

استخدام هيكل رأس المال في توضيح قيمة الشركة

تطبيق في عينة من الشركات الصناعية العراقية المساهمة للمدة 2015-2020

م.م. بيان سعيد أحمد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة نوروز، إقليم كردستان العراق

م.م. سرف جبال يوسف، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة نوروز، إقليم كردستان العراق

مخلص

ركزت الدراسة على اختبار العلاقة بين كلفة رأس المال لعينة من الشركات المساهمة الصناعية وبين قيمة الشركة وأدائها بإدخال حجم الموجودات والرافعة المالية، نظراً لما تمثله هيكل رأس المال من تحقيق الاستقرار في الأرباح و تعظيم قيمة الشركة، لذا سعت الدراسة التعامل مع هيكل رأس المال بوصفها احد المدخلات المستخدمة في تفسير قيمة الشركة من خلال المعلومات المعلنة في القوائم المالية وما تتكون هذه المعلومات من إشارات ذات القيمة للمستثمرين والمقرضين لتكميهم من صياغة قراراتهم المالية. وفي سبيل اختبار فرضية البحث تم قياس هيكل رأس المال لعينة عشوائية متضمنة 5 شركة من الشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق للمدة 2015-2020 باستعمال البيانات السنوية، وكذلك استنتجت الدراسة بأنه يوجد تأثير هيكل رأس المال لتفسير قيمة الشركة (توبن Q) للشركات عينة الدراسة، أي معناها بالضرورة ان تقوم الشركات بالاقتراض وزيادة رأس المال عندما تكون كلفتهم اقل من العائد على الاستثمارات، وتفتتح الدراسة ان يتم ادراج القرارات التمويلية لإدارة الشركة ضمن آلية احتساب المالي في التحليل من قبل المتعاملين في السوق المالي تكلفتها وادارتها بشكل دقيق.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، قيمة الشركة، ارافعة المالية.

1. المقدمة

تعلق الموضوع بسوق العراق للاوراق المالية لم ينال هذا الموضوع القدر المناسب من الاهتمام من ناحية البحوث التجريبية، على العموم فان مشكلة البحث يمكن ادراجها من خلال السؤال المركزي الاتي :- هل يؤثر هيكل راس المال على القيمة سوقية للشركات في سوق العراق للاوراق المالية في ظل مستوى كفاءة السوق والظروف التي تحيط بها ؟

2.2 اهمية الدراسة

تتجلى الاهمية العملية لهذا البحث في مجمل الفوائد التي سيقدمها للعديد من الجهات المختلفة المرتبطة بموضوع البحث مثل الشركات ذات العلاقة والمستثمرين والسوق المالية. فنتائج البحث تفيد الشركات في الاطلاع على أثر هيكل رأس المال في القيمة السوقية لاسهمها وهو مؤشر على ادائها المالي فيما إذا كان استخدام الديون في هيكل رأس مالها ينعكس بأداء مالي أفضل. كما يفيد البحث المستثمرين في قرارهم المتعلق باستثمار أموالهم في الشركات قيد الدراسة والموجودة في سوق العراق للاوراق المالية. وبالنسبة للسوق ستقدم نتائج البحث للمشرفين عليه قدرة أكبر في تطوير القوانين والاجراءات المتعلقة باليات التمويل المختلفة وبما يساعد في تحسين اداء الشركات المدرجة فيها، كذلك يساعد البحث في تقرير مستوى كفاءة السوق في ظل الاوضاع الراهنة.

يعتبر القطاع الصناعي الاساس في تطور GDP في دول العالم، ويعد معيار مهمًا لاستيعاب التكنولوجيا المتقدمة، وانتاج السلع لسد حاجات المستهلك. وتواجه الشركات العاملة في اقتصاد معين تحديات كبيرة خلال مسيرتها واستمرارها بنشاطها الاقتصادي سعياً لتحقيق الاهداف المحددة سواء على صعيد المساهمة في بناء وتطوير المجتمع او في تحقيق اهداف المالكين وتعظيم ثروتهم واهداف الادارة والعالمين فيها، اذ يتوجب دائماً رعاية مكنسبات أصحاب المصالح. لذلك من الضروري العمل المستمر على تطوير الشركات الصناعية ودعمها من الناحية المالية من خلال ضمان تطوير والحفاظ على القيم السوقية للشركات.

ويعد موضوع هيكل رأس المال من ضمن الموضوعات الجدلالية في الادارة المالية فم يتعلق ب الطريقة التي يتحدد بها الهيكل الأمثل لراس المال الذي يحقق قيمة سوقية مرتفعة للشركة، على اعتبار ان الدين يمثل محدد لهيكل راس المال كما انه يزيد قيم اسهم الشركة السوقية لما يعمل على تحقيق الوفر الضريبي.

