أثر هيكل رأس المال في بعض المؤشرات المالية دراسة لعينة من القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2010-2019)

الدكتور نمير أمير الصائغ
أستاذ مساعد/قسم العلوم المالية والمصرفية

المستخلص

تناول هذا البحث الآثار المتوقعة لهيكل رأس المال في بعض المؤشـرات المالية كالقيمة السـوقية والسـيولة والعائد، إذ اهتمت النظريات الخاصـة بهيكل رأس المال بالعديد من هذه المؤشـرات بل أصـبحت نقاط للمقارنة وأدوات تفسـيرية للبعض منها، تم اسـتخدام طريقة البيانات الطولية في اختبار فرضـية البحث وضـمن ثلاث نماذج رئيسـة الأول مع القيمة السـوقية والثاني مع السـيولة والأخير مع العائد، وعلى الجانب الآخر كانت جميع مصـادر التمويل الكلية من طويلة وقصـيرة الأجل، ولعينة اشـتملت على ثلاث قطاعات رئيسـة هي الصـناعي والاتصـالات والقطاع الزراعي وللشـركات المدرجة جميعها، توصـل البحث إلى مجموعة من الاسـتنتاجات لعل كان من أهمها هو أن القيم السـوقية والعوائد من الممكن أن تكون في زيادة في حالة المفاضلة بين الأجل القصير أو الأجل الطويل على الرغم من أن الأجل القصير كانت نتائجه أقوى تأثيراً وأكثر معنويةً في هذه القطاعات الثلاثة وعِلة هذا في طبيعة الموجودات لغالبية الشـركات المختارة من حيث كثافتها الرأسـمالية والنمو في موجوداتها وضـعف الإضـافات على الطاقات الإنتاجية التي تحتاج لأجل تمويلي أكبر.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، القيمة السوقية، العائد، السيولة.

The effect of the capital structure on some financial indicators a study of a sample of sectors listed in the Iraq Stock Exchange

Dr. Nameer Ameer Al-Sayigh

Assistant Professor / Department of Banking and Finance sciences

Abstract

This research dealt with the expected effects of the capital structure in some financial indicators, such as market value, liquidity, and return, as the theories of the capital structure were concerned with many of these indicators, but rather became points of comparison and explanatory tools for some of them, the longitudinal data method was used to test the research hypothesis and within three main models The first with the market value, the second with liquidity, and the last with the return. On the other side, all the total sources of financing were from long and short term, and for a sample that included three main sectors, namely the

industrial, communications, and agricultural sectors, and for all listed companies, the research conducted To a set of conclusions, perhaps the most important of which is that the results have proven that market values and returns can be in an increase in the state of trade-off between the short term or the long term, even though the short term results have been more influential and more significant in these three sectors. In the nature of the assets of the majority of the companies chosen in terms of capital intensity and growth in their assets and weak additions to the productive capacities that need for greater financing.

Key words: capital structure, market value, return, liquidity.

المقدمة:

لاشك بأن النظرية المالية تضم العديد من الحقول المعرفية التي كانت ولا زالت مثار جدل ونقاش حتى أن بعضها لم يحسم بعد اتجاهه وعمق تأثيره، لكونها تستوعب الكثير من المتغيرات الكلية والجزئية وأن حدود المعرفة فيها من السعة كونها مفتوحة على التداخلات مع بقية الحقول المعرفية كالأسواق المالية وإدارة الاستثمار وإدارة الخطر وغيرها، ومن أهم فروع وحقول هذه النظرية هو هيكل رأس المال، إذ بدأت إرهاصات نشوئه واستقلاليته في نهاية الخمسينات من القرن المنصرم ومن ثم فأن تطوره كان رهيناً لمتغيرات الشركات ونوعية القطاع وسلوك الأسواق ككل ناهيك عن متغيرات الاقتصاد الكلي ، فعلى قدر التحولات بأدواتها التقليدية والحديثة كانت القيمة العلمية المضافة لهذا التحول باتجاه تكوين النظرية الخاصة به تفصل متغيراتها وتعزل سلوكياتها لتكون أكثر قابلية للمقارنة والفهم والإدراك، فلا يمكن عزل القرار التمويلي عن الاستثماري أو مقسوم الأرباح ولا حتى عن رأس المال العامل فكل هذه القرارات يمكن أن يكون دالة لقرار آخر، إن الدراسات التجريبية الحديثة أكدت في مضامينها وعناوينها على أن هيكل رأس المال يتميز بتأثره بعوامل تخص الشركة والقطاع والسوق والاقتصاد الكلي وبشكل تجميعي يعطي مؤشراً لما ستكون عليه القطاعات في المستقبل.

أهمية البحث:

تتلخص أهمية البحث بأنه محاولة لإجراء كشف ميداني لهيكل رأس المال والآثار المتوقعة التي من الممكن أن تتركها التوليفة الخاصة به في بعض القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولمدة أقل ما توصف بأنها شهدت تقلبات اقتصادية وظروفاً سياسية شكلت بمجموعها تحدياً كبيراً أمام المدير المالي ، مما أنعكس في مؤشرات مالية ومنها على سبيل المثال لا الحصر هيكل رأس المال.

