



تأثير محددات هيكل التمويل في القيمة المضافة للمساهمين

دراسة تحليلية لبعض الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

م.د. غضنفر عباس حسين

الجامعة التقنية الوسطى-المهد التقني بعقوبة

ghadanferah@mtu.edu.iq

م.د. محمد شهاب أحمد

جامعة واسط - كلية الإدارة والاقتصاد

mshhab@uowasit.edu.iq

أ.م.د. حيدر جاسم عبيد الجبوري

جامعة الكوفة - كلية الإدارة والاقتصاد

Haiderg.abed@uokufa.edu.iq

المستخلص

يهدف البحث الى اختبار العلاقة بين محددات هيكل التمويل المتمثلة ب(حجم الشركة، الموجودات الملموسة، فرص النمو) والقيمة المضافة للمساهمين في عدد من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ حددت مشكلة البحث في عدد من التساؤلات تمحورت حول التعرف على مدى تأثير محددات هيكل التمويل في القيمة المضافة للمساهمين، وتم وضع مخطط فرضي يوضح علاقات التأثير بين المتغيرات وعبر عنها بثلاث فرضيات لقياس علاقة التأثير، وجمعت المعلومات بالاعتماد على المواقع الإلكترونية الرسمية لسوق العراق للأوراق المالية بحجم عينة بلغ (5) شركات صناعية من حجم مجتمع بلغ(14) شركة، واستخدم أسلوب الانحدار البسيط في ايجاد علاقة التأثير بين متغيرات البحث ، باستخدام برنامج (SPSS.V20). وتوصل البحث الى ان هنالك علاقة تأثير بين محددات هيكل التمويل والقيمة المضافة للمساهمين في الشركات المبحوثة. فضلاً عن أن اتاحة فرص النمو امام إدارة الشركة ومساهميها يعزز ثقتهم بالنشاط الذي تمارسه الشركة نتيجة نمو الاستثمار بشكل مستمر وبالتحديد نمو الموجودات الكلية وبالتالي يعزز القوة التنافسية، مما ينعكس ايجاباً على زيادة قيمة المساهمين. وأوصى البحث بمجموعة من التوصيات كان من اهمها التركيز على الاستثمار الرأسمالي كونه يعزز من قيمة الشركة ويجعلها أكثر مساومة امام الجهات الاقراضية وبالتالي زيادة القدرة التنافسية لتلك الشركات نتيجة خلق فرص نمو تجعل الشركات في بيئة أكثر اماناً مقارنة بالشركات العاملة في القطاع نفسه.

الكلمات الدالة: حجم الشركة، الموجودات الملموسة، فرص النمو، القيمة المضافة للمساهمين.



Abstract

. The research objected to test the relationship between the determinants of the financing structure represented by (company size, tangible assets, growth opportunities) and the added value of shareholders in a number of industrial companies listed on the Iraqi Stock Exchange. Determinants of the financing structure in the added value of the shareholders, and a hypothetical chart was developed that shows the influence relationships between the variables and was expressed with three hypotheses to measure the influence relationship. In finding the influence relationship between the research variables, using the program (SPSS.V20). The research concluded that there is an influence relationship between the determinants of the financing structure and the added value of shareholders in the companies surveyed. In addition, providing growth opportunities for the company's management and shareholders enhances their confidence in the company's activity as a result of continuous investment growth, specifically the growth of total assets, and thus enhances competitive strength, which is reflected positively on the increase in shareholder value. The research recommended a set of recommendations, the most important of which was focusing on capital investment as it enhances the value of the company and makes it more bargaining before the lending authorities, which increases the competitiveness of these companies as a result of creating growth opportunities that make companies in a safer environment compared to companies operating in the same sector.

Keywords: company size, tangible assets, growth opportunities, added value for shareholders.



المقدمة

في عالم اليوم، تعد القيمة وخلق الثروة للمساهمين من بين أهم أهداف الشركات، ومن أجل تحقيق أهداف المساهمين، يحتاج المستثمر إلى بعض الأدوات من أجل قياس القيمة المحتملة لكل فرصة استثمارية. من الواضح أن هذه الأدوات ليست قادرة على التنبؤ بالمستقبل الدقيق، فهي فقط توفر بعض المعلومات والنصائح التي تساعد المستثمر في القرارات التي يتخذها. من بين هذه المعايير، أكثر الأنواع شيوعاً هي عائد الاستثمار وربحية السهم وعلى الرغم من التطبيقات العديدة لهذه الأدوات، من الناحية النظرية فإنها لا ترتبط بقيمة المساهمين أو تكوين الثروة.

ففي السنوات الأخيرة، اعتمدت مؤشرات التقييم الحديثة على النظريات الاقتصادية مثل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، القيمة السوقية المضافة (MVA)، القيمة الاقتصادية المضافة المكررة (REVA)، القيمة المضافة للمساهمين (SVA)، القيمة النقدية المضافة (CVA)، والقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة (AEVA) التي تحل محل المعايير القائمة على البيانات المحاسبية وقد لفتت الانتباه على نطاق واسع. تتبع هذه المعايير تقييم الأداء فيما يتعلق بالتغيرات في القيمة جنباً إلى جنب مع تعظيم عوائد المساهمين على المدى الطويل. في هذه البحث سيتم التطرق الى أحد أهم المؤشرات المذكورة في اعلاه وهو القيمة المضافة للمساهمين (SVA) وبيان مدى علاقتها ببعض محددات هيكل التمويل ولغرض تحقيق هذا الهدف تم تقسيم البحث من اربع مباحث سيتضمن المبحث الاول المنهجية العلمية للبحث، اما الثاني سوف يتناول الجانب النظري لمتغيرات البحث، ويهتم الثالث بالتحليل المالي واختبار فرضيات البحث من علاقات ارتباط وتأثير، اما الرابع سوف يختصر على الاستنتاجات والتوصيات التي توصل اليها البحث.



