

THE EFFECT OF THE DETERMINANTS OF PECKING ORDER THEORY ON THE FIRM VALUE MODERATED BY CAPITAL STRUCTURE :AN ANALYTICAL STUDY IN THE IRAQ STOCK EXCHANGE

Ayad Raheem Ali ¹,

Hisham Talaat Abdel Hakim ²

^{1,2} AL-Mustansiriya University/ Faculty of Administration and Economics/ Business Administration Department

ayadali432@gmail.com

hishamelwandawi@gmail.com

ABSTRACT

The present study aims to provide a philosophical and applied framework for two key theoretical determinants of the company's capital structure: Pecking order theory, as well as its endeavor to examine and interpret the type of influential relationship between the determinants of the two theories and the firm value under the adoption of the financial structure as an intermediate variable between them.

The problem of the present study has evolved around a key question of the direction and extent to which the determinants of the Pecking order theory of the capital structure influence the firm value, in order to exploit these determinants from the management of Iraqi industrial companies to maximize market value, In its applied (analytical) aspect, the study relied on the collection of reports and financial disclosures of an intentional sample of industrial sector companies listed on the Iraqi securities market (ISX) by (10) companies and by approximately (50%) of the study community in light of the availability of data for analysis Companies with lost data were excluded over a 10-year annual time series from (2010 to 2019), The study relied on a set of financial methods and indicators according to the study variables, and a set of advanced statistical processing methods to test the study hypotheses from Panel Data Models, Especially the data used in the study are data for several companies and for several periods of time, The present study relied on (Path Analyses) For the purpose of testing the direct and indirect impact of independent variables in the dependent variable via the intermediate variable and (F-test), (R- squared), Using statistical analysis programmers (EViews V.10), (AMOS V.26) and (SPSS V26).

The study reached a set of conclusions, the most important of which were these are the ones that emphasized the no impact of the determinants of the Pecking order theory on the firm value, and that the capital structure as an intermediate variable no maximizes the impact of the determinants of the Pecking order theory on the firm value.

Keywords :Pecking order theory, firm value, and capital structure.

تأثير محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة بتوسيط هيكل رأس المال دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية

الباحث أيداد رحيم علي
أ.د. هشام طلعت عبد الحكيم
الجامعة المستنصرية/كلية الإدارة والاقتصاد / قسم إدارة الاعمال

المستخلص:

يهدف البحث الحالي الى تقديم أطار فلسفي وتطبيقي لمحددات نظرية رئيسية من نظريات هيكل رأس مال الشركة ألا وهي نظرية الالتقاط، فضلاً عن السعي لبحث وتفسير نوع العلاقة التأثيرية بين محددات النظرية وبين قيمة المنشأة في ظل اعتماد هيكل رأس المال كمتغير وسيط بينهما.

تبلورت مشكلة البحث الحالي حول تساؤل رئيسي يتمثل ببيان اتجاه ومدى تأثير محددات نظرية الالتقاط لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة، وذلك بغية استغلال هذه المحددات من إدارات الشركات الصناعية العراقية لتعظيم أقيامها السوقية، واعتمد البحث في جانبه التطبيقي (التحليلي) على مجموعة التقارير والكشوفات المالية لعينة قصدية من شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) بواقع (10) شركات وبنسبة (50%) تقريباً من مجتمع البحث على ضوء توافر البيانات اللازمة للتحليل، حيث جرى استبعاد الشركات التي لديها بيانات مفقودة على مدى سلسلة زمنية سنوية امدها (10) سنوات تمتد للمدة من عام (2010 الى 2019)، واعتمد البحث على مجموعة من الاساليب والمؤشرات المالية وفق متغيرات البحث، ومجموعة من اساليب المعالجة الاحصائية المتقدمة لاختبار فرضيات البحث شروعا من أسلوب تحليل نماذج البيانات المقطعية الطولية (Panel Data Models) لاسيما ان البيانات المعتمدة في البحث هي بيانات مقطعية لعدة شركات ولعدة مدد زمنية، واعتمد البحث الحالي على أسلوب تحليل المسار (Path Analyses) لغرض اختبار التأثير المباشر وغير المباشر للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغير الوسيط، واختبار (F-test) ومقياس معامل التحديد (R-squared)، باستعمال برامج التحليل الإحصائية (EViews V.10) و (AMOS V.26) و (SPSS V26).

توصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات، ألا أن أهمها هي تلك التي اكدت على عدم تأثير محددات نظرية الالتقاط مجتمعة في قيمة المنشأة، وأن هيكل رأس المال كمتغير وسيط لا يعظم تأثير محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة. الكلمات المفتاحية:

نظرية الالتقاط، قيمة المنشأة، هيكل رأس المال.

المقدمة:

أحتلت محددات نظريات هيكل رأس المال موقع الصدارة في أدبيات الفكر المالي المعاصر، وتعد من المواضيع الجدلية المهمة التي لم تكتشف بالكامل، إذ ما زال الجدل قائم حول كيفية تأثيرها في تشكيل المزيج الأنسب من مصادر التمويل المتاحة للشركة، ورسم طبيعة العلاقة التي تربط بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، خاصة في ظل ظروف عدم التأكد في عالم سريع التغير مع اختلاف الظروف الخاصة بكل بلد وكل شركة، لا سيما ان الشركات تعتمد على مزيج من حقوق الملكية والديون في هيكل رأس المال الخاص بها، إذ قد يؤدي هذا المزيج إلى زيادة التكلفة أو خفض التكلفة، وبالتالي يؤثر على سعر السهم، وبعد ذلك، قد يؤثر على قيمة المنشأة.

ومن هذا المبدأ تبنى الكتاب والباحثين عدد من النظريات تهدف الى اختيار المزيج الأفضل بين مصادر التمويل المقترض والممتلك ومدى تأثيرها في قيمة المنشأة، منذ أن قدم مودكلياني وميلر (1958) النظرية الحديثة لهيكل رأس المال التي تعتبر أساس النظريات المالية الحديثة التي تفسر العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة.

وحظيت نظرية الالتقاط بأهمية واسعة في ادبيات الادارة المالية للإشكاليات المعرفية في الأطر الفلسفية لهذه النظرية وانعكاسها في قرار تمويل الشركة الذي يعد أحد أهم القرارات، نظراً لتأثيراته المحتملة في موضوع غاية في الأهمية ألا وهو قيمة المنشأة، لاسيما، أن عملية المفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل (الأرباح المحتجزة، القروض، الاسهم العادية) لها تأثير مباشر على صياغة هيكل رأس المال طبقاً لفلسفة نظرية الالتقاط، وأن مصادر التمويل المختلفة لها تكاليف مختلفة، ونتيجة لذلك يتبع المدراء ترتيباً انتقائي في الخيارات المالية التي يتخذونها.

ومن هذا المنطلق فإن البحث الحالي يسلط الضوء على موضوعين مهمين هما محددات نظرية الالتقاط بتوسيط هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، إذ يحاول تفسير تأثير تلك المحددات على هيكل رأس المال وقياس وتحليل تأثيرها على قيمة المنشأة، إذ تعد قيمة المنشأة مؤشراً مهماً للمستثمرين، سواء كانوا مساهمين حاليين أو محتملين.

وقد اختار الباحث في هذه البحث القطاع الصناعي لما له من أهمية متزايدة خاصة في العراق، وأيضا بسبب ضعف الشركات في استخدام مصادر التمويل نتيجة الممارسات غير الجيدة لتطبيقات هيكل رأس المال.

المبحث الأول: - منهجية البحث والدراسات السابقة

أولا- مشكلة البحث:

تعدُّ صياغة هيكل رأس المال بما يتناسب مع طبيعة منشآت الأعمال من المواضيع الأساسية التي يدور حولها جدل فكري في أدبيات الفكر المالي وشغلت حيزا كبيرا بين الكتاب والباحثين، وعلى الرغم من جميع الأبحاث الشاملة والإطار النظري الواسع، فإن النظام الرئيسي لتمويل الشركات لا يزال غير محسوم ويتميز برود متباينة، ويمتد هذا الجدل الفكري الى كيفية تحديد العلاقة بين محددات هيكل رأس المال ومحاولة فهم ماهية العلاقات التي تربط بين هذه المحددات وأثرها على قيمة المنشأة، ونتيجة عدم تجانس الأدلة التجريبية في الدراسات الحديثة ووجود مستوى معين من التناقضات، مما يشير الى أن موضوع محددات نظريات هيكل رأس المال لم يستكشف بالكامل وأن فهم الموضوع لا يزال بعيد المنال، وكذلك الخلاف قائم حول قوة وتأثير كل محدد من هذه المحددات على قيمة المنشأة من خلال هيكل رأس المال، ووفق تلك الرؤية تتجسد مشكلة البحث في بعدين فكري (مفاهيمي) وتطبيقي، يتجلى من الجانب التطبيقي بوضوح في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تسعى لبناء هيكل رأس المال يتناسب مع طبيعة أنشطتها وإعمالها وتعظيم قيمتها السوقية، في إطار مشكلة البحث الحالي تطرح مجموعة من التساؤلات التي يسعى البحث الإجابة عليها، ضمن سؤال رئيسي هو (هل تؤثر محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة بتوسيط هيكل رأس المال) وتبسيط التساؤل الرئيسي للبحث ودعمه بالنتائج التطبيقية التي سوف تتوصل إليها البحث تطرح التساؤلات الآتية: -

