

هيكل رأس المال وأثره على قرارات التمويل دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (2006-2011)

م.م. هند ضياء عبد الرسول
كلية الإدارة والاقتصاد/جامعة القادسية
تاريخ استلام البحث: 2013/9/5 تاريخ قبول النشر: 2014/1/5

المستخلص

يهدف البحث الحالي الى اختبار طبيعة ونوع العلاقة التي تربط بين هيكل رأس المال ونسب المديونية لدى عينة مكونة من 20 شركة صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق وللفترة بين 2006-2011، حيث تم بناء ثلاث نماذج رياضية من خلال معادلة انحدار المتعدد ولغرض التأكد من صلاحية هذه النماذج تم استعمال عدد من الوسائل الاحصائية المناسبة كتحليل بيرسون واختبار (D-W) و اختبار الارتباط العالي بين المتغيرات (VIF) وتحليل الانحدار الخطي توصل اليه البحث الى عدد من النتائج ابرزها هو تحديد نوع التمويل الذي ينسجم وطبيعة الاداء والقرارات المالية في الشركات الصناعية المساهمة في ضوء محددات هيكل رأس المال المعتمدة في البحث وانتهى البحث الى عدد من التوصيات منها اتجاه الشركات الى التميز بارتفاع معدل الارباح وأتاحت فرص احتجاز الارباح الى الاعتماد بدرجة اقل من الاموال المقترضة وبدرجة عالية على الارباح المحتجزة نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض وتماشيا مع الظروف الاقتصادية غير المستقرة التي تواجه العراق وان تعمل الشركات العراقية على وضع استراتيجيات جديدة لزيادة قيمة الشركة.

Capital Structure and Its Impact On Finance Decisions :Applied Study on A Sample of Listed Industrial Companies at Iraqi Money Stocks (2006-2011)

Asst. Lect. Hind D. Ad. Rasoul

Abstract

The current research goaled to choose the nature and the type of relationship that connect between the capital structure and debt rate percentage on a sample composed of 20 listed industrial companies at stock market for the period Of 2006-2011 ,Whereas It has been built three mathematical samples throughout an equation the numerical inclination ,for the purpose of affirmation on the validity of the sample ,that have been used many statistical suitable elements as parson analysis (D-W) and chose the international connection between variables (VIF) and analyzing the line inclination ,the research has reached to many results the most prominent is to specify type of finance that confirm with the nature and performance of finance decision of the cooperative industrial companies on the light of capital determines relied in the research and this ended to recommendations some of them intended by high raise of capital by raise the profits rate ,and provide a

chance of seize capital to rely on the less degree of loaned money and higher rate of seized money ,respecting " the international risk that should pay for loan and as the economical conditions instable that face Iraqi companies to put new strategic to increase the company's value.

المقدمة:

يعتبر قرار التمويل لشركة ما أحد أهم القرارات المالية بالنسبة للشركات المساهمة العامة. فمفهوم رأس المال ومضامينه العلمية يعتبر مهماً جداً بالنسبة للمدراء بغض النظر عن المجال الذي يعملون به (john,etal,1997;552-553) ومن أجل تحقيق أهداف تمويل الشركات يجب تمويل اي استثمار بشكل مناسب ويمكن ان يؤثر التمويل المتعدد على التقييم بسبب تأثر نسبة المخاطرة التي تتعرض لها الشركة ومن ثم يتوجب على الادارة تحديد المزيج الامثل للتمويل وهو هيكل رأس المال الذي سيؤدي الى اقصى قيمة ممكنة وأحد اهم الاعتبارات في قرار التمويل هو كيفية مقارنة هيكل رأس المال الفعلي للشركة بهيكل رأس المال المستهدف وعلى اية حال ان القليل من الشركات تمول سنوياً بصورة مطابقة تماماً لهياكل رأسمالها المستهدفة وذلك اساساً يعود الى الالتصاق الدقيق بتلك الهياكل سوف يزيد من تطابق التقييم ولأن الاصدارات الاصغر من الاوراق المالية الجديدة تطابق تقييم الاكبر نسبياً ، فإن الشركات تتجه نحو استخدام التمويل المقترض في سنة ومن ثم التمويل الممتلك في سنة اخرى (Weston,1996;712).

