠٠٠، ١١١,٩٧٢,٠٠٠,٠٠٠، ٢٥٣,٣٩١,٠٠٠,٠٠٠، ٢٢٧,٥٦٢,٠٠٠,٠٠٠، ٢٢٦,٠٦٦,٠٠٠,٠٠٠، ٣٧٨,٣٣١,٠٠٠,٠٠٠) دينار وتبين بقياس مؤشر الرافعة الماليَّة انه لها تأثير مرتبط بصافي الربح التشغيلي قبل الضرائب؛ إذ يتبين ان الرافعة الماليَّة تذبذبت متأثرة بتذبذب إيراد المبيعات بدرجات متفاوتة، كما مبين في الجدول (٣).

جدول (٣): احتساب قيمة المتغير المستقل المتمثل بالرافعة الماليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

ت	السنة	صافي الدخل التشغيلي	صافي الدخل قبل الضرائب	الرافعة الماليَّة	معدل النمو السنوي المركب
1	2012	772,662,000,000	662,170,000,000	0.86	0.86
2	2013	738,841,000,000	580,505,000,000	0.79	0.86
3	2014	452,490,000,000	344,709,000,000	0.76	0.86
4	2015	136,531,000,000	53,470,000,000	0.39	0.87
5	2016	87,600,000,000	29,509,000,000	0.34	0.87
6	2017	111,972,000,000	38,477,000,000	0.34	0.87
7	2018	253,391,000,000	149,820,000,000	0.59	0.87
8	2019	227,562,000,000	172,214,000,000	0.76	0.88
9	2020	226,066,000,000	243,618,000,000	1.08	0.88
10	2021	378,331,000,000	334,144,000,000	0.88	0.88

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد الجدول (١).

ت- احتساب قيم متغير البحث المستقل المتمثل بالرافعة الكُليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات

بعد احتساب كلاً من الرافعتين التشغيليَّة والماليَّة يمكن احتساب الرافعة الكُليَّة للشركة بضرب تأثير الرافعة التشغيليَّة بتأثير الرافعة الماليَّة اللذان يؤثران في صافي الدخل الخاص بالشركة بالمعادلة التالية: **الرافعة الكُليَّة = الرافعة التشغيليَّة X الرافعة الماليَّة** (هندي،٦٢٥:١٩٩٩)

بينت نتائج احتساب الرافعة الكُليَّة لشركة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ التي بلغت على التوالي (٠,٨٩، ٠,٨١، ٠,٢٧، ١,٢٩، ٠,٤١، ٠,٤٢، ٠,٦١، ٠,٨٢، ١,١٥، ٠,٩٢) مرة، التي أثرت في صافي الربح الذي بلغ للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ مبلغ قدره على التوالي (٦٦٢,١٧٠,٠٠٠,٠٠٠، ٥٨٠,٥٠٥,٠٠٠,٠٠٠، ٣٤٤,٧٠٩,٠٠٠,٠٠٠، ٥٣,٤٧٠,٠٠٠,٠٠٠، ٢٩,٥٠٩,٠٠٠,٠٠٠، ٣٨,٤٧٧,٠٠٠,٠٠٠، ١٤٩,٨٢٠,٠٠٠,٠٠٠، ١٧٢,٢١٤,٠٠٠,٠٠٠، ٢٤٣,٦١٨,٠٠٠,٠٠٠، ٣٣٤,١٤٤,٠٠٠,٠٠٠) دينار وتبين بقياس مؤشر الرافعة الكُليَّة انه لها تأثير مرتبط بصافي الربح؛ إذ يتبين ان الرافعة الكُليَّة تذبذبت متأثرة بتذبذب إيراد المبيعات بدرجات متفاوتة، كما مبين في الجدول (٤).

جدول (٤): احتساب قيمة المتغير المستقل المتمثل بالرافعة الكُليَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

ت	السنة	الرافعة التشغيليَّة	الرافعة الماليَّة	الرافعة الكُليَّة	معدل النمو السنوي المركب
1	2012	1.04	0.86	0.89	0.89
2	2013	1.03	0.79	0.81	0.89
3	2014	0.36	0.76	0.27	0.90
4	2015	3.29	0.39	1.29	0.90
5	2016	1.21	0.34	0.41	0.90
6	2017	1.24	0.34	0.42	0.91
7	2018	1.04	0.59	0.61	0.91
8	2019	1.09	0.76	0.82	0.91
9	2020	1.06	1.08	1.15	0.92
10	2021	1.04	0.88	0.92	0.92

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد الجدول (٢ و ٣).

ب.احتساب قيم متغيرات البحث التابعة المتمثلة بقيمة الشركة (الدفترية والسوقيَّة وربحيَّة السهم) لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

من أجل احتساب قيمة شركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ يتوجب احتساب كلاً من قيمة السهم الدفترية وقيمة السهم السوقيَّة وربحيَّة السهم وكما يأتي:

١. احتساب قيمة متغير البحث التابع المتمثل بقيمة السهم الدفترية لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

بينت نتائج حساب القيمة الدفترية للشركة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ اذ يُلحظ أنَّ قيمة السهم الدفترية اخذت بالانخفاض تدريجياً بسبب انخفاض إجمالي قيمة الشركة الإجماليَّة التي بلغت على التوالي مبلغ قدره (٧,٠٢، ٧,١٧، ٦,٩٥، ٦,٢٣، ٦,٣٢، ٥,٤٤، ٤,٨٧، ٤,٤٣، ٤,١٧، ٤,٥٥) دينار، نتيجة ممارستها لنشاطها الخدمي وتحقيق أرباح وان كانت متذبذبة خلال مُدَّة البحث، إلَّا أنَّ رسملة الأرباح مِن الشركة وزيادة عدد الأسهم العادية من (٢٧٠،٠١٢،٠٠٠،٠٠٠) سهم إلى (٣١٠،٠٠٠،٠٠٠،٠٠٠) سهم ساهمت في تقليل قيمة السهم الدفترية التي أُضيفا إلى راس المال المدفوع مُسببًا انخفاض مبالغ حقوق ملكية الشركة ما انعكس على قيمة السهم الدفترية. وان كانت القيمة الدفترية متذبذبة خلال مُدَّة البحث، كما مبين في الجدول (٥).

جدول (٥): احتساب قيمة المتغير التابع المتمثل بقيمة السهم الدفترية لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

ت	السنة	القيمة الدفترية لأسهم الشركة	عدد الأسهم العادية	قيمة السهم الدفترية	معدل النمو السنوي المركب
1	2012	1,896,231,000,000	270,012,000,000	7.02	7.02
2	2013	1,936,712,000,000	270,012,000,000	7.17	6.69
3	2014	1,876,403,000,000	270,012,000,000	6.95	6.38
4	2015	1,929,873,000,000	310,000,000,000	6.23	6.08
5	2016	1,959,382,000,000	310,000,000,000	6.32	5.79
6	2017	1,687,859,000,000	310,000,000,000	5.44	5.52
7	2018	1,510,088,000,000	310,000,000,000	٥,٥١	5.26
8	2019	1,372,302,000,000	310,000,000,000	4.43	5.01
9	2020	1,292,856,000,000	310,000,000,000	4.17	4.77
10	2021	1,409,970,000,000	310,000,000,000	4.55	4.55

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد الجدول (١).

