مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: تأثير الحجم والرافعة المالية والنمو في قيمة الشركة – دراسة تجريبية على شركات إنتاج الأغذية السعودية –
اسم الكاتب: د. اياد مالك حاتم، د. عفراء هلال علي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/5949
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 16:21 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Impact of Size, Leverage and Growth on Company Value - Empirical Study on Saudi Food Production Companies-

Dr. Eyad M. Hatem*
Dr. Afraa H. Ali**

(Received 18 / 8 / 2023. Accepted 2 / 10 / 2023)

□ ABSTRACT □

The study aimed to determine the effect of size, financial leverage and growth on the company's value which measured by dividing Market Price Per Share by the Book Value Per Share. To achieve that goal; secondary data of 12 agriculture companies was collected from the annual financial reports and trading bulletins available of Saudi Exchange – Tadawul during the period from 2012 till 2021, with a total of 120 views.

The data was organized and the values of the variables were calculated using Microsoft Excel 2010 and analyzed using the Eviews10 program. The study used Panel data, and the Auto Regressive Distributed Lag Model was used to analyze this data, because this model can be applied when the stability of the variables is a mixture between the level and the first difference. The Pooled Mean Groups (PMG) model was used. The results of hypothesis testing before adjusting profitability showed that the value of COINTEQ01error correction coefficient is (-0.60), and with control (-0.35), which is significant and indicates the existence of: cointegration relationship between the variables of the study. The results of hypothesis testing before adjusting profitability showed that: there is a significant negative effect of the company's size on the value of the company in the short and long term; there is inverse, but not significant effect of financial leverage on the company's value in the short term, while it was direct and significant in the long term; there is inverse, but not significant effect of growth in the company's value in the short term, while it was positive and significant in the long term.

Whereas; The results of hypothesis testing during profitability control showed that there is an inverse, non-significant effect of the size of the company on the value of the company in the short term, and the significant inverse effect in the long term. An inverse but non-significant effect of financial leverage on the company's value in the short term, while it was positive and significant in the long term. A positive but not significant effect of the growth in the company's value in the short term, while it was inverse and significant in the long term.

Key words: The market value of companies, Leverage, Company size, The Growth.

Copyright **:**Tishreen University journal-Syria, The authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04

*Associate Professor, Accounting Department, Faculty Of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria. iyad.malek.hatem@tishreen.edu.sy

**Associate Professor, Accounting Department, Faculty Of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria. Afraa.ali@tishreen.edu.sy

تأثير الحجم والرافعة المالية والنمو في قيمة الشركة
-دراسة تجريبية على شركات إنتاج الأغذية السعودية-

الدكتور: اياد مالك حاتم*

الدكتورة: عفراء هلال علي**

(تاريخ الإيداع 18 / 8 / 2023. قُبِل للنشر في 2 / 10 / 2023)

□ ملخّص □

هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير الحجم والرافعة المالية والنمو في قيمة الشركة مقاسة بقسمة سعر السهم السوقي Market Price Per Share على القيمة الدفترية للسهم Book Value Per Share. لتحقيق ذلك الهدف؛ تمَّ جمع البيانات الثانوية من التقارير المالية السنوية ونشرات التداول المتوافرة على الموقع الرسمي لسوق تداول السعودية للأوراق المالية. بلغ عدد تلك الشركات 12 شركة تعمل في مجال التنمية الزراعية خلال الفترة الممتدة من 2012 حتى 2021 بمجموع مشاهدات بلغ 120 مشاهدة. تمَّ تنظيم البيانات واحتساب قيم المتغيرات باستخدام برنامج Microsoft Excel 2010، وتم تحليلها باستخدام برنامج Eviews 10، كما استخدمت الدراسة بيانات مقطعية زمنية Panel Data، واستخدم لتحليل هذه البيانات نموذج Auto Regressive Distributed Lag Model على اعتبار أنه يمكن تطبيق هذا النموذج عندما تكون استقرارية المتغيرات مزيجاً بين المستوى والفرق الأول، وتم استخدام نموذج Pooled Mean Groups (PMG).

أظهرت نتائج اختبار الفرضيات قبل ضبط الربحية بأنّ قيمة معامل التصحيح للخطأ COINTEQ01 تبلغ (-0.60)، ومع الضبط (-0.35)، وهي معنوية وتشير إلى وجود: علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة. أظهرت نتائج اختبار الفرضيات قبل ضبط الربحية وجود أثر عكسي معنوي لحجم الشركة في قيمة الشركة في الأجلين القصير والطويل الأجل. وجود أثر عكسي لكنّه غير معنوي للرافعة المالية في قيمة الشركة في الأجل القصير، في حين كانت طردية ومعنوية في الأجل الطويل. ووجود أثر عكسي لكنه غير معنوي للنمو في قيمة الشركة في الأجل القصير، في حين كانت طردية ومعنوية في الأجل الطويل.

فضلاً عمّا سبق؛ فقد أوضحت نتائج اختبار الفرضيات أثناء ضبط الربحية وجود: أثر عكسي غير معنوي لحجم الشركة في قيمة الشركة في الأجل القصير الأجل، وعكسي معنوي في الأجل الطويل. أثر عكسي لكنّه غير معنوي للرافعة المالية في قيمة الشركة في الأجل القصير، في حين كانت طردية ومعنوية في الأجل الطويل. أثر طردي لكنّه غير معنوي للنمو في قيمة الشركة في الأجل القصير، في حين كانت عكسية ومعنوية في الأجل الطويل.

الكلمات المفتاحية: القيمة السوقية للشركات. الرافعة المالية. حجم الشركة. النمو.

حقوق النشر : مجلة جامعة تشرين- سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب الترخيص CC BY-NC-SA 04

* أستاذ مساعد ، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، اللاذقية، سورية. iyad.malek.hatem@tishreen.edu.sy

** أستاذ مساعد ، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، اللاذقية، سورية . Afraa.ali@tishreen.edu.sy

مقدمة

تلعب قيمة الشركة دوراً مهماً بالنسبة للشركة، فهي تُعدّ الركيزة التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم نجاح الشركة، والمؤشر الذي يستند عليه المقرضون في منحهم للقروض، فضلاً عن كونها تعكس مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها، وبالتالي درجة تجنب الدائنون لأي مخاطر ناتجة عن عدم القدرة على السداد، وعليه فإن القيمة العالية للشركة، تعني حماية كبيرة لمصالح جميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة، فضلاً عن زيادة ثروة المساهمين (Zuhroh، 2019؛ Nurwulandari *et al*.، 2021؛ Irwanto *et al.*, 2023)، الأمر الذي جعل منها هدفاً تسعى جميع الشركات إلى تحقيقه، إلا أن ذلك يرتبط ويتوقف على العديد من المتغيرات والعوامل.

يتوقف نجاح الإدارة في تعظيم قيمة شركتها على مدى قدرتها وكفاءتها في التحكم بالمحددات أو العوامل المؤثرة في تلك القيمة (Zuhroh، 2019).

ترتبط قيمة الشركة والعوامل المؤثرة فيها بالعديد من النظريات التي تُقدّم تفسيراً منطقياً لطبيعة واتجاه العلاقات المحتملة والمرتبطة بذلك، وفي هذا المجال تشير نظرية الوكالة إلى أنّ المدراء لديهم من المعلومات حول الآفاق المستقبلية للشركة أكثر من أيّ طرف آخر، الأمر الذي قد يدفعهم لتعظيم ثرواتهم الشخصية بدلاً من تعظيم قيمة الشركة، انطلاقاً من حالة صراع المصالح القائمة بين الأهداف الشخصية لهم وأهداف المستثمرين التي تتمثل بتعظيم ثرواتهم وزيادة قيمة شركتهم، الأمر الذي قد يفتح المجال أمام البحث في العوامل المؤثرة في قيمة الشركة. بالإضافة إلى نظرية الوكالة؛ هناك نظرية الإشارة التي تبين كيف يمكن لإدارة الشركة أن تُرسل إشارات على شكل بيانات مالية لجميع الأطراف صاحبة المصلحة، الأمر الذي قد يُشكّل داعماً أساسياً لاتخاذ قرار الاستثمار أو قرار الإقراض أو غيرها من القرارات تبعاً للجهة المستفيدة. تُستخدم تلك الإشارات في ظل حجم ودقة المعلومات التي تملكها الإدارة مقارنة بالمستثمرين؛ في تقليل حالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين الأمر الذي قد يزيد من قيمة الشركة (Ismantara and Handojo، 2022). من ناحية أخرى تعد قيمة الشركة بحد ذاتها إشارة للمستثمرين المحتملين حول فيما إذا كانت الشركة تستحق الاستثمار فيها أم لا (Irwanto *et al.*, 2023).

ظهرت الكثير من الدراسات التي ناقشت العوامل المؤثرة في قيمة الشركة، انطلاقاً من فكرة أن الشركة التي تريد تعظيم قيمتها، يجب عليها الإحاطة بتلك العوامل، وفهم آليات عملها، لكي يتم إداراتها بشكل جيد (Ismantara and Handojo، 2022).