مشكلة البحث

ان اختيار هيكل رأس المال من صميم التخطيط المالي للشركة الذي يقع على عاتق المدراء الماليين وان كفاءة هذه الادارة في اختيار هيكل رأس المال من اجل تعظيم قيمة الشركة وبالتالي تكمن مشكلة البحث في معرفة هل هنالك علاقة بين محددات هيكل رأس المال ونسب المديونية؟ وبشكل اكثر تحديداً "فإن النماذج التي تم تطويرها في هذا البحث تحاول معرفة كيف تتخذ الادارة قراراتها المتعلقة بهيكل رأس مال الشركة؟ و هل يتم استخدام الديون في الشركات العراقية لدرجة تؤدي الى تعظيم قيمة الشركة؟.

اهمية البحث

يعتبر تعظيم قيمة الشركة (Firm value) من اهم الاهداف الواجب على الادارة تحقيقها اذ ان الاهتمام بهيكل رأس المال المناسب من اجل الحصول على الاموال اللازمة لتوفير مستلزماتها بأقل كلفة ممكنة وقد يؤثر هيكل رأس المال في تعظيم هذه القيمة وهنا تظهر كفاءة الادارة المالية للشركة في اتخاذ القرارات المناسبة التي تجنب الشركة من الوقوع في صعوبات مالية وبالتأكيد اهم هذه القرارات هو التوصل الى هيكل رأس المال المستهدف. تكمن أهمية البحث في محاولته تقديم الأسس العلمية التي يمكن أن تستند إليها المنظمات المبحوثة في ضوء توضيح هيكل رأس المال ومحدداته، وما يمكن أن يحدثه من علاقة وتأثير في نسب المديونية.

اهداف البحث

يسعى البحث إلى تحقيق الأهداف الآتية:

1. التعرف على العوامل التي تؤثر في هيكل رأس المال للشركات عينة البحث.
2. اختبار علاقة الارتباط والأثر بين هيكل رأس المال وكل من نسب المديونية في القطاع الصناعي العراقي.
3. تحديد أكثر محددات هيكل رأس المال علاقةً وتأثيراً في قيمة هذه الشركات.

فرضيات البحث

بناءاً على الاطار النظري للبحث واعتماداً على اهداف البحث واهميتها ينطلق البحث من اختبار الفرضيات الآتية :-

الجدول 1
فرضيات البحث

النموذج	المتغير المستقل	المتغير التابع	الفرضيات ¹
النموذج-I	عمر الشركة	نسبة المديونية طويلة الاجل	موجب
	هيكل الموجودات		موجب
	الربحية		سالِب
	حجم الشركة		سالِب
	الوفر الضريبي من غير قروض		سالِب
النموذج-II	عمر الشركة	نسبة المديونية قصيرة الاجل	سالِب
	هيكل الموجودات		موجب
	الربحية		سالِب
	حجم الشركة		سالِب
	الوفر الضريبي من غير قروض		سالِب
النموذج-III	عمر الشركة	نسبة المديونية كلية	موجب
	هيكل الموجودات		موجب
	الربحية		سالِب
	حجم الشركة		سالِب
	الوفر الضريبي من غير قروض		سالِب

عينة البحث

اشتملت عينة البحث على الشركات المساهمة العراقية في قطاع الصناعي والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وللفترة الواقعة بين 2006-2011 وعلى ان تتوفر في هذه الشركات الشروط التالية لضمان قياس متغيرات البحث :-

- 1- ان تكون الشركة استمرت من عام 2006 وحتى عام 2011 وهي الفترة التي تمثل فترة البحث.
- 2- ان لا تكون قد تم دمجها خلال فترة البحث.
- 3- ان تنتهي السنة المالية في نهاية شهر كانون الاول من كل عام.
- 4- ان تتوفر عن الشركات البيانات اللازمة خلال فترة البحث لقياس متغيرات البحث. وقد استوفت (20) شركة هذه الشروط التي اجري عليها البحث وهذه الشركات هي كما مبين بالجدول (2):-