٢. احتساب قيمة متغير البحث التابع المتمثل بقيمة السهم السوقيَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

بينت نتائج حساب القيمة السوقيَّة للشركة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ التي بلغت على التوالي (١٢,٦٥، ٧,١٦، ٦,٣٥، ٧,٢٥، ٧,٧٠، ٨,٦٥، ٧,٣١، ٧,٤٩) دينار ما عدا سنتي ٢٠١٢ و ٢٠١٣ حيث لم تكن أسهم الشركة مدرجة في سوق العراق للأوراق الماليَّة؛ إذ يُلحظ أنَّ قيمة السهم السوقيَّة تتأثر بالارتفاع و الانخفاض اعتماداً على نتائج الشركة المتحققة التي بلغت على التوالي مبلغ قدره (٦٦٢,١٧٠,٠٠٠,٠٠٠، ٥٨٠,٥٠٥,٠٠٠,٠٠٠، ٣٤٤,٧٠٩,٠٠٠,٠٠٠، ٥٣,٤٧٠,٠٠٠,٠٠٠، ٢٩,٥٠٩,٠٠٠,٠٠٠، ٣٨,٤٧٧,٠٠٠,٠٠٠، ١٤٩,٨٢٠,٠٠٠,٠٠٠، ١٧٢,٢١٤,٠٠٠,٠٠٠، ٢٤٣,٦١٨,٠٠٠,٠٠٠، ٣٣٤,١٤٤,٠٠٠,٠٠٠) دينار، التي انعكست في قرارات المتداولين بالأسهم في سوق الأوراق الماليَّة، وان كانت القيمة السوقيَّة متذبذبة خلال مُدَّة البحث، كما مبين في الجدول (٦).

جدول (٦): احتساب قيمة المتغير التابع المتمثل بقيمة السهم السوقيَّة لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

ت	السنة	القيمة السوقيَّة لأسهم الشركة	عدد الأسهم العادية	قيمة السهم السوقيَّة	معدل النمو السنوي المركب
1	2012	-	270,012,000,000	18	18.00
2	2013	4,995,222,000,000	270,012,000,000	18	16.08
3	2014	3,415,651,800,000	270,012,000,000	12.65	14.37
4	2015	2,219,600,000,000	310,000,000,000	7.16	12.84
5	2016	1,968,500,000,000	310,000,000,000	6.35	11.47
6	2017	1,627,500,000,000	310,000,000,000	7.25	10.25
7	2018	2,387,000,000,000	310,000,000,000	7.70	9.16
8	2019	2,681,500,000,000	310,000,000,000	8.65	8.18
9	2020	2,266,100,000,000	310,000,000,000	7.31	7.31
10	2021	2,321,900,000,000	310,000,000,000	7.49	18.00

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد الجدول (١)

٣. احتساب قيمة متغير البحث التابع المتمثل بربحيَّة السهم لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

بينت نتائج حساب ربحيَّة السهم الشركة للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ التي بلغت على التوالي (٠,٤٣، ٢,٤٥، ٢,١٥، ١,٢٨، ٠,١٧، ٠,١٠، ٠,١٢، ٠,٤٨، ٠,٥٦، ٠,٧٩، ١,٠٨) دينار؛ إذ يُلحظ أنَّها اخذت بالارتفاع و انخفاضاً بسبب تذبذب ربحيَّة الشركة التي بلغت على التوالي مبلغ قدره (٦٦٢,١٧٠,٠٠٠,٠٠٠، ٥٨٠,٥٠٥,٠٠٠,٠٠٠، ٣٤٤,٧٠٩,٠٠٠,٠٠٠، ٥٣,٤٧٠,٠٠٠,٠٠٠، ٢٩,٥٠٩,٠٠٠,٠٠٠، ٣٨,٤٧٧,٠٠٠,٠٠٠، ١٤٩,٨٢٠,٠٠٠,٠٠٠، ١٧٢,٢١٤,٠٠٠,٠٠٠، ٢٤٣,٦١٨,٠٠٠,٠٠٠، ٣٣٤,١٤٤,٠٠٠,٠٠٠) دينار، نتيجة ممارستها لنشاطها الخدمي وتحقيق أرباح وان كانت متذبذبة خلال مُدَّة البحث؛ إذ تأثرت قيمة السهم السوقيَّة بعد سنة ٢٠١٥ بشكل سلبي كبير بعد الاحداث الامنية التي تعرضت لها (نينوى و الانبار وصلاح الدين و كركوك) التي تشكل حصة سوقيَّة مهمة للشركة الأمر الذي انعكس سلباً على قيمة السهم السوقيَّة في سوق العراق للأوراق الماليَّة، التي اخذت تتحسن تدريجياً بعد تحريرها، كما مبين في الجدول (٧).

جدول (٧): احتساب قيمة المتغير التابع المتمثل بربحيَّة السهم لشركة آسيا سيل للاتصالات للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١

ت	السنة	صافي الربح	عدد الأسهم العادية	ربحيَّة السهم الواحد	معدل النمو السنوي المركب
1	2012	662,170,000,000	270,012,000,000	2.45	2.45
2	2013	580,505,000,000	270,012,000,000	2.15	2.24
3	2014	344,709,000,000	270,012,000,000	1.28	2.04
4	2015	53,470,000,000	310,000,000,000	0.17	1.86
5	2016	29,509,000,000	310,000,000,000	0.10	1.70
6	2017	38,477,000,000	310,000,000,000	0.12	1.55
7	2018	149,820,000,000	310,000,000,000	0.48	1.42
8	2019	172,214,000,000	310,000,000,000	0.56	1.30
9	2020	243,618,000,000	310,000,000,000	0.79	1.18
10	2021	334,144,000,000	310,000,000,000	1.08	1.08

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد الجدول (١).

المبحث الرابع
التحليل الإحصائي لأثر الرافعة الكُليَّة في قيمة الشركة

اولاً: اختبار استقراريَّة السلاسل الزمنية (ADF) لشركة آسيا سيل

يتضح من نتائج اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية (جذر الوحدة) لشركة آسيا سيل العراقيَّة لكل متغير من متغيرات البحث، أنَّ هناك اثنين من المتغيرات كانا غير مستقرين عند المستوى (Level)، وقد صارا مستقرين فيما بعد أخذ الفرق الأوَّل لهما، كما أنَّ هناك أربعة متغيرات كانت مستقرة عند المستوى (Level) وذلك بتطبيق أحد مؤشرات الاستقرارية المتمثل بمؤشر Augmented Dickey-Fuller والقيمة الاحتماليَّة المرافقة له (P-value)، وكما يأتي:
تشير النتائج أنَّ هناك متغيرين كانا غير مستقرين عند المستوى (level) وصارا مستقرين بعد أخذ الفرق الأوَّل لهما، وهما كل من قيمة السهم السوقيَّة Y2 والرافعة الماليَّة X2 وبمستوى معنويَّة أقل من ٠,٠٥ لكل منهما، لكن بوجود معلمة القطع (Constant) للأول (Y2) وبدون وجود معلمة القطع والاتجاه للثاني (X2). أمَّا كل من قيمة السهم الدفترية Y1 والرافعة الكُليَّة X3 فقد كانا مستقرين بوجود معلمة القطع والاتجاه وعند مستوى المعنويَّة أقل من ٠,٠٥ لكل منهما، أمَّا متغير الرافعة التشغيليَّة (X1) فقد كان مستقراً عند المستوى (level) بوجود معلمة القطع (Constant) وبمستوى معنويَّة أقل من ٠,٠٥، وكذلك يتبين إن متغير ربحيَّة السهم (Y3) كان مستقراً عند المستوى (level) بدون وجود معلمة القطع والاتجاه لكن بمستوى معنويَّة اقل من ٠,١٠، كما مبين في الجدول (٨).