تتأثر قيمة الشركة بالعديد من العوامل أهمها الرافعة المالية، التي تُعدّ إحدى مصادر التمويل في الشركة، وهي تعكس قدرة الإدارة على إدارة أصولها والتحكم بها بشكل يسمح بتحسين الإنتاجية وتعزيز قيمة الشركة (Zuhroh، 2019؛ Handayani *et al*.، 2022)، فالاستخدام العالي للرافعة المالية يمكن أن يزيد من قيمة الشركة بسبب الوفر الضريبي، إلا أنّه في الوقت نفسه قد يُرتّب العديد من المخاطر التي يجب أخذها في الحسبان (Endri and Fathony، 2020). بالإضافة إلى حجم الشركة الذي يلعب دوراً مهما في تحسين قيمة الشركة، فالشركات الكبيرة، تستطيع الوصول إلى مصادر التمويل اللازمة بشكل أكبر وأسرع، فضلاً عن قدرتها على إدارة المخاطر المحتملة بشكل أفضل، وامتلاكها لفرص أكبر للنمو في المستقبل مقارنة بالشركات الصغيرة (Zuhroh، 2019)، فالشركات ذات الأصول الكبيرة والقادرة على إدارتها بشكل فعّال تمتلك فرصة ممتازة لتعظيم أرباحها، الأمر الذي سينعكس إيجاباً على قيمة الشركة، وسعر أسهمها، مما يزيد من رغبة المساهمين في الاستثمار في تلك الشركة (Pustika *et al.*, 2022)، فالشركات الكبيرة تكون معروفة بشكل أكبر من قبل المستثمرين وغيرهم، الأمر الذي يسمح بسهولة الحصول على المعلومات المطلوبة،

الأمر الذي يرفع من مستوى الثقة في الاستثمار لديها، فضلاً عن أنّ الشركات الكبيرة لديها مخاطر أقل للإفلاس نظراً لكونها تميل إلى تنويع أعمالها (Irwanto *et al.*، 2023). فضلاً عن ما سبق، هناك النمو؛ الذي يُعدّ أحد المتغيرات المؤثرة في قيمة الشركة، لأنه كلما زادت قدرة الشركة على تحقيق الربح، زاد معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقعه المستثمر، الأمر الذي يعكس حالة نمو مرتفعة، وبالتالي أسعار أسهم عالية، وقيمة شركة مرتفعة (Endri and Fathony، 2020)، فالنمو الجيد للشركة الذي تدل عليه الزيادة في الأصول يعطي إشارة إيجابية على أنّ الشركة لديها إمكانيات عالية لتوليد تدفقات نقدية عالية في المستقبل، الأمر الذي سيزيد من مستوى الثقة لدى المستثمرين، وسيؤدي إلى زيادة قيمة الشركة (Irwanto *et al.*، 2023).

تنوّعت الدراسات التي تناولت العوامل المؤثرة بقيمة الشركة؛ **إذ درست بعض هذه الدراسات متغيرات مُحّددة وتأثيرها على قيمة الشركة** مثل دراسة Obradovich and Gill (2012) التي هدفت إلى فحص تأثير حوكمة الشركات والرافعة المالية في قيمة الشركات الأمريكية. وقامت باختيار عينة مكونة من 333 شركة مدرجة في بورصة نيويورك (NYSE) لمدة 3 سنوات من 2009 حتى 2011. وتبين بأن حجم مجلس الإدارة يؤثر عكسياً في قيمة الشركات الأمريكية، في حين يؤثر بشكل طردي كل من ازدواجية الرئيس التنفيذي، ولجنة التدقيق، والرافعة المالية، وحجم الشركة والعائد على الأصول. كما تبين اختلاف تأثير العوامل المدروسة تبعاً لاختلاف القطاع، إذ أظهرت النتائج وجود تأثير طردي لكل من ازدواجية الرئيس التنفيذي، ولجنة التدقيق، والرافعة المالية، وحجم الشركة بشكل طردي في قيمة شركات التصنيع الأمريكية، وعدم وجود تأثير للعائد على الأصول وتأثير عكسي لحجم المجلس. أما على مستوى القطاع الخدمي؛ فقد تبين وجود تأثير طردي للرافعة المالية والعائد على الأصول، وعدم وجود تأثير لدور الرئيس التنفيذي ولجنة المراجعة.

ودراسة Moghadas *et al.*, (2013) التي هدفت إلى دراسة أثر هيكل رأس المال مُقاساً بالرافعة المالية، وحجم الشركة ونمو الأصول ونمو الإيرادات في قيمة الشركة. وتمّ اختبار العلاقة على مجموعة من الشركات المُختارة من بورصة طهران خلال الفترة المُمتدة من 2006 حتى 2010. وتبين وجود علاقة معنوية بين هيكل رأس المال ونمو الأصول من جهة وقيمة الشركة من جهة أخرى، وعدم وجود تأثير لحجم الشركة ونمو الإيرادات.

ودراسة بقيله وعكور (2018) التي هدفت للتعرف على أثر خصائص الشركة وإدارة الأرباح على القيمة السوقية للشركات الصناعية والخدمية المُدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، واختبار أثر ربحية الشركة (العائد على الأصول)، وهيكلية الشركة (نسبة المديونية)، وحجم الشركة، وهيكل المليكة، وجودة التدقيق في القيمة السوقية للشركة مُقاسة بحاصل ضرب المتوسط المرجح لعدد الأسهم بسعر السهم السوقي، وكذلك اختبار الدور المُعدل لإدارة الأرباح. أجريت الدراسة على عينة مكونة من 131 شركة، تتمثل بـ 70 شركة صناعية و بـ 61 شركة خدمية، خلال الفترة الممتدة من 2011 حتى 2016، وتمّ جمع البيانات من التقارير السنوية الخاصة للشركات. وبالاعتماد على البيانات المقطعية الزمنية Panel Data، واستخدام المقاييس الوصفية، بالإضافة إلى اختبار فرضيات الدراسة باستخدام عدة أساليب إحصائية من T.test، واختبار معامل الارتباط بيرسون، وتحليل الانحدار، وتم استخدام Modified Jones Model لقياس إدارة الأرباح، توصلت الدراسة إلى: وجود أثر معنوي طردي لجميع العوامل السابقة على القيمة السوقية، باستثناء متغير الهيكلية؛ وجود أثر معنوي سلبي لإدارة الأرباح على خصائص الشركة، وعدم وجود أثر معنوي تفاعلي لإدارة الأرباح، على العلاقة بين خصائص الشركة وقيمتها السوقية باستثناء متغير الربحية الذي أظهر وجود تأثير عكسي.

ودراسة Al-Slehat (2020) التي هدفت للكشف عن تأثير الرافعة المالية والحجم وهيكل الأصول في قيمة الشركة بالتطبيق على عينة مكونة من 13 شركة صناعية مُدرجة في سوق عمان خلال الفترة الممتدة من 2010 حتى 2018. بالاعتماد على برنامجي Eviews – Stata تم تطبيق نموذج الانحدار البسيط، واختبار جذر الوحدة ومعامل التباين. وخلصت نتائجها إلى عدم وجود تأثير للرافعة المالية في قيمة الشركة، في حين أظهرت النتائج وجود تأثير طردي لكل من الحجم وهيكل الأصول في قيمة الشركة.

ودراسة Jihadi *et al.*, (2021) التي هدفت لفحص تأثير السيولة والنشاط والرافعة المالية والربحية في قيمة الشركة، وكذلك تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة، وذلك كمتغير وسيط قد يكون له أثر معدلٌ في العلاقة الأصلية، كما تناولت الدراسة حجم الشركة كمتغير ضابط. وتمّ تطبيقها على عينة من 22 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة الممتدة من 2014 حتى 2019. استخدمت الدراسة لتحليل البيانات طريقة تحليل الإنحدار الخطي المتعدد باستخدام الحزمة الإحصائية SPSS 18. أظهرت النتائج بأن نسب السيولة والنشاط والرافعة والربحية كانت مهمة لقيمة الشركة وفقاً للفرضية الأولى للدراسة، كما أظهرت النتائج بأن المسؤولية الاجتماعية كمتغير وسيط والحجم كمتغير ضابط كان لهما دوراً في تأثير النسب المدروسة على قيمة الشركة، حيث تبين وجود تأثير هام جداً للمسؤولية الاجتماعية للشركات في زيادة قيمة الشركات، ويزداد هذا التأثير في الشركات كبيرة الحجم، إذ تميل الشركات كبيرة الحجم إلى القيام بمزيد من المسؤولية الاجتماعية حتى تزداد قيمة الشركة.

ودراسة Alfawzan (2023) التي هدفت إلى تحديد العلاقة بين خصائص الشركة (المُتمثلة بالحجم والربحية والسيولة ونوع الصناعة) وقيمة الشركة من خلال عينة عشوائية مكونة من 10 شركات تنتمي إلى 8 صناعات مختلفة موجودة ضمن سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2019 حتى 2021. وبناء على تحليل الانحدار تم التوّصل إلى وجود تأثير عكسي لكل من حجم الشركة والسيولة في قيمة الشركة، وتأثير طردي للربحية، لكن جميعها غير معنوية أو ذات دلالة، في حين أظهرت النتائج وجود تأثير طردي ومعنوي لنوع الصناعة.