- 1- هل لمحددات نظرية الالتقاط تأثير في قيمة المنشآت المبحوثة؟
- 2- هل لمحددات نظرية الالتقاط تأثير في هيكل رأس المال للمنشآت المبحوثة؟
- 3- هل يوجد تأثير لهيكل رأس المال في قيمة المنشآت المبحوثة؟
- 4- هل يتعاظم تأثير محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشآت المبحوثة بتوسيط هيكل رأس المال؟

ثانيا- أهمية البحث:

- 1- تكمن أهمية البحث من كونه يتناول محددات نظرية أساسية في أدبيات الفكر المالي لها عمق معرفي يستحق المزيد من البحث، إذ تعد عملية المفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل (الأرباح المحتجزة، القروض، الأسهم العادية) هي أساس نظرية الالتقاط، وهذا بدوره يعمل على تغيير نسب هيكل رأس مال المنشأة، ويعتبر ذلك قرارا تمواليا، وينعكس هذا القرار التمويلي على قيمة المنشأة الحالية والمستقبلية.
- 2- تأتي أهمية البحث الحالي في دعم القطاع الصناعي الذي يعد من أهم القطاعات والمحرك الأساس للاقتصاد، متمثل بالشركات الصناعية وخصوصا تلك المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- 3- يساهم البحث في توضيح العلاقة بين محددات نظرية الالتقاط لمحاولة الوصول لصيغة متكاملة لسلوك هيكل رأس المال في الشركات عينة البحث، كذلك التعرف على الجدال الكبير حول محددات هيكل رأس المال كون الشركات تسعى لمعرفة المزيد عن المحددات لرسم صورة كاملة عن أنشطتها المالية.

ثالثا- اهداف البحث:

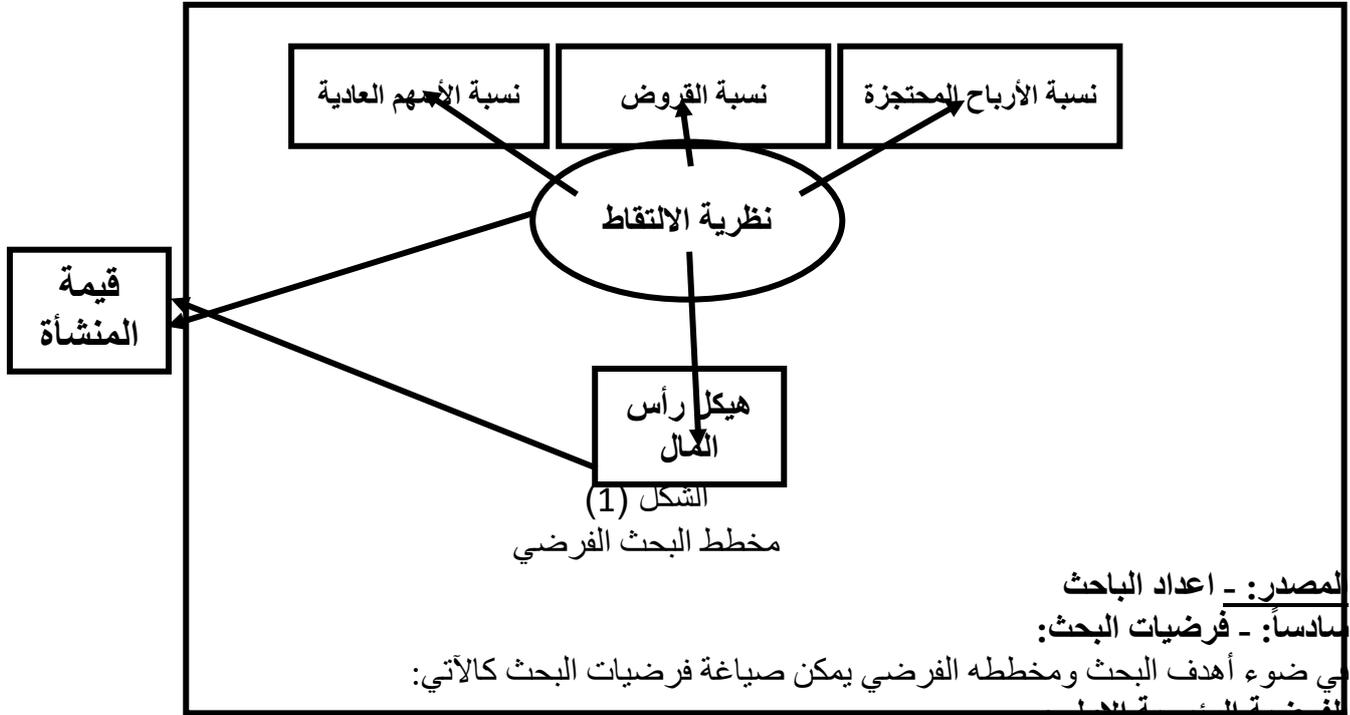
- انطلاقا من مشكلة البحث وأهميته يسعى البحث الى تقديم حلول للمشكلات التي تعاني منها الشركات الصناعية عينة البحث عن طريق التطبيق العملي، وبشكل أكثر تحديدا يهدف البحث الحالية الى تحقيق الآتي: -
- 1- التأطير النظري والفكري لموضوع البحث والإسهام في عرض الأدبيات الفكرية والفلسفية ذات الصلة بموضوعات محددات هيكل رأس المال وفلسفة نظرية الالتقاط وقيمة المنشأة وتحليلها ومناقشتها.
 - 2- تشخيص مدى تأثير محددات نظرية الالتقاط منفردة ومجموعة في قيمة المنشآت المبحوثة.
 - 3- تشخيص مدى تأثير محددات نظرية الالتقاط منفردة ومجموعة في هيكل رأس المال للمنشآت المبحوثة.
 - 4- تحديد طبيعة تعاظم تأثير محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشآت المبحوثة بتوسيط هيكل رأس المال للخروج باستنتاجات عملية وتقديم التوصيات.

رابعا- منهجية البحث:

اعتمد منهج البحث على أساليب البحث العلمي المتعارف عليها، وبناء على ذلك فقد تبني الباحث المنهج الوصفي التحليلي، لغرض التعرف على العلاقة والتأثير والوصول الى نتائج تثبت وجود رابط منطقي بين متغيرات البحث.

خامساً - مخطط البحث الفرضي:

يمثل مخطط البحث الفرضي توضيحاً لموضوعات البحث والعلاقات والتكامل بين متغيرات البحث واتجاهاتها، وفي ضوء مشكلة البحث وأهدافه ولتحديد وتحليل العلاقات السببية بين المتغيرات قام الباحث بتوليف مخطط فرضي للبحث، ومن هنا فإن المتغير المستقل محددات نظرية الالتقاط (نسبة الأرباح المحتجزة، نسبة القروض، نسبة الأسهم العادية)، والمتغير الوسيط هيكل رأس المال، أما المتغير التابع فهو قيمة المنشأة، وشكل (1) يوضح مخطط البحث الفرضي.

**المصدر: - اعداد الباحث****سادساً: - فرضيات البحث:**

في ضوء أهداف البحث ومخططة الفرضي يمكن صياغة فرضيات البحث كالاتي:
الفرضية الرئيسية الاولى:

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة) وتنبثق منها ثلاث فرضيات ثانوية على النحو الاتي :

- 1 - يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة الأرباح المحتجزة في قيمة المنشأة.
- 2 - يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة القروض في قيمة المنشأة.
- 3 - يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة الأسهم العادية في قيمة المنشأة.

الفرضية الرئيسية الثانية: -

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية الالتقاط في هيكل رأس المال).

الفرضية الرئيسية الثالثة:

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة).

الفرضية الرئيسية الرابعة: -

(يتعاطم تأثير محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال).

سابعاً- حدود البحث:**1 -الحدود المعرفية**

تتمثل الحدود المعرفية للبحث الحالي في ثلاث محاور هما:

المحور الأول يتضمن محددات نظريات هيكل رأس المال في الشركات وفقاً لأطروحات فلسفة نظرية الالتقاط.

المحور الثاني هيكل رأس المال للشركات وصياغته طبقاً لفلسفة نظرية الالتقاط

أما المحور الثالث يتمحور حول قيمة المنشآت عينة البحث.

لاسيما ان جميع هذه المتغيرات تعود بأصولها الفكرية إلى علم الإدارة المالية .

2 -الحدود المكانية

تتمثل الحدود المكانية للبحث في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لاختبار نموذج

وفرضيات البحث حيث تمثل مجتمع البحث.

3- الحدود الزمانية

تتمثل الحدود الزمانية للبحث في الجانب التطبيقي للشركات عينه البحث ضمن سلسله زمنيته للمدة من سنة (2010) ولغاية سنة (2019) وامتدت مدة البحث من 2021 الى 2022 تخللها فترة الموافقات الرسمية للحصول على البيانات والحصول على البيانات المالية من مصدرها بشكل مباشر وتحليلها.

ثامناً- مجتمع البحث وعينة البحث:

1- مجتمع البحث

يجري تشخيص مجتمع البحث قبل اختيار العينة اذ يتمتع بالخصائص والمفردات نفسها، ويجب أن يكون مجتمع البحث مطابق ومحقق لأهداف البحث، وبعدها يتم اختيار العينة منه، ويتمثل مجتمع البحث الحالي في كافة الشركات الصناعية المدرجة ضمن قطاع الصناعة في سوق العراق للأوراق المالية والمحقة لشروط الادراج في السوق، والبالغ عددها (21) شركة مدرجة.