2. المبحث الأول منهجية الدراسة

1.2 مشكلة الدراسة

تشير المرجعيات العلمية في مجال الدراسات المالية إلى أنّ هيكل راس المال وتثبيتته ومقداره في الشركات يتأثر ويؤثر بمجموعة من العوامل تختلف في درجة تأثيرها من شركة لآخر، ومن وقت لآخر، ومن قطاع لآخر، ومن دولة لآخر، وقدر

3.2 هدف الدراسة

يهدف البحث الى ما يأتي :-

- اعطاء اطار نظري لتفسير ماهية هيكل راس المال ومحدداته .
- تحليل تطور القيم السوقية وهيكل راس المال للشركات قيد الدراسة .
- معرفة تأثير هيكل راس المال على القيمة السوقية للشركات موضوع البحث .

4.2 فرضية الدراسة

يعتمد البحث على فرضية مفادها ان هيكل راس المال يمارس تأثير على القيمة السوقية للشركات الصناعية المسجلة في سوق الاوراق المالية العراقية ، وتشتق من هذه الفرضية فرضيتين اساسية هي :-

- ان هنالك تأثير معنوي ايجابي لهيكل راس المال في القيمة السوقية للشركات قيد البحث .
- ان هنالك تأثير معنوي سلبي لهيكل راس المال في القيمة السوقية للشركات قيد البحث .
- لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركات عينه البحث.

5.2 هيكل الدراسة

يتكون البحث من ثلاثة محاور هي :-

- المحور الاول : مدخل نظري حول هيكل راس المال ومحدداته .
- المحور الثاني : تحليل تطور هيكل راس المال والقيمة السوقية لبعض الشركات الصناعية العاملة في سوق العراق للاوراق المالية .

6.2 مدة الدراسة

شملت مدة الدراسة ستة سنوات من (2015-2020) وتم استخدام البيانات السنوية (6) مشاهدات للشركات، وقد تبنت الدراسة بيانات (panel) ذات البعد الزمني والفردى لاختبار نماذج هيكل رأس المال وقيمة الشركة، بواقع (30) مشاهدات لعينة الدراسة مجتمعة، مما يجعل استخدامها ذات أهمية في الدراسات ذات الطابع القياسي.

7.2 عينة الدراسة

يحتوى عينة الدراسة عدد من شركات العاملة الصناعية في سوق الأوراق المالية في العراق، وكما معبر في الجدول(1)، حيث اختصر الدراسة على القطاع الصناعي

لاختلاف بنود هيكل رأس المال بين القطاع الصناعي والقطاعات الأخرى، وقد بلغت كثرة الشركات وجدت فيها الشروط 5 شركة فقط، لعدم وجود البيانات حول بقية الشركات.

الجدول (1): الشركات عينة البحث.

ت	اسم الشركة
1	شركة انتاج الألبسة الجاهزة والتجارة العامة
2	شركة صناعة مواد التغليف في البغداد
3	شركة المستلزمات الطبية ومواد التجميل والمياه والمعقمة
4	شركة للسجاد والمفروشات في العراق
5	شركة خياط الحديثة

المصدر: من اعداد الباحثان

8.2 منهج الدراسة

يستخدم البحث المنهج الاستقرائي الموجود على الوصول الى استنتاج كلي حول تأثير هيكل راس المال على القيمة السوقية من خلال مقدمات جزئية تشمل مفردات هيكل راس المال وتطورات القيمة السوقية لاسهم الشركات ، مع اعتماد الاسلوب الكمي لاختبار البيانات واستخلاص النتائج منها و استخدام طريقة Panal Data بالقياسي .

3. المبحث الثاني: الإطار النظري للدراسة

1.3 مفهوم هيكل رأس المال

يعد هيكل رأس المال من جزء من الهيكل المالي، وهو ناتج عن السياسة المالية المتبعة من طرفها ، حيث تؤثر هذه السياسة على قرار التمويل كونها متعلقة باختيار هيكل التمويل المناسب، المزيج المتجانس من مصادر التمويل بعد دراسة تكلفة كل مصدر من تلك المصادر، والذي من خلال ذلك المصادر تستطيع المؤسسة من تعظيم مستوى ربحيتها، وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في رفع ثروة الملاك ، او رفع قيمة السهم، وباعتبار أن المؤسسة مركز لاتخاذ القرار فإنها تقوم بارساء جملة من القرارات المالية بغرض المفاضلة بينها حيث تعمل على احداث نوع من التركيب في هيكل رأس مالها بهدف تحقيق عائد مناسب، يمكن القول بأن المنشأة تهدف رسم سياسة مالية.(الصبيحي ورجاء، 2020: 83)، اذ يعتبر هيكل رأس المال ممحماً لأي شركة، وذلك للحاجة الى تعظيم قيمة أصحاب المصلحة في الشركة ، وذلك لكون هيكل رأس المال كقرار استراتيجي له تأثير في قدرة الشركة على المنافسة (عبدالله صالح و الصانع،2021: 222) اذ ان المديرون الماليون يتحملون المسؤولية الكبرى في تحديد افضل مزيج للتمويل Oyedokum (et al,2018,57).