الجدول 2
الشركات الصناعية عينة البحث

ت	الشركة	ت	الشركة
1	العراقية للسجاد و المفروشات	11	الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية
2	الفلوجة لإنتاج المواد الاشائية	12	الاصباغ الحديثة
3	الهلال الصناعية	13	انتاج الالبسة الجاهزة
4	الصناعات الكيماوية العصرية	14	بغداد لصناعة مواد التغليف
5	شركة الصناعات الإلكترونية	15	الصناعات الكيماوية و البلاستيكية
6	العراقية لصناعة الكارتون	16	الصناعات المعدنية والدراجات

¹ موجب يعني :- علاقة طردية
سالِب يعني:- علاقة عكسية

المواد الانشائية الحديثة	17	الخيطة الحديثة	7
الخازر للانتاج المواد الانشائية	18	نينوى للصناعات غذائية	8
الوطنية لصناعات الاثاث المنزلي	19	المنصور للصناعات الدوائية	9
العراقية للاعمال الهندسية	20	المشروبات الغازية الشمالية	10

أنموذج البحث

بالاعتماد على تحليل العوامل التي تؤثر في هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العراقية وتم فحص امكانية وجود علاقة بين هيكل رأس المال والعوامل الاتية:- حجم الشركة، وعمر الشركة، هيكل الموجودات، الوفر الضريبي من غير القروض وربحية الشركة يمكن صياغة العوامل المحددة لهيكل رأس المال باستخدام ثلاثة نماذج رياضية من خلال معادلة انحدار المتعدد و كما يأتي:-

نموذج الاول:-

$$LTDR = \alpha + \beta_1 NDTSit + \beta_2 TANGit + \beta_3 PROFit + \beta_4 FSIZEit + \beta_5 LNFAit + \varepsilon$$

نموذج الثاني:-

$$STDR = \alpha + \beta_1 NDTSit + \beta_2 TANGit + \beta_3 PROFit + \beta_4 FSIZEit + \beta_5 LNFAit + \varepsilon$$

نموذج الثالث:-

$$TDR = \alpha + \beta_1 NDTSit + \beta_2 TANGit + \beta_3 PROFit + \beta_4 FSIZEit + \beta_5 LNFAit + \varepsilon$$

وهي عبارة عن الشركة i في ال cross section 1,2,3,4,...,100

وهي عبارة عن الزمن t خلال الفترة 2006-201 1,2,3,4,5,6

ثابت وتمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المستقلة تساوي صفرا " $\alpha =$

معاملات انحدار للمتغيرات المستقلة $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5 =$

تمثل المتغيرات العشوائية غير الداخلة في النموذج $\varepsilon =$

متغير تابع يمثل نسبة الديون طويلة الاجل $LTDR =$

متغير تابع يمثل نسبة الديون قصيرة الاجل $STDR =$

متغير تابع يمثل نسبة الديون الكلية $TDR =$

متغير مستقل يمثل الوفر الضريبي من غير القروض $NDTS =$

متغير مستقل يمثل هيكل الموجودات الشركة $TANG =$

متغير مستقل يمثل ربحية الشركة $PROF =$

متغير مستقل يمثل حجم الشركة $FSIZE =$

متغير مستقل يمثل عمر الشركة $LNFA =$

ويخلص الجدول (3) مقاييس المتغيرات المستقلة والتابعة.