المبحث الأول

المنهجية العلمية للبحث

اولاً: مشكلة البحث: يمكن أن يكون تقييم الأداء نتيجة لطبيعة مالية وغير مالية مثل عدد الشكاوى ووقت التسليم (مؤشر رضا الزبائن). بشكل عام، هناك معايير مختلفة لتقييم أداء الشركات. تطبيق المعايير غير الملائمة لتقييم الأداء ينتهي في الحالة التي لا يتم فيها توجيه قيمة الشركة نحو القيمة الحقيقية، ونتيجة لذلك، يتسبب في خسارة مجموعة من المساهمين والأرباح الوفيرة لمجموعة أخرى. وهكذا، من بين المعايير المختلفة لتقييم الأداء، المعايير الاقتصادية، في المقارنة مع المعايير السابقة (المقياس القائم على المحاسبة)، محاولة تحويل المعلومات المحاسبية الى المعلومات الاقتصادية من خلال بعض التعديلات وجعلها أساس تقييم الأداء للشركات. لذا فإن القيمة المضافة للمساهمين، كمعيار منفصل عن المعايير الأخرى القائمة على القيمة، قادرة على وصف عائد المساهمين وبالتالي اتخاذ خطوة حازمة من أجل اتخاذ قرارات دقيقة في أقسام التمويل والتشغيل والاستثمار في الشركات. لذا تتمحور مشكلة البحث في التساؤل الرئيس الذي يفترضه الباحثين (هل يوجد تأثير لمحددات هيكل التمويل في القيمة المضافة للمساهمين في الشركات المبحوثة؟) ومن اجل الاجابة على هذا التساؤل تم وضع خمس تساؤلات التي سيركز البحث للإجابة عليها وهي:

1. ما مستوى حجم الشركات الصناعية المبحوثة؟
2. ما مستوى الموجودات الملموسة للشركات الصناعية المبحوثة؟
3. ما مستوى فرص النمو المتحققة على الشركات الصناعية المبحوثة؟
4. ما مستوى القيمة المضافة للمساهمين في الشركات الصناعية المبحوثة؟
5. هل علاقة تأثير بين مؤشرات هيكل التمويل والقيمة المضافة للمساهمين على مستوى متغيرات البحث؟

ثانياً: أهمية البحث: تأتي أهمية البحث في جانبين النظري والتطبيقي وعلى وفق الآتي:

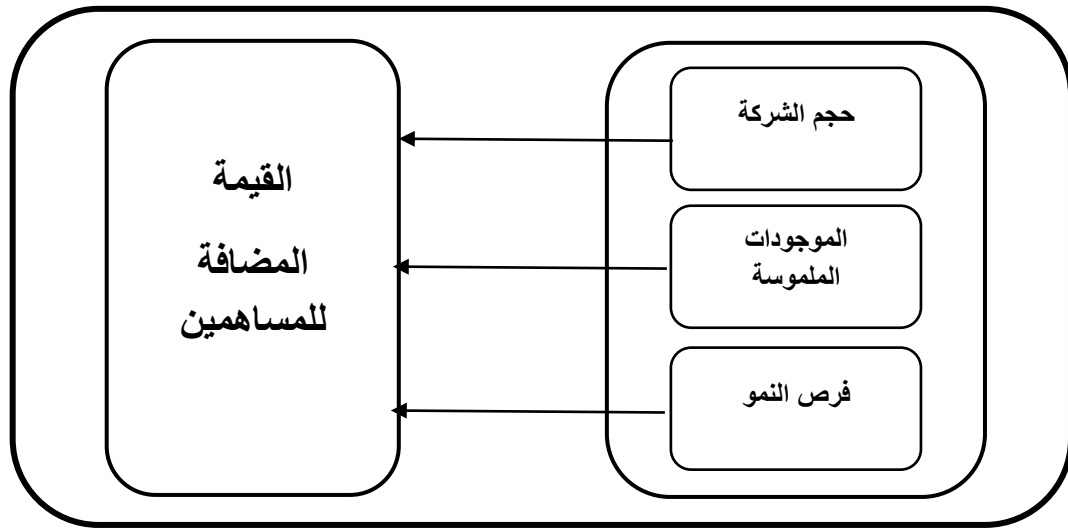
- أ. **الجانب النظري:** يقدم البحث ملخص عن أهم أفكار الباحثين للمتغيرين محدّدات هيكل التمويل والقيمة المضافة للمساهمين مراعي في ذلك حداثة المصادر وأصالتها.
- ب. **الجانب التطبيقي:** يركز البحث على أهمية القطاع الصناعي المبحوث والمشاكل التي يعاني منها وبالتحديد على المحدّدات التي تواجه هيكل التمويل وإمكانية توظيفها بالشكل الذي يؤدي الى زيادة القيمة المضافة لحقوق المساهمين، بعد تشخيص مستويات توافر المؤشرات المعتمدة على مستوى الشركات ليتم بعد ذلك اختبار الفرضيات ومن ثم تحليل النتائج والتوصل الى عدة استنتاجات وتوصيات.



ثالثاً: اهداف البحث: ان غرض البحث يركز على تحقيق أربع اهداف رئيسة وهي كالآتي:

1. التعرف على مستوى حجم الشركات الصناعية المبحوثة.
2. التعرف على مستوى الموجودات الملموسة للشركات الصناعية المبحوثة.
3. التعرف على مستوى فرص النمو المتحققة على الشركات الصناعية المبحوثة.
4. التعرف على مستوى القيمة المضافة للمساهمين في الشركات الصناعية المبحوثة.
5. تشخيص علاقة تأثير بين مؤشرات هيكل التمويل والقيمة المضافة للمساهمين على مستوى متغيرات البحث.

رابعاً: مخطط البحث الفرضي: يجسد المخطط الفرضي للدراسة العلاقات الترابطية والمنطقية بين المتغيرات، وبالاستناد الى الإطار الفكري لأدبيات هيكل التمويل والقيمة المضافة للمساهمين وفي ضوء مشكلة البحث وأهدافه قام الباحثين بتوليف مخطط فرضي للبحث وحسب الشكل (1) الموضح في ادناه.