2- عينة البحث

جرى اختيار عينة قصدية (عمدية) وفقاً لمقتضيات البحث الحالي، والتي حددت شركات قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي عددها الكلي (21) شركة، اذ تم اختيار (10) شركات للمدة من (2010) الى (2019)، ونورد في جدول (1) معلومات عن الشركات الصناعية العراقية عينة البحث.

جدول (1)

معلومات عن الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	رمز الشركة	سنة التأسيس	رأس المال التأسيسي (د.ع)	رأس المال المدرج (د.ع)	سنة الادراج
1	الكندي للقاحات البيطرية	IKLV	1990	15.000.000	5.940.000.000	2004
2	الخيطة الحديثة	IMOS	1988	6.000.000	1.000.000.000	2004
3	بغداد للمشروبات الغازية	IBCD	1989	70.000.000	133.333.333.333	2004
4	المنصور للصناعات الدوائية	IMAP	1989	8.000.000	6.469.267.350	2004
5	الوطنية للصناعات الكيماوية	INCP	1992	150.000	15.187.500.000	2004
6	الوطنية للصناعات المعدنية	IMIB	1964	250.000.000	5.000.000.000	2004
7	العراقية للسجاد والمفروشات	IITC	1989	5.000.000	500.000.000	2004
8	انتاج الالبسة الجاهزة	IRMC	1976	1.500.000	1.593.000.000	2004
9	الصناعات الكيماوية العصرية	IMCI	1946	149.500	180.000.000	2004
10	بغداد لصناعة مواد التغليف	IBPM	1962	250.000	1.080.000.000	2004

المصدر: إعداد الباحث استناداً الى البيانات المنشورة في تقارير سوق العراق للأوراق المالية.

تاسعاً- أدوات البحث:

1- الأدوات والأساليب الإحصائية

يعول البحث في جانبها العملي على مجموعة من اساليب ومقاييس واختبارات المعالجة الاحصائية بهدف اختبار فرضيات البحث وعلى النحو الاتي: -

أ- البرنامج الاحصائي (Analysis of Moment of Structures)

ب- البرنامج الاحصائي (Statistical Package for the Social Sciences)

ت- معامل الارتباط (Correlation coefficient)

ث- اختبار معالجة احصائية يشخص معنوية تأثير المتغيرات المستقلة والوسيط في المتغير التابع (F-TEST)

ج- مستوى المعنوية.

ح- معامل التحديد: R2 (Coefficient Of Determination)

خ- تحليل المسار (Path Analyses)

2- الأساليب المالية المستخدمة في البحث

أ- محددات نظرية الالتقاط **Determinants Pecking order theory**

استخدم في هذه البحث (نسبة الأرباح المحتجزة، نسبة القروض، نسبة الأسهم العادية) كمحددات لنظرية الالتقاط لاختبار تأثير نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة بتوسيط هيكل رأس المال.

ب- هيكل رأس المال **capital structure**

جرى احتساب نسبة هيكل رأس المال من خلال قسمة اجمالي مصادر التمويل طويلة الاجل على الموجودات الكلية.

$$C S = \frac{\text{Total Long Term Sources}}{\text{Total Assets}}$$

ت- قيمة المنشأة **firm value**

اعتمد احتساب قيمة المنشأة في هذه البحث من خلال عدد أسهم الشركة مضروباً في سعر السهم وفق الصيغة التالية (Zach et al., 2020:7).

$$FV = \text{the share price} * \text{number of shares}$$

عاشراً: - الدراسات السابقة

1- الدراسات الخاصة بنظرية الالتقاط

جدول (2)

Sumail & Akob, (2022)	
عنوان البحث	The Testing Of Pecking Order Theory For Behavior Financing In The Company's Life Stage اختبار نظرية الالتقاط للتمويل السلوكي في مراحل حياة الشركات
منهج البحث	منهج وصفي تحليلي
مجالات الدراسة	شركات التصنيع المدرجة في سوق رأس المال الإندونيسي بعد (3) سنوات على الأقل من الاكتتاب العام ولديها تقرير أداء مالي كامل.
هدف البحث	التحقيق في التمويل السلوكي لكل مرحلة من مراحل حياة الشركات، وتحديد النمو والنضوج والانحدار.
اهم النتائج	أ- تُظهر نتائج الدراسة أن سلوك نمو المبيعات، وسلوك الربحية، وسلوك توزيعات الأرباح، وسلوك الأرباح المحتجزة، وسلوك التدفق النقدي الحر، وسلوك المخاطرة، وسلوك الحجم، وسلوك الرافعة المالية، سلوكيات مختلفة في كل مرحلة من مراحل حياة الشركة. ب- يميل التمويل السلوكي في مراحل النمو والانحدار إلى تفضيل سلوك نظرية الالتقاط بدلاً من المبادلة. ت- في مرحلة النضج، لا يدعم سلوك الربحية، والأرباح المحتجزة، والحجم نظرية الالتقاط بينما يؤيد المبادلة.
مدى الاستفادة من البحث	جرى الاستفادة من الدراسة في الجانب النظري المستخدمة في البحث
Yasmi et al., (2023)	
عنوان البحث	Pecking Order Theory: Choose Debt or Equity? نظرية الالتقاط: اختيار الدين أو الاسهم؟
منهج البحث	منهج وصفي تحليلي

العينة المستخدمة هي (173) شركة في إندونيسيا.	مجال تطبيق الدراسة
تحديد مدى تأثير الربحية والسيولة والنمو على هيكل رأس مال.	هدف البحث
أ- الربحية لها تأثيرًا معنويًا على هيكل رأس المال. ب- السيولة لها تأثير كبير على هيكل رأس المال. ت- نمو الشركة ليس له تأثير كبير على هيكل رأس المال. ث- تميل الشركات إلى استخدام رأس مالها كأول مصدر بديل لتمويل أنشطتها في تحقيق نمو مرتفع.	اهم النتائج
جرى الاستفادة من الدراسة في الأساليب المالية المستخدمة في البحث وفي اغناء الجانب النظري.	مدى الاستفادة من البحث

2- الدراسات الخاصة بقيمة المنشأة

جدول (3)

Wibowo & Surjandari, (2023)	
Company Size and Profitability Influence on Company Value with Managerial Ownership as Moderation Variables تأثير حجم المنشأة وربحيته على قيمة المنشأة مع الملكية الإدارية كمتغيرات وسيط	عنوان البحث
وصفي تحليلي	منهج البحث
عينة من (65) شركة و (390) وحدة ملاحظة، لمنشآت التصنيع المدرجة في IDX للمدة من (2015-2020).	مجال تطبيق الدراسة
تهدف هذه الدراسة الى بيان تأثير هيكل رأس المال وحجم المنشأة والربحية على قيمة المنشأة بتوسيط الملكية الإدارية.	هدف البحث
هيكل رأس المال له تأثير إيجابي على قيمة المنشأة، ولحجم المنشأة تأثير سلبي على قيمة المنشأة، اما الربحية لها تأثير إيجابي على قيمة المنشأة. للملكية الإدارية القدرة على توسط العلاقة الإيجابية بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، وليس لها القدرة على التوسط بين حجم المنشأة وقيمتها، تمتلك الملكية الإدارية القدرة على توسط العلاقة السلبية بين الربحية وقيمة المنشأة.	اهم النتائج
اغناء الدراسات السابقة	مدى الاستفادة من البحث
Pertiw et al., (2023)	
Effect of Profitability, Firm Size and Liquidity on Firm Value With Capital Structure as Intervening Variable تأثير الربحية وحجم المنشأة والسيولة على قيمة المنشأة مع هيكل رأس المال كمتغير وسيط	عنوان البحث
	منهج البحث
دراسة حالة عن شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا للمدة (2017-2020) وضمت العينة (35) شركة.	مجال تطبيق الدراسة
دراسة دور هيكل رأس المال في التوسط في تأثير الربحية وحجم المنشأة والسيولة على قيمة المنشأة.	هدف البحث
تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن - الربحية لها تأثير سلبي على هيكل رأس المال، وحجم المنشأة تأثيره إيجابي على هيكل رأس المال، اما السيولة لها تأثير سلبي على هيكل رأس المال . - في الوقت نفسه، للربحية تأثير إيجابي على قيمة المنشأة، ولحجم المنشأة تأثير سلبي على قيمة المنشأة، في حين أن السيولة ليس لها تأثير على قيمة المنشأة . - هيكل رأس المال قادر على التوسط في تأثير الربحية وحجم المنشأة والسيولة على قيمة المنشأة. ث- تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن السيولة والرافعة المالية لهما تأثير إيجابي وهام على ربحية الشركة، ولكن لهما تأثير سلبي على قيمة المنشأة، علاوة على ذلك، الربحية غير قادرة على التوسط في تأثير السيولة والرافعة المالية، في حين أن الربحية ليس لها تأثير معنوي على قيمة المنشأة.	اهم النتائج
جرى الاستفادة من الدراسة في الجانب النظري	مدى الاستفادة من البحث