في حين درست بعض الدراسات مُحددات قيمة الشركة بشكل عام، وفي بيئات مختلفة، مثل دراسة Martin *et al.*, (2018) التي حلّلت تأثير المتغيرات على مستوى الشركة والعوامل المؤسسية على مستوى الدولة على قيمة الشركة، وذلك في منطقة أمريكا اللاتينية. وتضمنت عينة الدراسة شركات من الأرجنتين والبرازيل وتشيلي وكولومبيا والمكسيك والبيرو خلال الفترة الممتدة من 1997 حتى 2013. وتوصلت إلى أنّ تركّز الملكية وهيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح هي محددات مهمة للقيمة السوقية للشركة، أما على مستوى الدولة؛ فقد أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي لتطبيق القانون والأنظمة النافذة في قيمة الشركة.

وجاءت دراسات أخرى درست محددات قيمة الشركة بقطاع إنتاجي محدد أو على نوع محدد من الشركات، مثل دراسة Renaldi *et al.*, (2020) التي اختصت بقطاع إنتاجي يواجه تقلبات في أسعار أسهمه، هو شركات التصنيع التحويلية، وهدفت إلى تحليل مدى تأثير كلّ من السيولة والرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح في قيمة الشركة. تمّ الاعتماد على البيانات الثانوية خلال الفترة الممتدة من 2016 حتى 2018 لعينة مكونة من 34 شركة. تم تحليل البيانات المقطعية الزمنية باستخدام برنامج Eviews-9، وقد أظهرت النتائج بأن الرافعة المالية لها تأثير طردي في قيمة الشركة، في حين تبين عدم وجود أي تأثير معنوي للسيولة وسياسة توزيع الأرباح.

ودراسة Nguyen *et al.*, (2021) التي هدفت إلى التحقق من أهمية قيمة الشركة والعوامل التي تؤثر فيها، وذلك بالتطبيق على الشركات التجارية المدرجة في البورصة الفيتنامية، تضمنت العوامل المدروسة كل من حجم الشركة

وهيكل رأس المال والربحية والمبيعات والسيولة، بينما تمثلت قيمة الشركة بقيمة حقوق الملكية. استخدمت الدراسة 925 مشاهدة ترجع للشركات المدرجة في بورصة فيتنام للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011 حتى 2019، وتم التحليل باستخدام البرنامج STATA 2016. أظهرت النتائج وجود تأثير طردي هام جداً لحجم الشركة في قيمة الشركة، وتأثير عكسي لهيكل رأس المال. في حين لم تبين النتائج وجود أي تأثير لمتغيرات الربحية والمبيعات والسيولة في قيمة الشركة.

وجاءت بعض الدراسات لتدرس محددات قيمة الشركة بقطاع الزراعة والأغذية مثل دراسة Bahraini *et al.*, (2021) التي هدفت إلى تقديم دليل تجريبي حول المُحدّدات المؤثرة في قيمة الشركة مقاسة بالسعر السوقي إلى القيمة الدفترية للسهم في صناعة الأغذية والمشروبات للشركات المدرجة ضمن بورصة إندونيسيا. شملت المحددات المدروسة كلّ من دوران إجمالي الأصول، وحجم الشركة، ونسبة التداول، والعائد على حقوق الملكية، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية. تم استخدام البيانات المقطعية الزمنية لعينة مكونة من 17 شركة خلال الفترة الممتدة من 2015 حتى 2019. وبيّنت النتائج بأن زيادة كل من معدل دوران الأصول ونسبة التداول والحجم سيؤدي إلى انخفاض في قيمة الشركة، بينما سيؤدي زيادة كل من العائد على حقوق الملكية ونسبة الدين إلى حقوق الملكية إلى زيادة قيمة الشركة، بمعنى أن الزيادة في الدين يجب أن يخصص للاستثمار في كل من الأصول الثابتة والمتداولة، التي يجب على الإدارة أن تستخدمها بكفاءة لتخفيض التكاليف التشغيلية وبالتالي توليد الأرباح، بحيث يكون لها تأثير على قيمة الشركة.

ودراسة Indupurnahayu *et al.*, (2023) التي هدفت إلى دراسة محددات قيمة الشركة في شركات زراعة نخيل الزيت وبشكل أدق تحديد تأثير عائد السهم Stock Returns (SR)، العائد على الأصولReturn on Assets (ROA)، الرافعة المالية Leverage (Debt-to-Equity Ratio, DER)، وحجم الشركةSIZE (Total Assets) على قيمة الشركة Firm Value (FV) مقاساً بالسعر إلى القيمة الدفترية ((Price-to-book value (PBV). تم استخدام بيانات Panel Data وبالاعتماد على نماذج الانحدار. تألفت عينة الدراسة من 14 شركة كبيرة لزراعة نخيل الزيت مدرجة في بورصة إندونيسيا IDX، خلال الفترة الممتدة من 2016 حتى 2018. أظهرت النتائج وجود تأثير طردي لمتغير عائد السهم، وتأثير عكسي لمتغير الحجم في قيمة الشركة، في حين لم يتبين وجود أي تأثير لكل من العائد على الأصول والرافعة المالية.

وقامت بعض الدراسات بإدخال متغيرات دخيلة بدراسة العوامل المؤثرة بقيمة الشركة مثل دراسة Ismantara and Handojo (2022) التي درست بعض العوامل المؤثرة في قيمة الشركة وهي (تأثير سياسة توزيع الأرباح، وحجم الشركة، والربحية، والسيولة، ونمو الشركة، والملكية الإدارية والملكية المؤسسية، ومجلس الإدارة، ومجلس المفوضين، والاحتفاظ بالنقد) مع تناول هيكل رأس المال كمتغير دخيل بالاعتماد على 63 شركة غير مالية مُدرجة في بورصة إندونيسيا من عام 2018 حتى 2020. بلغ عدد المشاهدات 189 مشاهدة تم تحليلها باختبار تحليل الانحدار المتعدد وتحليل المسار واختبار الفرضيات. وتبيّن بأنّ الربحية ونمو الشركة والملكية المؤسسية ومجلس الإدارة وهيكل رأس المال تؤثر في قيمة الشركة، في حين أن سياسة توزيع الأرباح وحجم الشركة والسيولة والملكية الإدارية ومجلس المفوضين والاحتفاظ بالنقد لا تؤثر في قيمة الشركة. وفي الوقت نفسه، يؤثر حجم الشركة وربحيتها في هيكل رأس المال، بينما لا تؤثر سياسة توزيع الأرباح في هيكل رأس المال. كما تبين توّسط هيكل رأس المال للعلاقة بين تأثير سياسة توزيع الأرباح وحجم الشركة في قيمة الشركة، وعدم توّسطه لتأثير الربحية في قيمة الشركة.

ودراسة Handayani *et al.*, (2022) التي درست محددات قيمة الشركة مع تناول الربحية كمتغير دخيل وكان مجتمع البحث الشركات الصناعية المدرجة في سوق إندونيسيا للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2017 حتى 2019. تم الاعتماد على عينة مكونة 27 شركة، وبمجموع 81 مشاهدة. تم تحليل البيانات باستخدام طريقة SEM-PLS. أظهرت النتائج بأن هيكل الأصول والربحية يؤثران طرداً في قيمة الشركة، بينما الرافعة وهيكل رأس المال وحجم الشركة والسيولة ونمو الشركات لا تملك أي تأثير في قيمة الشركة، كما بينت النتائج بأن هيكل رأس المال يملك تأثير طردي في الربحية، لكن الرافعة، وهيكل الأصول، وحجم الشركة، والسيولة، ونمو الشركة لا تملك أي تأثير، والربحية لا تلعب دور المتغير الدخيل.

ودراسة Irwanto *et al.*, (2023) التي هدفت إلى فحص وتحليل تأثير كل من السيولة وهيكل رأس المال والحجم مع الربحية كمتغير دخيل في قيمة شركات قطاع الأغذية والمشروبات المدرجة في بورصة إندونيسيا. تم الاعتماد على عينة مستهدفة، وتم الاستناد إلى البيانات الثانوية الخاصة ب 13 شركة خلال الفترة الممتدة من 2015 حتى 2021 وبجموع مشاهدات 91. تم الحصول على البيانات من الموقع الرسمي للسوق IDX، فضلاً عن الموقع الرسمي لكل شركة. استخدم هذا البحث طريقة تحليل بيانات المربعات الصغرى الجزئية، وتم تحليل البيانات باستخدام Partial Least Square. أظهرت النتائج بأن السيولة لها تأثير عكسي في قيمة الشركة، في حين تبين وجود تأثير طردي لكل من هيكل رأس المال والربحية، وعدم وجود تأثير للحجم. كما أظهرت النتائج بأن السيولة لها تأثير طردي في الربحية، في حين لم يتبين وجود أي تأثير لهيكل رأس المال والحجم في الربحية، وأخيراً ليس للربحية أي قدرة على توسط العلاقة بين السيولة وهيكل رأس المال وحجم الشركة في قيمة الشركة.