المصدر	القياس	المؤشر	المتغير
Cassar & Holmes, 2003 Akhtar, 2005; Fattouh et al; 2005	$\frac{Long Term Debt}{Equity + Debt}$	نسبة المدىونية طويلة الاجل	هيكل رأس المال
Cassar & Holmes, 2003 Deesomsak 2004 Gaud et al., 2005; Song 2005	$\frac{Short Term Debt}{Equity + Debt}$	نسبة المدىونية قصيرة الاجل	

Titman &Wessels, 1988Panno,2003; Akhtar 2005	$\frac{Total\ Debt}{Total\ Asset}$	نسبة المدىونية الكلية	
Titman &Wessels; 1988 Gaud et al.,2005	$\frac{Total\ Groos\ Fixed}{Total\ Asset}$	هيكل الموجودات	
Cassar& Holmes, 2003 Deesomsak, 2004, Voulgaris etal,2004 Fattouh et al., 2005Gaud et al., 2005; Song, 2005	$\frac{E\ B\ I\ T}{Total\ Assets}$	الربحية	
Holmes, 2003; Panno,2003 Deesomsak 2004; Akhtar,2005 Gaud 'Fattouh et al., 2005 'et al., 2005 Song,2005	Log of Sales	حجم الشركة	محددات هيكل رأس المال
Petersen & Rajan, 1994,Michaleas et al., 1999	Date of Birth	عمر الشركة	
Sogorb Mira, 2002Deesomsak, 2004; Akhtar,2005Fattouh et al., 2005	$\frac{Depreciation}{Total\ Assets}$	الوفر الضريبي من غير القروض	

أساليب جمع البيانات وظف البحث في تغطية بياناته المطلوبة لتنفيذ الجانب النظري والميداني أساليب بحثية عديدة، فقد استعانت الباحثة في الجانب النظري بما تيسر من مرجعيات علمية عربية وأجنبية) كتب، مؤتمرات، بحوث، ومقالات (ذات صلة بموضوع البحث، فضلاً عن مراجعة العديد من المهتمين بهذا المجال وصولاً إلى إطار علمي واضح لمعالجة البحث . اما الجزء التحليلي من البحث فقد اعتمد على البيانات الرقمية للعينات المختارة التي تم الحصول عليها من موقع السوق الالكتروني والمقابلات مع المسؤولين في السوق ولقد شكلت التقارير السنوية التي تصدرها سوق العراق للأوراق المالية وما تيسر من احصائيات حجر زاوية في هذا البحث واعتمد البحث على مجموعة من الاساليب والوسائل الاحصائية في تحليل البيانات وتبويبها وجدولتها بمساعدة البرمجيات الجاهزة لنظام (SPSS 22) منها أسلوب الانحدار الخطي المتعدد و اختبار (D-W) اختبار (VIF) واختبار (F).

هيكل رأس المال: مراجعة تاريخيه ومفهوم

بدأت الطروحات حول هيكل رأس المال بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت اول نظرية في هذا المجال التي اصبحت تعرف الان بنظرية التقليدية لهيكل رأس المال والتي تسلم بوجود هيكل رأس المال امثل يتضمن نسبة مثالية لتمويل المقترض تجعل كلفة التمويل عند حدها الادنى وان الاستخدام الرشيد لتمويل المقترض في هيكل رأس المال للشركة يزيد العائد على حق الملكية فالتوفيق الامثل بين التمويل المقترض والتمويل الممتلك في هيكل رأس المال يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في ادناه ويعظم معدل العائد على حق الملكية (العامري، 1990،: 11-13) وفي عام 1958 قاما (Modigliani & Miller 1958) بوضع نظرية التي خلصت الى عدم وجود هيكل رأس المال امثل للشركات ضمن مجموعة من الافتراضات التي قاس عليها البحث مثل (عدم وجود المخاطر وكفاءة السوق ، كما ان القيمة