جدول (٨): اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (جذر الوحدة) ADF شركة آسيا سيل

Variable	Level (I,0)			First Difference (I,1)		
Prob	Statistics	Result	Prob	Statistics	Result	Prob
Y1	-4.833227	Stationary **	0.0275	-	-	-
Y2	-0.587276	Non	0.4350	-3.342123	Stationary *	0.0486
Y3	-1.738866	Stationary ***	٠,٠٧٨١	-	-	-
X1	-3.608966	Stationary *	٠,٠٣٠٦	-	-	-
X2	-0.223654	Non	0.5740	-2.073028	*** Stationary	0.0435
X3	-3.325098	Stationary **	0.0456	-	-	-

*تشير إلى الحد الثابت Intercept،
**تشير إلى الحد الثابت والاتجاه Trend & Intercept،
*** تشير إلى بدون الحد الثابت والاتجاه None.
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

١. اختبار منهج الحدود ARDL-Bounds Test

بعد التأكد من حال السكون للمتغيرات المستخدمة في التقدير، فإنَّه يُبدأ باختبار التكامل المشترك، وما يلحظ من اختبار الاستقرارية أنَّه كان قد جمع ما بين حالتين من السكون هما(I,0) و(I,1) ، لذلك سيُبتعَد عن الاختبار (Johansen and Juselius) واللجوء إلى الاختبار (ARDL-Bounds Test)، وكما يأتي:
تبين البيانات إنه عند مقارنة القيمة المحتسبة لـ (F) الخاصة باختبار التكامل المشترك-اختبار الحدود لشركة آسيا سيل مع القيم الجدولية لمستويات المعنويَّة (١٪ و٢,٥٪ و٥٪ و١٠٪) يكون القرار الإحصائي أن تكون معادلة التقدير معنويَّة ، ولديها تكامل مشترك بين المتغيرات في حال كون القيمة المحتسبة لاختبار (F) على الأقل أعلى من اية قيمة من قيم الحد الأعلى لأي مستوى معنويَّة من هذه المستويات (١ و ٢,٥ و ٥٪ و ١٠٪). وبذلك يتبين أن القيمة المحتسبة للاختبار (٧,٢٧٢٦٠١) هي اعلى من كل قيم الحد الأعلى (٣,٧٧ و ٤,٣٥ و ٤,٨٩ و ٥,٦١) وبذلك يكون القرار الإحصائي أن تكون معادلة التقدير معنويَّة ، ولديها تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنويَّة ١٪، كما مبين في الجدول (٩).

جدول (٩): اختبار التكامل المشترك-اختبار الحدود ARDL-Bounds لشركة آسيا سيل معادلة التقدير Y1,Y2,Y3,X1,X2,X3

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	7.272601	10%	2.72	3.77
k	3	5%	3.23	4.35
		2.5%	3.69	4.89
		1%	4.29	5.61

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

٢. اختبار العلاقة السببية لكرانجر

لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين متغيرات البحث الخاصة بشركة آسيا سيل يتوجب القيام بما يأتي:
بتحديد مُدَّة الإبطاء المثلى بمتجه الانحدار الذاتي VAR في هذه الشركة، وذلك بالاعتماد على المعيارين Schwarz وAkaike في برمجية EViews 12. اذ تُبيِّن الجدول (١٠) يتبين ان جميع المتغيرات كان لديها تباطؤان زمنيان فقط.

جدول (١٠): تحديد مُدَّة الإبطاء المثلى بمتجه الانحدار الذاتي VAR في شركة آسيا سيل

Model	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
dy1 dx1	2	9.025695	6.925528	0.009363*	0.278373*	0.201102*	-0.676685*
dy1 dx2	2	6.296394	6.734905	0.020421*	1.058173*	0.980902*	0.103115*
dy1 dx3	2	15.75659	15.51371*	0.001368*	-1.644739*	-1.722011*	-2.599797*
dy2 dx1	2	-3.629636	4.261627	0.348124*	3.894182*	3.816911*	2.939124*
dy2 dx2	2	2.712683	8.403119	0.056853*	2.082090*	2.004819*	1.127033*
dy2 dx3	2	2.691551	9.975315*	0.057197*	2.088128*	2.010857*	1.133071*
dy3 dx1	2	7.861686	4.149817	0.013057*	0.610947*	0.533676*	-0.344111*
dy3 dx2	2	10.47098	10.73427*	0.006195*	-0.134565*	-0.211836*	-1.089622*
dy3 dx3	2	-1.539673	7.544584	0.191603*	3.297049*	3.219778*	2.341992*

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

اختبار السببية للعوامل المؤثرة في قيمة السهم الدفترية وقيمة السهم السوقيَّة ومتغير ربحيَّة السهم لشركة آسيا سيل للمدة (٢٠١٢-٢٠٢١).

تبين انه هناك علاقة سببية بين المتغيرات المستقلة (X1,X2,X3,X4,X5,X6) والمعتمدة (Y1,Y2) بدلالة الفروق الثلاثة عشر (DY1,DX1)و (DX1,DY2) و (DY2,DX1) و (DX1,DY3) و (DY3,DX1) و (DX3,DX2) و (DX2,DX3) و (DY1,DY2) و (DY2,DY1) و (DY1,DY3) و (DY3,DY1) و (DY2,DY3) و (DY3,DY2) التي بلغت قيمة (F-Statistic) لها على التوالي (١٦٢,١٤٢٨، ٩٠,٤٠٥٨، ١٣٦,٠١٥٥، ١١٥,١١٣٧، ١٣٠,٧٩٠١، ١٥٦,٩١٧٣، ١٠٧,٥١٩٦، ٩٤,٢١١٩، ١٢٠,٣٣٩٢، ١٠٩,٨٨٨٢، ١٢٥,٥٦٤٦، ٩٩,٤٣٧٣، ١٠٤,٦٦٢٨، ١٥٣,٦٨٠٨، ١١٠,٣٠٤١، ١٨٠,٧٩١٦، ١٨٠,٢٢٤٠، ١٥٣,١٠٢٢) وقيمتها الاحتماليَّة (Prob) على التوالي (٠,٠١٩٥، ٠,٠١٠٩، ٠,٠١٦٤، ٠,٠١٣٩، ٠,٠١٥٨، ٠,٠١٨٩، ٠,٠١٣٠، ٠,٠١١٤، ٠,٠١٤٥، ٠,٠١٣٢، ٠,٠١٥١، ٠,٠١٢٠، ٠,٠١٢٦، ٠,٠١٨٥، ٠,٠١٣٣، ٠,٠٢١٨، ٠,٠٢١٧، ٠,٠١٨٥) كونها اقل من مستوى المعنويَّة (٠,٠٥)، الأمر الذي يدل على وجود علاقة سببية تنبؤية بين المتغيرات، كما في الجدول (١١).