بناءً على ما سبق عرضه فقد أظهرت نتائج الدراسات السابقة نتائج مختلفة فيما يخص تأثير حجم الشركة والرافعة المالية ونمو الشركة في قيمة الشركة مما كان دافعاً للدراسة الحالية التي تهدف إلى تحديد أثر كل من الحجم والرافعة المالية والنمو في قيمة الشركة، وذلك بالتطبيق على الشركات الزراعية السعودية. وبشكل أكثر تحديداً، يمكن تحديد مشكلة الدراسة بالتساؤلات التالية:

(1) ما هو تأثير الحجم في قيمة الشركة؟

(2) ما هو تأثير الرافعة المالية في قيمة الشركة؟

(3) ما هو تأثير النمو (نمو الأصول) في قيمة الشركة؟

أهمية البحث وأهدافه

تتمثل أهمية البحث في تقديم دليل تجريبي جديد حول تأثير كل من الحجم والرافعة المالية والنمو في قيمة الشركة، وذلك بالتطبيق على شركات إحدى القطاعات الاقتصادية المهمة، المتمثلة بالقطاع الزراعي، الذي يُعدّ من القطاعات التي تتصف بطبيعة خاصة سواء من ناحية ارتباطه بعوامل الطبيعة، أو من ناحية تعامله مع أصول خاصة تفرض حالات ومعايير محددة للعوامل التي قد تؤثر في أداء تلك الشركات وقيمتها، الأمر الذي قد يفتح الباب أمام البحث في تحديد طبيعة تأثير بعض تلك العوامل في قيمة تلك الشركات، وعليه تتمثل أهداف البحث بالآتي:

(1)دراسة تأثير الحجم في قيمة الشركة.

(2)دراسة تأثير الرافعة المالية في قيمة الشركة.

(3)دراسة تأثير النمو في قيمة الشركة.

منهجية البحث:

يعد موضوع تحديد العوامل المؤثرة في قيمة الشركة، وفهم آلية عملها مفيداً جداً للشركة، فهو من جهة مفيد للإدارة للحصول على الأموال اللازمة للاستثمار والوفاء بالديون، ومن جهة ثانية مفيد للمستثمرين للحكم على الاستثمارات الموجودة، وبالتالي على اتخاذ قرار استثماري سليم وصحيح، مع التنويه هنا إلى أن هذه العوامل غير ثابتة وهي متغيرة في تأثيرها تبعاً لتغير طبيعة الأعمال وزمانها وغيرها (Ismantara and Handojo (2022). بالاستناد إلى ما سبق ذكره يمكن صياغة الفرضيات الآتية:

الفرضية الأولى: يعد الحجم مؤشراً هاماً جداً لتحقيق العديد من الأهداف، فالشركات كبيرة الحجم تملك فرصة الحصول على التسهيلات الائتمانية أو مصادر التمويل اللازمة لدفع تكاليف التشغيل أو لتطوير وتحسين الشركة بشكل أكبر مما هو لدى الشركات صغيرة الحجم، الأمر الذي سيعزز من ثقة المستثمرين وسيرفع من سعر أسهمها، وبالتالي سيعزز من قيمتها (Zuhroh، 2019؛ Handayani *et al*.، 2022)، فهو بذلك يلعب دوراً مهماً في تحسين قيمة الشركة (Fadhilah *et al.*,، 2022)، فكلما زادت أصول الشركة، كانت إدارة الشركة أسهل أو أكثر مرونة في إدارة هذه الأصول واستخدامها في تنفيذ عمليات الشركة، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة قيمتها (Panjaitan *et al.*,، 2023). لم تتفق نتائج الدراسات التجريبية حول نتائج هذه العلاقة؛ فقد أظهرت دراسة Nurwulandari *et al*. (2021) وجود تأثير طردي للحجم في قيمة الشركة لكنه غير هام إحصائياً، كما بينت دراسة Fadhilah *et al.*, (2022) وجود تأثير طردي للحجم على المستوى الإجمالي لمعادلة الانحدار المدروسة، في حين أظهرت دراسة Zuhroh (2019) وجود تأثير عكسي لكنه غير معنوي، كما لم تظهر دراسة Handayani *et al*. (2022) وجود أي تأثير، وكذلك دراسة Ismantara and Handojo (2022)، ودراسة Pustika et al., (2022)، ودراسة Panjaitan *et al.,* (2023)، ودراسة Fadhilah *et al.*, (2022) على مستوى التأثير الفردي للحجم. وعليه تتمثل الفرضية الأولى بالآتي:

H_1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للحجم في قيمة الشركة.

الفرضية الثانية: تعد قرارات هيكل رأس المال من القرارات المهمة التي تقوم بها إدارات الشركات، حيث تعد مركز للقرارات المالية والمحاسبية الأخرى، ويعتبر التأكد من التكلفة المنخفضة لرأس المال واحد من الأهداف الرئيسة التي يسعى لها أي مدير مالي بأي شركة مهما اختلف نشاطها وذلك لارتباطها بتعظيم الأرباح، حيث تحاول معظم الشركات الوصول إلى المستوى الأمثل لهيكل رأس المال والمتمثل في النقطة التي يكون فيها تكلفة رأس المال أقل ما يمكن، لذلك ينبغي على الشركة استخدام مزيج مناسب من الديون وحقوق الملكية الذي سوف يؤدي إلى زيادة الربحية ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للشركة (الشتري وآخرون، 2022)، فالرافعة المالية تلعب دوراً مهماً في تعظيم قيمة الشركة، فزيادة الأموال نتيجة الديون سيسمح للإدارة من جهة بزيادة وتحسين الإنتاجية، الأمر الذي سيؤدي إلى رفع قيمة الشركة، ومن جهة أخرى سيترتب على ذلك زيادة الأعباء، الأمر الذي قد يعد مؤشر سلبي للمستثمرين، وبالتالي انخفاض الثقة لديهم (Zuhroh، 2019)، فالشركات ذات نسب الرافعة المالية المفرطة تزيد من احتمالية المخاطرة والخسارة، لكنها تملك في الوقت نفسه إمكانية لجني الكثير من الأرباح (Handayani *et al.*، 2022). لم تتفق نتائج الدراسات التجريبية حول نتائج تلك العلاقة، فقد أظهرت دراسة (Endri and Fathony، 2020)، ودراسة Handayani *et al*. (2022) عدم وجود أي تأثير. وعليه يمكن صياغة الفرضية البحثية الآتية:

H_2: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية في قيمة الشركة.

الفرضية الثالثة:

يشير النمو إلى حالة التطور الحاصلة في قدرات وإمكانيات الشركة، سواء في حجم أصولها أو في قيمة إيراداتها؛ فالنمو الجيد للشركة الذي تدل عليه الزيادة في الأصول يعطي إشارة إيجابية على أن الشركة لديها إمكانات عالية لتوليد تدفقات نقدية عالية في المستقبل، وبالتالي زيادة مستوى ثقة المستثمرين، وقناعتهم بأن الشركة قادرة على تحقيق معدل عائد أعلى للاستثمار الذي تم القيام به، وبالتالي ستزداد قيمة الشركة (Ismantara and Handojo، 2022). لم تتفق نتائج الدراسات التجريبية حول نتائج تلك العلاقة، فقد أظهرت دراسة Endri and Fathony (2020)، ودراسة Handayani *et al.* (2022) عدم وجود أي تأثير، في حين أكدت دراسة Ismantara and Handojo (2022) على وجود تأثير عكسي، فكلما زاد نمو الشركة انخفضت قيمتها.

H_3: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للنمو في قيمة الشركة.

تكوّن مجتمع البحث[1] من شركات إنتاج الأغذية السعودية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) وهي عبارة عن 12 شركة تعمل في مجال التنمية الزراعية من خلال ممارسة أنشطة متنوعة مثل تربية الدواجن، أنشطة الاستزراع السمكي، أنشطة تصنيع وتعبئة ومعالجة وتطوير المواد الغذائية، زراعة المحاصيل والإنتاج الحيواني، إنتاج وتصنيع وتعبئة زيت الزيتون والزيوت النباتية، صيد الأسماك وتربية المائيات، إنتاج المحاصيل الحقلية (حبوب، وعلف) وإنتاج الفاكهة، تربية النحل والأغنام، المشاتل وغيرها من الأنشطة الزراعية. تمثلت تلك الشركات بـ (شركة وفرة للصناعة والتنمية. الشركة السعودية للأسماك. شركة الجوف للتنمية الزراعية. شركة الشرقية للتنمية. شركة المراعي. شركة تبوك للتنمية الزراعية (تادكو). شركة جازان للطاقة والتنمية (جازادكو). شركة القصيم القابضة للاستثمار (جاكو). شركة حلواني إخوان. الشركة السعودية لمنتجات الألبان والأغذية (سدافكو). شركة مجموعة صافولا. الشركة الوطنية للتنمية الزراعية (نادك))، خلال الفترة الممتدة من 2012 حتى 2021 بمجموع مشاهدات مقداره 120 مشاهدة.

تمَّ جمع البيانات الثانوية من التقارير المالية السنوية ونشرات التداول المتوافرة على الموقع الرسمي لسوق تداول للأوراق المالية.

تم تنظيم البيانات واحتساب قيم بعض المتغيرات باستخدام برنامج Microsoft Excel 2010، وتم تحليلها باستخدام برنامج Eviews 10، كما استخدمت الدراسة بيانات مقطعية زمنية Panel Data وهي عبارة عن مشاهدات سنوية للشركات المدروسة امتدت لفترة 10 سنوات، واستخدم لتحليل هذه البيانات نموذج ARDL Auto Regressive Distributed Lag Model على اعتبار أنه يمكن تطبيق هذا النموذج عندما تكون استقراريه المتغيرات مزيجاً بين المستوى والفرق الأول، وسيتم استخدام نموذج Pooled Mean Groups (PMG).