المبحث الثاني: - الجانب النظري

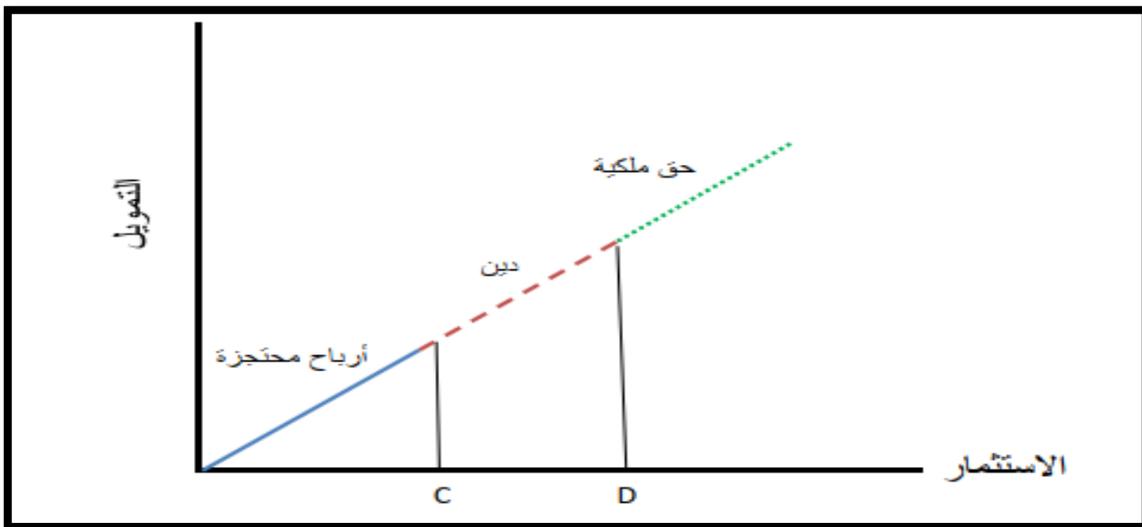
أولاً- نظرية الالتقاط: Pecking order Theory

1- مفهوم نظرية الالتقاط Concept of Pecking order theory

يعود أصل نظرية الالتقاط إلى الدراسة الميدانية التي أجراها Donaldson عام (1961) (Donaldson, 1961:57) وتضمنت دراسة استقصائية لممارسات التمويل لعينة من الشركات الأمريكية الكبيرة، وأكد على عدم وجود هيكل رأس مال أمثل واقترح استخدام الأموال الداخلية للتمويل وبعدها فضل الدين على إصدار الأسهم لان التمويل المقترض للشركات الربحية يصبح اقل أهمية بسبب الزيادة الكبيرة في الأرباح، ولان هذه الأرباح يمكن أن تستخدم للتمويل بأقل كلفة، وتم تحليل الاستنتاج الأولي لـ (Donaldson) لاحقاً من قبل Myers & Majluf, (1984) الذين توصلوا إلى عدد من الاستنتاجات حول التسلسل الهرمي لخيارات التمويل منها أن الشركات تعتمد على الأموال التي جرى توليدها داخلياً (الأرباح المحتجزة)، وفي حال وجود حاجة إلى أموال إضافية فسوف يجري التحويل إلى الديون، ختاماً يمكن إصدار أسهم لتغطية أي متطلبات مالية إضافية للشركة، وهناك سببان رئيسيان جرى تقديمهما كتفسيرات لهذا النمط من التفضيلات التمويلية الأولى تكاليف معاملات التمويل الخارجي، اما الثاني نظرية المعلومات غير المتماثلة (Vasiliou et al., 2009:86).

يجادل (Hastutik et al., 2022:5588) وفقاً لنظرية الالتقاط تفضل الشركات عدم إصدار الاسهم بسبب تكاليف المعلومات غير المتماثلة بين المدراء والمساهمين وتفضل تمويل أنشطتها أولاً بالأرباح المحتجزة كلما أمكن ذلك، وإذا كان الدخل غير كافٍ تستخدم الديون فقط في الحالات القصوى ستقوم الشركة بإصدار تمويل جديد للأسهم، وتشير نظرية الالتقاط عندما يتجاوز الاستثمار الأموال الداخلية لتوليد الأرباح الديون ستزداد بالنسبة للشركات وينخفض الدين عندما يكون الاستثمار أقل من الأموال الداخلية (Oktaviani et al., 2020:2)، وتقتصر النظرية أن استخدام الأموال الخارجية لمواجهة العجز المالي يرتبط إلى حد كبير بالربحية على أساس أن الشركات الصغيرة والمتوسطة، تستخدم الأموال الداخلية أولاً وهذا يعني أن مستخدمو الأموال الخارجية ممن لديهم مستوى ربح أقل.

وهنا تشير نظرية الالتقاط إلى عدم وجود هدف محدد لمزيج الديون - حقوق الملكية، نظراً لوجود نوعين من حقوق الملكية، داخلي وخارجي، أحدهما في الجزء العلوي من ترتيب الالتقاط والآخر في الجزء السفلي وان نسبة الديون المرصودة لكل شركة تعكس متطلباتها التراكمية للتمويل الخارجي استناداً لما قدمه (Myers, 1984)، ينشأ قرار الالتقاط وفقاً لنظرية الالتقاط، أولاً بتمويل الاستثمارات الجديدة من خلال الأرباح المحتجزة، ثم بالديون الآمنة، ثم الديون المحفوفة بالمخاطر، وأخيراً، حقوق الملكية الخارجية من أجل تقليل تكاليف الاختيار السلبي، ويوضح الشكل (2) نظرية الالتقاط وفقاً لما أشار له (Molla, 2019: P43).



شكل (2)

التسلسل الهرمي لمصادر التمويل ضمن نظرية الالتقاط

Source:- Molla, Edrich.,(2019) (Factors Influencing Capital Structure on Firm's Value: A Study on DSE Listed Companies), International Journal of Science and Business, Vol. 3, Issue 1, pp. 37-51, p.43.

وأشار (Ross, 2008: 576) الى الآثار المهمة لنظرية الالتقاط في المنشأة والتي تعد أساس تطبيق هذه النظرية، ويتعارض اثنان منها مع نظرية المبادلة الثابتة.

أ- لا يوجد هيكل رأس مال مستهدف No target capital structure في ظل نظرية الالتقاط، ولا يوجد هدف أو نسبة مثلى للديون إلى حقوق الملكية، بدلاً من ذلك، يجري تحديد هيكل رأس مال المنشأة من خلال حاجتها إلى التمويل الخارجي، والذي يحدد مقدار الديون التي ستكون على المنشأة.

ب- تستخدم المنشآت الربحية ديوناً أقل Profitable firms use less debt نظراً لأن المنشأة الربحية لديها تدفق نقدي داخلي أكبر، فإنها ستحتاج إلى تمويل خارجي أقل وبالتالي سيكون لديها ديون أقل .

ت- رغبة المنشآت في احتجاز الاموال Companies will want financial slack لتجنب اصدار أسهم جديدة، سترغب المنشآت في تخزين النقد المتولد داخلياً. يُعرف هذا الاحتياطي النقدي الاحتجاز المالي. يمنح الإدارة القدرة على تمويل المشاريع كما تظهر والتحرك بسرعة إذا لزم الأمر.

واستناداً لما تقدم نجد بان فلسفة نظرية الالتقاط في كيفية صياغة هيكل رأس المال تتجلى في عدم وجود هيكل رأس مال مستهدف لدى المنشأة، بدلاً من ذلك، فإن هيكل رأس مال المنشأة هو نتيجة لسلسلة من خيارات التمويل قصيرة الأجل التي يجري عرضها على المدى الزمني الطويل، وإن خيارات التمويل قصيرة الأجل هي مجرد تحديد العنصر الذي يكون مرغوباً فيه في الالتقاط في نقطة زمنية معينة، وان المنشآت ذات الربحية العالية سيكون استخدامها أقل للديون كون أن لديها أرباحاً محتجزة كبيرة، فإن حاجتها إلى التمويل الخارجي محدود أو ضئيل، كما تفضل المنشآت الرافعة المالية، نظراً لأن نظرية الالتقاط تستند إلى تكاليف الحصول على التمويل، فمن المنطقي أن التكاليف الهامشية لتمويل المشاريع الجديدة لا تصبح مشكلة إذا كانت الرافعة المالية متاحة مسبقاً لتمويل المشاريع المستقبلية، وستكون المنشآت قادرة على الاستفادة من الأموال المتاحة على الفور لمتابعة الفرص عند ظهورها بدلاً من إضاعة الوقت والتكلفة في اللجوء الى أسواق رأس المال، ومع ذلك، يجب على الإدارة توخي الحذر لأن الإفراط في توافر النقد يمكن أن يؤدي إلى إغراء الاستثمار في المشاريع التي لا تضيف بالضرورة قيمة إلى المنشأة.

2- محددات نظرية الالتقاط determinants of Pecking order theory

تناولت الدراسات السابقة العديد من المحددات التي تعتمدها نظرية الالتقاط، واعتمد الباحث على محددات اختبار نظرية الالتقاط والتي استخدمت نسبة الأرباح المحتجزة ونسبة الديون ونسبة الأسهم العادية وتتمثل بالآتي.

أ- نسبة الأرباح المحتجزة.