مشكلة البحث :

تعد تشكيلة هيكل رأس المال الشغل الشاغل للمدير المالي وهذا يجعل القرار المالي في كثير من الأحايين على درجة عالية من الحساسية بسبب ارتباطه بأداء وعائد ومخاطرة وحركية سوق مالي، وبالنتيجة يجب أن يصاغ القرار التمويلي بمواصفات تضمن على أقل تقدير الكم والنوع والتوقيت والمرونة المالية من جهة ومن جهة أخرى أن يضمن أعلى قيمة لحملة الأسهم وتجنيب الشركة الخطر قدر الإمكان وأن يرسل إشارات لأصحاب المصالح والمستثمرين والمساهمين الحاليين والمرتقبين والاهم المنافسين بأن الأوضاع المالية للشركة وللقطاع في تحسن ، وأن هذه التوليفة المختارة قادرة على تعزيز مؤشرات الأداء المالي، ومن هنا فان أي تخلي عن واحدة أو أكثر من هذه المواصفات والمعايير ستخلق تحدي كبير أمام المدير المالي وللشركة ككل وفي الوقت ذاته ستكون فجوة ومدخلاً لتفوق المنافسين.

هدف البحث:

يهدف البحث إلى:

1. تسليط الضوء على أهم المفاهيم والنظريات الحديثة والتقليدية لهيكل رأس المال .
2. استعراض مرجعي واستخلاص أهم المضامين النظرية من التجارب والدراسات الأكاديمية والتطبيقية يكون فيها هيكل رأس المال مستقلاً مرة ومعتمداً تارةً أخرى لمعرفة حجم واتجاه التأثير.
3. التعرف على أثر هيكل رأس المال في بعض مؤشرات الطاعات كالقيمة السوقية والعائد والسيولة وهل جاءت متوافقة مع ما جاءت به النظريات أم اختلفت معها؟.

فرضية البحث:

استناداً إلى ما تقدم من منهجية البحث وبالتحديد المشكلة البحثية يمكن صياغة الفرضية البحثية الآتية: لهيكل رأس المال آثار هامة ومعنوية في مؤشرات القطاعات ولعل أهمها القيمة السوقية والسيولة والعائد.

أولا:- هيكل رأس المال (الإطار النظري)

يعبر عن هيكل رأس المال بأنه قرار لخليط من المصادر يخص الشركات جميعها وفيه العديد من البدائل والخيارات التي تهدف إلى تقليل المعدل الموزون لكلفة رأس المال وتعظيم القيمة السوقية

(Pandey&et.al,2019,205) وسبق هذا التوجه (**Birru**) في العام (2016) بأن هيكل رأس المال هو في نهاية الأمر قرار حرج وتكمن حراجته ودقته والاعتناء به في آثاره في مؤشرات الأداء المالي (Birru,2016,43) ، كذلك يمكن القول بأنه كم التمويل والنوع المناسب لتغطية العمليات التشغيلية والاستثمارية للشركات سواء كان داخلياً أم خارجياً أو من التمويل بالدين أو حق الملكية ، وهو بهذا يقع على مفترق طرق مهمة وهي حاجة أصحاب المصلحة وتعظيم قيمة حملة الأسهم وبناء توليفة تجنب الشركة ككل الخطر(AKINYOMI & OLAGUNJU,2013,999) .

ثانياً :نظرية هيكل رأس المال

الجزئية الثانية في منهجية البحث هي الولوج في بعض أهم النظريات التي أسهمت في تطور نظرية هيكل رأس المال ككل، فالمدخل التقليدي هو السائد قبل تطور النظريات الحديثة والذي أكد دائماً على وجود هيكل رأس مال أمثل بأوزان من الدين والملكية بالاعتماد على الدين الذي يعد أرخص المصادر التمويلية، بالتالي يقل معدل تكلفة رأس المال وتعظم قيمة الشركة وزيادته في المعدل الموزون للتمويل إلى حد معين يتم الاكتفاء بالزيادة وينتقل بعدها إلى تأثير غير مرغوب بعكس المعادلة السابقة.

بعد العام 1958 وضح كل من فرانكو مودي كلياني ومارتن ميللر (**M&M**) أن قيمة الشركة مستقلة عن هيكل رأسمالها وفي عالم خالي من الضرائب وكلف المعاملات أي أنها لا تتأثر بنوعية التمويل وكميته وبذا فأن قيمة الشركة ستكون دالة لتدفقاتها النقدية المستقبلية المتوقعة(Basti&Bayyurt,2018,54) ، أذن هي نظرية قامت على العديد من الافتراضات والتجريد بعزل قيمة الشركة عن استراتيجيات تمويلها وحتى بعدما جرى عليها من تصحيح نوقشت على أساس أن هذه القيمة ستزداد عبر هيكل رأس المال بسبب الميزة الضريبية التي تحققها الديون (Chang&et.al,2019,55).