المتغيرات المدروسة وآلية قياسها:

1. **المتغير التابع:** وهو قيمة الشركة Firm Value (FV)، ويقاس بقسمة سعر السهم السوقي Market Price Per Share على القيمة الدفترية للسهم Book Value Per Share، وهو يهدف إلى تحديد قدرة الإدارة على خلق قيمة سوقية للشركة (Irwanto *et al.*، 2023). تم استخدام سعر السهم كمقياس لقيمة الشركة على اعتبار أنه يمثل السعر

[1] تم الاعتماد على الشركات الزراعية السعودية بسبب تنوع أنشطتها النباتية والحيوانية الإنتاجية والتصنيعية الزراعية، فضلاً عن توافر كل البيانات المطلوبة، وذلك على اعتبار أنها شركات مساهمة مدرجة ضمن سوق تداول للأوراق المالية. مع التنويه إلى عدم وجود مثل هذه الشركات في سوق دمشق للأوراق المالية، باستثناء شركة واحدة فقط هي الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات – نماء وهي غير كافية لدراسة العلاقات المطروحة.

الذي يرغب المستثمر بدفعه، وفضلاً عن كون ارتفاعه يمثل انعكاس لدرجة نجاح الشركة (Ismantara and Handojo، 2022). استخدم هذا المقياس من قبل العديد من الدراسات مثل Renaldi *et al.*, (2020)؛ Jihadi *et al.*, (2021)؛ Bahraini *et al.*, (2021)؛ Ismantara and Handojo (2022)؛ Indupurnahayu *et al.*, (2023):

$$FV = \frac{\text{Market Price Per Share}}{\text{Book Value Per Share}}$$

2. **المتغيرات المستقلة**[2]:

1) **الحجم Size:** انطلاقاً من كون زيادة حجم الشركة؛ سيسمح بدوران الأصول بشكل أسرع، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة المبيعات، وبالتالي ستزداد قيمة الشركة (Bahraini et al.، 2021). سيتم قياسه باستخدام لوغارتم الأصول كما تم قياسه في العديد من الدراسات مثل دراسة Al-Slehat (2020)؛ Jihadi et al., (2021)؛ Bahraini et al., (2021)؛ Savitrri (2021)؛ Ismantara and Handojo (2022)؛ Irwanto *et al.*, (2023)؛ Indupurnahayu *et al.*, (2023):

$$Size = Ln\ (Assets)$$

2) **الرافعة المالية Leverage Financial:** يعتبر Alvin and Susanto (2022) بأن الإدارة الجيدة هي الإدارة التي تعتمد على أموالها الخاصة في شراء أصولها وتأمين مواردها، على اعتبار أن الشركات التي تعاني مالياً، تلجأ إلى الاستدانة، الأمر الذي سيزيد من التكلفة، وبالتالي سيزيد من مخاطر الإفلاس. سيتم قياس الرافعة المالية من خلال قسمة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول، حيث تم استخدام هذه النسبة من قبل العديد من الدراسات مثل دراسة Obradovich and Gill (2012)؛ Dang et al., (2020).

$$LEV = \frac{\text{Tota Liabilities}}{\text{Total assets}}$$

3) **النمو Growth:** وهو يعكس تطور ونمو الشركة عبر الفترة المدروسة، وسيتم قياسه من خلال قسمة الفرق بين أصول الفترة الحالية Total Assets_t والسابقة Total Asset_{t-1} على أصول الفترة السابقة، وقد استخدم هذا المقياس من قبل العديد من الدراسات مثل دراسة Saleh et al., (2020)؛ Ismantara and Handojo (2022):

$$\text{Growth} = \frac{\text{Total Assett} - \text{Total Assett}-1}{\text{Total Assett}-1}$$

3. **المتغير الضابط (الربحية):** تعد الربحية شرطاً أساسياً مهماً لاستدامة الشركة على المدى الطويل، وهي مقياس له تأثير كبير على تحقيق الأهداف المالية (Fadhilah *et al.*, 2022)، وبالتالي على قيمة الشركة، الأمر الذي يدفع نحو ضرورة ضبطه. سيتم قياس الربحية بالعائد على الأصول Return on Assets (ROA).

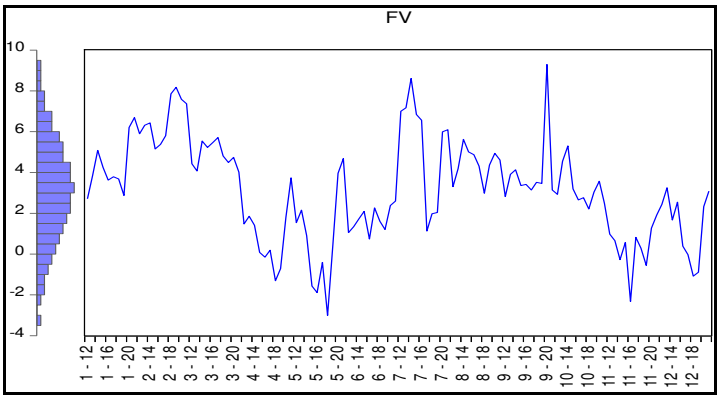
$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$$

[2] **تم بداية استخدام العديد من المتغيرات المستقلة مثل السيولة والرافعة المالية والحجم والنمو وهيكل رأس المال وهيكل الأصول ومعدل دوران الأصول وغيرها وذلك اعتماداً على ما تم طرحه في الدراسات السابقة، إلا أنه وبسبب المشاكل التي نتجت بسبب جمع هذه المتغيرات في نموذج واحد مثل الارتباط الذاتي وغيره، تم الابقاء على المتغيرات المطروحة أعلاه فقط.**

النتائج والمناقشة:

تناول هذا القسم اختبار فرضيات الدراسة واستخلاص النتائج من البيانات التي تم جمعها، وذلك باستخدام نموذج ARDL/PMG، التي تم اقتراحها من قبل Pesaran and Shin (1999) فضلاً عن التأكد من تحقق كل من شروط التوزيع الطبيعي واستقرارية السلاسل الزمنية وعدم وجود ارتباط ذاتي.

(1)الرسم البياني للمتغير التابع



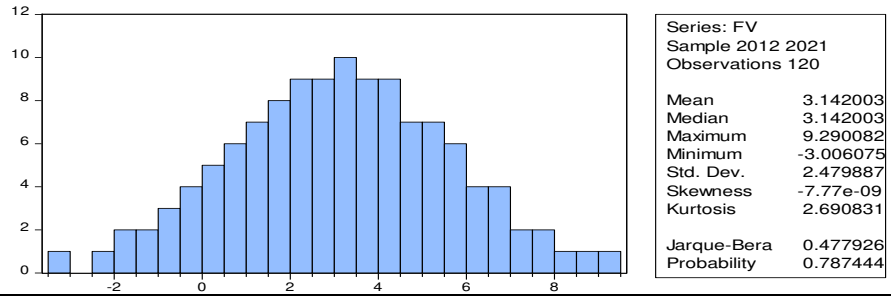
الشكل رقم (1): الرسم البياني للقيمة السوقية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

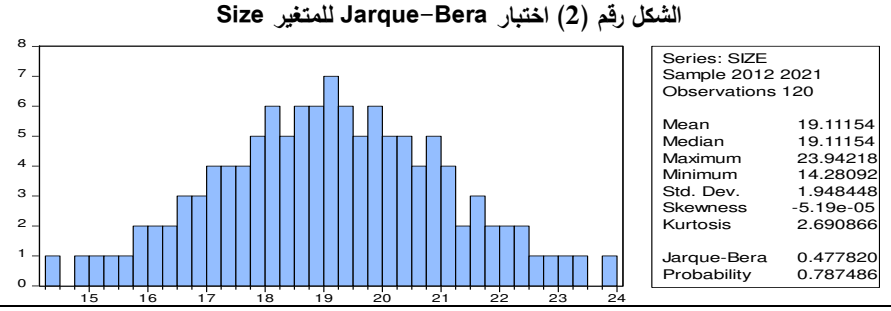
يبين الشكل أعلاه بأن المتغير التابع المتمثل بقيمة الشركة لا يتطور عبر الزمن سواء بالزيادة أو النقصان، فضلاً عن أنه غير قريب من الصفر، الأمر الذي يسمح باختبار الإستقرارية مع الثابت وبدون اتجاه Individual intercept، بالإضافة إلى أن الرسم الموضح أعلاه يبين حالة التقلب الواضحة في قيمة شركات العينة المدروسة، الأمر الذي قد يسمح بإمكانية طرح تساؤل بحثي حول الأسباب أو المتغيرات التي قد تكون السبب في ذلك. وهنا يجب التنويه إلى أن جميع الرسومات البيانية الخاصة بالمتغيرات الأخرى أوضحت إمكانية الاعتماد على الثابت فقط عند اختبار الاستقرارية.