يعتبر التمويل موضوعاً واسعاً جداً حيث لا تزال العديد من المجالات غير مستغلة ولا تزال بحاجة إلى مزيد من البحث، أحدها هو التأثير الكبير للأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للمنشأة باعتبارها المحدد الأول للتمويل طبقاً لنظرية الالتقاط، وتعد الأرباح المحتجزة دائماً مجالاً مهماً للغاية لأنها لها تأثير كبير على أسعار أسهم المنشآت (Yemi & Seriki, 2018: 482)، وتشير الأرباح المحتجزة أو الفائض المحتجز إلى جزء من أرباح المنشأة التي يتم الاحتفاظ بها لإعادة الاستثمار في الأعمال التجارية، بدلاً من توزيعها على المساهمين، وأن الفكرة الأساسية وراء احتجاز الأرباح هو أنه كلما احتفظت المنشأة بشكل أكبر، زادت فرص نموها (Thuranira, 2014: 16) ويمكن التعبير عن نسبة الأرباح المحتجزة من خلال قسمة الأرباح المحتجزة الى مجموع المطلوبات، إذ تعتمد هذه النسبة كمؤشر لمدى تأثير الأرباح المحتجزة كأحد محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة بإطار هيكل رأس المال.

ب- نسبة القروض.

تُعد القروض أحد المحددات الأساسية للتمويل الخارجي، فأن المنشأة التي تبحث عن التمويل الخارجي تفضل إصدار الدين بدلاً من حقوق الملكية، إذ تشير القاعدة (إصدار اوراق مالية مضمونة قبل عالية المخاطر)، كشرط للتمويل الخارجي، تصدر المنشآت قرار الالتقاط، من الديون الأمانة إلى الديون المحفوفة بالمخاطر وأخيراً حقوق الملكية كمالأخبر، عندما تكون المصادر الداخلية للأموال غير كافية لتمويل استثماراتها (Myers, 1999 : 221) ، ووفقاً لنظرية الالتقاط أن المنشآت عند تمويل استثماراتها الجديدة لا تسعى الى مستوى دين مثالي، إذ تختار هذا النوع من التمويل فقط عند شحة الموارد الداخلية، ومع ذلك، تواصل المنشآت نمو الديون عندما تتجاوز الاستثمارات المتوقعة التمويل الداخلي، أي ان نسبة الدين تكون مرتفعة عندما يكون هناك عجز مالي، والذي يشير الى الفرق بين احتياجات التمويل ومصادر التمويل الداخلي، وتقتض نظرية الالتقاط بوجود علاقة سلبية بين الدين والربحية، هذا يعني أن المنشآت ذات الربحية المنخفضة تفضل ديوناً

أكثر من المنشآت عالية الربحية (Nenu et al., 2018:6)، ويمكن التعبير عن نسبة القروض من خلال قسمة القروض الى مجموع المطلوبات.
ت- نسبة الأسهم العادية.

وفقا لنظرية الالتقاط لا يوجد مستوى أمثل لهيكل رأس المال، وأن مصادر التمويل الخارجية، وعدم تناسق المعلومات، ومشكلات الإشارة تحدد مزيج رأس المال، وتفترض نظرية الالتقاط أن تعطي المنشآت الأولوية لمصادر تمويلها من مصادر داخلية إلى خارجية وتستخدم حقوق الملكية كملاذ أخير فقط عند قلة الموارد الداخلية والقروض، وهنا وطبقا لنظرية الالتقاط يجب أن يكون إصدار حقوق الملكية هو خيار التمويل الأخير لأن رأس المال السهمي ذات كلفة مرتفعة مقارنة بمصادر تمويل هيكل رأس المال (Kengatharan, Koperunthevy, 2022: 15) ويتجنب المدراء إصدار الأسهم كلما أمكن ذلك، وفي حالة عدم وجود فرص استثمارية، تحتفظ المنشآت بالأرباح لتجنب زيادة التمويل الخارجي في المستقبل، ويمكن التعبير عن نسبة الأسهم العادية من خلال قسمة الأسهم العادية الى مجموع المطلوبات .

ثانيا: - هيكل رأس المال Capital Structure

يعد هيكل رأس المال جزءاً من الهيكل التمويلي للشركة الذي ينتج عن السياسة المالية المتبعة فيها، حيث تؤثر هذه السياسة على قرار التمويل المتعلق باختيار هيكل التمويل الأمثل، أي تنوع مصادر التمويل والذي يساهم في تعظيم الربحية وتحقيق هدف الشركة المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم، ويعرف هيكل رأس المال على أنه مزيج من الديون، والأسهم الممتازة، والأسهم العادية التي ترغب الشركة امتلاكها، يُعرف أيضاً باسم التمويل الدائم المتمثل في الديون طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق المساهمين، باستثناء جميع أنواع الائتمان قصير الأجل (Hacini et al., 2022:4)، وأوضح (Jiang et al., 2018:157) أن هيكل رأس المال يعني نسبة عدد مصادر الأموال طويلة الأجل، ويمثل قيمة ونسبة الأموال المختلفة للشركة، وأشار (Heydari et al., 2021:2384) الى هيكل رأس المال وبين أنه مزيج من الديون وحقوق الملكية المستخدمة لتلبية احتياجات الشركة التمويلية، وعرف هيكل رأس المال بأنه ذلك المزيج الأمثل من التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة هيكل رأس المال في الحد الأدنى، ويعظم ثروة المالكين ومعدل العائد على حق الملكية من خلال زيادة قابلية الشركة على ايجاد فرص استثمارية جديدة، وتحقيق منافع اجتماعية من الاستخدام الأمثل لموارد المجتمع، وبالتالي زيادة الثروة الكلية وزيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي، نستخلص مما سبق ان هيكل رأس المال هو الجزء الأهم من الهيكل المالي للشركة، يشمل هذا الجزء حقوق الملكية والاقتراض طويل الأجل، ويعبر عن هيكل رأس المال بنسبة الدين الى الملكية، ولهذه النسبة تأثير كبير على تعظيم ربحية الشركة وقيمتها السوقية، وهناك عناصر اساسية ومهمة تعمل على تحديد هيكل رأس المال الأمثل للشركة ومنها (التكلفة، التوقيت، المخاطرة، المرونة، الرقابة).

ثالثاً: - قيمة المنشأة firm value

1- مفهوم وأهمية قيمة المنشأة The concept and importance of the firm value

تشير الأدبيات الى عدم وجود تعريف موحد لقيمة المنشأة، كونه مفهوم ليس من السهل احتوائه بشكل كامل، ويُعد مفهوم قيمة المنشأة من المفاهيم المهمة في الإدارة المالية كونها تُعد مؤشر على كيفية ادراك السوق المالي للمنشأة (Hirdinis, 2019:175)، ويمكن تعريف قيمة المنشأة بأنها إدراك المستثمرين لقيمة نجاح المنشأة مرتبطة بسعر سهمها، فأن ارتفاع سعر السهم يجعل قيمة المنشأة مرتفعة أيضاً، ويزيد من ثقة السوق ليس فقط تجاه أداء عمل المنشأة ولكن أيضاً تجاه توقعات المنشأة في المستقبل، وعادة ما يشير سعر السهم المستخدم إلى سعر الإغلاق، وهو السعر الذي يحدث أثناء تداول السهم في السوق (Hermuningsih, 2016:4)، وتعرف أيضاً بمقدار الفوائد التي يحصل عليها المساهمين من أسهمهم في المنشأة (Khan et al., 2017:124)، ويعرف (Khan et al., 2022:58) قيمة المنشأة بأنها تصور المستثمرين للمنشأة، والذي يرتبط بأسعار أسهمها، وأضاف ان الغرض الرئيسي للمنشأة، هو تعظيم ثروة أو قيمة المنشأة، الذي يعد أمراً مهماً للغاية، لأنه من خلال تعظيم قيمة المنشأة، تزداد ثروة المساهمين، وهو الهدف الرئيسي للمنشأة، وتنعكس قيمة المنشأة في القدرة التفاوضية للسهم، إذا كان للمنشأة احتمالات جيدة في المستقبل، فإن قيمة السهم ستكون عالية جداً، ويمكن رؤية قيمة المنشأة من خلال القيمة السوقية أو القيمة الدفترية للمنشأة من حقوق الملكية.

ويشير (Mursalim et al., 2015:72) الى أهمية قيمة المنشأة واعدتها بمثابة نجاح إداري لإدارة المنشأة من خلال ما تعكسه قيمة المنشأة من استجابة السوق للمنشأة، وان تعظيم قيمة المنشأة الذي يقاس من خلال سعر السهم تؤدي الى تعظيم ثروة المساهمين، وأضاف أن قيمة المنشأة تعتبر انعكاس للقيمة السوقية للمنشأة نتيجة لذلك كلما ارتفعت القيمة السوقية لأسهم المنشأة، ارتفعت قيمة المنشأة التي ستؤثر على حصة المنشأة، أيضا كلما زاد الطلب على أسهم المنشأة، ارتفعت قيمة المنشأة، ولتعظيم قيمة المنشأة يتطلب من الإدارة بذل جهد أمثل، لذلك مطلوب اتخاذ قرارات دقيقة ومتكاملة، وخاصة مثل قرارات الاستثمار، وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح، التي تؤثر بشكل مباشر على قيمة المنشأة، وتشير معظم أدبيات الفكر المالي الى قيمة المنشأة بأسعار الأسهم في الأسواق المالية، وكأدوات للاستثمار تحمل الأسهم قيم مختلفة بالإضافة الى القيمة التي تصدر بها وكما يأتي: -

أ- القيمة الاسمية Par Value

تمثل القيمة المعلنة في شهادة تأسيس المنشأة للسهم الواحد، وتحدد من قبل المنشأة وليس لها علاقة بالسعر الحالي للسهم او القيمة الدفترية، ولا تمثل القيمة الحقيقية للسهم (Melicher et al., 2017:36).