Miller, 1958) مقالهم (حول كلفة رأس المال) واثبتت أن الاختيار بين الديون التمويل والممتلكات.

1.2.3 نظرية النظر التقليدي

يرى (Barges, 1962) بأن أول فكرة النظر التقليدية ان تنص على أن (الديون هي كذلك أرخص من صناديقها الأسهم) والأثار المترتبة على ذلك هي القول بأن التكلفة الديون بالإضافة إلى زيادة تكلفة رأس المال مع ستكون أقل من كلفة حقوق المساهمين قبل تمويل الديون، ومع ذلك فان (Modigilan & Miller, 1958) (MM) يفعلان ذلك لا تتفق مع الرأي التقليدي، يجادلون بأن في سوق رأس المال المثالي بدون ضرائب وتكاليف المعاملات، تظل قيمة الشركة في السوق وتكلفة رأس المال ثابتة على رغم من التغيرات في الهيكل المالي لرأس المال. (Taleb, 2015: 24).

2.2.3 النظرية الكلاسيكية

تعتبر نظرية في الإدارة المالية من النظريات الإيجابية في توجهها اذا حاولت ان تفسر الأشياء على طبيعتها، وكانت عبارة عن مجموعة من القواعد المستخدمة من قبل المدراء والمستثمرين في عملية اتخاذ القرارات وأكثر من كونها تفسير متكامل لأسباب التي تؤدي الى ظهور مختلف النتائج، وقد نظر المدخل التقليدي الى هيكل رأس المال من خلال الاعتقاد بأن كل شركة لها شكلاً من اشكال المديونية (الاعتيادية او الطبيعية) بالاعتماد على خصائص تلك الشركة وامكانياتها (قاسم ، جميل: 61).

3.2.3 نظرية التبادل

تسمى بنظرية المبادلة او التبادل او النظرية القائمة على أساس الضرائب اذ برهن كل من الباحثين (مودكلياني وميلر) بان قيمة الشركة تزداد بشكل مستمر كلما زادت حصة تمويل المقترض في هيكل رأس المال، وذلك بسبب ما يوفره التمويل من إمكانية تحقيق الوفر الضريبي اذا ان الفوائد تظهر ككلفة في كشف الدخل الأمر الذي يؤدي الى تقليل تكلفة رأس المال، ومن ثم الوصول الى اعلى قيمة السهم للسوق الاوراق المالية، ومن الانتقادات التي وجهت الى (مودكلياني وميلر) بأنهم تجاهلو الأنواع من كلف التمويل المقترض والتي تؤدي الى انخفاض قيمة الشركة والمتمثلة بكلف العسر المالي وكلف الوكالة والإفلاس ، اذا يمكن الحصول على هيكل رأس المال المثل على وفق ما نصت عليه نظرية التبادل من خلال تميز الوفر الضريبي وكلف العسر المالي وكلف الإفلاس.

و تتمثل وظيفة التمويل في المنشآت في نوعين من القرارات هما ، قرارات الاستثمار، قرارات التمويل، حيث ان قرار الاستثمار يتعلق بتعريف المشروعات الاستثمارية الراجعة ومن ثم تحديد الحجم المثل للموازنة الرأسالية، اما قرار التمويل فبتعلق بتحديد هيكل رأس المال لاستثمارات المنشأة، أي مزيج من مصادر التمويل الذي يخفض من كلفة رأس المال الى أدنى حد، ويقلل من المخاطرة، ومن ثم تعظيم ثروة الملاك لذلك من اعقد القرارات التي تمارسها إدارة الشركة هي التي تتعلق بتحديد هيكل تمويل شركات الأعمال والتي تهدف لاختيار هيكل رأس المال بشكل مناسب من أجل ترفيع السعر السوقي للسهم ، وبالتالي زيادة قيمة الشركة السوقية ككل، والذي ينعكس على تعظيم ثروة الملاك من خلال تخفيف الحد الأدنى لتكلفة رأس المال وفق افتراض أساسي مفاده أنه كلما هبطت مصاريف رأس المال الناتجة من خلق المزيج الأمثل لمصادر التمويل ازداد قيمة السهم، (بوطويل، 2013: 6) وكما عرف (ياره وكوين، 2020: 140) هيكل رأس المال على انه مزيج القروض وحقوق الملكية الذي تم استخدامه في تمويل العمليات داخل الشركة او هو الاطار المالي للشركة والذي يضم القروض وحقوق المساهمين المستخدمة في تمويل أنشطة الشركة (Mosscaul, 2014: 287) اذ أن هيكل التمويل يتكون من الأموال المقترضة التي يتم اكتساب عليها عن طريق (القروض التي تحصل عليها، والائتمان التجاري والقروض المصرفية قصيرة الأجل والقروض طويلة، والسندات التي تصدرها المنشأة كنوع من القروض طويلة الأجل). واماوالم الملكية التي يتم اكتساب عليها من مالكي المنشأة (الأسهم، والأرباح المحتجزة ، والاحتياطات النقدية)، أما هيكل رأس المال فيقتصر على مصادر طويلة الأجل (القروض) وحقوق الملكية. (الصبحي، 2020: 83) أي ان هيكل رأس المال يعني التمويل التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتمثل في يتضح أنه يطوي على كل أنواع وأشكال التمويل أي أن (توفيق ، 302)