شكل (1) مخطط البحث الفرضي

المصدر: عداد الباحثين

خامساً. فرضيات البحث: بعد تشخيص مشكلة البحث المراد معالجتها والاطلاع على الدراسات السابقة ذات الصلة، فقد افترض الباحثين فرضيات بمثابة حل مؤقت أو أولي ليتم اختبارها بأساليب ووسائل ملائمة للتأكد من صحتها أو نفيها وهي:

1. **الفرضية الأولى:** توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين مؤشر حجم الشركة والقيمة المضافة للمساهمين على مستوى الشركات المبحوثة.



2. **الفرضية الثانية:** توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين مؤشر الموجودات الملموسة والقيمة المضافة للمساهمين على مستوى الشركات المبحوثة.
3. **الفرضية الثالثة:** توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين مؤشر فرص النمو والقيمة المضافة للمساهمين على مستوى الشركات المبحوثة.
- سادسا: أدوات جمع البيانات:** تم جمع البيانات بأسلوبين وهما:
1. **الجانب النظري:** استعان الباحثين في الأطر النظرية من البحث بما هو متاح من المراجع والدراسات والبحوث المتوفرة في المكتبة وشبكة الانترنت، إذ شكلت الاخيرة جانباً هاماً في حصول الباحثين على البحوث والدراسات التي اعتمدت في تغطية هذا الجانب.
2. **الجانب العملي:** تم جمع بيانات للجانب العملي من الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية.
- سابعا: مجتمع وعينة البحث:** يتكون مجتمع البحث من الشركات الصناعية المساهمة العراقية المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية ، اما عينة البحث فقد بلغ عددها (5) شركات، وهي (العراقية للسجاد والمفروشات، الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية، الخياطة الحديثة، العراقية للأعمال الهندسية، شركة بغداد لصناعة مواد التغليف) إذ تم اختيار هذه الشركات وذلك لتوافر البيانات حسب السلسلة الزمنية المستهدفة.
- ثامنا: الاساليب المالية والاحصائية:**
1. **المعادلات المالية:** تم استخدام ثلاث مؤشرات لقياس محددات هيكل التمويل وهي (حجم الشركة، الموجودات الملموسة وفرص النمو)، ومعادلة قياس القيمة المضافة للمساهمين وكما موضح في جدول (1) مع المصادر المعتمدة:

جدول (1) المعادلات المالية المستخدمة في قياس متغيرات البحث

المتغير	المؤشرات	المعادلات	المصدر
محددات هيكل التمويل	حجم الشركة	اللوغارتم الطبيعي للمبيعات	Brigham & Besley, 2008:517
	الموجودات الملموسة	الموجودات الثابتة الى اجمالي الموجودات	
	فرص النمو	نسبة التغير في الموجودات الكلية	
القيمة المضافة للمساهمين		$SVA = Corporate Value - Debt$	Largani & Taleghani, 2012:3391

المصدر: من اعداد الباحثين

2. **الاساليب الاحصائية:** تم الاعتماد على اسلوب (الانحدار البسيط) لتحليل واختبار فرضيات التأثير لمؤشرات محددات هيكل التمويل والقيمة المضافة للمساهمين.



المبحث الثاني

الجانب النظري لمتغيرات الدراسة

أولاً: مفهوم هيكل التمويل

يعد تأثير الهيكل التمويلي على القيمة السوقية للشركة من أكثر المواضيع أهمية في مجال التمويل مما أثار جدل فكري عميق بين المتخصصين والباحثين أدى الى انقسامهم الى فريقين رغم كثافة النظريات والدراسات العلمية التي أجريت لهذا الغرض (Cahyono & Chawla, 2019: 100). إذ أن هنالك فريق يؤمن بوجود علاقة ما بين هيكل التمويل وقيمة الشركة وتعتبر النظرية (التقليدية Tradition) من اوائل الدراسات التي تطرقت لهذا المفهوم مستنده على فكرة مفادها بأن الهيكل المالي الأمثل يتضمن نسبة معينة من التمويل المقترض ولكن عندما تتجاوز الشركة هذه النسبة المحددة يبدأ المعدل الموزون لكلفة التمويل بالارتفاع بشكل تدريجي بسبب أن قيمة الوفورات الضريبية التي تحققها الشركة تصبح اقل مقارنة مع زيادة تكلفة التمويل الممتمك الذي يزيد ارتفاعها عند تجاوز هذا المدى المحدد وبالتالي تصبح الشركة عاجزة وغير قادرة على تسديد التزاماتها المالية المترتبة عليها بسبب زيادة كلفة الدين الناتجة من زيادة استخدام التمويل المقترض (Gitman et al, 2015: 578). بينما الفريق الآخر من الباحثين يؤمن بالنظريات التي تنفي تلك العلاقة وفي ضوء ذلك قام كل من (Modigliani and Miler 1958-1963) بتقديم دراسة تنفي العلاقة ما بين القيمة السوقية للشركة والرافعة المالية بل أنها تتأثر بتدفقاتها النقدية الناجمة من أنشطتها الاستثمارية (Gharaibeh & Saqer, 2020: 366). ومنذ ذلك الحين ظهرت دراسات مكثفة تتناول هذا المفهوم بهدف استكمال النتائج التي توصلوا اليها ومنها نظرية (الالتقاط - pecking order) التي تعود الى (Donaldson, 1961) أشارت بأن الشركات تتجنب الديون طالما أنها تستطيع تحمل نفقاتها بالاعتماد على التمويل الداخلي أولاً وفي حال عدم كفاية التمويل يتم اللجوء الى الديون وأخيراً الى حقوق الملكية كملاذ أخير، بعد ذلك ظهرت نظرية (المبادلة_ trade-offs) قدمت من قبل (Jensen & Meckling, 1976) وحاولت التغلب على واحدة من أكبر نقاط الضعف في مقترحات (MM) وهو تجاهل العواقب الحتمية للاستدانة المفرطة وقد طورت من قبل كلا من (Myers and Majluf, 1984: 577) إذ يؤكدون على المبادلة بين قيمة الوفورات الضريبية للدين وكلف الافلاس وكلف الوكالة التي تتحملها الشركة



(Arsov&Naumoski,2016:122). منذ ذلك الحين لا يزال هذا الجدل الفلسفي مستمر بخصوص هذا المفهوم (Stiglitz,197: 854).