بعدها جاءت **نظرية المبادلة** أو الموازنة أو الترجيح إن صح التعبير عنها لتؤشر طرفي خيارات في الوصول إلى هيكل رأس مال مناسب ومستهدف بمنافع حدية للدين حيث المزايا الضريبية من جهة وتكاليف الإفلاس والوكالة من جهة ثانية، وبمعنى آخر فهي تضمن تعديلاً هاماً على هيكل رأس المال كي يستجيب للصدمات الوقتية والاضطرارية التي تسببها عمليات الرفع (Chang&et.al,2019,55)، أوهي موقف وحالة تكون فيها الشركة من الديناميكية (الحركية) لاستهداف الرفع الأنسب فهي بهذا تفاضل بين الشركات والقطاعات والأسواق وللشركة ذاتها في أوقات متباينة وتأخذ بنظر الاعتبار ظروف السوق والصناعة وحسب الكثافة الرأسمالية لموجوداتها (Basti&Bayyurt,2018,55) ، بمعنى أنها توازن بين الكلف والمنافع المتحققة من الدين وأن الإفراط فيه وتجاوزه حدود حاجة الشركة يقود إلى تزايد فرص الإفلاس وكلف الوكالة أي طردية العلاقة بينهما (Pandey&et.al,2019,206).

تلتها **نظرية الإشارة** إذ ركزت من بين أهم ما ركزت على المعلومات التي عدتها نقطة محورية تهم المستثمرين على اختلافهم فهي تعكس جميع مؤشرات الأداء المالي للشركة مستقبلها ، خياراتها، توقعاتها، وأخيراً قدرة إدارتها وأنها تعد الممهد للوصول إلى نظرية تسلسل مصادر التمويل (العامري ،2010، 252-253).

أن نقطة التحول الهامة في نظرية هيكل رأس المال هو **نظرية ترتيب مصادر التمويل** التي أسست على عدم التماثل ألمعلوماتي إذ عندما يمول المدراء شركاتهم عبر استخدام التمويل الخارجي يتجه المستثمرين لتفسير هذا السلوك المالي أنه مؤشراً لرفع القيمة ويقومون ببيع الأسهم مما يخفض قيمتها، من هنا تلجأ الشركة إلى التمويل المتدرج من الداخلي إلى الدين كحل نهائي وأخير ومن ثم التمويل بالملكية الخارجية(Chang&et.al,2019,55) ، وبالتالي هي أمام خيارات وتفضيلات متاحة للمدير المالي وأي منها يمثل قراراً يكون له أثره في قيمة الشركة وبذات الوقت تستطيع هذه النظرية تفسير السلوك المالي لبعض الشركات الرابحة لان ليس لديها استعداد للدين و/او نسبة دين مستهدفة (Basti&Bayyurt,2018,55) .

النظرية الأخيرة ضمن هذا الطرح نظرية **توقيت السوق** التي اقترحت اختلافاً في النظر إلى هيكل رأس المال ، حيث نصت على أن المدراء يكونوا قادرين على التشخيص المؤكد للفترة الزمنية التي يستلزم إصـدارهم للملكية بأقل كلفة ممكنة وبما يحقق أعظم عائد ممكن ضـمن اشـتراطات السـوق، وهذا يعني أن الشـركة تشـجع على الإصـدارات والاهم هو توقيتها بقيمتها المرتفعة وانتهاز الفرص لشـرائها عند انخفاض قيمتها لذا ســـتكون قيمة هيكل رأس المال محددة ومقرونة بظروف الســـوق(Chang&et.al,2019,55) و(Ahmed&et.al,2018,16).

ثالثاً:- الاستعراض المرجعي

ارتبطت منهجية طرح البحوث والدراسات عن هيكل رأس المال ارتباطاً عضوياً مع بعضها البعض بشكل كبير وان المتابع لها يرى فيها نمطاً من التكاملية وأن التباين فيها قليل قياسا بالتباينات بين النظريات الخاصة بهيكل رأس المال، لذا كان لابد من الاستعانة ببعض من هذه الدراسات وإيجاد العوامل المشتركة بينها وبالتحديد ما طرح بشكل مختلف من زاوية اتجاه التأثير، ولعل من أهم هذه الدراسات هي التي يختصرها الجدول 1.