هيكل رأس المال = القروض طويلة الأجل + الأسهم الممتازة + حقوق المساهمين
أو ان هيكل رأس المال = مجموع الأصول – الحصول المتداول

2.3 نظريات هيكل رأس المال:

ظهرت هذا النظريات لإعطاء فكرة عن تركيبة الدقيقية للديون والمساواة التي يجب أن تتكيف الشركة معها لتحقيق اقصى قدر من مزيج رأس المال ، نظريات هيكل تمويل هي واحدة من أكبر مجالات التي تمت مناقشتها في دراسات تمويل الشركات ، النظرية الحديثة لهيكل التمويل بدأت عندما كتب (Modigilan &

4.2.3 نظرية الالتقاط

وقد تم ارشاد العناية الى نظرية الاشارة على رغم من هيمنة نظرية التبادل لحلقات المالية للشركة للمدة طويلة، حيث يواجه المدير الاختيار بين اصدار الدين او اصدار الأسهم، على تقيض من النظرية التبادل فهناك رأي اخر لكيفية اتخاذ قرار التمويل، والمتمثلة بنظرية التقاط والتي جاءت من دراسة Donaldson عام 1961 لتطبيقات التمويل لعينة من الشركات الكبرى ولاحظ الإدارة يستخدم بصورة كبيرة لمصادر داخل الشركة للأموال التي تمول لابعاد الأموال الخارجية الأخص في حالة رصانة الأموال داخل الشركة فعندها يحتاج الشركة الى الأموال الخارجية. (هاشم، 2015: 70)

5.2.3 نظرية توقيت السوق

قدمت هذه نظرية عام (2002) من قبل (Baker & wurgler) ولها اصداران الأول وهو الإصدار الديناميكي (Myers & Majlur) عام (1984) والذي يفترض ان المدراء والمستثمرين يتصفون بالرشد العقلانية وان عدم التائل في المعلومات هو دافع الأساسي في اصدار الأسهم اما الإصدار الثاني والذي يعتقد المدراء بأن المستثمرين غير كفوئين في اختياراتهم وان هيكل رأس المال مرتبط بقوة مع القيم السوقية التاريخية، أي ان محصلة تراكمية لمحاولات سابقة لتوقيت سوق الأسهم. (الفريحي و مطرود، 2017: 239).

ثالثاً . قيمة الشركة السوقية: يمكن قياس قيمة الشركة من خلال النظر في تطورالسعر السوقي للسهم في السوق الثانوية، فإذا كان هناك زيادة في سعر السهم فهذا يعني أن هناك ارتفاع في قيمة الشركة، لأن قيمة الشركة هي أساساً القيمة المضافة لسوق الأسهم بقيمة الالتزام أو الديون طويلة الأجل. وتشير زيادة قيمة الأسهم الى ثقة افضل لجمهور المتعاملة مع الشركة، لهذا السبب فانهم سيدفعون المزيد في هذه الأسواق، بناءً على توقعاتهم للحصول على العائد مرتفع أيضاً، ويتم قياس الشركة قيمته بواسطة Tobin's Q، والذي احد أدوات تقييم قياس أداء الشركة والمستخدمه بدورها كثيراً لتحديد قيم الشركات (Rosikah, prananingrum, D., Azis,M., Roohansyah,M.,2018:7) وهذا ما أكده Kontesa على ان قيمة الشركة هي القيمة السوقية الاجمالية لرأسالها، وتعتبر محممة جداً لأن ارتفاع قيمة الشركة يمثل ازدهار في ثروة حملة الأسهم ، وهذا ما تسعى اليه بالتحديد أي شركة من تعظيم ثروة حملة الأسهم، كما ان سعر السهم العادي في السوق هو انعكاساً للقيمة الحقيقية لموجودات الشركة، ويمكن اختبار

قيمة الشركة عبر استخدام Tobin's Q نسبة الى جيمس توبن عام 1969، والذي أوضح حينما فيما اذا بلغت قيمة المؤشر اقل من واحد صحيح فتصبح شركة هدفاً سهلاً للاستحواذ من قبل شركات أخرى، حيث ستخفض القيمة لموجودات الشركة ، اما اذا زادت قيمة المؤشر عن الواحد الصحيح فهذا يؤشر ان للشركة فرص استثمارية ذات نمو مرتفع، أي ان قيمة الشركة اعظم من قيمة موجوداتها(Kontesa, 2015:186).

4. الجانب العملي

1.4 بناء النموذج القياسي وتعريف متغيراته.