ثانياً: محددات هيكل التمويل

يعد الهيكل المالي من أهم متطلبات نجاح الشركات من الناحية المالية لذلك فهو من أهم أولويات الإدارة المالية للشركة هي إدارة هيكلها المالي بشكل كفوء لتخفيض المعدل الموزون لكلفة التمويل الى أدنى مستوى ممكن عن طريق تحديد نسبة ملائمة لكلا من التمويل الممتمك والمقترض بهدف تعظيم العائد على حق الملكية، ونظرا لاختلاف مستوى العائد الذي يسعى الى تحقيقه ودرجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركات في القطاع الصناعي لا يمكن تحديد نسبة معينة من المزيج الامثل للتمويل لتكون ثابتة لجميع الهياكل المالية للشركات (Amraoui et al,2018:41). يهدف الهيكل المالي الأمثل الى تحقيق الموازنة بين العائد والمخاطرة بمعنى أن تكون درجة المخاطرة الناجمة من مصدر التمويل متوازنة مع مستوى العائد الناجم عنه لذلك فهو يعكس معظم قرارات الأعمال التي لها تأثير على القيم المالية والاقتصادية للشركة ، كون أن كلفة التمويل ترتبط بمكونات الهيكل المالي وكلما كان بالإمكان تخفيض كلفة التمويل كلما أدى ذلك الى خلق أثر ايجابي على العائد الذي تحققه الشركة وبالتالي تعظيم ثروة المالكين الأمر يستلزم قياس العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه حملة الاسهم العادية من كل هيكل مالي والمخاطرة الناجمة عنه أيضا ومن ثم المفاضلة بين العائد والمخاطرة من اجل اختيار الهيكل المالي الامثل(Brigham & Besley, 2008:517). ولكن بنفس الوقت يؤكد (Harris&Raviv,1991) بأن هنالك عدة محددات تؤثر في القرارات الخاصة بالهيكل المالي لذلك بدأ العديد من الباحثين في دراسة محددات هيكل رأسمال الامثل ومن أهمها هي :

1- حجم الشركة : العديد من الدراسات السابقة توثق أن حجم الشركة له علاقة إيجابية بالرافعة

المالية لأن الشركات الكبرى تتمتع بقدرات متنوعة مما يؤهلها بالوفاء بالتزاماتها اتجاه الدائنين وبالتالي يُنظر إليها على أنها أكثر استقرارًا وأكثر موثوقية من وجهة نظر المقرضين(Rajan&Zingales: 1423). يشير (Scott ,1976: 37) إلى أن الشركة الكبرى تمتلك موجودات ذات قيم عالية وبالتالي ستتمكن من تقديم افضل الضمانات للمستثمرين. بالمقابل أظهر (Tang and Jang: 179 ,2007)(O'Brien and Bhushan,1990:60) بأن الشركات الكبرى أقل عرضة لمخاطر تكلفة الإفلاس كونها تمتلك موارد متنوعة. نستنتج من ذلك



أن حجم الشركة له تأثير كبير على الديون ، وهذه النتيجة تدعم نظرية المبادلة. إذ يقاس حجم الشركة من خلال (اللوغارتم الطبيعي للمبيعات).

2. **الموجودات الملموسة** : تشير نظريات المبادلة الالتقاط وتكلفة الوكالة الى وجود علاقة ايجابية بين الملموسية والتمويل المقترض. بناءً على نظرية كلفة الوكالة يميل المساهمون في الشركة المرفوعة مالياً الى امتلاك الدافع للاستثمار دون المستوى الأمثل (9: Titman & Wessels, 1998). بينما وفقاً لنظريات المبادلة والالتقاط فإن طبيعة موجودات الشركة تؤثر في تركيبة الهيكل المالي فإذا كانت تتميز بكثافة موجوداتها طويلة الاجل تفضل التمويل المقترض طويل الاجل بينما اذا كانت ذات رأس المال العامل الكثيف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الأجل. فضلاً عن استخدام الموجودات الملموسة كضمان للمستثمرين (Myers, 1984: 578) وتُقاس الموجودات الملموسة من خلال (الموجودات الثابتة الى اجمالي الموجودات).

3. **فرص النمو**: نظرية المبادلة تفترض أن هنالك علاقة سلبية بين فرص النمو والمديونية إذ تقسم دورة حياة الشركة عادة الى أربعة مراحل هي " الدخول ، النمو ، النضوج ، التدهور " حيث يساعدها في تحديد استراتيجيات التمويل ، ففي المرحلة الاولى يكون الاعتماد على التمويل المقترض قليل وبعد ذلك يرتفع جدا في مرحلة النمو وهذا سيؤدي إلى زيادة تكاليف الإفلاس وزيادة العقبات أمام الحصول على الائتمان الخارجي ويبدأ بالتناقص في مرحلة النضوج نظراً لتوفر الاموال الذاتية لدى الشركة وبعد ذلك ينخفض جدا في المرحلة الاخيرة (Serrasqueiro&Nunes, 2014:452) وتُقاس فرص النمو من خلال (نسبة التغير في الموجودات الثابتة).