جدول1

الاستعراض المرجعي لأهم الدراسات السابقة

ت	السنة	الباحث	العنوان	الحدود المكانية	الحدود الزمنية	المتغيرات المستقلة	المتغيرات المعتمدة	النموذج المستخدم	أهم النتائج
1	2019	Chernko, Denid	Capital structure And Oligarch Ownership.	عينة من الشركات الأوكرانية	2002-2016	حجم الشركة ، حكم القلة، حق التصويت.	الدين/الدين +الملكية، المطلوبات/الموجودات	استخدم الباحث تقنية البيانات الطولية .	إن تحكم الأقلية في الشركات يسهم في رفع المديونية ويغير من هيكل المطلوبات وأن العلاقة ليست مباشرة بين حكم الأقلية ورأس المال المستهدف.
2	2019	Diannisa Siregar Risa Yanti, Anggraeni Luky tawati And Pramowo Koes.	Impact of capital structure and financial firm performance on firm value: Evidence of Agribusiness firms in Indonesia stock exchange.	16 شركة من القطاع الزراعي في اندونسيا.	2012-2016	سياسات المقسوم، حجم الشركة ، نمو الشركة	قيمة الشركة ، هيكل رأس المال ، الأداء المالي.	استخدام تقنية البيانات الطولية.	هيكل رأس المال يجب أن يضمن تجنيب الشركة للخطر ومنها خطر الإفلاس وأن يحسن ويعزز مؤشرات الأداء المالي، وأن هنالك علاقة معنوية موجبة بين سياسات المقسوم وحجم الشركة بعكس النمو الذي كان تأثيره سالبا،وأن هيكل رأس المال ومؤشرات الأداء المالي ترتبط بعلاقة موجبة مع قيمة الشركة.
3	2019	Ramli,Nur Ainna, Hengky latan , And Grace T .Solvida	Determinates of capital structure and firm financial performance-APLS-SEM A approach: Evidence from Malaysia& Indonesia	عينة من الشركات في البلدين.	1990-2010	حجم الشركة، هيكل الموجودات،فرص النمو، السيولة ، الخطر التشغيلي، الدرع الضريبي، ومن خارج الشركة(نمو وتطور سوق الأسهم والسندات، النمو الاقتصادي ، سعر الفائدة، التضخم.	الرفع المالي ، الاداء المالي للشركة	نمذجة المعادلات الهيكلية ومن ضمنها البيانات التجميعية.	أن هيكل رأس المال يعد دالة لمتغيرات داخلية تخص الشركة ولمتغيرات خارجية تتعلق بالبلد ككل.
4	2018	Jami,Mina & Amir shams Koloukhi	Determinates of capital structure and performance in listed companies of Tehran stock exchange	عينة من الشركات المدرجة في سوق طهران 123شركة	2012-2017	حجم الشركة، ملموسية الموجودات،عمر الشركة، المبيعات ، هيكل المالكين،السيولة، القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية،الانحراف المعياري للمبيعات/الموجودات.	قروض قصيرة الأجل /إجمالي الموجودات، القروض طويلة الأجل /إجمالي الموجودات، إجمالي القروض إجمالي الموجودات.	تقنية LSMالمربعات الصغرى.	حجم الشركة ، الرفع المالي معنوية التأثير مع الأداء ، كما التوصل إلى أن حجم الشركة وعمرها وحجم المبيعات والإيرادات الكلية كانت ذو تأثير معنوي في هيكل رأس المال.

5	2016	Birru,Mathewos Woldemariam	The impact of capital structure on financial performance of commercial Banks in Ethiopia.	عينة من المصارف التجارية.	2011-2015	نسبة الدين، الدين إلى حق الملكية ، ملموسية الموجودات، حجم المصرف، القروض إلى الودائع.	العائد على الموجودات ، العائد على حق الملكية.	استخدام تقنية البيانات الطولية.	أثبتت النتائج أن الأداء المالي المقاس بالعائد على الموجودات تأثر وبشكل سلبي وهام مع الدين إلى حق الملكية وحجم المصرف وملموسية الموجودات كان تأثيرها سالباً فقط.
6	2015	Omet,Ghassan, Talal alsharari, BasharAbu Khalaf,HAdeel Yaseen	Determinates of capital structure in various circumstances :could they be similar?	55 شركة من الشركات المدرجة في السوق السعودي و18 من الشركات الفلسطينية .	2006-2012	حجم الشركة، العائد على الموجودات ملموسية الموجودات فرص النمو.	هيكل رأس المال	تقنية البيانات الطولية.	أشرت النتائج أن عوامل مثل هيكل الموجودات، والربحية يكونان ذات تأثير هام في كلا العينتين والتباين يكمن في الآثار الخاصة بالبلد ككل
7	2015	Mugosa Ana	The determinates of capital structure choice: Evidence from Westren Europe	921 من أكبر الشركات الموجودة في غرب أوربا.	2003-2010	حجم المبيعات،ملموسية الموجودات ، القيمة السوقية /القيمة الدفترية ، الربحية ، التفرد الإنتاجي، العائد الكلي.	هيكل رأس المال	تقنية البيانات الطولية.	جاءت النتائج سالبة مع جميع المتغيرات عدا الحجم فقد كانت النتيجة موجبة ومتسقة أصلاً مع ما جاءت به نظرية تدرج مصادر التمويل ونظرية المبادلة.
8	2014	Mireku Kwame,SAmuel Mensah& Emmanuel Ogeoe	The relationship between capital structure Measures and Financial Performance: Evidence from Ghana.	عينة من الشركات تتألف من 15 شركة من الشركات المدرجة في سوق غانا للأوراق المالية.	2002-2007	العائد على حق الملكية،الأرباح قبل الفوائد والضرائب /المبيعات، الربح التشغيلي/المبيعات، المبيعات /الموجودات الكلية، هامش الربح.	هيكل رأس المال بالقيمة السوقية والقيمة الدفترية.	تحليل مصفوفات الارتباط باستخدام معامل بيرسون.	الأداء المالي يرتبط بعلاقة سالبة مع درجة ومستوى الرفع وهذا يؤشر أن الشركات الأقل مديونية لديها هامش ربح أعلى وأداء عالي بشكل عام.
9	2012	Ahmed Zuraidah, Norhasniza Mohd HasanAbdullah Andshashazrina Roslan	Capital structure effects on firm performance focusing on consumers industries sector on Malaysian firm.	عينة من الشركات الصناعية والاستهلاكية الماليزية وصلت إلى 58 شركة وبمجموع بما يقارب 352 مشاهدة.	2005-2010	التمويل قصير الأجل ، التمويل طويل الأجل،إجمالي التمويل، الحجم، الموجودات، نمو المبيعات، الحجم.	العائد على الموجودات، العائد على حق الملكية	نموذج الاتحدار المتعدد ويتخلف زمني .	دلت النتائج على تأثير معنوي وهام للتمويل قصير الأجل وإجمالي التمويل في العائد على حق الملكية والعائد على الموجودات، والتمويل الكلي يرتبط بعلاقة وأثر معنوي مع الأداء.