ب- القيمة الدفترية Book Value

تمثل نصيب السهم الواحد من موجودات المنشأة، وتعتمد على التكلفة السابقة للأصل وليس على سعر السوق الحالي او قيمة المنشأة الحالية، وتعبر عن صافي قيمة المنشأة في الميزانية العمومية (Brealey et al., 2018:61).

ت- القيمة السوقية Market value

تمثل سعر تداول أسهم المنشأة المحدد من قبل السوق المالي بناء على عوامل العرض والطلب، وتتميز بعدم الاستقرار خلال التعاملات اليومية للسهم، وتشير القيمة السوقية الى المبالغ التي يرغب المستثمرين دفعها مقابل الحصول على أسهم المنشأة، اعتمادا على الأرباح المتوقعة والاستثمارات المستقبلية، ومن هذا المبدأ يهتم المستثمرين بالقيمة السوقية لارتباطها بالأرباح المحققة من قبل المنشأة (Brealey et al., 2018:203).

ث- قيمة التصفية Liquidation Value

تمثل قيمة السهم التي يتوقع المساهمين الحصول عليها عند تصفية المنشأة نتيجة فشلها وإغلاقها وبيع أصولها، أي تسهيل موجودات المنشأة الأراضي والمباني وغيرها (Brealey et al., 2017:79).

ج- القيمة الحقيقية Fair Value

تشير القيمة الحقيقية ببساطة إلى السعر الذي يجري الحصول عليه أو المبالغ المدفوعة لبيع أصل أو لنقل المسؤولية بين المشاركين في السوق في معاملة منظمة في تاريخ معين (Adegboyegun et al., 2020:202).

2- العوامل المؤثرة في قيمة المنشأة Factors affecting the firm value

تتأثر قيمة المنشأة بمجموعة من العوامل المرتبطة بطبيعة ونشاط المنشأة، بعض العوامل تؤثر على جميع المنشآت في السوق وتتمثل بعوامل البيئة الخارجية وتكون خارج سيطرة إدارة المنشأة، والبعض الاخر من العوامل تكون خاصة بالمنشأة وتكون تحت سيطرة إدارة المنشأة، ونظرا لأهمية هذه العوامل المؤثرة سنتناول أبرزها وكما يأتي: -

أ- هيكل رأس المال Capital Structure

يُعد هيكل رأس المال هو المفتاح لتحسين الإنتاجية وأداء المنشأة، وتوضح نظريات هيكل رأس المال أن السياسة المالية للمنشأة في تحديد هيكل رأس المال (المزيج بين الدين وحقوق الملكية) تهدف إلى تحسين قيمة المنشأة، ويجب على المدراء اختيار هيكل رأس المال الذي يعتقدون أنه سيولد أعلى قيمة للمنشأة لأن هيكل رأس المال هذا سيكون أكثر فائدة لمساهمي المنشأة، على النقيض يتمثل أحد العيوب في أنه إذا كانت المنشأة تمر بأوقات عصيبة وكان ربحها التشغيلي غير كافٍ لتغطية الفائدة، فإن المساهمين يضطرون إلى تغطية النقص، وإذا لم يتمكنوا من ذلك، فسوف تفلس المنشأة (Hirdinis, 2019:176).

ب- سياسة مقسوم الأرباح Dividend Policy

سياسة توزيع الأرباح هي قرار صادر عن مجلس الإدارة يتعلق بكمية الأرباح التي يجب دفعها للمساهمين في شكل توزيعات أرباح ومقدار المبلغ الذي يجب الاحتفاظ به كرأس مال إضافي للمنشأة لتمويل الاستثمارات في المستقبل (Santosa et al., 2020:409)، وتعد سياسة توزيع الأرباح جزءاً مهماً من استراتيجية المنشأة على المدى الطويل فيما

يتعلق بالتمويل مع مراعاة أهداف المنشأة الرئيسة التي تؤثر بشكل مباشر في قيمة المنشأة (Alfianita & Santosa, 2022:2).

ت- الربحية Profitability

وتعرف الربحية على أنها مستوى قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح، وتشير الأرباح المرتفعة إلى احتمالية جيدة للمنشأة، مما يحفز المستثمرين على المشاركة في زيادة الطلب على الأسهم، أي أن نمو ربحية المنشأة بشكل أفضل يعني أن آفاق الأعمال المستقبلية تعتبر جيدة من قبل المستثمرين، وأن زيادة الطلب على أسهم المنشأة، سوف يؤدي إلى زيادة سعر السهم في سوق رأس المال، بحيث يمكن زيادة قيمة المنشأة، وستعكس هذه الربحية فعالية ونجاح الإدارة العامة في زيادة قيمة المنشأة، وفي المقابل إذا لم تكن المنشأة قادرة على تحقيق ربحية كافية، فلن تتمكن من الحفاظ على استمرارية أعمالها (Alfianita & Santosa, 2022: 3).

ث- حجم المنشأة firm Size

يعتبر حجم المنشأة من أهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على قيمة المنشأة، ويمثل مجموع الأصول التي تملكها المنشأة، فالأصول تعد مقياس لحجم المنشأة، ويوضح حجم المنشآت الكبيرة أن المنشأة تشهد نمواً، بحيث يستجيب المستثمرون بشكل إيجابي، وستزداد قيمة المنشأة، وكلما زاد إجمالي الأصول والمبيعات، زاد حجم المنشأة، وكلما زاد حجم المنشأة، كان من الأسهل على المنشأة الحصول على التمويل، داخلياً وخارجياً، وبالتالي، فإن حجم المنشأة يعكس حجم أو مقدار الأصول التي تمتلكها المنشأة وله تأثير على قيمة المنشأة (Hirdinis, 2019:176-177).

ج- عمر المنشأة firm Age

يمثل المدة منذ تأسيس المنشأة (تاريخ الاكتتاب) الإصدار العام الأولي لأسهم المنشأة، حتى الوقت الذي يمكنها فيه الحفاظ على وجود المنشأة، ويعتبر عمر المنشأة مؤشر على وجود المنشأة وقدرتها على المنافسة، فالمنشآت الموجودة منذ مدة طويلة تمتلك الكثير من الخبرات وينعكس ذلك على قيمتها في السوق المالي (Waluyo, 2017:363).

المبحث الثالث: - التحليل الاحصائي

اختبار الفرضيات: -

أولاً: -الفرضية الرئيسية الاولى:

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة)

يؤكد الجدول (4) والشكل (3) وعلى وفق معطيات تحليل نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (PANEL DATA) بأسلوب التأثيرات التجميعية رفض الفرضية التي مفادها (يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة) وبنسبة ثقة (90%)، ولاسيما ان قيمة (F) المحتسبة سجلت (1.312) وهي غير معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.275) وهي أكثر من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (4%) بما تؤثر نسبة تفسير نظرية الالتقاط للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.198) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف بين محددات نظرية الالتقاط وقيمة المنشأة.

1- تأثير نسبة الأرباح المحتجزة في قيمة المنشأة.

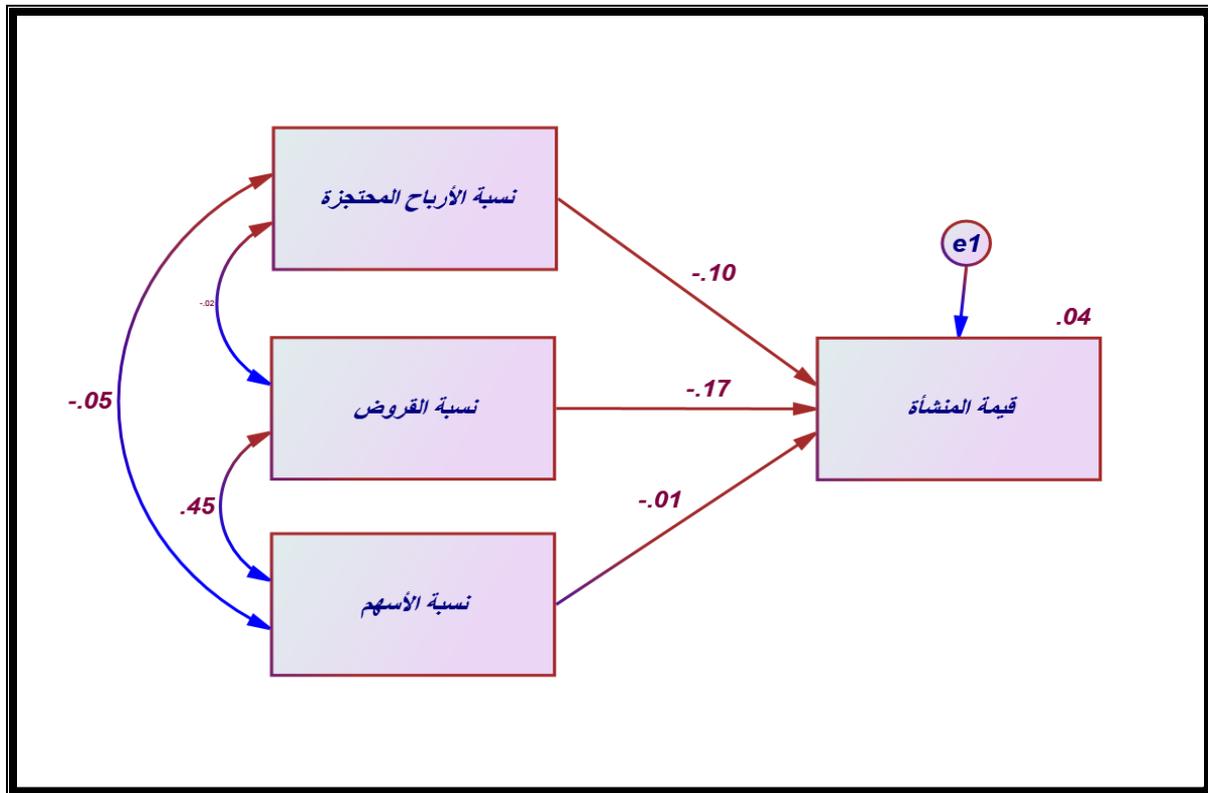
يلاحظ من الجدول (4) عدم صحة الفرضية التي مفادها (يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة الأرباح المحتجزة في قيمة المنشأة) وبنسبة ثقة (90%)، ولاسيما ان قيمة (F) المحتسبة سجلت (0.846) وهي غير معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.360) وهي أكثر من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (0.090) بما تؤثر نسبة تفسير نسبة الأرباح المحتجزة للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.093) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف جداً بين نسبة الأرباح المحتجزة وقيمة المنشأة.