ثالثاً: القيمة المضافة للمساهمين (SVA) Shareholder Value Added

تم تناول مفهوم القيمة المضافة بشكل عام في الولايات المتحدة الامريكية بداية القرن الثامن عشر ميلادي من قبل السياسة المالية كمقياس للدخل القومي للبلد، وشاع اعتماده في السبعينات القرن المنصرم من قبل الشركات البريطانية كونه أساس لتوفير معلومات هامة للمساهمين واعتمد في برامج تحفيز الموارد البشرية في شتى أنواع المنظمات (Boldrin & Levine, 2008:6). إذ استعمل الباحث (Rappaport , 1994) مفهوم القيمة المضافة للمساهمين الذي يعد من اهم المؤشرات للتعرف على قيمة المساهمين، وهو متلازم مع مفهوم الإدارة القائمة على القيمة. ويشير (Fernandez 2002) الى أن المؤشرات المالية ذات الصلة بالإدارة القائمة على القيمة المتمثلة بالقيمة الاقتصادية المضافة، الربح الاقتصادي والقيمة النقدية المضافة، تعد قيم تاريخية بطبيعتها ويمكن ان تعتمد في خلق القيمة مستقبلاً.



اذ تمثل القيمة المضافة للمساهمين بالأرباح الاقتصادية الناتجة عن الأنشطة التي تتجاوز الحد الأدنى من العائد المطلوب من المساهمين، فالقيمة تضاف عندما تكون التدفقات النقدية تتجاوز كلفة رأس المال اللازم للوصول الى الأرباح التشغيلية ، وهذا يتطلب قياس القيمة المضافة للمساهمين في مقياس واحد ذات دلالة واضحة . تقوم منهجية SVA على الاعتراف بالتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها المساهمين، وان عدم كفاءة ادارة الشركة في تحقيق ذلك تدل على ضعف التخصيص والاستخدام الامثل لرأس المال وبالتالي عدم تحقيق اهداف حملة الاسهم في تعظيم قيمة اموالهم التي استثمروها في الشركة. (Largani & Taleghani,2012:3391) ويتم حساب SVA من خلال المعادلة

$$SVA = Corporate Value - Debt$$

حيث ان : **SVA**: القيمة المضافة للمساهمين

Corporate Value : قيمة الشركة

Debt : تمثل الدين

رابعا : العوامل التي تسهم في خلق قيمة مضافة للشركة

إشارات العديد من الأدبيات ذات الصلة الى وجود بعض العوامل التي تسهم في خلق قيمة مضافة وبحسب دراسة (Largania، 2012: 495) فإن هذه العوامل تتمثل بالاتي:

1- **قيادة التكلفة والتمايز**: وضح نموذج (Michael Porter) نوعين من المزايا التنافسية هما: قيادة التكلفة والتمايز، إذا طبقت الشركة استراتيجية قيادة التكلفة فإنها تسعى الى تحقيق أقل التكاليف في عملياتها لإنتاج المنتج. اما استراتيجية التمايز، تحاول الشركة أن تتميز عن منافسيها من خلال اعتماد ميزات تبهج الزبائن التي لا يمكن نسخها من قبل شركات منافسه في السوق نفسه (Marimon & Teles,2003:1703).

2- **الابتكار الاستراتيجي**: تساعد الابتكارات الاستراتيجية في تحقيق ميزة تنافسية نتيجة زيادة الحصة السوقية على حساب المنافسين.

3- **تحسين هيكل رأس المال**: بما ان المديونية المرتفعة غالباً ما تزيد من تكلفة رأس المال، يمكن للشركة خلق قيمة مضافة لمساهميها من خلال فائض رأس المال وهذا يتم باعتماد سياسة توزيع أرباح فعالة أو عمليات إعادة الشراء للأسهم.

4- **المعلومات**: المعلومات هي عامل هام في زيادة قيمة المساهمين، نتيجة تشخيص المخاطر وفرص العائد، وبالتالي يزداد احتمال إتاحة رؤوس أموالهم للشركة بشروط مواتية.



المبحث الثالث

التحليل المالي والاحصائي لبيانات الشركات المبحوثة

يختص المبحث الحالي بالتحليل المالي لبيانات الشركات الصناعية المبحوثة للمدة من (2014-2019)، على وفق المؤشرات المعتمدة لقياس متغيري الدراسة المستقل (محددات هيكل التمويل) الذي يقاس من ثلاث مؤشرات وهي (حجم الشركة، والموجودات الملموسة وفرص النمو)، اما المتغير التابع القيمة المضافة للمساهمين التي تم قياسها من خلال (الفرق بين قيمة الشركة والدين) اما الجانب الاحصائي سيختبر علاقة التأثير بين المؤشرات المعتمدة وعلى مستوى الشركات الصناعية المبحوثة ، وهي على وفق الاتي:

اولاً: التحليل المالي لمؤشرات البحث على مستوى الشركات المبحوثة:

1. **محددات هيكل التمويل:** تتكون محددات هيكل التمويل من ثلاث مؤشرات، الاول هو حجم الشركة الذي يعني مستوى المبيعات الذي تحققه الشركة ويقاس من خلال اللوغارتم الطبيعي للمبيعات، والمؤشر الثاني هو الموجودات الملموسة الذي يعني مدى امتلاك الشركة لموجودات ملموسة (ثابتة) وتقاس من خلال قسمة الموجودات الثابتة الى اجمالي الموجودات التي تمتلكها الشركة، والمؤشر الثالث هو فرص النمو التي تحققها الشركة وتقاس من خلال نسبة التغير في الموجودات الثابتة وكالاتي:

المعدل على مستوى الشركات	جدول (1) حجم الشركة للشركات الصناعية المبحوثة للفترة (2014-2019) دينار						اسم الشركة	ت
	2019	2018	2017	2016	2015	2014		
8.8030	8.6409	8.7439	8.7330	8.9515	8.8616	8.8869	العراقية للسجاد والمفروشات	
9.0272	9.1808	9.0828	9.0811	9.0035	8.9280	8.8871	الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية	2
9.0068	9.3395	9.0295	9.0003	8.8849	8.9313	8.8551	الخيطة الحديثة	3
6.4942	6.1432	6.0452	6.0499	7.1214	6.6216	6.9837	العراقية للأعمال الهندسية	4
7.9222	7.9482	7.9482	8.0598	7.9217	7.6716	7.9837	شركة بغداد لصناعة مواد التغليف	5
8.2507	8.6409	8.7439	8.7330	8.9515	8.8616	8.8869	المعدل العام على مستوى السنوات	

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الشركات بعد معالجتها بالأكسل

يعرض جدول (1) معدل حجم الشركات الصناعية المبحوثة للمدة من (2014-2019) اذ تبين ان معدل القطاع العام هو (8.2507) ويتضح ان افضل مدة لمعدل حجم الشركات المبحوثة هي في عام (2016) . اما الشركات التي حققت اعلى من معدل هي شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية.