جدول (١١): اختبار السببية للعوامل المؤثرة في قيمة السهم الدفترية وقيمة السهم السوقيَّة ومتغير ربحيَّة السهم للمدة (٢٠١٢-٢٠٢١) لشركة آسيا سيل.

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/05/25 Time: 22:35
Sample: 2012 2021
Lags: 2

Null Hypothesis:	obs	F-Statistic	Prob
DX1 dose not Granger Cause DX2	7	162.1428	0.0195
DX2 dose not Granger Cause DX1	7	90.4058	0.0109
DX1 dose not Granger Cause DX3	7	136.0155	0.0164
DX3 dose not Granger Cause DX1	7	115.1137	0.0139
DX1 dose not Granger Cause DY1	7	130.7901	0.0158
DY1 dose not Granger Cause DX1	7	156.9173	0.0189
DX1 dose not Granger Cause DY2	7	107.5196	0.0130
DY2 dose not Granger Cause DX1	7	94.2119	0.0114
DX1 dose not Granger Cause DY3	7	120.3392	0.0145
DY3 dose not Granger Cause DX1	7	109.8882	0.0132
DX3 dose not Granger Cause DX2	7	125.5646	0.0151
DX2 dose not Granger Cause DX3	7	99.4373	0.0120
DY1 dose not Granger Cause DY2	7	104.6628	0.0126
DY2 dose not Granger Cause DY1	7	153.6808	0.0185
DY1 dose not Granger Cause DY3	7	110.3041	0.0133
DY3 dose not Granger Cause DY1	7	180.7916	0.0218
DY2 dose not Granger Cause DY3	7	180.2240	0.0217
DY3 dose not Granger Cause DY2	7	153.1022	0.0185

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

٣. اختبارات التشخيص: هناك اختبارات ثلاثة للتشخيص، وهي كما يأتي:

أ.اختبار عدم ثبات التباين

أُجري الاختبار من أجل تحديد خلو النماذج من مشكلة التباين من عدمه بواسطة برنامج (EViews 12) وتبين ان النتائج المبينة للأنموذج المقدر باختبار ARCH؛ إذ بلغت إن قيمة (F) المحتسبة على التوالي (٠,٤٤٥٢١٣، ٣,١٢٤٥٤٤ ,1.967351) والقيمة الاحتماليَّة لها على التوالي (٠,٥٤٣٩، ٠,١٣١٧، ٠,٩٩١٠)هي أكبر من (٠,٠٥)، كما إن قيمة (R-square) البالغة (١,٢٠٩٣٢٠، ٤,٤٤٤١٥٦، ١,٦٦٠٤١٢) والقيمة الاحتماليَّة لمربع معامل كاي (٠,٨٣٤٣، ٠,١٠٨٤، ٠,٤٣١١) هي أكبر من (٠,٠٥)، وهذا يعني إننا نقبل بفرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة، وإن النماذج جميعاً خالية من مشكلة عدم ثبات التباين، كما مبين في الجدول (١٣).

جدول (١٣): اختبار عدم ثبات التباين في نماذج شركة آسيا سيل

Model	Heteroskedasticity Test: ARCH			
Y1 X1 X2 X3	F-statistic	0.445213	Prob. F(2.5)	0.5439
	Obs*R-squared	1.209320	Prob. Chi-Square(2)	0.8343
Y2 X1 X2 X3	F-statistic	3.124544	Prob. F(2.5)	0.1317
	Obs*R-squared	4.444156	Prob. Chi-Square(2)	0.1084
Y3 X1 X2 X3	F-statistic	1.967351	Prob. F(2.5)	0.9910
	Obs*R-squared	1.660412	Prob. Chi-Square(2)	0.4311

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

ب.اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي

أُجري الاختبار من أجل تحديد خلو النماذج من مشكلة الارتباط التسلسلي من عدمه بواسطة برنامج (EViews 12) وتبين ان نتائج اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي للأنموذج المقدر؛ إذ يتبين إن قيمة (F) المحتسبة البالغة (٣,١٣٧٤٤١، ٠,١٧٠٥٩٠, 3.008831) والقيمة الاحتماليَّة لها (٠,١٣١٠، ٠,٨٤٧٩، ٠,١٣٨٧) هي أكبر من (٠,٠٥). كما إن قيمة R-square البالغة (٥,٥٦٥٣٦٣، ٠,٦٣٨٧٧٣، ٥,٤٦١٨٣٢) والقيمة الاحتماليَّة لمربع معامل كاي (0.0619، ٠,٧٢٦٦، ٠,٠٦٥٢) هي أكبر من (٠,٠٥)، وهذا يعني إننا نقبل بفرضية العدم، وإن النماذج جميعاً خالية من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي، كما مبين في الجدول (١٤).

جدول (١٤): اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي في نماذج شركة آسيا سيل

Model	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags			
Y1 X1 X2 X3	F-statistic	3.137441	Prob. F(2,5)	0.1310
	Obs*R-squared	5.565363	Prob. Chi-Square(2)	0.0619
Y2 X1 X2 X3	F-statistic	0.170590	Prob. F(2,5)	0.8479
	Obs*R-squared	0.638773	Prob. Chi-Square(2)	0.7266
Y3 X1 X2 X3	F-statistic	3.008831	Prob. F(2,5)	0.1387
	Obs*R-squared	5.461832	Prob. Chi-Square(2)	0.0652

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

ج. اختبارات التوزيع الطبيعي لبواقي التقدير

أُجري الاختبار من أجل تحديد أنَّ البيانات لبواقي التقدير تتبع التوزيع الطبيعي من عدمه باختبارات (Skeweness) و (Kurtosis) و (Jarque-Bera) بواسطة برنامج (EViews 12) وتوصَّلنا إلى النتائج المبينة في الجدول (١٥).

جدول (١٥): اختبارات التوزيع الطبيعي لبواقي التقدير

Model	Skeweness	Kurtosis	Jarque-Bera	Prob
Y1 X1 X2 X3	0.866016	2.399754	1.400097	0.496561
Y2 X1 X2 X3	0.341749	2.421682	0.334009	0.846196
Y3 X1 X2 X3	0.911306	2.896575	1.388588	0.499427

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

١.تحليل اختبارات التوزيع الطبيعي لبواقي التقدير للأُنموذج الأوَّل (Y1 X1 X2 X3)

- مقياس Skeweness : يقيس التناظر والالتواء، وقد قدرت قيمته بـ(٠,٨٦٦٠١٦)، وأن المعروف هو أن القيمة المثلى لمقياس Skeweness التي تعبر عن التناظر تساوي الصفر، ويُلحظ أَنَّ هذه القيمة كانت موجبة وأكبر من الصفر، وهذا يدل على أَنَّ التوزيع غير متناظر وملتو إلى جهة اليمين.
- مقياس Kurtosis : يقيس عدم التطاول والاعتدال، فنجد ان قيمته قد قدرت بـ (٢,٣٩٩٧٥٤) أَمَّا القيمة المثلى لمقياس Kurtosis التي تعبر عن اعتدالية التوزيع، فهي تقدر بـ ٣ وهذا يعني ان التوزيع متفلطح وغير معتدل.
- اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera : لقياس التناظر والالتواء، وقد قدرت قيمته بـ(١,٤٠٠٠٩٧) وان القيمة الاحتماليَّة ، لهذا المقياس (٠,٤٩٦٥٦١) هي أكثر من (٠,٠٥)، وبذلك سيكون القرار الإحصائي هو قبول فرضية العدم، وبذلك فإنَّ بواقي معادلة الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي ، وانها تأخذ شكل الجرس.