يمكن تحديد منهجية الإقتصاد القياسي بخطوات التالية:

1.1.4 مرحلة تقدير معاملات النموذج.

في المرحلة التي إشارة بها يتم جمع البيانات المربوطة بالظاهرة الإقتصادية (المشكلة) قيد الدراسة، ومن ثم يتم تقدير معالم العلاقة التي تم وصفها وصياغتها رياضياً. إذ تم الاعتماد على النموذج الخطي في التقييم للحصول على معاملات دقيقة وغير متحيزة. وبالتالي يمكن النموذج يصيغ على صور المعادلات التالية :

$$TQ = F (LOG SISZE ,LE1, LE2, L1T, L2T).....1$$

وعليه سيتم التعبير عن هذه المتغيرات.

أ. قيمة الشركة يرمز له اختصاراً بالرمز (TQ) ، وهو المتغير التابع الذي يتم تفسيره من خلال بعض المتغيرات التفسيرية التالية :

اذ أن:

- مؤشر توبن Q، ويمثل قيمة الشركة (TQ).
- لوغارتم حجم الموجودات ويرمز له اختصاراً بالرمز (LOGSISZE).
- أجمالي الديون على الحقوق الملكية (LE1).
- أجمالي الديون على الموجودات (LE2) .
- أجمالي الديون على الحقوق الملكية مضروبة في قيمة الشركة (L1T) .
- أجمالي الديون على الموجودات مضروبة في قيمة الشركة (L2T) .

جدول (2) ملخص نتائج تقدير المعادلة الأولى والثانية

المتغير التابع	معادلة الأولى			معادلة ثانية		
	prob	tstat	Coef.est	prob	tstat	Coef.est
لوكارم الحجم	0.0067	-2.967173	-3.33E+09	0.0027	-3.351766	-3.060
أجمالي الديون على حقوق الملكية	0.7662	0.300793	1.32E+09	0.0000	5.250626	23.602
أجمالي الديون على الموجودات	0.0080	-2.894330	-4.01E+10	0.0018	-3.507824	-37.092
أجمالي الديون على حقوق الملكية مضروبة في قيمة الشركة	0.4723	0.730226	131.9753	0.0006	-3.977173	-79.074
أجمالي الديون على الموجودات مضروبة في قيمة الشركة	0.4857	-0.708142	-128.0176	0.0003	4.197532	101.31
C	0.0028	3.323550	8.14E+10	0.0019	3.495980	70.58

المصدر : من عمل الباحثان بالأعداد على برنامج Eviews 12.

من خلال الجدول رقم (2) المعادلة الأولى يلاحظ ما يلي :

- بأن ميل معامل التقدير لمتغير لوغارتم الحجم ذات أثر احصائي مهم في قيمة الشركة Tobins Q حيث بلغ معامل التقدير له (- 3.060) وبإشارة سالبة اذ تدل على انه كلما زادت موجودات الشركة بنسبة 1% تكون تغير في قيمة الشركة Tobins Q بنسبة (-3.06) وهذه النماذج تسمى النماذج اللاخطية هذا يعني عدم قدرة الإدارة على استغلال الموجودات وتوظيفها واستثمارها بشكل أفضل وقد يرجع المبرر في ذلك الى سوء الظروف الاقتصادية والأمنية التي يمر بها العراق وهذا يعني انه عدم قدرة الشركات على ممارسة عمليات بشكل صحيح.
- وقد ظهرت معنوية النموذج المقدر عبر قيمة (f) المحتسبة والبالغ مقدارها (16.77) وهذه قيمة معنوية عند مستوى اقل 5% حسب p الاحتمالية والبالغ قيمتها اقل 5% وهذا يدل على معنوية النموذج المقدر من الجانب الإحصائية كذلك ظهرت قيمة R squer المعدلة 0.73 أي ان التغير في المتغيرات المستقلة تفسر التغيرات في قيمة Tobins Q بنسبة 73.11%.
- بالنسبة الى اجمالي ديون من اجمالي موجودات يبين الجدول (2) المعادلة الأولى معنوية العلاقة بين اجمالي الديون من اجمالي الموجودات عند مستوى معنوية اقل من 5% حيث سجلت قيمة معامل التقدير لأجمالي الديون الى مجموع الموجودات ب (23.6) وتعد بنسبة عالية جداً ومع اشارة موجبة والتي تبين بان زيادة اجمالي ديون من اجمالي بنسبة 5% يؤثر ارتفاع قيمة المؤسسة Tobins Q بنسبة (23.60) وهذه نتيجة طبيعية بسبب اعتماد غالبية الشركات على الديون.
- وقد بلغت معامل التقدير لأجمالي الديون الى حقوق الملكية (-37.09) وعند مستوى معنوية اخفض من 5% وبإشارة سالبة والتي تفسر بانه كلما

زادت اجمالي ديون الى حقوق الملكية بنسبة 1% أد الى انخفاض قيمة الشركة بمقدار (-37.09) وهذا يعني ان ارتفاع الأموال المقترضة في هيكل رأس المال الشركات يترتب عليه وجود كلف مالية واعباء ثابتة تواجه المساهمين مما يؤدي الى انخفاض قيمة الشركة.