المعدل على مستوى الشركات	ملحق (2) الموجودات الملموسة للشركات الصناعية المبحوثة للفترة (2019-2014)						اسم الشركة	ت
	2019	2018	2017	2016	2015	2014		
0.0327	0.0301	0.0341	0.0351	0.0324	0.0228	0.0414	العراقية للسجاد والمفروشات	1
0.7015	0.7176	0.8465	0.7776	0.7510	0.6419	0.4744	الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية	2
0.1817	0.1745	0.1149	0.1846	0.2208	0.2192	0.1762	الخيطة الحديثة	3
0.0282	0.0221	0.0243	0.0259	0.0327	0.0328	0.0314	العراقية للأعمال الهندسية	4
0.6230	0.6520	0.6504	0.6402	0.6336	0.6448	0.5172	شركة بغداد لصناعة مواد التغليف	5
0.3134	0.31926	0.33404	0.33268	0.3341	0.3123	0.24812	المعدل العام على مستوى السنوات	

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الشركات بعد معالجتها بالأكسل يعرض جدول (2) الموجودات الملموسة للشركات الصناعية المبحوثة للمدة من (2014-2019) اذ تبين ان معدل القطاع العام هو (0.3134) ويتضح ان افضل مدة لمعدل الموجودات الملموسة للشركات المبحوثة هي في عام (2016) . اما الشركات التي حققت اعلى من معدل هي شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية .

المعدل على مستوى الشركات	جدول (3) فرص للنمو للشركات الصناعية المبحوثة للفترة (2019-2014)						اسم الشركة	ت
	2019	2018	2017	2016	2015	2014		
-0.0292	0.048	0.032	-0.024	-0.065	-0.088	-0.078	العراقية للسجاد والمفروشات	1
0.0337	0.039	0.024	-0.014	0.031	0.059	0.063	الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية	2
0.0252	0.029	0.031	0.015	0.011	0.023	0.042	الخيطة الحديثة	3
0.0077	0.019	0.001	-0.024	0.011	0.026	0.013	العراقية للأعمال الهندسية	4
0.0290	0.029	0.010	-0.011	0.031	0.042	0.073	شركة بغداد لصناعة مواد التغليف	5
0.0133	0.0328	0.0196	-0.0116	0.0038	0.0124	0.0226	المعدل العام على مستوى السنوات	

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الشركات بعد معالجتها بالأكسل يعرض جدول (3) فرص للنمو للشركات الصناعية المبحوثة للمدة من (2014-2019) اذ تبين ان معدل القطاع العام هو (0.0133) ويتضح ان افضل مدة لمعدل فرص النمو للشركات المبحوثة هي في عام (2018) . اما الشركات التي حققت اعلى من معدل هي شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية .



المعدل على مستوى الشركات	جدول (4) القيمة المضافة للمساهمين للشركات الصناعية المبحوثة للفترة (2014-2019) دينار						اسم الشركة	ت
	2019	2018	2017	2016	2015	2014		
1540339.833	1246636	3210255	1605642	1410351	1065222	703933	العراقية للسجاد والمفروشات	1
5894235.333	7129288	4612211	4786929	5782566	5546212	7508206	الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية	2
3267039	3351916	4473988	3790931	2576242	3121633	2287524	الخيطة الحديثة	3
3387657.833	3369065	2706962	2667025	3517318	3078412	4987165	العراقية للأعمال الهندسية	4
-35192573	52368188	68117977	77234450	76541098	52542513	10563762	شركة بغداد لصناعة مواد التغليف	5
-4220660	-7454256	-10622912	-12876784	-12650924	13070798	5210118	المعدل العام على مستوى السنوات	

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الشركات بعد معالجتها بالأكسل

يعرض جدول (4) القيمة المضافة للمساهمين للشركات الصناعية المبحوثة للمدة من (2014-2019) اذ تبين ان معدل القطاع العام هو (-4220660) ويتضح ان افضل مدة لمعدل فرص النمو للشركات المبحوثة هي في عام (2014). اما الشركات التي حققت اعلى من معدل هي شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية .

ثانياً: اختبار وتحليل علاقات التأثير لمتغيرات البحث

سيتم في هذه الفقرة الاعتماد على تحليل الاحصائي المتمثل بالانحدار البسيط في الاختبارات ذات الصلة بتحديد علاقات التأثير بين (محددات هيكل التمويل) في (القيمة المضافة للمساهمين) ، وتم اعتماد على معامل (B) لتشخيص مقدار التغير المتوقع في المتغير التابع (القيمة المضافة للمساهمين) نتيجة التغير وحدة واحدة من المتغير (محددات هيكل التمويل) ، فضلاً عن الاعتماد على معامل التحديد المتمثل بـ (R^2) لتحديد القدرة التفسيرية للنموذج لتفسير العلاقة بين مؤشرات المتغير المستقل والتابع ، كما سيتم المقارنة بين قوة تأثير جميع المؤشرات المستقلة بالاعتماد على (t-test) الذي يبين معنوية النتائج ، كما تم استخدام اختبار (f) لتشخيص معنوية نموذج الانحدار من عدمه ، إذ اعتمد الباحثين على مؤشر (مستوى) معنوية حدود (0.05) للحكم على مدى معنوية التأثير ، اذ تم وضع ثلاث فرضيات لأختبار علاقات التأثير بين المتغيرات المعتمدة وكالاتي:



1. تحليل اختبار الفرضية الاولى: نصت الفرضية على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لحجم الشركة في القيمة المضافة للمساهمين على مستوى الشركات المبحوثة وسيجري اختبارها كالاتي :

جدول (5) اختبار تحليل التأثير بين مؤشر حجم الشركة والقيمة المضافة للمساهمين

القيمة المضافة للمساهمين									المتغير المستقل
معنوية معامل الانحدار	P. Value	T المحسوبة	معامل الانحدار B	معنوية النموذج	P Value **	F المحسوبة	R ²	الثابت (a)	
معنوي	0.031	5.43	0.31	معنوي	0.032	7.543	0.16	39.16	حجم الشركة

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات SPSS .