(2)اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera للمتغيرات المدروسة

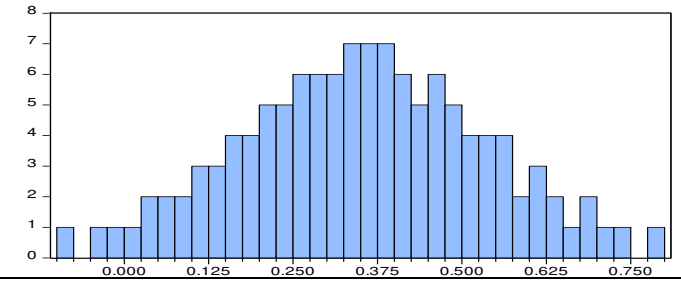
الشكل رقم (2) اختبار Jarque-Bera للمتغير FV



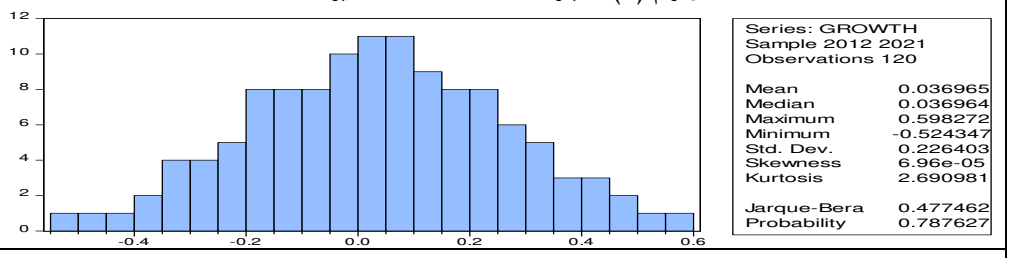
الشكل رقم (2) اختبار Jarque-Bera للمتغير Size



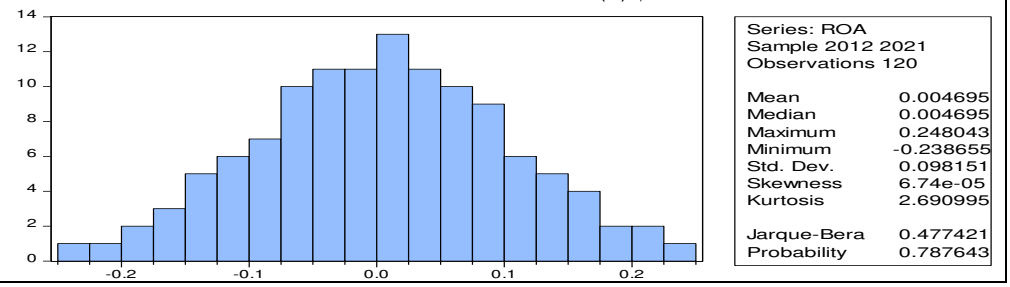
الشكل رقم (3) اختبار Jarque-Bera للمتغير LEV



الشكل رقم (4) اختبار Jarque-Bera للمتغير Growth



الشكل رقم (5) اختبار Jarque-Bera للمتغير ROA



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

تم صياغة فرضية هذا الاختبار وفقاً للآتي:

الفرضية الصفرية H_0: لا يختلف توزيع المتغيرات المدروسة عن التوزيع الطبيعي.

الفرضية البديلة H_1: يختلف توزيع المتغيرات المدروسة عن التوزيع الطبيعي.

تم إجراء اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات المدروسة وتبين بأن قيمة P للاختبار Jarque-Bera لجميع المتغيرات المدروسة تبلغ 0.000 وهي أقل من قيمة الاحتمالية 0.05 وعليه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي.

لحل هذه المشكلة تم اللجوء إلى طريقة (A Two-Step Approach for Transforming Continuous Variables to Normal)[3] لتحويل البيانات، وقد تم القيام بذلك، وجاءت النتائج وفقاً لما هو موضح في الأشكال أعلاه؛ حيث يتبين بأن قيمة P (Probability) للاختبار Jarque-Bera لجميع المتغيرات المدروسة تبلغ أكبر من قيمة الاحتمالية 0.05 وعليه يتم قبول الفرضية الصفرية القائلة بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

[3] . يمكن الاطلاع على دراسة Templeton (2011)، بعنوان:

A Two-Step Approach for Transforming Continuous Variables to Normal: Implications and Recommendation for IS Research. Communications of the Association for Information Systems: Vol. 28, Article 4.

(3) اختبار استقرارية البيانات Stationary test:

قبل اختبار الفرضيات يجب التحقق من (سكون) السلاسل الزمنية من عدمه، على اعتبار أن توافر هذه الاستقرارية تسمح بالقول بأن هذه السلاسل خالية من القيم الشاذة،

تم الاعتماد على مجموعة من الاختبارات للتحقق من استقرارية (سكون) السلاسل الزمنية، وبالتالي التأكد من أن نتائج الانحدار حقيقية وغير زائفة ويمكن الاعتماد عليها. تتمثل أهم تلك الاختبارات باختبار Levin Lin and Chu: LLC نظراً لكونه يتضمن محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معاً، الأمر الذي يسمح بالوصول إلى نتائج أكثر دقة من اختبارات جذر الوحدة. كما تم الاعتماد على كل من اختبار Im, Pesaran and Shin W-stat واختبار ADF – Fisher Chi-square واختبار PP- Fisher Chi-square.

لاختبار استقرارية السلاسل؛ تنص فرضيات اختبار جذر الوحدة على الآتي:

الفرضية الصفرية H_0: عدم سكون المتغيرات، أي أن السلسلة تحتوي جذر وحدة.

الفرضية البديلة H_1: سكون المتغيرات، أي أن السلسلة لا تحتوي جذر وحدة.

والاساس في قبول أو رفض فرضية العدم؛ هي قيمة P-value، فإذا كانت قيمة الاحتمال P-value أصغر من 0.05 عندها نرفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

الجدول رقم (1): اختبار استقرارية (سكون) متغيرات الدراسة

المتغير	Method	Statistic	Prob	الاستقرارية
FV	Levin, Lin & Chu t	-8.44540	0.0000	1st difference Individual intercept
	Im. Pesaran and Shin W-stat	-4.00017	0.0000	
	ADF - Fisher Chi-square	63.1008	0.0000	
	PP - Fisher Chi-square	76.2832	0.0000	
LEV	Levin, Lin & Chu	-10.8433	0.0000	1st difference Individual intercept
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.76649	0.0000	
	ADF - Fisher Chi-square	71.7757	0.0000	
	PP - Fisher Chi-square	81.2903	0.0000	
ROA	Levin, Lin & Chu t	-4.29885	0.0000	Level Individual intercept
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.32187	0.0931	
	ADF - Fisher Chi-square	37.5279	0.0387	
	PP - Fisher Chi-square	41.4927	0.0147	
Size	Levin, Lin & Chu t	-9.69357	0.0000	Level Individual intercept
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.55974	0.0000	
	ADF - Fisher Chi-square	64.1369	0.0000	
	PP - Fisher Chi-square	64.1985	0.0000	
GROWTH	Levin, Lin & Chu	-16.1831	0.0000	1st difference Individual intercept
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-8.12602	0.0000	
	ADF - Fisher Chi-square	105.633	0.0000	
	PP - Fisher Chi-square	124.858	0.0000	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

بالاعتماد على قيمة P-value يمكن رفض فرضية العدم القائلة بوجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة، وذلك إذا كانت قيمة P< 0.05، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة مستقرة.

يبين الجدول أعلاه بأن السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة بعضها مستقر عند المستوى I(0) (ROA, Size,) وبعضها الآخر مستقر عند الفرق الأول I(1) (FV, LEV, Growth)، الأمر الذي يسمح بتطبيق نموذج ARDL على اعتبار أنه يمكن تطبيق هذا النموذج عندما تكون استقراريه المتغيرات مزيجاً بين المستوى والفرق الأول، وسيتم استخدام نموذج Pooled Mean Groups (PMG) على اعتبار أن البيانات Panel. تعتمد طريقة PMG على الجمع بين الطريقة التجميعية والمتوسط الفردي لمعاملات الانحدار الفردية، فضلاً عن أنها تسمح بتقدير أثرين؛ الأول غير متجانس فردياً مرتبط بالأثر قصير الأجل، والثاني مشترك بين جميع المفردات ويرتبط بالأثر طويل الأجل.

(4) **<u>الارتباط الخطي المتعدد:</u>** للتأكد من عدم وجود ارتباط عال بين المتغيرات المدروسة، الأمر الذ قد يؤثر على العلاقة بينها؛ تم إعداد مصفوفة الارتباط، التي أوضحت كما هو مبين في الجدول رقم (2) بأن الارتباط بين المتغيرات المدروسة ضعيف وهو أقل بكثير من 0.90، وعليه فإن لاوجود لمشكلة التداخل الخطي المتعدد بينها.

الجدول رقم (2): Correlations

	FV	GROWTH	LEV	SIZE
FV	1			
GROWTH	0.034131	1		
LEV	0.293145	0.04745	1	
SIZE	-0.42184	-0.03929	-0.04991	1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

بعد التأكد من الفرضيات الواجب توافرها قبل إجراء اختبار الفرضيات. سيتم الانتقال إلى اختبار فرضيات المدروسة.

(5)اختبار عدم وجود ازدواج خطي أو ارتباط خطي متعدد: أظهر الجدول رقم (3) بأن جميع قيم عامل تضخم التباين VIF Variance Inflation Factor أقل من 10 وهذا دليل على عدم وجود ارتباط خطي متعدد، بمعنى عدم وجود علاقة ارتباطية قوية بين أحد المتغيرات المستقلة ومتغير مستقل آخر.