2- تأثير نسبة القروض في قيمة المنشأة.

يبين الجدول (4) صحة الفرضية التي مفادها (يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة القروض في قيمة المنشأة) ونسبة ثقة (90%)، ولاسيما ان قيمة (F) المحتسبة سجلت (3.043) وهي معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.084) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (3%) بما تؤثر نسبة تفسير نسبة القروض للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.176) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف بين نسبة القروض وقيمة المنشأة.

3- تأثير نسبة الأسهم في قيمة المنشأة.

يوضح الجدول (4) رفض الفرضية التي مفادها (يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة الأسهم في قيمة المنشأة) ونسبة ثقة (90%)، ولاسيما ان قيمة F المحتسبة سجلت (0.632) وهي غير معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.429) وهي أكثر من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (6%) بما تؤثر نسبة تفسير نسبة الأسهم للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.080) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف جداً بين نسبة الأسهم وقيمة المنشأة.



شكل (3)

تأثير محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة على وفق نتائج برنامج Amos v26

جدول (4)
معطيات اختبار الفرضية الرئيسية الاولى

نتيجة الاختبار	اختبار (F)		معامل التحديد (R ² %)	تفسير قيمة معامل الارتباط	معامل الارتباط بين المتغيرين	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
	القيمة الاحتمالية	قيمة (F) المحسبة					
رفض الفرضية الثانوية الأولى المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الأولى عند مستوى (0.10)	0.360	0.846	0.9%	ارتباط طردي ضعيف جداً بين المتغيرين	0.093	قيمة المنشأة	نسبة الأرباح المحتجزة
قبول الفرضية الثانوية الثانية المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الأولى عند مستوى (0.10)	0.084	3.043	3%	ارتباط طردي ضعيف بين المتغيرين	0.174	قيمة المنشأة	نسبة القروض
رفض الفرضية الثانوية الثالثة المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الأولى عند مستوى (0.10)	0.329	0.632	6%	ارتباط طردي ضعيف جداً بين المتغيرين	0.080	قيمة المنشأة	نسبة الأسهم
رفض الفرضية الرئيسية الأولى عند مستوى (0.10)	0.275	1.312	4 %	ارتباط طردي ضعيف بين المتغيرين	0.198	قيمة المنشأة	محددات نظرية الالتقاط

المصدر: - اعداد الباحث على وفق نتائج التحليل الإحصائي اعتماداً على معطيات برنامج

EVIEWS ثانياً: - الفرضية الرئيسية الثانية: -

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية الالتقاط في هيكل رأس المال)

يؤكد الجدول (5) وعلى وفق معطيات تحليل نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (PANEL DATA) بأسلوب التأثيرات التجميعية صحة الفرضية التي مفادها (يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية الالتقاط مجتمعه في هيكل رأس المال) وبنسبة ثقة (90% وحتى 99%)، ولاسيما ان قيمة (F) المحسبة سجلت (32.711) وهي معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value = 0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10)، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (50.5%) بما تؤشر نسبة تفسير نظرية الالتقاط للتغيرات التي تطرأ في هيكل رأس المال، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.711) بما يؤكد وجود ارتباط طردي قوي بين محدّدات نظرية الالتقاط مجتمعه وهيكل رأس المال.

جدول (5)
معطيات اختبار الفرضية الرئيسية الثانية

نتيجة الاختبار	اختبار F		معامل التحديد R ² %	تفسير قيمة معامل الارتباط	معامل الارتباط بين المتغيرين	المتغير الوسيط	المتغير المستقل
	القيمة الاحتمالية	قيمة F المحسبة					
قبول الفرضية الرئيسية الثانية عند مستوى (0.10)	0.000	32.711	50.5%	ارتباط طردي قوي بين المتغيرين	0.711	هيكل رأس المال	محددات نظرية الالتقاط

المصدر: - اعداد الباحث على وفق نتائج التحليل الإحصائي اعتماداً على معطيات برنامج EVIEWS V10

ثالثاً: - الفرضية الرئيسية الثالثة:

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة).

يستفيد الباحث من استعمال اختبار (F - TEST) عن طريق تحليل نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (PANEL DATA) بأسلوب التأثيرات التجميعية إلى برهنة قبول او رفض الفرضية الرئيسية الثالثة التي مفادها (يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة) وبنسبة ثقة (90% وحتى 99%)، وكما مبين في الجدول (6) إذ ان قيمة (F) المحسوبة سجلت (6.707) وهي معنوية لان القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P Value =0.011) وهي أكثر من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10)، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (6%) بما تؤثر نسبة تفسير هيكل رأس المال للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة (0.253) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف نوعاً ما بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة.

جدول (6)

معطيات اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة

نتيجة الاختبار	اختبار F		معامل التحديد R ² %	تفسير قيمة معامل الارتباط	معامل الارتباط بين المتغيرين	المتغير التابع	المتغير المستقل
	القيمة الاحتمالية	قيمة F المحسوبة					
قبول الفرضية الرئيسية الثالثة عند مستوى (0.10)	0.011	6.707	6%	ارتباط طردي قوي بين المتغيرين	0.253	قيمة المنشأة	هيكل رأس المال

المصدر: - اعداد الباحث على وفق نتائج التحليل الإحصائي اعتماداً على معطيات برنامج EVIEWS V10

رابعاً: - الفرضية الرئيسية الرابعة: -

(يتعاضد تأثير محددات نظرية الانتقال في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال).

يستدل من نتائج تحليل المسار لبيان تأثير محددات نظرية الانتقال في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال على وفق البيانات المقطعية للمدة من (2010 - 2019) ولعشرة شركات اعتماداً على معطيات البرنامج الاحصائي المتقدم (Amos V26) والموثقة في الجدول (7) ان قيمة معلمة الاختبار لتأثير المتغير المستقل محددات نظرية الانتقال في المتغير الوسيط هيكل رأس المال (0.3%) تؤثر بذلك تأثيراً معنوياً دالاً احصائياً وبقية درجة حرجة سجلت (3.877) وهي اكبر من قيمة (Z) الجدولية البالغة (1.96) وبمستوى معنوية سجل (0.000) وهو أقل من مستوى المعنوية (0.10) بما يؤكد وجود تأثير معنوي مباشر لمحددات نظرية الانتقال في هيكل رأس المال على وفق معطيات تحليل المسار.

يستخلص من الجدول (7) ان قيمة معلمة الاختبار لتأثير المتغير الوسيط هيكل رأس المال في المتغير التابع قيمة المنشأة (2548.4%) وبدرجة حرجة سجلت (4.369) وهي أكبر من قيمة (Z) الجدولية البالغة (1,96) وبمستوى معنوية سجل (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، بما يؤكد وجود تأثير معنوي مباشر لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة.

ويستدل من الجدول (7) ان قيمة معلمة الاختبار لتأثير المتغير المستقل محددات نظرية الانتقال في المتغير التابع قيمة المنشأة (6.87%) بما يوثق عدم وجود تأثير مباشر معنوي لكونه غير دال احصائياً وبقية درجة حرجة سجلت (1.552) وهي اقل من قيمة (Z) الجدولية البالغة (1.96) وبمستوى معنوية سجل (0.121) وهو أكبر من مستوى المعنوية (0.10) بما يؤكد عدم وجود تأثير معنوي مباشر لمحددات نظرية الانتقال في قيمة المنشأة على وفق معطيات تحليل المسار.

وبذلك تؤكد نتائج تحليل المسار لبيان تأثير محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال على وفق البيانات المقطعية والمعروضة في الجدول (7) عدم قبول الفرضية الرئيسية الرابعة بما لا يحقق تعاضم تأثير محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال.