تبين معطيات جدول (5) ان معامل التحديد المعدل (R^2) اي النسبة المفسرة لحجم الشركة قد بلغت (16%) وهي نسبة مقبولة تدل على أن نسبة (16%) من الاختلاف في القيمة المضافة للمساهمين تتحدد من خلال حجم الشركة والنسبة الباقية البالغة (84%) تبين معدل المساهمة للمتغيرات الأخرى غير الداخلة في انموذج الدراسة أو متغيرات غير مسيطر عليها. كما بلغت قيمة (F) المستخرجة (7.54) اي معنوية عند مستوى (0.05) مما يبين ان نموذج الانحدار مقبول وله القدرة على ان يفسر العلاقة بين حجم الشركة والقيمة المضافة للمساهمين . كما بلغ معامل الانحدار (B) بينهما (0.31) وتم تحديد معنوية معامل الانحدار من خلال الاعتماد على اختبار قيمة (T) اذ بلغت القيمة المحسوبة لها (5.43) أي معنوية بمستوى (0.05) وعلى وفق ذلك تقبل الفرضية.

ب: تحليل اختبار الفرضية الثانية: نصت الفرضية على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية للموجودات الملموسة في القيمة المضافة للمساهمين على مستوى الشركات المبحوثة وسيجري اختبارها كالاتي:

جدول (6) نتائج تحليل التأثير بين مؤشر الموجودات الملموسة والقيمة المضافة للمساهمين

القيمة المضافة للمساهمين									المتغير المستقل
معنوية معامل الانحدار	P. Value	T المحسوبة	معامل الانحدار B	معنوية النموذج	P Value **	F المحسوبة	R ²	الثابت (a)	
معنوي	0.021	4.05	0.29	معنوي	0.022	12.321	0.19	41.19	الموجودات الملموسة

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .



تبين معطيات جدول (6) ان معامل التحديد المعدل (R^2) اي النسبة المفسرة لحجم الشركة قد بلغت (19%) وهي نسبة مقبولة تدل على أن نسبة (19%) من الاختلاف في القيمة المضافة للمساهمين تتحدد من خلال الموجودات الملموسة والنسبة الباقية البالغة (81%) تبين معدل المساهمة للمتغيرات الأخرى غير الداخلة في انموذج الدراسة أو متغيرات غير مسيطر عليها. كما بلغت قيمة (F) المستخرجة (12.321) اي معنوية عند مستوى (0.05) مما يبين ان نموذج الانحدار مقبول وله القدرة على ان يفسر العلاقة بين حجم الشركة والقيمة المضافة للمساهمين . كما بلغ معامل الانحدار (B) بينهما (0.29) وتم تحديد معنوية معامل الانحدار من خلال الاعتماد على اختبار قيمة (T) اذ بلغت القيمة المحسوبة لها (4.05) أي معنوية بمستوى (0.05) وعلى وفق ذلك تقبل الفرضية.

3. اختبار الفرضية الثالثة: افادت هذه الفرضية بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لفرص النمو في القيمة المضافة للمساهمين على مستوى الشركات المبحوثة وسيجري اختبارها كالاتي:

جدول (7) نتائج تحليل التأثير بين مؤشر فرص النمو والقيمة المضافة للمساهمين

القيمة المضافة للمساهمين									المتغير المستقل
معنوية معامل الانحدار	P. Value	T المحسو بة	معامل الانحدار B	معنوية النموذج	P Value **	F المحسوبة	R^2	الثابت (a)	
معنوي	0.030	9.08	0.33	معنوي	0.031	8.221	0.15	28.33	فرص النمو

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS .

تبين معطيات جدول (7) ان معامل التحديد المعدل (R^2) اي النسبة المفسرة لحجم الشركة قد بلغت (15%) وهي نسبة مقبولة تدل على أن نسبة (15%) من الاختلاف في القيمة المضافة للمساهمين تتحدد من خلال فرص النمو والنسبة الباقية البالغة (85%) تبين معدل المساهمة للمتغيرات الأخرى غير الداخلة في انموذج الدراسة أو متغيرات غير مسيطر عليها. كما بلغت قيمة (F) المستخرجة (8.221) اي معنوية عند مستوى (0.05) مما يبين ان نموذج الانحدار مقبول وله القدرة على ان يفسر العلاقة بين حجم الشركة والقيمة المضافة للمساهمين . كما بلغ معامل الانحدار (B) بينهما (0.33) وتم تحديد معنوية معامل الانحدار من خلال الاعتماد على اختبار قيمة (T) اذ بلغت القيمة المحسوبة لها (9.08) أي معنوية بمستوى (0.05) وعلى وفق ذلك تقبل الفرضية.



المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

1. اعتمد في السنوات الأخيرة تقنيات عدة وعدت بدلاً لمؤشرات التقييم المعتمدة سابقاً في تقييم الأداء المالي للشركات، مما جعلها تلاقي رواجاً بين المهتمين وأصحاب المصالح كونها تعطي صورة أوضح عن مستقبل استثماراتهم ومن هذه التقنيات القيمة المضافة للمساهمين.
2. إن أحد المواضيع التي شائع تداولها في الفكر المالي هو الهيكل المالي للشركات لغرض الوصول إلى هيكل تمويلي مناسب، ورغم النظريات والبحوث التي تناولت هذا الموضوع لم يتوصل الباحثين إلى مزيج مناسب من مصادر التمويل وذلك يعود إلى طبيعة عمل الشركات واختلاف أحجامها والأرباح المتحققة.
3. إن للشركات الأكبر حجماً علاقة إيجابية بخلق قيمة مضافة للمساهمين مقارنة بنظيراتها الأقل منها في الحجم، وذلك يعود إلى قدرتها بالحصول على ديون بأقل ما يمكن من التكاليف نتيجة عدم قلق المستثمرين بارتفاع المخاطر، وبالتالي تزيد من رغبة المؤسسات الإقراضية للتعامل مع هذا النوع من الشركات.
4. أثبتت النتائج أن للموجودات الثابتة ذات تأثير إيجابي على تعظيم قيمة المساهمين وذلك يعود إلى منح إدارة الشركة قوة إقراضية أي القدرة على سداد الديون، فضلاً عن أن الاستثمار الرأسمالي يعزز ثقة المساهمين باستثماراتهم.
5. إن إتاحة فرص النمو أمام إدارة الشركة ومساهميها يعزز ثقتهم بالنشاط الذي تمارسه الشركة نتيجة نمو الاستثمار بشكل مستمر وبالتحديد نمو الموجودات الكلية وبالتالي يعزز القوة التنافسية مما ينعكس إيجاباً على زيادة قيمة المساهمين.

ثانياً: التوصيات

1. الاعتماد بشكل أوسع على التقنيات ذات العلاقة بتقييم الأداء المالي للشركات وهي التقنيات المعتمدة على القيمة سواء كانت القيمة الاقتصادية المضافة أو القيمة المضافة للمساهمين، كونها تقنيات ذات صلة باتخاذ القرارات لجميع أصحاب المصالح.



2. بما ان لكل شركة هيكل تمويلي مناسب لذا يتوجب على إدارة الشركات دراسة المحددات ذات الصلة بالهيكل المالي لغرض تعزيز الإيجابي منها وتقادي المحددات السلبية مما يجعل إدارة الشركة في وضع أفضل من المنافسين.
3. ضرورة التركيز على زيادة قيم المبيعات على وفق مناهج تسويقية متطورة تحاكي التطورات في البيئة الحالية وما يتطلبه الزبون يؤدي الى زيادة حجم تلك الشركات وبالتالي يخلق فرص أفضل للمساهمين لزيادة قيم استثماراتهم.
4. التركيز على الاستثمار الرأسمالي كونه يعزز من قيمة الشركة ويجعلها أكثر مساومة امام الجهات الاقراضية وبالتالي زيادة القدرة التنافسية لتلك الشركات نتيجة خلق فرص نمو تجعل الشركات في بيئة أكثر اماناً مقارنة بالشركات العاملة في القطاع نفسه.



References

1. Al-Najjar, B., & Taylor, P. (2008). The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data. *Managerial Finance*, 34(12), 919-933.
2. Amraoui, M., Jianmu, Y., & Bouarara, K. (2018). Firm's capital structure determinants and financing choice by industry in Morocco. *International journal of management science and business administration*, 4(3), 41-51.
3. Arsov, S., & Naumoski, A. (2016). Determinants of capital structure: An empirical study of companies from selected post-transition economies. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu*, 34(1), 119-146.
4. Besley, S., & Brigham, E. F. (2008). *Essentials of managerial finance*; Cengage Learning.
5. Boldrin, M., & Levine, D. K. (2008). Perfectly competitive innovation. *Journal of Monetary Economics*, 55(3), 435-453.
6. Cahyono, S. B., & Chawla, A. S. (2019). The determinants of firm financing structures across sectors: an evidence from Indonesian listed companies. *Investment management and financial innovations*, (16, Iss. 1), 100-118.
7. Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 12(7), 479- 491.
8. DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.



9. Doan, T.-T. T. (2019). Firm-specific factors as determinants of capital structure: Evidence from an emerging country. *International Journal of Economics and Management Systems*, 4.
10. Fernandez P. A Definition of Shareholder Value Creation. *Research Paper* 2002; 448 -48.
11. Gharaibeh, O. K., & Saqer, A. T. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Jordanian service companies. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 364.
12. Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2015). *Principles of managerial finance*. Pearson Higher Education AU.
13. Largani, M. S, Meysam K, and Amirreza Ab. "A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions." *Procedia-Social and Behavioral Sciences* 40 (2012): 490-497
14. Harris, M., Raviv, A. (1991) "The Theory of Capital Structure" *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, pp. 297–355.
15. Maghyereh, A. (2005). Dynamic capital structure: Evidence from the small developing country of Jordan. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 13(1).
16. Marimon, R., Nicolini, J. P., & Teles, P. (2003). Inside–outside money competition. *Journal of Monetary Economics*, 50(8), 1701-1718.
17. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
18. O'Brien, P. C., & Bhushan, R. (1990). Analyst following and institutional ownership. *Journal of Accounting Research*, 28, 55-76.



19. Qiu, M., & La, B. (2010). Firm characteristics as determinants of capital structures in Australia. *International journal of the Economics of Business*, 17(3), 277-287.
20. Rajan, R. G., Zingales, L. (1995) "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, pp. 1421–1460.
21. Scott, J. H. (1976). A theory of optimal capital structure. *The Bell Journal of Economics*, 33-54.
22. Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466.
23. Stiglitz, J. E. (1974). On the irrelevance of corporate financial policy. *The American Economic Review*, 64(6), 851-866.
24. Tang, C.-H. H., & Jang, S. S. (2007). Revisit to the determinants of capital structure: A comparison between lodging firms and software firms. *International Journal of Hospitality Management*, 26(1), 175-187.
25. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
26. Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, 112(1), 106-131.