الجدول رقم (3) نتائج اختبار VIF

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF
SIZE	0.106430	1.033434
GROWTH	0.640557	1.082460
LEV	3.329357	1.076951

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

(6) اختبار فرضيات الدراسة:

أولاً: اختبار فرضيات الدراسة قبل ضبط الربحية ROA

الجدول رقم (4) نتائج اختبار الفرضية الأولى

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	Long Run Equation			
GROWTH	11.87381	1.527514	7.773293	0.0000
LEV	4.526541	1.045067	4.331340	0.0001
SIZE	-4.141590	0.612755	-6.758961	0.0000
	Short Run Equation			
COINTEQ01	-0.602027	0.142335	-4.229648	0.0001
D(GROWTH)	-0.133314	0.895817	-0.148818	0.8822
D(LEV)	-8.394340	4.494671	-1.867621	0.0670
D(SIZE)	-4.276991	1.664916	-2.568893	0.0128
C	48.84868	11.50922	4.244307	0.0001

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

أظهرت نتائج معادلة الانحدار المعدة باستخدام طريقة PMG/ARDL وكما يوضح الجدول رقم (4) بأن قيمة معامل تصحيح الخطأ COINTEQ01 بلغت (0.602027−) وهي معنوية عند مستوى الدلالة 0.05، مما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، وعليه يمكن القول بأن 60% من أخطاء الأجل القصير يمكن أن تصحح سنوياً للرجوع إلى التوازن في الأجل الطويل.

يظهر الجدول رقم (4) نتائج اختبار الفرضية الأولى في الأجل القصير، حيث يتبين وجود أثر عكسي للحجم في قيمة الشركة، في حين تبين عدم وجود أثر للرافعة المالية والنمو. أما على مستوى الأجل الطويل فقد أظهرت النتائج وجود أثر معنوي عكسي للحجم، وأثر معنوي طردي لكل من الرافعة المالية والنمو في قيمة الشركة.

ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة مع ضبط الربحية ROA

الجدول رقم (5) نتائج اختبار الفرضية الأولى بعد ضبط الربحية ROA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	Long Run Equation			
SIZE	-0.040085	0.014774	-2.713294	0.0088
GROWTH	-4.485904	0.676388	-6.632149	0.0000
LEV	9.610620	0.717555	13.39357	0.0000
ROA	16.00991	2.245163	7.130843	0.0000
	Short Run Equation			
COINTEQ01	-0.352521	0.165476	-2.130348	0.0375
D(SIZE)	-2.125108	1.351261	-1.572686	0.1214
D(GROWTH)	2.356141	1.380252	1.707037	0.0934
D(LEV)	-2.719215	5.922562	-0.459128	0.6479
D(ROA)	7.239997	5.595435	1.293911	0.2010

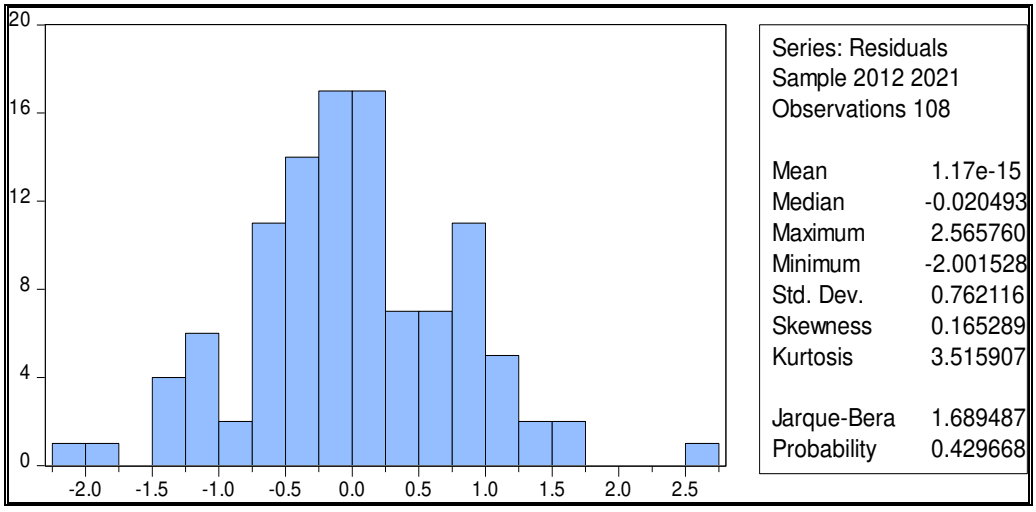
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

أظهرت نتائج معادلة الانحدار المعدة باستخدام طريقة PMG/ARDL وكما يوضح الجدول رقم (5) بأن قيمة معامل تصحيح الخطأ COINTEQ01 بلغت (0.352521−) وهي معنوية عند مستوى الدلالة 0.05، مما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، وعليه يمكن القول بأن 35% من أخطاء الأجل القصير يمكن أن تصحح سنوياً للرجوع إلى التوازن في الأجل الطويل.

يظهر الجدول رقم (3) نتائج اختبار الفرضية الأولى في الأجل القصير عدم وجود أثر لأي من المتغيرات المدروسة، الأمر الذي يدل على أن ضبط متغير الربحية مقاساً بالعائد على الأصول كان له تأثير على اعتبار أنه استبعد أثر الحجم في الأجل القصير الذي تم الوصول إليه قبل ضبطه. أما على مستوى الأجل الطويل فقد أظهرت النتائج بعد ضبط الربحية استمرار الأثر المعنوي العكسي للحجم، والأثر الطردي المعنوي للرافعة المالية، في حين تبين وجود أثر معنوي عكسي للنمو، بالرغم من أن هذا الأثر كان طردي قبل الضبط.

(7) **اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:** يبين الشكل رقم (6) بأن القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera أكبر من 0.05، وبالتالي يمكن قبول فرضية العدم القائلة بأن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (6) التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

أظهرت نتائج البحث الآتي:

(1)أظهرت نتائج اختبار الفرضيات قبل ضبط الربحية بأن قيمة معامل التصحيح الخطأ COINTEQ01 تبلغ (0.60−)، ومع الضبط (0.35−)، وهي معنوية وتشير إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.

(2)أظهرت نتائج اختبار الفرضيات قبل ضبط الربحية وجود:

1. أثر عكسي معنوي لحجم الشركة في قيمة الشركة في الأجلين القصير والطويل الأجل.
2. أثر عكسي لكنه غير معنوي للرافعة المالية في قيمة الشركة في الأجل القصير، في حين كانت طردية ومعنوية في الأجل الطويل.
3. أثر عكسي لكنه غير معنوي للنمو في قيمة الشركة في الأجل القصير، في حين كانت طردية ومعنوية في الأجل الطويل.

(3)أوضحت نتائج اختبار الفرضيات أثناء ضبط الربحية وجود:

1. أثر عكسي غير معنوي لحجم الشركة في قيمة الشركة في الأجل القصير الأجل، وعكسي معنوي في الأجل الطويل.

2. أثر عكسي لكنه غير معنوي للرافعة المالية في قيمة الشركة في الأجل القصير، في حين كانت طردية ومعنوية في الأجل الطويل.

3. أثر طردي لكنه غير معنوي للنمو في قيمة الشركة في الأجل القصير، في حين كانت عكسية ومعنوية في الأجل الطويل.

الاستنتاجات والتوصيات:

(1) أظهرت النتائج وجود تأثير عكسي للحجم في قيمة الشركة، سواء على الأجل القصير أو الأجل الطويل، مع ملاحظة فقدان هذا الأثر على المستوى القصير عند ضبط الربحية. تشير هذه العلاقة العكسية بين الحجم وقيمة الشركة إلى أن الإدارة عندما يكبر حجم الشركة لا تملك القدرة على إدارة أصولها بكفاءة، الأمر الذي ينعكس سلباً على الأرباح المتحققة وعلى قيمة السهم، وبالتالي على قيمة الشركة وسمعتها، وهذا قد يرجع لطبيعة هذه الشركات التي تمارس أنشطة زراعية نباتية وحيوانية وصناعية زراعية، تتصف بأنها مرتبطة بظروف مناخية وطبيعية، وفضلاً عن ضخامة الأصول التي قد يترتب عليها تأثير عكسي. تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة Bahraini et al., (2021)، ودراسة Indupurnahayu et al., (2023)، ودراسة Alfawzan (2023) التي أظهرت وجود علاقة عكسية لكنها غير معنوية، في حين تختلف مع نتيجة دراسة Obradovich and Gill (2012)، ودراسة بقليه وعكور (2018)، ودراسة AL-Slehat (2020)، ودراسة Nguyen et al., (2021) التي أظهرت جميعها وجود تأثير طردي، ودراسة Moghadas et al., (2013)، ودراسة Ismantara and Handojo (2022)، ودراسة Handayani et al., (2022)، ودراسة Irwanto et al., (2023) التي لم تظهر أي تأثير.