- تبين من الجدول اعلاها ان ميل معامل التقدير لاجمالي الديون الى اجمالي الموجودات مضروبة في قيمة المؤسسة Tobins Q وظهرت بنسبة (-79.07) وبإشارة سالبة تعني ان قيمة الشركة مضروبة في اجمالي الديون على اجمالي الموجودات تسهم بانخفاض قيمة الشركة بشكل أكبر وان قيمة المعلمة لاجمالي ديون على اجمالي موجودات مضروبة في قيمة الشركة Tobins Q ارتفعت عما كانت عليه مقارنة (223.60) اجمالي ديون على اجمالي الموجودات البالغ (23.60) قبل ضربها في قيمة الشركة وكذلك تغير اشارتها من العلاقة المعنوية موجبة الى العلاقة المعنوية سالبة مما يعني عدم استجابة قيمة الشركة من المتغير اجمالي ديون على اجمالي الموجودات الى ان هناك ضعف في موجودات الشركة في خلق عوائد مستقبلية تعطي الشركة فرصة في الحصول على أرباح إضافية.

- في حين ظهر ميل معامل التقدير في اجمالي الديون الى اجمالي الحقوق الملكية مضروبة في قيمة الشركة Tobins Q بإشارة موجبة متوقعة الى ان ارتفاع الديون الى حقوق الملكية مضروبة في قيمة الشركة بمقدار وحدة واحدة تؤدي زيادة قيمة الشركة بنسبة (101.31) وحدة وعند مستوى معنوية اقل من 5% وهذا هو الطبيعي اذ ان من الواضح ان غالبية الشركات تقوم بممارسة اعمالها بناءً على أموال مديونية وبشكل أكبر من اعتمادها على استثمارها لموجوداتها وعدم قدرتها على خلق قيمة مضافة وانشطة ذات نمو ديناميكي لأنه لا تقوم الشركة باستثمار الكبير في إنتاجية الشركات لتحقيق مكاسب في الدخل الحقيقي لشركة على مدى الطويل بل انه تعتمد فقط على خلق دخل على اجل القصير الذي يعتمد بشكل كبير على الأموال الغير.

- وكذلك يبين الجدول ان النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي من خلال ما بينه (درين واتسن) الذي بلغت بنسبة 1.27 وهي نسبة قريبة من رقم اثنان مما يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط الذاتي بين المتغيرات.

ب. المعادلة الثانية:

$$MV = F (LOGSISZE ,LE1, LE2, LE2MV, LE1MV) \dots 2$$

حيث أن :

قيمة الموجودات يرمز له اختصاراً بالرمز (MV) ، وهو المتغير التابع الذي يتم تفسيره من خلال بعض المتغيرات المستقلة التالية :

- لو غارتم حجم الموجودات ويرمز له اختصاراً بالرمز (LOGSISZE).
- أجمالي الديون على الحقوق الملكية (LE1).
- أجمالي الديون على الموجودات (LE2).
- أجمالي الديون على الحقوق الملكية مضروبة في قيمة الموجودات (LE2MV).
- أجمالي الديون على الموجودات مضروبة في قيمة الموجودات (LE1MV).

يلاحظ من متغيرات الجدول (2) المعادلة الثانية ما يلي :

- أن معلمة معامل التقدير لمتغير لو غارتم الحجم ذات أثر احصائي مهم في قيمة الشركة Tobins Q حيث بلغ معامل التقدير له (3.33 -) وبإشارة سالبة اذ تدل على انه كلما زادت موجودات الشركة بمقدار وحدة واحدة يقابلها انخفاض في قيمة الشركة Tobins Q (-3.33) هذا يعني عدم قدرة الإدارة على استغلال الموجودات وتوظيفها واستثمارها بشكل أفضل وقد يرجع المبرر في ذلك الى السوء الظروف الاقتصادية والأمنية التي يمر بها العراق وهذا يعني انه عدم قدرة الشركات على ممارسة عمليات بشكل صحيح.

- وقد ظهرت معنوية النموذج المقدر عبر قيمة (f) المحسوبة والبالغ قيمتها (9.78) وهذه قيمة جوهرية عند مستوى اقل 5% حسب ما فسرتة قيمة p الاحتمالية والبالغ قيمتها اقل 1% مما يدل على معنوية النموذج المقدر من الناحية الإحصائية كذلك بينت قيمة R squer المعدلة 0.602 ان التغير في القيم المتغيرات المستقلة تفسر التغيرات في قيمة Tobins Q بنسبة 60.2%.