جدول (7)
نتائج اختبار تحليل المسار (Path analyses)

علاقات التأثير			(Estimate) معلمة الاختبار	S.E.	(C.R.) القيمة الدرجة	القيمة الاحتمالية (مستوى الدلالة)	الدلالة الاحصائية
M	<---	X	0.003	0.001	3.877	0.000	دال
Y	<---	M	254838.03	59694.37	4.369	0.000	دال
Y	<---	X	687.095	442.61	1.552	0.121	غير دال
نظرية الالتقاط							X
هيكل رأس المال							M
قيمة المنشأة							Y
جميع النتائج تؤكد عدم وجود تعظيم تأثير محددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال							تعليق الباحث

المصدر: - نتائج التحليل الاحصائي على وفق اختبار تحليل المسار اعتماداً على مخرجات البرنامج التحليلي (Amos V26)

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: - الاستنتاجات

- 1- من الصعب القول بأن قرارات تمويل الشركات يتم اتخاذها وفقاً لنظرية فريدة لهيكل رأس المال، بدلاً من ذلك، من المعقول أن نفترض أنها تتأثر بعوامل مختلفة، داخلية (أي العجز المالي) وخارجية (أي تقييمات السوق) التي تتطلب مزيداً من التحقيق.
- 2- أظهرت النتائج ان الشركات الصناعية عينة الدراسة تهتم بالقروض بشكل اوسع كأحد مصادر التمويل وبنسب متفاوتة وهذا يعني ان الشركات استخدمت التمويل الخارجي لتمويل احتياجاتها المالية.
- 3- تشير النتائج ان محدد نسبة القروض كأحد محددات نظرية الالتقاط له تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية في قيمة المنشأة، في حين نسبة الأرباح المحتجزة ونسبة الديون ليس لها تأثير يذكر على قيمة المنشأة.
- 4- اظهرت النتائج رفض الفرضية الاولى للدراسة والتي اشارت الى وجود تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية الالتقاط في قيمة المنشأة.

- 5- ترتبط نسبة القروض ارتباط طردي قوي مع هيكل رأس المال في حين نسبة الأرباح المحتجزة ونسبة الأسهم العادية كمحددات لنظرية الالتقاط ترتبط ارتباط طردي ضعيف مع هيكل رأس المال.
- 6- النتائج التي توصلت إليها الدراسة لها تأثير أكاديمي وعملي، إذ توفر لواقعي السياسات المالية ومدراء الشركات فهماً أفضل لما يدفع ويؤثر على قيمة المنشأة.

ثانياً: - التوصيات

- 1- ضرورة اعتماد الشركات على النظريات الأساسية لتفسير سلوك هيكل رأس المال مثل نظرية الالتقاط، ودراسة محدداتها لتعظيم قيمة الشركة وتقليل كلف التمويل.
- 2- ضرورة الاستفادة القصوى من التمويل الداخلي بالاعتماد على نسبة الأرباح المحتجزة من خلال وضع سياسات احتجاز للأرباح لتقليل كلف التمويل بما يتناسب مع الاحتياجات المالية للشركة، والاهتمام بهذا المحدد كونه أول المحددات وفقاً لما جاءت به نظرية الالتقاط.
- 3- ضرورة معرفة العلاقة والتأثير المتبادل بين نسبة الأرباح المحتجزة ونسبة القروض ونسبة الأسهم العادية في الشركات من قبل المدراء وصانعي القرارات المالية كمحددات لنظرية الالتقاط وذلك لترشيد قرارات التمويل والحصول على مصادر التمويل المناسبة وكذلك صياغة هيكل رأس مال هرمي يناسب الشركات ويعظم قيمتها.
- 4- الأخذ بنتائج الدراسة الحالية وإجراء دراسات إضافية للشركات في القطاعات النشطة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتي لم تتم تغطيتها في الدراسات السابقة وكذلك استخدام محددات أخرى والبحث عن محددات جديدة لنظريات هيكل رأس المال لدراسة تأثيرها على قيمة المنشأة.
- 5- البحث عن متغيرات وسيطة مؤثرة، حيث من الممكن أن يكون هناك متغير معنوي يتوسط محددات نظريات هيكل رأس المال وقيمة المنشأة.
- 6- توصي الدراسة بضرورة المشاركة المستمرة للشركات الصناعية في النشاطات والندوات والمؤتمرات التي تنعقد في المؤسسات التعليمية لمواكبة التطورات الحديثة والاستفادة من المستجدات والخبرات والكفاءات العلمية على صعيد الإدارة المالية.

المصادر:

1. Adegboyegun, A. E., Ben-Caleb, E., Ademola, A. O., Madugba, J. U., & Eluyela, F. D. (2020). Fair value accounting and corporate reporting in Nigeria: a logistics regression approach. *International Journal of Financial Research*, 11(2), 301-310.
2. Alfianita, A., & Santosa, P. W. (2022). The Effect of Dividend Policy, Capital Structure, Profitability, and Growth on Firm Value. *Journal of Accounting, Management, and Economics Research (JAMER)*, 1(1), 1-18.
3. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
4. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Marcus, Alan J.(2018). (Fundamentals of Corporate Finance), 9th ed, McGraw-Hill Education, USA.
5. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C.& Allen, Franklin,(2017), (Principles of Corporate Finance), 12th ed, McGraw-Hill Education, USA.
6. Hacini, I., Mohammedi, K., & Dahou, K. (2022). Determinants of the capital structure of small and medium enterprises: Empirical evidence in the public works and hydraulics sector from Algeria. *Small Business International Review*, 6(1), e408.
7. Hermuningsih, S. (2016). Profitability, growth opportunity, capital structure and the firm value. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 16(2), 115-136.

8. Heydari, A., Hematfar, M., & Janani, M. H. (2021). Application of Nonlinear Mathematical Modeling in Panel data analyses of the pecking order theory in capital structure Using Multiple Regression: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Nonlinear Analysis and Applications*, 12(2), 2383-2401.
9. Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability, *International Journal of Economics and Business Administration*, Volume VII, Issue 1, pp. 174-191.
10. Jiang, Jiayu, Dong, Futang & Du, Bingxin. (2018). Analysis on the Factors Affecting the Capital Structure of Small and Medium-Sized Enterprises in China, *American Journal of Industrial and Business Management*, Vol. 8, No. 1, pp. 156-162.
11. Khan, Y., Zafar, S., & Ayaz, M. B. (2022). The Effect of Firm Size, Investment Opportunity Set, and Capital Structure on Firm Value. *International Journal of Social Science & Entrepreneurship*, 2(2), 32-46.
12. Melicher, Ronald W. & Norton, Edgar A. (2017). (Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management), 16th ed, John Wiley & Sons, Inc., USA.
13. Mursalim, M., Alamzah, N., & Sanusi, A. (2015). Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value: Study on Manufacturing Company Listed in Indonesian Stock Exchange. *Information Management and Business Review*, 7(2), 72-78.
14. Pertiwi, S., Rahmawati, I. Y., Darmawan, A., & Innayah, M. N. (2023). Effect of Profitability, Firm Size and Liquidity on Firm Value With Capital Structure as Intervening Variable. *Media Ekonomi*, 22(2), 37-58.
15. Santosa, P. W., Aprilia, O., & Tambunan, M. E. (2020). The intervening effect of the dividend policy on financial performance and firm value in large Indonesian firms. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 408-420.
16. Waluyo, W. (2017). Firm size, firm age, and firm growth on corporate social responsibility in Indonesia: The case of real estate companies, *European Research Studies Journal* Volume XX, Issue, 363.
17. Zach, F. J., Nicolau, J. L., & Sharma, A. (2020). Disruptive innovation, innovation adoption and incumbent market value: The case of Airbnb. *Annals of Tourism Research*, 80, 102818.
18. Wibowo, I. A., & Surjandari, D. A. (2023). Capital Structure, Company Size and Profitability Influence on Company Value with Managerial Ownership as Moderation Variables. *International Journal of Social Service and Research (IJSSR)*, 3(1), 1-14.
19. Yasmi, Y., Novita, D., & Usman, A. (2023). Teori Pecking Order: Pilih Utang atau Ekuitas?. *YUME: Journal of Management*, 6(1), 275-280.
20. Sumail, O., & Akob, R. A. (2022). The Testing Of Pecking Order Theory For Behavior Financing In The Company's Life Stage. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 26(3), 580-598.
21. Vasiliou, D., Eriotis, N., & Daskalakis, N. (2009). Testing the pecking order theory: the importance of methodology. *Qualitative Research in Financial Markets*, 1(2), 85-96.
22. Hastutik, S., Soetjipto, B. E., Wadoyo, C., & Winarno, A. (2022). Trade-Off and Pecking Order Theory of Capital Structure in Indonesia: Systematic Literature Review. *Journal of Positive School Psychology*, 5585-5597.
23. Oktaviani, M., Mochklas, M., & Fahmi, E. (2020). Pecking Order Theory as a Strengthening Capital Structure, *ICBLP*, February 13-14, Sidoarjo, Indonesia, Copyright © 2019 EAI.

24. Molla, M. E. (2019). Factors Influencing Capital Structure on Firm's Value: A Study on DSE Listed Companies. *International Journal of Science and Business*, 3(1), 37-51.
25. Ross, S. A. (2008). *Fundamentals of corporate finance*/Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan. 8th edition. McGraw Hill/Irwin.
26. Thurairaja, M. G. (2014). The effect of retained earnings on the returns of firms listed at the Nairobi Securities Exchange (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
27. Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, Ș. C. (2018). The impact of capital structure on risk and firm performance: Empirical evidence for the Bucharest Stock Exchange listed companies. *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 1-29
28. Kengatharan, L., & Koperunthevy, K. (2022). Pecking Order and Static Trade-Off Models of Capital Structure: An Empirical Examination of Sri Lankan Listed Companies, *Journal of Emerging Financial Markets and Policy*, vol. 1, no.1.