(2) أظهرت النتائج وجود تأثير عكسي لكنه غير معنوي للرافعة المالية في قيمة الشركة في الأجل القصير، في حين كانت طردية ومعنوية في الأجل الطويل، سواء قبل أو خلال ضبط الربحية. تدل نتيجة العلاقة في الأجل القصير على أن التكاليف الناتجة عن الديون التي تحصل عليها الشركة، سيترتب عليه ردة فعل سلبية لدى الأطراف المختلفة تتمثل بانخفاض مستوى الثقة لديهم، الأمر الذي قد ينعكس على قيمة الشركة، لكن ما يميز نتيجة هذا البحث أن هذه العلاقة غير معنوية على الأجل القصير، وهذا قد يشير إلى أن المستثمر يعلم بأن طبيعة الأنشطة الزراعية تفرض أن يؤجل الحكم عليها إلى الفترات المستقبلية اللاحقة. أما على مستوى الأجل الطويل فهي طردية ومعنوية، وهذا يشير إلى أن هناك انعكاس ايجابي لحجم الديون، وقد يكون هذا الأمر مبرر على مستوى الأنشطة التي تمارسها هذه الشركات، التي تتصف بمجالات استثمارية واسعة، وبالتالي ستكون العوائد المتحققة أكبر من تكلفة تلك الديون، الأمر الذي سينعكس ايجاباً على مستوى قيمة تلك الشركة، بالإضافة إلى ما سبق فإن الاستثمارات في تلك الأنشطة تتطلب فترات زمنية طويلة نسبياً بالمقارنة مع غيرها من الأنشطة، الأمر الذي يبرر ظهور هذه العلاقة في الأجل الطويل. تتفق هذه النتيجة مع دراسة Obradovich and Gill (2012) التي أظهرت وجود تأثير طردي في الشركات الأمريكية سواء التصنيعية أو الخدمية، ودراسة Renaldi *et al.*, (2020)، في حين لم تتفق مع نتائج دراسة AL-Slehat (2020)، ودراسة

Handayani *et al*., (2022) ودراسة Indupurnahayu *et al.*, (2023) التي أظهرت عدم وجود أي تأثير للرافعة في قيمة الشركة.

(3) أظهرت النتائج عدم وجود تأثير معنوي على مستوى الأجل القصير قبل أو خلال ضبط الربحية، أما على مستوى الأجل الطويل فقد تبين وجود تأثير طردي قبل ضبط الربحية، تحول إلى عكسي بعد ضبط الربحية. تفسر العلاقة العكسية بين النمو وقيمة الشركة بأنه كلما ارتفع معدل النمو، زادت الأموال الداخلية والخارجية التي تستخدمها الشركة للاستثمار لأن الشركة تريد الحفاظ على نموها، وبالتالي، ستخصص الشركة أرباحها لأنشطة استثمارية جديدة بدلاً من توزيعها، الأمر الذي سنعكس سلباً على رغبة المستثمرين في شراء أسهمها، الأمر الذي سينعكس بدوره سلباً على قيمة الشركة، وما يفسر ذلك إنه عندما لم يتم ضبط الربحية كانت العلاقة طردية، بمعنى كلما زاد النمو مقاساً بنمو الأصول زادت قيمة الشركة، لكن عندما تم ضبط الربحية أصبح هذا النمو مقاساً بنمو الأصول عبء على الشركة، الأمر الذي انعكس على قيمتها.

<u>وبناء على ما سبق يوصي الباحث بالآتي:</u>

(1) من المهم أن تهتم الشركات الزراعية بالعوامل التي أظهرت تأثيراً إيجابياً في قيمة الشركة، خاصة في الأجل الطويل.

(2) نظراً للتأثير الواضح للربحية في حالة النمو لتلك الشركات؛ من المهم في الدراسات المستقبلية تناول الربحية متغير تفاعلي أو دخيل، فضلاً عن تناول متغير النمو من خلال نمو المبيعات.

(3) بالنظر إلى ضخامة الاستثمارات في القطاع الزراعي؛ يوصي الباحث بضرورة توجيه وتشجيع رؤوس الأموال للدخول في مثل هذه الاستثمارات ضمن البيئة السورية، وذلك كشركات مساهمة تبدأ من مرحلة الإنتاج الزراعي وتنتهي بمرحلة التصنيع الزراعي، خاصة في ظل توافر جميع المقومات الطبيعية والبيئية اللازمة لذلك.

(4) ضرورة توسيع المجتمع البحثي ليشمل قطاعات اقتصادية أخرى، بحيث يمكن إجراء المقارنات، والوقوف على اختلاف تأثير المتغيرات تبعاً لاختلاف القطاع.

(5) ضرورة إضافة متغيرات جديدة مع الأخذ بالحسبان حجم العينة، وشروط إجراء الاختبارات.

References:

ALFAWZAN, L, S. *The Effect of firm size, profitability, liquidity and industry type on firm value.* Journal of Reproducible Research (JRR). Issue (1) – Volume (1) – 2023.

AL-SLEHAT, Z, A, F. *Impact of Financial Leverage, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector*, Jordan, International Business Research; Vol. 13, No. 1; 2020.

BAHRAINI, S; ENDRI, E; SANTOSO, S; HARTATI, L; PRAMUDENA, S, M. *Determinants of Firm Value: A Case Study of the Food and Beverage Sector of Indonesia.* Journal of Asian Finance, Economics and Business, Vol. 8, No. 6. (2021). 0839–0847.

CHABACHIB, M; HERSUGONDO, H; ARDIANA, E; PAMUNGKAS, I, D. *Analysis of Company Characteristics of Firm Values: Profitability as Intervening Variables*. International Journal of Financial Research. Vol. 11, No. 1; 2020.

ENDRI, E; FATHONY, M. *Determinants of firm's value: Evidence from financial industry*. Management Science Letters 10 (2020) 111–120.

FADHILAH, N, N; KURNIATI, D; SUHERMAN. *FIRM VALUE DETERMINANTS: EMPIRICAL EVIDENCE FROM MANUFACTURING FIRMS LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE.* Interdisciplinary Social Studies, 1(6), 2022.

GILL, A; OBRADOVICH, J, D. The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. International Research Journal of Finance and Economics. Issue 91 (2012).

HANDAYANI, R, H; INDARTO; SANTOSO, A. *Determinants of firm value with profitability as intervening variables*. Asian Management and Business Review, Volume 2 Issue 1, 2022: 74-89.

HUSNA, A; SATRIA, I. *Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value*. International Journal of Economics and Financial Issues, 2019, 9(5), 50-54.

INDUPURNAHAYU; WALUJADI, D; LYSANDRA, S; HURRIYATURROHMAN; ENDRI, E. *DETERMINANT OF FIRM VALUE: EVIDENCE OF OIL PALM PLANTATION COMPANIES*. Corporate & Business Strategy Review / Volume 4, Issue 2, 2023.

INDUPURNAHAYU; WALUJADI, D; LYSANDRS, S; HURRIYATURROHMAN, ENDRI, E. *DETERMINANT OF FIRM VALUE :EVIDENCE OF OIL PALM PLANTATION COMPANIES.* Corporate & Business Strategy Review. Volume 4, Issue 2, 2023.

IRWANTO; EDWARD, Y, R; TENG, S, H. *Factor Affecting Firm Value with Profitability as an Intervening Variable in Food & Beverage Sub-Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange.* International Journal of Social Science Research and Review. Volume 6, Issue 2, February, 2023.

ISMANTARA, C; HANDOJO, I. *FACTORS AFFECTING FIRM VALUE WITH CAPITAL STRUCTURE AS INTERVENING VARIABLE. MEDIA BISNIS.* Vol. 14, No. 1, 2022.

JIHADI, M; VILANTIKA, F; HASHEMI, S, M; ARIFIN, Z; BACHTIAR, Y; SHOLICHAH, F. *The Effect of Liquidity, Leverage, and Profitability on Firm Value :Empirical Evidence from Indonesia/* Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 8 No 3 (2021) 0423–0431.

LINAWATI, N; MOELJADI, M; DJUMAHIR; AISJAH, S. *The effect of profitability and bank size on firm value sustainability: The mediating role of capital structure.* Investment Management and Financial Innovations, Volume 19, Issue 2, 2022.

MOGHADAS, A; POURAGHAJAN, A, A; BAZUGIR, V. *Impact of capital structure on firm value: Evidence from Tehran Stock Exchange.* Management Science Letters 3 (2013) 1535–1538.

NGUYEN, L; TAN, T, K, P; NGUYEN, T, H. *Determinants of Firm Value: An Empirical Study of Listed Trading Companies in Vietnam*. Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 8 No 6 (2021) 0809–0817.

NURWULANDARI, A; WIBOWO, Y; HASANUDIN. *Effect of Liquidity, Profitability, Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable.* ATESTASI: JURNAL ILMIAH AKUNTANSI .Vol 4, Issue 2, (2021), 257-271.

OBRADOVICH, J; GILL, A. The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. International Research Journal of Finance and Economics, Issue 91 (2012).

PANJAITAN, F, R; MINAN, H, K; ARIEF, M. *The Effect of Liquidity, Profitability And Company Size on Company Value with Capital Structure As An Intervening Variable In Manufacturing Companies Listed on The Idx In 2016- 2020*. International Journal of Economics and Management. Volume 01 Number 01, 2023.

PUSTIKA, T, H; HARIYANTO, D; SAFITRI, H. The Effect of DER, Firm Size, and CR on PBV with ROE as an Intervening Variable. Jurnal Manajemen Bisnis. Vol. 13 No. 2 (2022).

RENALDI, J, Y; PINEM, D, B; PERMADHY, Y, T. *Analysis Of Factors Affecting the Value Of Manufacturing Industry Companies in the Indonesian Stock Exchange (IDX).* EJBMR, European Journal of Business and Management Research. Vol. 5, No. 1, 2020.

SAONA, P; MARTIN, P, S. *Determinants of firm value in Latin America: an analysis of firm attributes and institutional factors*. Rev Manag Sci (2018) 12:65–112.

ZUHROH, I. *The Effects of Liquidity, Firm Size, and Profitability on the Firm Value with Mediating Leverage*. The 2nd International Conference on Islamic Economics, Business, and Philanthropy (ICIEBP) Theme: "Sustainability and Socio Economic Growth". Volume 2019.