٢.تحليل اختبارات التوزيع الطبيعي لبواقي التقدير للأُنموذج الثاني (Y2 X1 X2 X3)

- مقياس Skeweness:- وقد قدرت قيمته بـ(٠,٣٤١٧٤٩)، وأن القيمة المثلى لمقياس Skeweness التي تعبر عن التناظر تساوي الصفر، ويُلحظ أَنَّ هذه القيمة كانت موجبة وأكبر من الصفر، وهذا يدل على أَنَّ التوزيع غير متناظر وملتو إلى جهة اليمين.
- مقياس Kurtosis : الذي يعبر عن عدم التطاول والاعتدال، فنجد ان قيمته قد قدرت بـ(٢,٤٢١٦٨٢) أَمَّا القيمة المثلى لمقياس Kurtosis التي تعبر عن اعتدالية التوزيع، فهي تقدر بـ ٣ وهذا يعني ان التوزيع متفلطح وغير معتدل.
- اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera : فقد قدرت قيمته بـ(٠,٣٣٤٠٠٩) وان القيمة الاحتماليَّة لهذا المقياس (٠,٨٤٦١٩٦) هي أكثر من ٠,٠٥، وبذلك سيكون القرار الإحصائي هو قبول فرضية العدم، وبذلك فإنَّ بواقي معادلة الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي ، وانها تأخذ شكل الجرس.

٣.تحليل اختبارات التوزيع الطبيعي لبواقي التقدير للأُنموذج الثالث (Y3 X1 X2 X3)

- مقياس Skeweness : قدرت قيمته بـ(٠,٩١١٣٠٦) وكما هو معلوم إن القيمة المثلى لمقياس Skeweness التي تعبر عن التناظر تساوي الصفر، ويُلحظ أَنَّ هذه القيمة كانت موجبة وأكبر من الصفر، وهذا يدل على أَنَّ التوزيع غير متناظر وملتو إلى جهة اليمين.
- مقياس Kurtosis الذي يعبر عن عدم التطاول والاعتدال فنجد ان قيمته قد قدرت بـ(٢,٨٩٦٥٧٥) أَمَّا القيمة المثلى لمقياس Kurtosis التي تعبر عن اعتدالية التوزيع، فهي تقدر بـ(٣) وهذا يعني ان التوزيع متفلطح وغير معتدل.
- اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera فقد قدرت قيمته بـ(١,٣٨٨٥٨٨) وان القيمة الاحتماليَّة لهذا المقياس (٠,٤٩٩٤٢٧) هي أكبر من ٠,٠٥ وبذلك سيكون القرار الإحصائي هو قبول فرضية العدم، وبذلك فإنَّ بواقي معادلة الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي، وأنها تأخذ شكل الجرس.

ثانياً: الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة ARDL للشركة عينة البحث

١.شركة آسيا سيل للاتصالات

أ. تحديد مُدَّة الإبطاء المثلى

تبين إن مُدَّة الإبطاء المثلى لتحليل الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة ARDL في شركة آسيا سيل، هي المُدَّة الأُولى لقيمة السهم الدفترية بينما كانت المُدَّة الصفرية هي مُدَّة الإبطاء المثلى لكل من قيمة السهم السوقيَّة وربحيَّة السهم، كما مبين في الجدول (١٦).

جدول (١٦): تحديد مُدَّة الإبطاء المثلى في شركة آسيا سيل

Model	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
Y1	1	-14.43372	1.696439	3.601599*	4.108429*	4.128290*	3.974479*
Y2	0	-17.14446	NA*	5.471504*	4.536116*	4.546046*	4.469141*
Y٣	0	-12.94576	NA*	1.915305*	3.486439*	3.496370*	3.419464*

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

ب.تحليل الانحدار الذاتي لنموذج ARDL في شركة آسيا سيل

١.اختبار تاثير الرافعة التشغيلية والمالية والكلية في قيمة السهم الدفترية

يتضح من نتائج التقدير لهذا الأُنموذج أن (٩٩ %) من التغيرات الحاصلة في قيمة السهم الدفترية Y1 تعود إلى تأثير مجموعة المتغيرات المستقلة الداخلة في هذا الأُنموذج (متغير الرافعة التشغيليَّة X1 والرافعة الماليَّة X2 والرافعة الكُليَّة X3)، أَمَّا القيمة المتبقية (١٪) فهي تشير إلى تأثير المتغيرات المستقلة غير الداخلة في أُنموذج التقدير التي عادة ما يطلق عليها تسمية متغير حد الخطأ العشوائي. في حين تشير قيمة اختبار (F) المحتسبة البالغة (٦٦,٧١٨٨٧) إلى معنويَّة الأُنموذج عند مستوى معنويَّة

(٠,٠٥) ودرجات حرية (٥، ٤) وذلك لأن (٦٦,٧١٨٨٧ أكبر من 5.19) وإن قيم اختبار (t) المحتسبة تشير إلى معنويَّة المتغيرات المستقلة الثلاثة لأنَّها جميعا أكبر من (2.015) وكذلك تشير القيمة المحتسبة لاختبار (DW)إلى خلو الأنموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، ويُبيّن الجدول (١٧) ما يأتي:

- تبين نتائج التقدير لهذا للأنموذج إلى وجود علاقة طرديَّة ذات تأثير معنوي بين متغير الرافعة التشغيليَّة وقيمة السهم الدفترية، فهي تعني أن تغيُّراً في متغير الرافعة الماليَّة بمقدار وحدة واحدة مع بقاء جميع العوامل الأُخرى ثابتة، سيؤدي إلى تغير مقابل في قيمة السهم الدفترية بمقدار (٧,٩٠٢١٢٨) وحدة.
- تبين نتائج التقدير لهذا للأنموذج وجود علاقة طرديَّة ذات تأثير معنوي بين متغير الرافعة الماليَّة وقيمة السهم الدفترية، فهي تعني أن تغيُّراً في متغير الرافعة التشغيليَّة بمقدار وحدة واحدة مع بقاء جميع العوامل الأُخرى ثابتة، سيؤدي إلى تغير مقابل في قيمة السهم الدفترية بمقدار (١٧,٧٦٥١٠) وحدة.
- تبين نتائج التقدير لهذا للأنموذج إلى وجود علاقة طرديَّة ذات تأثير معنوي بين متغير الرافعة الكُليَّة وقيمة السهم الدفترية، فهي تعني أن تغيُّراً في متغير الرافعة الكُليَّة بمقدار وحدة واحدة مع بقاء جميع العوامل الأُخرى ثابتة، سيؤدي إلى تغير معاكس في قيمة السهم الدفترية بمقدار (١٧,٢٦٤٦٢) وحدة.