المصدر : من إعداد الباحث

رابعاً:مضامين هيكل رأس المال

يمكن القول بعد إدراج أهم المفاهيم التي ركزت عليها أحدث الأدبيات في حقل النظرية المالية ومحاولة اختصار ابرز النظريات التي شكلت نقاط تحول في نظرية هيكل رأس المال والمرحلة الثالثة التي تم التناول فيها بعض الدراسات السابقة كإطار مرجعي لغرض الإفادة منه في استخلاص أهم المضامين الخاصة بهيكل رأس المال من جهة ومن جهة ثانية معرفة أحدث الدراسات وأساليبها القياسية وأهم النتائج التي توصلت إليها، يأتي الدور ألان لمناقشة أهم المضامين التي تم استخلاصها مما ورد سابقاً في منهجية البحث:

1. يعد هيكل رأس المال الشغل الشاغل للمدير المالي المعاصر كونه يؤثر ويتأثر بالعديد من العوامل، فضلاً عن إمكانية وجود بدائل وسيناريوهات وبحسب الوزن النسبي لكل بند من بنوده، إذ يكمن التحدي ليس بالكم المطلوب منه، بل بنوع هذا التكوين وأمثلية استخدامه لكون الهدف منه تقليل معدل كلفة رأس المال وزيادة العوائد وتعظيم قيمة المساهمين.
2. يعد قراراً محورياً فيرتبط ارتباطاً مباشرا وعضوياً بقرار الاستثمار ناهيك عن ارتباطه بقرارات رأس المال العامل ومقسوم الأرباح، ولكنه مع الاستثمار يكون صورة متكاملة عن مؤشرات الكلف والمنافع والتدفقات النقدية الحالية والمستقبلية فمثلاً يجب أن يتمتع بالجاهزية والمرونة وأنه قابل للزيادة، فهو ليس تشكيلة من الدين وحق الملكية فحسب، بل هو إصدارات عامة وخاصة وائتمان تجاري وائتمان مصرفي وعقود إيجارات ومطلوبات وتوقيفات تقاعدية والتزامات ضريبية وتعويضات غير مدفوعة لعاملين ومستحقات منوعة وغيرها(Mirekn & et.al.2014,152).
3. ان المحددات الخاصة به (**DETERMINATES**) صنفت إلى صنفين رئيسين هما التقليدية وغير التقليدية، فالتقليدية ليس بمعنى التقادم الزمني أو التكرار واحتمال أن تعاد في المستقبل، بل في أن غالبية البحوث والدراسات الأكاديمية والتطبيقية اشتركت فيها فهي تشمل متغيرات السوق والقطاع والبلد ككل، وبالتالي فأن صفة التقليدية تغلب على التحليل الفني فيها أي بعوامل تخص الشركة فحسب وأن التحليل الأساسي بمتغيراته المتجددة يعد خروجاً عن التقليدية في طرح المؤثرات (Pandey&et.al,2019,205-206).
4. يمكن أن تعد أزمة العام (2008) أحد سمات التجديد في دراسة هيكل رأس المال بشكل عام والمصرفي منه على وجه التحديد، إذ أن انخفاض الدعم والمساعدات أو تأخرها أسهم في اعتماد الشركات على ذاتها في اختيار التوليفة التي تناسبها وهكذا صعودا إلى أن يكون متغير يدرس على المستوى الكلي بصفة تجميعية، حتى أن الصدمات التي تحدث في المستوى الكلي من الممكن أن تسهم في هذا التغيير عن طريق الخطر النظامي في التدفقات النقدية وهو الذي فتح الباب أمام دخول متغيرات الاقتصاد الكلي في دراسة هيكل رأس المال(Joiuda,2019,296) وكما ورد في النقطة (3).
5. اعتماداً على (4) من المضامين يمكن القول بأن أي نظام اقتصادي ومالي يعتمد في كفاءته على قدرته في تخصيص الأموال وتوجيهها وتحويل الخطر،أي أن التحدي ليس في وحدات الفائض بل تتعداها إلى الاستخدام في وحدات العجز، وهذه العملية لا تمر دون أسعار فائدة وصرف واستثمار وادخار وتضخم وخطر ...وغيرها (Salhi& Biglar,2009,97).
6. كذلك فقد تداخل هيكل رأس المال مع أداء الشركات بمؤشراته المالية على وجه التحديد ومن ثم القطاعات على اختلافها وأهمها الصناعية وحسب مستوى ودرجة الكثافة الرأسمالية للموجودات، حيث أثبتت أكثر من دراسة قياسية أن هذا الهيكل بمكوناته يمكن أن يرتبط بعلاقات طردية وعكسية مع مختلف المؤشرات فتراه يطابق أو يخالف الفرضيات التي جاءت بها النظريات كالمبادلة وتدرج مصادر التمويل مع مختلف مؤشرات الأداء كالعائد على حق الملكية والعائد على الموجودات والعائد على الاستثمار.
7. أخيراً وعلى افتراض إن البيئة المالية خالية من الاحتكاكات المالية فأنه لا فرق بين التمويل بالدين أو بحق الملكية وهذا لا يعني بأي حال من الأحوال أن يكون انتقاؤه عشوائياً ومن دون أهداف بل يبقى عاملاً