السوقية للشركة تعتبر مستقلة عن هيكلها التمويلي) - (Modigliani & Miller ; 1958 : 261-279) الا ان واضعي النظرية عادا في عام 1963 وحرراها من قيد الضرائب وخلصا الى ان القيمة السوقية للشركة المقترضة تفوق مثيلاتها المعتمد على الاموال الملكية وتتسجم هذه الميزة عما يعرف بالدرع الضريبي لفوائد الاقتراض (Tax Shelter) وعليه فان اقصى قيمة سوقية للشركة تتحقق عندما يقتصر تمويل الشركة على ادوات الاقتراض فقط (frielinghaus et.al 2005;9-18) و(Modigliani & Miller ; 1963 : 433-443) وقد تم وضع هذه النظرية على اساس عده افتراضات (حناوي، 1999: 317-334) وطالما ان مسار التطور العلمي يتطلب التعديل والتكيف قام (Myers, 1984) الى مناقشة نظرية هيكل رأس المال من خلال ادخال بعض التعديلات على النظرية المصححة Modigliani & Miller باحتساب كلف التمويل المقترض وموازنتها مع القيمة الحالية للوفورات الضريبية وبذلك اطلق عليها اسم نظرية التبادل (Trade-off Theory) (Myers ; 1984: 577) إذ تقترض هذه النظرية إنه يمكن إعادة النظر بنسب الديون المثلى من خلال التبادل بين كلف ومنافع التمويل المقترض وأثر ذلك في الخطط الاستثمارية للمنشأة (Myers, 2001; 81-102) وبحسب هذه النظرية فان العوامل الأكثر تأثيراً في هيكل رأس المال المستهدف هي الضرائب وطبيعة الموجودات التي تمتلكها الشركة وربحية الشركة على الرغم من ان نظرية التبادل حازت على عالم رأس مال الشركات مدة طويلة، الا ان الانتباه تحول الى نظرية الالتقاط Pecking-Order Theory والتي تركز على أهمية دور المدير في تحديد هيكل رأس المال الجديد من خلال الاختيار بين إصدار السندات وإصدار الاسهم (Ross et ,la . 2008;575) حيث تعتمد هذه النظرية على المعلومات المتباينة او غير متجانسة (Asymmetric Information) لتفسير هيكل رأس المال التي تؤثر في قرار المديرين المتعلق بالمفاضلة بين مصادر التمويل وبحسب هذه النظرية فان الشركات تفضل تمويل احتياجاتها من المصادر الاقل حساسية لتباين المعلومات لان تكاليف التمويل تزداد مع تباين المعلومات (Gitman ; 2009 : 690) وفي الآونة الأخيرة، قد اقترح Baker & Wurgler (2002) نظرية جديدة لهيكل رأس المال Market Timing Theory وتقوم هذه النظرية على الجهود التي تبذلها الادارة في اختيار المصدر المناسب للتمويل الذي يجب ان تتسجم مع توقيت الحاجة الى التمويل . وخالصة هذه النظرية ان الشركة تقوم بالاعتماد على الاموال الملكية لتمويل احتياجاتها من النقد في الاوقات التي تكون فيها اسعار اسهمها مقيمة بقيمتها الحقيقية او بأعلى من قيمتها الحقيقية ، في حين ان الشركة تلجأ الى الاقتراض لتمويل انشطتها التي تكون فيها اسهم الشركة مقيمة بقل من قيمتها الحقيقية (Weigl & Wittenberg, 2011; 137) و (Wurgler & Baker, 2002; 57).

مفهوم هيكل رأس المال

يعتبر هيكل رأس المال قوة بحد ذاته تحكم على مدى فشل او نجاح الشركة ،حيث ان المنتج والخدمة والادارة الجيدة لا تضمن النجاح (Kaminsky ,G. & Renhart, 2002; 1-16) كما ان الطريقة التي تتخذ بها الشركات قرارات هيكل رأس المال من اكثر الامور التي تم بحثها بشكل مكثف في حقل الادارة المالية وبالرغم من ذلك الا ان هناك القليل من التوافق بين الدراسات (Bancel & mitto, 2004; 103-132) ومن اجل تحقيق اهداف تمويل الشركات يجب تمويل اي استثمار بشكل مناسب ويمكن ان يؤثر التمويل المتعدد على التقييم بسبب تأثير كل من معدل الفائدة والتدفقات النقدية وبالتالي تتأثر نسبة المجازفة التي تتعرض لها الشركة ومن ثم يتوجب على الادارة تحديد المزيج الامثل للتمويل وهو هيكل رأس المال الذي سيؤدي الى اقصى قيمة ممكنة (Eun & Resnick, 2007; 422-423) وهناك عدة مفاهيم لهيكل رأس المال ولكن جميعها توضح على انها التركيبية التي تعظم قيمة الشركة في السوق (Myers & Majluf, 1984; 187-221) او تشكيله المصادر التي تحصل منها الشركة على الاموال بهدف تمويل