جدول (١٧): نتائج أُنموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة ARDL في شركة آسيا سيل

Dependent Variable: Y1
Method: ARDL
Date: 06/09/25 Time: 13:46
Sample (adjusted): 2013 2021
Included observations: 9 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (o lag. Automatic): X1 X2 X3
Fixed regressors: C @TREND

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Y1(-1)	0.818753	0.416669	1.964865	0.1442
X1	7.902128	1.780477	4.438207	0.0213
X2	17.76510	3.054065	5.816870	0.0101
X3	17.26462	2.980799	5.791943	0.0102
C	5.253750	1.693764	3.101819	0.0532
@TREND	0.610030	0.142046	4.294594	0.0232
R-squared	0.991087	Mean dependent var		5.941333
Adjusted R-squared	0.976233	S.D. dependent var		1.754812
S.E. of regression	0.270534	Akaike info criterion		0.457884
Sum squared resid	0.219566	Schwarz criterion		0.589368
Log likelihood	3.939520	Hannan-Quinn criter.		0.174144
F-statistic	66.71887	Durbin-Watson stat		2.564142
Prob(F-statistic)	0.002834			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model Selection

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

٢. اختبار تاثير الرافعة الكلية في قيمة السهم السوقيَّة

يتضح من نتائج التقدير لهذا الأنموذج أن (٠,٨٢٪) من التغيرات الحاصلة في قيمة السهم السوقيَّة (Y2) تعود إلى تأثير مجموعة المتغيرات المستقلة الداخلة في هذا الأنموذج (متغير الرافعة التشغيليَّة X1 والرافعة الماليَّة X2 والرافعة الكُليَّة X3)، أمَّا القيمة المتبقية (١٨٪) فهي تشير إلى تأثير المتغيرات المستقلة غير الداخلة في أُنموذج التقدير التي عادة ما يطلق عليها تسمية متغير حد الخطأ العشوائي. في حين تشير قيمة اختبار (F) المحتسبة إلى معنويَّة الأنموذج عند مستوى معنويَّة (٠,٠٥) ودرجات حرية (٥، ٤) (وذلك لأن ١٦,٦١٦٨٠ أكبر من 5.19) وإن قيم اختبار (t) المحتسبة تشير إلى معنويَّة المتغيرات المستقلة لأنَّها جميعا أكبر من (2.015) أمَّا القيمة المحتسبة لاختبار (DW) فإنَّها تشير إلى خلو الأنموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، كما مبين في الجدول (١٨) ما يأتي:

- تبين نتائج التقدير لهذا الأنموذج وجود علاقة طرديَّة ذات تأثير معنوي بين متغير الرافعة التشغيليَّة وقيمة السهم السوقيَّة، فهي تعني أن تغيُّراً في متغير الرافعة التشغيليَّة بمقدار وحدة واحدة مع بقاء جميع العوامل الأُخرى ثابتة، سيؤدي إلى تغير مقابل في قيمة السهم الدفترية بمقدار (٢,١٤٢٨٧) وحدة.
- تبين نتائج التقدير لهذا الأنموذج وجود علاقة طرديَّة ذات تأثير معنوي بين متغير الرافعة الماليَّة وقيمة السهم السوقيَّة، فهي تعني أن تغيُّراً في متغير الرافعة الماليَّة بمقدار وحدة واحدة مع بقاء جميع العوامل الأُخرى ثابتة، سيؤدي إلى تغير مقابل في قيمة السهم الدفترية بمقدار (١٢,٦٠٨٤٠) وحدة.
- تبين نتائج التقدير لهذا الأنموذج وجود علاقة طرديَّة ذات تأثير معنوي بين متغير الرافعة الكُليَّة وقيمة السهم السوقيَّة، فهي تعني أن تغيُّراً في متغير الرافعة الكُليَّة بمقدار وحدة واحدة مع بقاء جميع العوامل الأُخرى ثابتة، سيؤدي إلى تغير مقابل في قيمة السهم الدفترية بمقدار (١٢,٠٢٧٣١) وحدة.

جدول (١٨): نتائج أُنموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة ARDL في شركة آسيا سيل

Dependent Variable: Y2
Method: ARDL
Date: 06/09/25 Time: 15:15
Sample (adjusted): 2013 2021
Included observations: 9 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (o lag. Automatic): X1 X2 X3
Fixed regressors: C @TREND

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Y1(-1)	0.639692	0.382919	1.670570	0.1557
X1	2.142827	0.983900	5.152277	1.0000
X2	12.60840	4.757425	2.650257	0.0454
X3	12.02731	4.135173	2.908539	0.0335
C	4.230882	1.125009	3.760751	0.0375
@TREND	0.360021	0.170856	2.107161	0.0401
R-squared	0.890402	Mean dependent var		8.329222
Adjusted R-squared	0.824644	S.D. dependent var		2.134406
S.E. of regression	0.893795	Akaike info criterion		2.914422
Sum squared resid	3.994349	Schwarz criterion		3.002077
Log likelihood	9.114899	Hannan-Quinn criter.		2.725262
F-statistic	16.61680	Durbin-Watson stat		2.392670
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model Selection

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

٣. اختبار تاثير الرافعة في ربحيَّة السهم

يتضح من نتائج التقدير لهذا الأُنموذج أن نحو (٩٩,٨٠ %) من التغيرات الحاصلة في ربحيَّة السهم Y3 تعود إلى تأثير مجموعة المتغيرات المستقلة الداخلة في هذا الأُنموذج (متغير الرافعة التشغيليَّة X1 والرافعة الماليَّة X2 والرافعة الكُليَّة X3)، أَمَّا القيمة المتبقية (0.20%) فهي تشير إلى تأثير المتغيرات المستقلة غير الداخلة في أُنموذج التقدير التي عادة ما يطلق عليها تسمية متغير حد الخطأ العشوائي. في حين تشير قيمة اختبار (F) المحتسبة إلى معنويَّة الأُنموذج عند مستوى معنويَّة (٠,٠٥) ودرجات حرية (٥، ٤) وذلك لأن (٧٩٣,٢٢٨٥ أكبر من 5.19)، أَمَّا قيم اختبار (t) المحتسبة فإنَّها تشير إلى معنويَّة ثلاثة من المتغيرات المستقلة لأنَّهم أكبر من (2.015) وكذلك تشير القيمة المحتسبة لاختبار (DW)إلى خلو الأُنموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، كما مُبيّن في الجدول (١٩).

- تبين نتائج التقدير لهذا الأُنموذج وجود علاقة طرديَّة ذات تأثير معنوي بين متغير الرافعة الكُليَّة وربحيَّة السهم، فهي تعني أَن تغيُّراً في متغير الرافعة التشغيليَّة بمقدار وحدة واحدة مع بقاء جميع العوامل الأُخرى ثابتة، سيؤدي إلى تغير مقابل في قيمة السهم الدفترية بمقدار (٠,١٣٥١٦٧) وحدة.
- تبين نتائج التقدير لهذا الأُنموذج وجود علاقة طرديَّة ذات تأثير معنوي بين متغير الرافعة الكُليَّة وربحيَّة السهم، فهي تعني أَن تغيُّراً في متغير الرافعة الماليَّة بمقدار وحدة واحدة مع بقاء جميع العوامل الأُخرى ثابتة، سيؤدي إلى تغير مقابل في قيمة السهم الدفترية بمقدار (١,٦٦٣٥٢٠) وحدة.
- تبين نتائج التقدير لهذا الأُنموذج وجود علاقة طرديَّة ذات تأثير معنوي بين متغير الرافعة الكُليَّة وربحيَّة السهم، فهي تعني أَن تغيُّراً في متغير الرافعة الكُليَّة بمقدار وحدة واحدة مع بقاء جميع العوامل الأُخرى ثابتة، سيؤدي إلى تغير مقابل في قيمة السهم الدفترية بمقدار (٤,٣٨٠٠٣٠) وحدة.