حاسماً كونه المرآة العاكسة للاستثمار، وبالتالي فمن الصعب جداً تحديد وزن ونوع يتوافق مع كل شركة أو قطاع وحتى السوق (Ahmed&et.al,2012,137).

خامساً:منهجية التحليل القياسي

1. **عينة البحث:** تم الاستعانة بمجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وصلت إلى (18) شركة من القطاع الصناعي، (2) شركتين من قطاع الاتصالات و(6) شركات من القطاع الزراعي وبعدد مشاهدات بلغ (132) مشاهدة وللنموذج ككل، لتكون معبرة عن المجتمع البحثي الذي يغطي السوق بكامله للقطاعات المشار إليها.
2. **مدة البحث:** امتدت المدة الخاصة بعينة البحث من العام 2010-2019 كونها شهدت العديد من التقلبات الاقتصادية والظروف السياسية مما انعكس في تغيرات في مؤشرات القطاعات والشركات وبالتالي بنية هيكل رأس المال وبقية المتغيرات المعتمدة الأخرى كالقيمة السوقية والعائد والسيولة.

سادساً: النموذج المستخدم

تحديداً فأن البيانات الطولية لا تخرج عن كونها مشاهدات مقطعية مقاسه في فترات زمنية معينة، إذ تضم البيانات المقطعية الدول، المؤسسات، العوائل، وغيرها (الجمال، 2012، 3)، ولغرض إجراء الجانب التحليلي تمت الاستعانة بنموذج البيانات الطولية Panel data أن هذا النموذج يجمع بين المشاهدات التي تكون على شكل مجموعات عبر حدود زمنية ودراسة سلوكها بشكل تجميعي (Gujarati، 2004، 636)، وان الغرض الأساس من استخدام البيانات الطولية هي رفع دقة النموذج ككل عبر إضافة عدد المشاهدات عن طريق ربطها مقطعياً بعدد الفترات الزمنية (الجمال، 2012، 2) .

سابعاً: تصميم النموذج وتوصيف المتغيرات

استناداً إلى ما ورد في منهجية البحث ابتداءاً من المشكلة البحثية وانتهاء بفرضية البحث، تم التوصل إلى النموذج الأنسب لاختبار ما جاء في عينة البحث (سنوات وقطاعات) وكانت بثلاثة نماذج رئيسة الأول مع القيمة السوقية والثاني مع السيولة وأخيراً مع العائد وبالصيغة التالية:

$$Y1.2.3= \alpha +\beta 1X1+ \beta 2X2+ \beta 3X3+\dots +e$$

1. المتغيرات المعتمدة أو التابعة Y1: القيمة السوقية، Y2: العائد ، Y3:السيولة.
2. المتغيرات التفسيرية أو المستقلةX1:: إجمالي مصادر التمويل، X2: التمويل طويل الأجل X3: التمويل قصير الأجل.