استثماراتها (هندي ، 2010) وعرفت على انها تركيبة مصادر اموال الشركة وهذه المصادر اما ان تكون خارجية (من خلال الاقتراض) او ان تكون داخلية (من خلال التمويل بحقوق المساهمين المتمثلة بالأسهم العادية والاسهم الممتازة والارباح المحتجزة) (Pantzalis & Mittoo & Zhang, 2005) and (Doukas, 2003; 59) ان حقيقة وجود تضارب في المصالح بين ملاك الشركة وادارة الشركة تجعل عملية المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية تختلف باختلاف زاوية النظر كما يأتي:-

1- ادارة الشركة :- تفضل ادارة الشركة التمويل الخارجي باعتباره الاقل كلفة ويتمتع بمزايا ضريبية تعمل على زيادة صافي الارباح وهذا يعمل على زيادة قيمتها السوقية (حنفي، 2007: 375-401).

2- المساهمين :- الحصول على تمويل من خلال اصدار الاسهم العادية يمنح الشركة مرونة عالية في الاستثمار وبذلك تتجنب القيود التي تفرض من قبل الجهة المقرضة ، كما تتجنب مخاطر الافلاس التي تحدث نتيجة الاقتراض الخارجي – بالرغم من ان اصدار الاسهم قد يتم معارضته من قبل حملة الاسهم العادية لاعتقادهم بأن زيادة رأس المال قد يؤدي الى تخفيض عائد السهم وزيادة عدد المساهمين (du&dai, 2005; 60-71) لكن هل يمكن تحديد الهيكل المثالي لرأس المال ؟ والذي يعمل على تخفيض التكاليف وبالتالي زيادة ثروة الملاك من خلال ارتفاع القيمة السوقية للسهم ؟ في الحياة العملية ان تحديد هيكل رأس المال المستهدف من قبل المدير المالي للشركة تعتبر مهمة صعبة وقد تكون شبة مستحيلة ، اذ يجب على المدير المالي ان يراعي عدة امور عند تحديد مصدر التمويل المطلوب مثل (supanvanij, 2006; 324-330)

- 1- تنظيم القيمة السوقية للشركة وصافي حق الملكية (صافي الثروة).
- 2- تدنية التكلفة المرجحة للأموال وامكانية الحصول على الاموال اللازمة للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة.
- 3- تنمية الثروة والاستخدام الامثل للموارد ورفع معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي مما يكون الاثر الاجتماعي في خلق فرص عمل جديدة وتنمية الدخل القومي .

العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال

هنالك عدة عوامل او محددات تؤثر على هيكل رأس المال منها:-

1-حجم الشركة :- Firm Size

هنالك عدة بدائل شائعة الاستخدام في ادبيات المالية للتعبير عن حجم الشركة هي مجموع الموجودات Total Asset والمبيعات السنوية Annual Sales Revenues وحجم الموظفين Total Employment ، وتماشيا مع دراسة (Baral, 2004; 1-13) سوف يتم التعبير عن حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي للمبيعات السنوية للشركة لتطبيق في هذه البحث . تأتي اهمية حجم الشركة من حيث الزيادة في حجمها اصبحت اكثر تنوعا" واكل تذبذبا" في العوائد السنوية ، مما يؤدي الى انخفاض مخاطر المالية المرتبطة بها ، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة المديونية في هيكل رأس مالها وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة المديونية المرتفعة في هيكل رأسمالها اكثر من الشركات ذات الحجم الاقل (Al-Sakran, 2001; 85-86) Hovakimian (et.al, 2004; 517).