جدول (١٩): نتائج أُنموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة ARDL في شركة آسيا سيل

Dependent Variable: Y3
Method: ARDL
Date: 06/09/25 Time: 13:46
Sample (adjusted): 2013 2021
Included observations: 9 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (o lag. Automatic): X1 X2 X3
Fixed regressors: C @TREND

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Y1(-1)	0.762716	0.068150	11.19177	0.0015
X1	0.135167	0.046372	2.914836	0.0042
X2	4.663520	0.712794	6.542503	0.0073
X3	4.380030	0.511489	8.563293	0.0033
C	0.161759	0.344624	0.469377	0.6708
@TREND	0.028230	0.021371	1.320904	0.2783
R-squared	0.999244	Mean dependent var		1.031556
Adjusted R-squared	0.997984	S.D. dependent var		1.290578
S.E. of regression	0.057940	Akaike info criterion		2.624085
Sum squared resid	0.010071	Schwarz criterion		2.492602
Log likelihood	17.80838	Hannan-Quinn criter.		2.907825
F-statistic	793.2285	Durbin-Watson stat		2.581137
Prob(F-statistic)	0.000071			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model Selection

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews 12.

المبحث الرابع
الاستنتاجات والمقترحات

اولاً: الاستنتاجات

توصل البحث إلى العديد من الاستنتاجات في الجانبين النظري والتطبيقي وكما يأتي:

١. يعتمد تأثير الرافعة الكُليَّة على كلاً من تأثير الرافعة التشغيليَّة والرافعة الماليَّة.
٢. أثرت الرافعة الكُليَّة في قيمة الشركة عينة البحث (الدفترية والسوقيَّة وربحيَّة السهم) تأثيراً إيجابياً مرتبطاً بتغير إيراد المبيعات اذ بتغير إيراد المبيعات بدرجة معينة تزداد أو تنخفض الرافعة الكُليَّة بدرجة أكبر.
٣. أثرت الرافعة التشغيليَّة في قيمة الشركة عينة البحث (الدفترية والسوقيَّة وربحيَّة السهم) تأثيراً إيجابياً مرتبطاً بتغير إيراد المبيعات اذ بتغير إيراد المبيعات بدرجة معينة تزداد أو تنخفض الرافعة التشغيليَّة بدرجة أكبر.
٤. أثرت الرافعة الماليَّة في قيمة الشركة عينة البحث (الدفترية والسوقيَّة وربحيَّة السهم) بشكل طردي تأثيراً إيجابياً مرتبطاً بتغير إيراد المبيعات اذ بتغير إيراد المبيعات بدرجة معينة تزداد أو تنخفض الرافعة الماليَّة بدرجة أكبر .
٥. أثرت الرافعة الكُليَّة سلباً في شركة آسيا سيل بسبب قيام إدارة الشركة بتخفيض مديونيتها ما خفض من أثر الرافعة الماليَّة وبالتالي في أثر سلباً في قيمة الشركة (الدفترية والسوقيَّة وربحيَّة السهم).
٦. اظهرت نتائج اختبار تحليل الانحدار (ARDL) الخاصة بشركة اسياسيل للاتصالات المساهمة بان نماذج التقدير الثلاثة خاصتها لقياس أثر المتغيرات المستقلة (X1,X2,X3) في المتغيرات المعتمدة (Y1,Y2,Y3) معنويَّة وأنَّ هناك علاقة تاثير طرديَّة بينها.

ثانياً: المقترحات

وفي ضوء ما توصل إليه البحث من استنتاجات في الجانبين النظري والتطبيقي نقترح ما يأتي:

١. لتحسين أداء إدارة الشركة عينة البحث فيما يخص الرافعة التشغيليَّة يتوجب عليها زيادة الاعتماد على الرافعة التشغيليَّة في ظروف التدهور الاقتصادي كونها تعزز من التأثير الإيجابي للرافعة الكُليَّة للشركة عينة البحث، وتخفيض الاعتماد عليها في ظروف الانتعاش الاقتصادي كونها تزيد من التأثير السلبي للرافعة الكُليَّة للشركة عينة البحث.
٢. لتحسين أداء إدارة الشركة عينة البحث فيما يخص الرافعة الماليَّة يتوجب عليها زيادة الاعتماد على الرافعة الماليَّة في ظروف الانتعاش الاقتصادي كونها تعزز من التأثير الإيجابي للرافعة الكُليَّة للشركة عينة البحث، وتخفيض الاعتماد عليها في ظروف التدهور الاقتصادي كونها تزيد من التأثير السلبي للرافعة الكُليَّة للشركة عينة البحث.
٣. لتحسين أداء إدارة الشركة عينة البحث بشكل مزدوج فيما يخص الرافعة الكُليَّة يتوجب عليها يتوجب عليها زيادة الاعتماد على الرافعة التشغيليَّة في ظروف التدهور الاقتصادي كونها تعزز من التأثير الإيجابي للرافعة الكُليَّة للشركة عينة البحث، وتخفيض الاعتماد عليها في ظروف الانتعاش الاقتصادي كونها تزيد من التأثير السلبي للرافعة الكُليَّة للشركة عينة البحث. كما يتوجب عليها زيادة الاعتماد على الرافعة الماليَّة في ظروف الانتعاش الاقتصادي كونها تعزز من التأثير الإيجابي للرافعة الكُليَّة للشركة عينة البحث، وتخفيض الاعتماد عليها في ظروف التدهور الاقتصادي كونها تزيد من التأثير السلبي للرافعة الكُليَّة للشركة عينة البحث.

المصادر

اولاً: المصادر العربية

١- البطاط، علي عودة زكي، ٢٠٢١، توظيف المعلومات الماليَّة وغير الماليَّة (معايير SASB) في تعزيز شفافية الإبلاغ وثقة المستثمرين وقيمة الشركة، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة كربلاء.
٢- الخالدي، فاطمة فيصل كاظم، الجبوري، أياد طاهر محمد، ٢٠٢١، تباين قيمة الشركة في ظل العلاقة بين هيكل رأس المال وربحيَّة السهم، مجلة العلوم الاقتصاديَّة والادارية، المجلد ٢٧، العدد ١٢٥.
٣- الخفاجي، محمد عباس محسن، ٢٠٢٢، أثر التمويل بالملكية في الأداء الماليَّة، دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليَّة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة كربلاء.
٤- الراوي، عادل صالح و حميد، مزعل حميد، ٢٠١٢، أهميَّة الرافعة التشغيليَّة و الماليَّة في تعظيم أرباح المشاريع الصناعية دراسة تطبيقية، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصاديَّة و والادارية، المجلد (٤)، العدد(٩)، العراق.
٥- العسيري، معدي علي حسن، ٢٠٢٢، أثر الرافعة الماليَّة في عائد توزيعات الأرباح، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة السعودية، مجلة العلوم الاقتصاديَّة والإدارية والقانونية، المجلد ٦، العدد ٩.
٦- العلي، محمد عبد فهد،٢٠٢٢، أثر الهيكل التمويلي في الحد من المخاطر الائتمانية دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليَّة للمدة من ٢٠٢٠-٢٠١١، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة.
٧- المياح، شيماء شاكر محمود، ٢٠١٩، قياس متطلبات التمويل ودورها في تحسين القيمة السوقيَّة للمصرف دراسة تطبيقية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليَّة للفترة ٢٠٠٥-٢٠١٧، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
٨- حميد، عباس محمد، محمد، جمال هداش، ٢٠٢٢، تأثير كفاية رأس المال على هيكل التمويل بالمديونية: دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليَّة للفترة ٢٠١٤-٢٠٢٠، مجلة الباحث للعلوم الرياضية والاجتماعية، المجلد٥، العدد.٢
٩- شركة آسيا اسيل التقارير السنوية للمدة من (٢٠١٢ -٢٠٢١) . https://www.asiacell.com