وعند تنفيذ النماذج الثلاثة بهذا التصميم ضمن تقنية البيانات الطولية للأثر الثابت والعشوائي اتضح وبعد اختبار (Hausman test) أن قيمتها أكبر من (0.05) مع أنموذج السيولة وبقيمة (0.94) أما البقية كانت بقيمة (0.00)، (0.00) على التوالي، وحيث أن قاعدة التفضيل بين الاختبارين العشوائي والثابت هي قيمة اختبار (Hausman test) إن كانت أكبر من (0.05) يفضل الأثر العشوائي والعكس إن كانت أقل فيكون الأنموذج الثابت هو الأنسب للاستخدام، ومن هنا نستنتج أن الأثر العشوائي هو الأنسب مع تحليل السيولة والثر الثابت هو الأفضل مع أنموذجي العائد والقيمة السوقية وللقطاعات الثلاثة (الصناعي،الزراعي ، الاتصالات) وكما هو موضح في الجداول الثلاثة الآتية:

الجدول (2)

نتائج تحليل القيمة السوقية للفترة (2010-2019) / نموذج الأثر الثابت Fixed effect model(fe)

المتغيرات	Coef.	t	P	F	P	R^2
تمويل طويل الأجل	5.59	2.99	0.003			

تمويل قصير الأجل	1.30	2.69	0.008	5.83	0.00	%23
التمويل الكلي	6.58-	3.08-	0.003			
Cons.	1.46	3.70	0.000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

الجدول (3)

نتائج تحليل السيولة للفترة (2010-2019) / نموذج التأثير العشوائي Random effect model (re)

المتغيرات	Coef.	t	P > t	Wald test	P > chi2	R^2
تمويل طويل الأجل	1.48-	0.17-	0.86	N.S	N.S	0.00
تمويل قصير الأجل	1.19-	53.-	0.59			
التمويل الكلي	4.16	43.	0.67			
Cons.	8.47	4.77	00.			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

الجدول (4)

نتائج تحليل العائد للفترة (2010-2019) / نموذج الأثر الثابت Fixed effect model(fe)

المتغيرات	Coef.	t	P	F	P	R^2
تمويل طويل الأجل	0.04	1.92	0.05	21.49	0.00	%33
تمويل قصير الأجل	0.47	7.48	0.00			
التمويل الكلي	0.16-	5.75-	0.00			
Cons.	1.44	2.76	0.00			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

التحليل

أظهرت نتائج تحليل الانحدار بأن أنموذج السيولة جاء غير معنوي تماماً ومخالفاً لما تم فرضه في منهجية البحث حتى لو تم اللجوء إلى الأثر الثابت وبغض النظر عن قيمة اختبار (Hausman test)، أما فيما يتعلق بنموذجي تحليل العوائد والقيم السوقية فقد كانا معنويان وبقيمة (21.49) و (5.83) على التوالي ككل ، وأن النموذجين استطاعا تفسير ما قيمته (23%) و(33%) من التغيرات الحاصلة في العوائد والقيم السوقية بسبب هيكل رأس المال خلال مدة البحث، من جهة ثانية فان نتائج التحليل بينت أن النموذج الأكثر معنوية هو نموذج تشكيلة رأس المال وذو إشارة سالبة مع تحليل العوائد والقيم السوقية ومرد ذلك نظرية الإشارة واحتمال وجود إشارة سالبة لأغلبية الشركات لدى المساهمين عندما يتم اللجوء إلى تشكيلة من مصادر التمويل قصيرة وطويلة الأجل، وعلى الرغم من معنوية التمويل طويل الأجل وبقيمة (1.92) و(2.99) على التوالي إلا أن التمويل قصير الأجل كان أكثر معنوية منه وأهمية وبقيمة (7.48) و (2.69) لكلا الأنموذجين والسبب في هذا يعود إلى أن التمويل قصير الأجل أسعاره وتكاليفه أقل من طويل الأجل مما يشجع اغلب الشركات على استخدامه بالرغم من مخاطره التي تتمثل بضغط السيولة في المستقبل القريب وبالنتيجة ينعكس الاثر في العوائد والقيم السوقية .

ثامناً: الاستنتاجات والمقترحات

الاستنتاجات:

توصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات لعل كان من أهمها هو :

1. يعد التمويل الكلي ذات أثر مهم ومعنوي وعكسي في القيم السوقية والعوائد للعينة البحثية وخلال المدة التي تم اختيارها، ومرد ذلك إلى احتمالية وجود صورة سلبية للشركة لدى المستثمرين الحاليين والمرتقبين وبالتالي السوق عندما تكون في موقف التذبذب لاختيار الوزن النسبي بين الأجل القصير والطويل في انتقاء مصادرها التمويلية.
2. أثبتت النتائج أن القيم السوقية والعوائد من الممكن أن تكون في زيادة في حالة المفاضلة بين الأجل القصير أو الأجل الطويل على الرغم من أن الأجل القصير كانت نتائجه أقوى تأثيراً وأكثر معنويةً في هذه القطاعات الثلاثة وعِلة هذا في طبيعة الموجودات لغالبية الشركات المختارة من حيث كثافتها الرأسمالية والنمو في موجوداتها وضعف الإضافات على الطاقات الإنتاجية التي تحتاج لأجل تمويلي أكبر.