2- هيكل الموجودات (الضمانات):- Tangibility (Asset Structure)

يشير (Rajan & Zingales, 1995) الى ان الشركة التي تمتلك موجودات يمكن تقديمها كضمان للمقرضين ويكون لديها الدافع لان تعتمد بدرجة كبيرة على الاموال المقترضة اي ان هنالك علاقة بين هيكل الموجودات والرافعة المالية. (Rajan & Zingales, 1995; 1421-1460) وأشار، أيضاً، (الهندي، 1997) إلى أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الموجودات الثابتة بوصفها أكثر الموجودات ملائمة لتقديمها كضمان ، وقدرتها على تحقيق أعلى

ربحية من الموجودات. نظرًا لاتجاه أصحاب الملكية للاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نسبيًا (هندي، 574: 1997-581)، فإنه إذا كان يتم عن طريق الاقتراض سيدفع ذلك الدائنين لطلب رهن أصول المشروع لصالحهم وحمايتهم في حالة فشل المشروع، ويقل تمويل المدينين لمشاريع لا تحوى على أصول قابلة للرهن، وبالتالي تقل تكلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين أصحاب الملكية والدائنين، وبالتالي سيقبل فائض الأموال لدى الشركة نتيجة لتسديد القروض، الذي يمكن أن يستخدمها لمديرون لصالحهم الذاتي. (JENSEN & HECKLING, 1988).

3- ربحية الشركة :- Firm Profitability

ان الهدف الاساسي لجميع الشركات ، والامر الضروري لبقائها واستمرارها ، غاية يتطلع اليها المستثمرون ، وتأتي اهمية هذا العنصر من ان ربحية الشركة تؤثر بشكل قوي في المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة ، فكلما زادت ربحية الشركة انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على الاقتراض وزادت قدرتها على تحقيق الوفر الضريبي (Baral, 2004;4) هذا من ناحية .ومن ناحية اخرى فكلما زادت ربحية الشركة استطاعت تمويل انشطتها وتمويل التوسع من ارباحها وبالتالي قل اعتمادها على المصادر الخارجية للتمويل . لذلك وبسبب ان الشركات التي تحقق ارباحا " كبيرة لديها القدرة الاكبر على الاقتراض وتستطيع الاستفادة بشكل افضل من الوفر الضريبي الناتج عن الاقتراض (Myers, 2001;85). اي ان الشركة ذات ربحية عالية من الموجودات تستطيع احتجاز جزء اكبر من ارباحها السنوية الصافية لتمويل احتياجاتها وبالتالي تقليل اعتمادها على نسبة المديونية (الشماح، 1992: 571).

4- عمر الشركة :- Firm Age

يرى العديد من الاقتصاديين ان العمر من بين اهم محددات هيكل رأس المال لأنه يساعد على رفع درجة الاستقرار للشركة وكذلك تحسين علاقتها مع الدائنين (www.ssm.com/sol.2008) وتأتي اهمية عمر الشركة من انه يعتبر المقياس لسمعة الشركة كما يراه كثيرون من الباحثين حيث يعطي فكرة قدرة الشركة على الاستثمارية قبل منح القرض حيث ان المصارف تميل الى تقييم الصدارة الائتمانية من الشركات وبالتالي حيث ان الشركات الحديثة -الاقبل عمرا- مقارنة بالشركات القديمة -الأكبر عمرا- تتميز بانخفاض تنوعها وقلة ارباحها وزيادة حاجتها لتمويل مشاريع التوسع والنمو وانخفاض سمعتها وبالتالي انخفاض قدرتها على الاقتراض (Myers, 2001, pp.81-102). لكن جاء اعتقاد (Bevan,2000) عكس ذلك حيث اشار الى وجود علاقة عكسية بين عمر الشركة ونسبة مديونيتها حيث ان الشركات التي تتراوح اعمارها من 10-20 سنة تكون لها نسبة استنادة اعلى من الشركات ذات العمر الاكبر (Bevan,2000;1-47).