- اجمالي ديون الى اجمالي موجودات يبين الجدول (2) المعادلة الثانية ع دم معنوية العلاقة بين اجمالي الديون الى اجمالي الموجودات عند مستوى غير

معنوى أكبر من 5% حيث بلغت قيمة ميل معامل التقدير لأجمالي الديون الى اجمالي الموجودات ب(1.32) وتعد بنسبة عالية جداً وبإشارة موجبة متوقعة والتي تبين بان زيادة اجمالي ديون الى اجمالي بمقدار وحدة واحدة يؤشر ارتفاع قيمة شركة Tobins Q بمقدار (1.32) وهذه نتيجة طبيعية بسبب اعتماد غالبية الشركات على الديون.

- وقد بلغت معامل التقدير لأجمالي الديون الى حقوق الملكية (-4.01) وعند مستوى معنوية اقل من 1% وبإشارة سالبية والتي تفسر بانه كلما زادت اجمالي ديون الى حقوق الملكية بمقدار وحدة واحدة أد الى انخفاض قيمة الشركة بمقدار (-4.01) وهذا يعني الى ان زيادة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال الشركات يترتب عليه وجود كلف مالية واعباء ثابتة تواجه المساهمين مما يؤدي الى انخفاض قيمة الشركة.

- تبين من الجدول اعلاها ان ميل معامل التقدير لاجمالي ديون الى اجمالي الموجودات مضروبة في قيمة الشركة Tobins Q وظهرت بقيمة (131.79) وبإشارة موجبة تعني ان قيمة الشركة مضروبة على اجمالي الديون على اجمالي الموجودات تسهم بارتفاع قيمة الشركة بمقدار (131.97) و العلاقة تكون معنوية لاجمالي ديون على اجمالي موجودات مضروبة في قيمة الشركة Tobins Q عبر المستوى p أكبر من 5%.

- في حين ظهر ميل معامل التقدير في اجمالي الديون الى اجمالي الحقوق الملكية مضروبة في قيمة الشركة Tobins Q بإشارة سالبية متوقعة الى ان انخفاض الديون الى الحقوق الملكية مضروبة في قيمة الشركة بمقدار وحدة واحدة تؤدي انخفاض قيمة الشركة بمقدار (-128.01) وحدة وعند مستوى غير معنوية أكبر من 5% وهذا هو الطبيعي اذ ان من الواضح ان غالبية الشركات تقوم بممارسة اعمالها بناءً على أموال مديونية وبشكل أكبر من اعتمادها على استثمارها لموجوداتها وعدم قدرتها على خلق قيمة مضافة وانشطة ذات نمو ديناميكي لأنه لا تقوم الشركة باستثمار الكبير في إنتاجية الشركات لتحقيق مكاسب في الدخل الحقيقي لشركة على مدى الطويل بل انه تعتمد فقط على خلق دخل على اجل القصير الذي يعتمد بشكل كبير على الأموال الغير.

- وكذلك يبين الجدول ان النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي من خلال ما بينه (دربن واتسن) الذي بلغت قيمة 1.27 وهي قيمة قريبة من رقم اثنان مما يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين المتغيرات.

5. الاستنتاجات والمقترحات

1.5 الاستنتاجات

أهم ما توصلت اليه البحث يمكن توضيحه من خلال الآتي:

- يعد معيار هيكل رأس المال جوهر اتخاذ القرار التمويلي للشركات في ظل تبادل العلاقة بين العائد والكلفة، وان قلة الاهتمام بمزيج مصادر التمويل وخاصة فيما يتعلق باحتساب تكلفتها لمقابلة عوائدها يجعل من قرارات إدارة الشركة والمستفيدين عرضه للتشويش، هذا يؤدي بالنتيجة الى تقليل الشركة قيمته وأدائها المالية.
- يتم الاعتماد على مقاييس حجم الموجودات والرفع المالي من اجل تحديد أثرها في قيمة الشركة من خلال مؤشر توبن Q، وأداء الشركة من خلال العائد على الموجودات أي قد تواجه إدارة الشركات مشكلة في تحديد استخدام المقاييس المناسبة من مصدر لآخر أو من مقاييس لآخر، بسبب اختلاف مستوى مصادر التمويل واختلاف كلفة كل مصدر بين الشركات، أو ما بين كيفية توظيف هذه الأموال، مما يعني بضرورة الاعتماد على قرارات استثمارية التي تحقق عائد أعلى من كلفة هذه الأموال بشكل مترابط مع تحقيق ارتفاع لقيمة الشركة.
- قدم البحث نماذج تربط قيمة الشركة السوقية والقيمة موجودة السوقية بحيث يقدر الشركات الصناعية ف العراقية الاعتماد عليه في تخطيط لنسب هيكل رأس المال المستهدف الذي من شأنه الوصول الى اعلى ربحية للشركة وتعظيم القيمة للشركات المبحوثة.

- اظهر توجه الشركات نحو الاقتراض سلوكاً متبايناً، اذ يميل بعضها الى اعتماد بشكل اكبر على القروض في حين يرغب البعض الاخر في تقليل نسبة القروض في هيكل رأس المال.