المقترحات:

بناءاً على ما الاستنتاجات التي توصل إليها البحث يمكن صياغة بعض المقترحات لعل من أهمها هو:

1. أن يولي مدراء المالية في الشركات عينة البحث العناية والاهتمام الأكبر في بناء هياكل رؤوس أموالهم اعتماداً على درجة الكثافة الرأسمالية والتوسعات المستقبلية.
2. بناء رأس المال ضمن مواصفات الكم والنوع والمرونة المالية والتحسب من وقوع الخطر وأن يرسل رسالة إلى السوق مفادها أن الشركة قادرة استقراء الأسواق المالية بحالاتها ورسالة للمنافسين وأصحاب المصالح والمساهمين بأن هذا الهيكل سيعزز من أداؤها المالي.
3. أصبح هيكل رأس المال من أهم القرارات الإستراتيجية لذا فان صياغته وتنفيذه ودراسة البدائل والخيارات الممكنة والمتاحة، لا تقل أهميته عن أهمية أي موقف استراتيجي آخر في الشركة .

المصادر

أولا:المصادر باللغة العربية

أ. والوثائق والنشرات الرسمية

1. دليل الشركات في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2010- 201أصدارات متعددة من موقع www.isx-iq.net.

ب. الدوريات

1. الجمال، زكريا يحيى، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة العشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية،21،2012، العراق.

ج.الكتب

1. العامري، محمد علي إبراهيم، 2010، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.

ثانياً:المصادر باللغة الانكليزية

A. Journal

1. Ahmed,Zeeshan,and,Hla,Daw,Tin,2018,"Stock Retune Volatility and capital structure measures of Nonfinancial firm in Dynamic panel data :Evidence from Pakistan" ,Research article, John Wiley& sons Ltd.
2. Ahmed,Zuraidah,Abdullah Norhsniza ,Mohd, Hasan, and, Roslan shashazrina,2012,"Capital structure effect on firm financial performance focusing On Consumers and Industrial sectors on Malaysian firms", International Review of business research papers,VOL.8.No5.
3. AKINYOMI,Oladele,,Johnand,OLAGUNJU,Adebayo,2013,"Determinates of capital structure in Nigeria" ,International Journal of innovation and applied studies,vol.3.No.4
4. Alkhatib, Khalid ,AL-Sraheen, Deaa, and, Marji, Qais ,2017," Determinates of capital structure decision: An Empirical study from Developing Country" , International Business Management,11(1) .ISSN1993.
5. Basti,Eyup, and, Bayyurt, Nizarmettin,2019,"factors affecting capital structure Choices: New Evidence from Turkish Non –financial listed companies", Journal of Business, Economics and Finance, Volume 8. Issue 1.
6. Biruu,Mathewos.Woldmariam,2016,"The impact of capital structure on financial performance of commercial Banks in Ethiopia", Global Journal of management and business research: finance, Volume 16.Issue 8.version 1.0.
7. Chang, Chong-Chuo, and , Wong, Wing-Keung,2019, Relationship between capital structure and Profitability: Evidence from Asian Tigers" , Journal of management Information and Decision sciences .Vol .22: Issue.2.

8. Chernko,Demid,2019,"Capital structure and Oligarch Ownership", Springer Sciences+ Business Media, LLC Part of Springer nature 2018,EcoChange Restruct.
9. Diannisa, Siregar, Risa Yanti, Lukytawati' Angggraeni ,And,Koes, Pranowo, 2019,"Impact of capital structure and firm financial performance on firm value :Evidence of Agribusiness firm in Indonesia stock exchange" , School of business ,Bagor Agriculture University , Indonesia ,RJOAS.
10. Jami, Mina&, Koloukhi, Amirshams , 2018,"Detrminates of capital structure and performance in listed companies of Tehran stock exchange ",International Journal of management, Accounting and Economices,Vol1.5No.11.
11. Jouida,sameh,2019,"Bank capital structure, capital Requirements and SRISK across bank Ownership and financial crisis: panel VAR Approach" ,Review of Quantitative finance & Accounting.
12. Mirekn, Kwame, Mersah, Samuel ,And ,Ogoe,Emmanuel,2014, "the relationship between capital structures measures and financial performance :Evidence from Ghana", International Journal of Business and management,Vol9.No.6.
13. Mugosa,Ana, 2015, "The determinates of capital structure choices" Evidence from Western Europe", Business and Economic Horizons,Volum.11.Issue2.
14. Omet,Ghassan,Talal,Alsharari,Abu Khalaf, Bashar, and Yaseen, Hadeel,2015,"Determinates of capital structure in various circumstances: could they be similar?",Research journal of business and management, Volume. 2,Issue.2
15. Pandey,Ashesh,Bhama,Vandama,and Singh,Madan,2019,""Recession impact on capital structure determinates :Evidence from India" ,Journal of management research .Vol.19,No.3 .
16. Ramli,Nur,Ainna, Latan ,Hengky, and ,Solvida ,Grace, 2019," Determinates of capital structure and firm financial performance _APLS-SEM Approach: Evidence from Malaysian and Indonesia" ,The Quarterly Review of economics and Finance .
17. Salehi, Mahdi, and, Biglar, Kumus, 2009,"study of relationship between capital structure measures and performance : Evidence from Iran", International Journal of business and management,Vol.4.No.1.

B-Books

1. Gujarati, Damodar, 2004, **Basic Econometrics**, fourth edition, The McGraw-Hill Companies.