١٠-عبد الصاحب، علاء اكرم، البديري، سندس حميد، ٢٠٢٣، أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي للمصارف الاسلامية في العراق، دراسة لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليَّة للفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٧، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد ٢، العدد ٧١.
١١-فياض، نور علي حسين،٢٠٢٤، هيكل رأس المال وتأثيره في القيمة السوقيَّة المضافة بإطار نظرية PIE دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليَّة للمدة ٢٠١٠- ٢٠٢١، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة كربلاء.
١٢-محمد، فاطمة علي، كاظم، حسين جواد،٢٠٢١، تحليل مؤشرات الهيكل والأداء الماليين للمصارف التجارية العراقيَّة، المجلة الدولية لنشر الدراسات العلمية، المجلد٩، العدد٣.
١٣-ناصح، عادلة حاتم، البدران، عبدالخالق ياسين،٢٠١٤، علاقة هيكل التمويل بربحيَّة الشركةدراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق لأوراق الماليَّة للفترة من ٢٠١١-٢٠٠٤, مجلة العلوم الاقتصاديَّة، المجلد١٠، العدد.٧٠

ثانياً: المصادر العربية المترجمة

1- Abdul Sahib, Alaa Akram, Al-Badri, Sundus Hamid, 2023, The Impact of Capital Structure on the Financial Performance of Islamic Banks in Iraq: A Study of a Sample of Banks Listed on the Iraq Stock Exchange for the Period 2005-2007, Journal of the Kufa Studies Center, Volume 2, Issue 71.
2- Al-Ali, Muhammad Abdul Fahd, 2022, The Impact of the Financing Structure on Reducing Credit Risk: An Analytical Study of a Sample of Commercial Banks Listed on the Iraq Stock Exchange for the Period 2011-2020, Unpublished Master's Thesis, College of Administration and Economics, University of Basra.
3- Al-Asiri, Maadi Ali Hassan, 2022, The Effect of Financial Leverage on Dividend Yields: An Empirical Study of Saudi Joint Stock Companies, Journal of Economic, Administrative, and Legal Sciences, Volume 6, Issue 9
4- Al-Battat, Ali Awda Zaki, 2021, Using Financial and Non-Financial Information (SASB Standards) to Enhance Reporting Transparency, Investor Confidence, and Corporate Value, Unpublished Master's Thesis, University of Karbala.
5- Al-Khafaji, Muhammad Abbas Mohsen, 2022, The Impact of Equity Financing on Financial Performance: An Empirical Study of a Sample of Banks Listed on the Iraq Stock Exchange, Unpublished Master's Thesis, University of Karbala.
6- Al-Khalidi, Fatima Faisal Kazem, Al-Jabouri, Ayad Taher Muhammad, 2021, The Variation of Corporate Value in Light of the Relationship between Capital Structure and Earnings Per Share, Journal of Economic and Administrative Sciences, Volume 27, Issue 9 125.
7- Al-Mayah, Shaima Shaker Mahmoud, 2019, Measuring Financing Requirements and Their Role in Improving the Bank's Market Value: An Applied Study of a Sample of Banks Listed on the Iraq Stock Exchange for the Period 2005-2017, Unpublished Master's Thesis, College of Administration and Economics, University of Karbala.
8- Al-Rawi, Adel Saleh and Hamid, Muzal Hamid, 2012, The Importance of Operating and Financial Leverage in Maximizing Industrial Project Profits: An Applied Study, Anbar University Journal of Economic and Administrative Sciences, Volume (4), Issue (9), Iraq. Naseh, Adila Hatem, Al-Badran, Abdulkhaleq Yassin, 2014, The Relationship between Financing Structure and Corporate Profitability: An Empirical Study on a Sample of Industrial Sector Companies Listed on the Iraq Stock Exchange for the Period 2004-2011, Journal of Economic Sciences, Volume 10, Issue 70
9- Asia Cell Company Annual Reports for the period (2012-2021) https://www.asiacell.com.
10- Fayyad, Nour Ali Hussein, 2024, Capital Structure and Its Impact on Market Value Added within the PIE Theory Framework: An Analytical Study of a Sample of Banks Listed on the Iraq Stock Exchange for the Period 2010-2021, Unpublished Master's Thesis, University of Karbala.
11- Hamid, Abbas Muhammad, Muhammad, Jamal Hadash, 2022, The Impact of Capital Adequacy on the Debt Financing Structure: An Analytical Study of a Sample of Commercial Banks Listed on the Iraq Stock Exchange for the Period 2014-2020, Al-Baheth Journal of Mathematical and Social Sciences, Volume 5, Issue 2.
12- Muhammad, Fatima Ali, Kazem, Hussein Jawad, 2021, Analysis of Financial Structure and Performance Indicators of Iraqi Commercial Banks, International Journal for Publishing Scientific Studies, Volume 9, Issue 3.

ثالثاً: المصادر الاجنبية

1- Atrill. Peter, 2017, Financial Management For Decision Makers, Eighth Edition, Pearson Education Limited Edinburgh Gate Harlow CM20 2JE **United Kingdom. www.pearson.com/uk.**
2- Brzozowska, Krystyna,2023, The Financing Structure of Global Infrastructure Projects, **European Research Studies Journal**, Vol 26, No1.
3- https://www.google.com. onceptual Framework of the Capital Structure.
4- Jati, Waluyo, 2019, The Effect of Financial Leverage, Operating Leverage and Current Ratio on Profitability at PT. Manunggal Persada Jakarta, Vol 2, Issue 2.
5- Kalash, Ismail, Bilen, Abdulkadir,٢٠٢١ ,The Role of Sales Growth in Determining **the Effect of Operating Leverage on Financial Performance**: The Case of Turkey.
6- Khanqah. Vahid Taghizadeh & Ahmadnia. Lida, 2013, The Relationship between Investment Decisions and Financing Decisions: Iran Evidence, ISSN 2090-4304, Journal of Basic and Applied, Scientific Research, www.textroad.com.
7- Laghari, Attaullah, 2017, The Impact of the Operating Leverage and Financial Leverage on the Firm's Value: Empirical Evidence from Pakistan, Electronic copy available at: https://ssrn.com/abstract=3421416.http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.342