- من خلال التحليل الأحصائي يبين ان هيكل يؤثر على القيمة السوقية للشركان الصناعية (شركة انتاج الألبسة الجاهزة والتجارة العامة، شركة صناعة مواد التغليف في البغداد، شركة المستلزمات الطبية ومواد التجميل

والمياه والمعقمة، شركة للسجاد والمفروشات في العراق، شركة خياط الحديثة).

- من خلال التحليل الاحصائيات هيكل رأس المال لا يؤثر على الشركات (شركة انتاج الألبسة الجاهزة والتجارة العامة، شركة صناعة مواد التغليف في البغداد، شركة المستلزمات الطبية ومواد التجميل والمياه والمعقمة، شركة للسجاد والمفروشات في العراق، شركة خياط الحديثة).

2.5 المقترحات

تم صياغة مجموعة مقترحات استناداً الى الاستنتاجات التي ادت اليها البحث، وكمايلي:

- اجراء المزيد من الابحاث حول هيكل رأس المال للقطاعات أخرى ومن حيث المتغيرات بحيث يشمل البحث متغيرات أخرى لم تقع ضمن البحث، ومراجعة المؤشرات التي يتم استعمالها للتفسير عن المتغيرات، وخاصة التي لم تكن لها دلالة إحصائية.

- ان الوضع الأمني في المنطقة بشكل عام وفي العراق بشكل خاص يؤدي الى عدم رغبة المستثمر الأجنبي في الاستثمار في العراق من جهة. ومن جهة أخرى، هروب المستثمر العراقي الى خارج البلد لعدم استقراره الاقتصادي وبذلك تقل فرص الاستثمار. لذا يجب على الحكومة العراقية وضع خطط لزيادة الاستثمار في العراق من حيث إقرار قانون الاستثمار لحماية المستثمر.

- على الشركات تحديد حجم القروض المناسب والذي ينعكس في تأثير إيجابي على أدائها.

- تحديد رأس المال المناسب مع طبيعة وظيفة المؤسسة.

6. قائمة المصادر

1.6 المصادر العربية

1. الصفحة الرسمية للسوق العراق للأوراق المالية.
2. الصبيحي، فائز هليل، و رجاء، ثامر خليف، (2020)، اثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف العراقية الخاصة للمدة 2011-2017، المجلد 12 عدد 29، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية.
3. 2- بوطويل عبدالرؤف، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، الجزائر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، ص.1.

4. ياره، سمير عبدالصاحب، وكوين، عبدالكاظم محسن، تأثير هيكل رأس المال في الأداء المالي-دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الامريكية، مجلة الدناير، العدد العشرين، 2020.
5. عبدالله صالح، احمد مظهر، والصابغ، امير نير، اختبار بعض محددات هيكل رأس المال الادارية والاقتصادية، مجلد 17، عدد 54، 2021.
6. أبو ليلية، نائل خليل، 2017، اثر حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2011-2014)، دراسة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص إدارة المولة والحكم الرشيد، جامعة الأقصى، أكاديمية الإدارة والسياسة للدراسات العليا.
7. هاشم، صبيحة قاسم، 2015، نظرية تمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظريتي الالتقاط ودورة حياة الشركة : بحث تحليلي لعينتي من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد ن عدد 82.
8. الفريجي، حيدر نعمة، و مطرود، لميس محمد، 2017، اثر المعدل الموزون لكلفة الرأس المال في قيمة المنشأة في اطار نموذجي (CAPM, Gordon) دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في مؤشر (s&p)، مجلة كلية التراث الجامعة، جامعة التراث، عدد 21.
9. عطية، عبد القادر محمد عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
10. السواعي، خالد محمد، حسام علي داود، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews 7، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2016.

2.6 المصادر الأجنبية

1. Taleb saleh taleb, 2015, The Determination of Capital structure "Anempirical study of companies listed in Palestine exchange (2009-2014), A Thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the Degree of MBA, Islamic university- Gaza, Deanship of post Graduate studies, Faculty of commerce, Department of Business Administration.
2. G. E. Oyedokun, K. A. Job-Olatuji & W. A. Sanyaolu, 2018, Capital Structure and Firm
3. Financial Performance, International Accounting and Taxation Research Group, Faculty of Management Sciences, 2635-2958 (Online).
4. Moscu, R. (2014). "Capital structure and corporate performance of Romanian listed companies ". International journal of Academic research in accounting, finance, management science, Vol:4, No:1.
5. Rosikah, prananingrum, D., Azis, M., Roohansyah, M., 2018, Effects of return on asset, return on equity, earning per share on corporate value, the international journal of engineering and science, vol. 7, issue, 3., pp:6-14.
6. Kontesa, Maria, 2015, Capital Structure, profitability, and Firm Value. Whats New? Research Journal of Finance and Accounting, Vol.6 No.20, pp: 185-192.