5- الوفر الضريبي من غير القروض :- Non-Debt Tax Shield

تأتي اهمية الوفر الضريبي من غير قروض استنادا الى دراسة (DeAngelo & Masulis, 1980) التي خلصت الى وجود بدائل كثيرة للاستفادة من الوفر الضريبي من غير الاقتراض . وهذه الوسائل هي الاستهلاكيات، التبرعات، الخسائر المدورة و مصاريف الابحاث والتطوير . لذلك فإنه يمكن توقع علاقة عكسية بين نسبة الوفر الضريبي من غير القروض ونسبة المديونية في الشركات ذات نسبة الوفر الضريبي من غير القروض المرتفعة لان الشركة لم تعد مجبرة على اقتراض للاستفادة من الوفر الضريبي. (DeAngelo & Masulis, 1980;383-405).

الجانب العملي

التحليل الوصفي الاحصائي

بما ان البحث يعني بدراسة العلاقة بين المتغيرات فإن اول خطوة يجب القيام بها هي التحقق من وجود علاقة بين المتغيرين وذلك من خلال تنفيذ تحليل Correlation ومن ثم التعبير عن هذه العلاقة من خلال معادلة والتي تقدمها اساليب الانحدار، لذا تم استخدام اختبار بيرسون للارتباط (Pearson Correlation) الذي يعطي فكرة عن معنوية العلاقات الثنائية بين متغيرات البحث ويبين الجدول (4) مصفوفة ارتباط بين المتغيرات التابعة والمستقلة .

الجدول 4

مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التابعة والمستقلة

Independent Variables	Dependent Variable		
	Model-I	Model-II	Model-III
LNFA	-0.282* (0.141)	-0.278 (0.255)	-0.334* (0.170)
TANG	0.765 ** (0.000)	0.090 (0.750)	0.652* (0.070)
PROF	-0.380* (0.121)	-0.0740** (0.000)	-0.730** (0.000)
FSIZE	0.280 (0.253)	-0.086 (0.730)	0.670** (0.742)
NDTS	-0.516** (0.076)	-0.725** (0.001)	-0.740** (0.000)

**Correlation is significant at the 0.01 level (2-taild)

*Correlation is significant at the 0.05 level (2-taild)

وأظهرت نتائج ارتباط بيرسون للنماذج في الجدول أعلاه ، ان اقوى علاقة ايجابية بين النموذج الاول (الديون طويلة الاجل) مع هيكل الموجودات (الضمانات) (Tangibility) بلغت 76.5% ذات دلالة احصائية عند 0.000 تعد الاقوى بين جميع المتغيرات المستقلة . علاوة على ذلك وجود علاقة ايجابية لكن ضعيفة بين النموذج الاول وحجم الشركة بلغت 28% ولكن بدون دلالة احصائية عند مستوى 0.000 . غير انه يرتبط بعلاقة عكسية قوية مع متغير المستقل (الوفر الضريبي من غير قروض) بدرجة يصل الى 51.6%- وليست ذات دلالة احصائية وبشكل عام يمكننا القول بأن نموذج الاول (الديون طويلة الاجل) يرتبط بشكل موجب مع هيكل الموجودات وهذا يعني ان زيادة احدهما مرتبط بزيادة الاخر وهذا لا ينسجم مع فرضية البحث العدمية التي تنفي وجود علاقة مهمة بين المتغيرين.

في حالة النموذج -III ارتباط عكسي ضعيف لوحظ بين عمر الشركة وحجم الشركة ونسبة الديون قصيرة الأجل والتي تشير إلى أن التغيرات في عمر الشركة، وحجمها تساهم بشكل سلبي نحواً لتغيرات في مستوى الديون قصيرة الأجل ولكن التأثير لن يكون كبيراً. ومع ذلك الديون قصيرة الأجل لديه علاقة عكسية قوية مع الربحية و الوفر الضريبي من غير قروض ذات دلالة احصائية عند 0.000. وهذا يعني ان زيادة احدهما مرتبط بنقصان الاخر وهذا ينسجم مع فرضية البحث .

في حالة نموذج - III، المستوى الكلي للديون الشركة لديه علاقة عكسية قوية مع الربحية والوفر الضريبي من غير قروض لكن بدون دلالة احصائية عند 0.01. هناك ارتباط عكسي غير قوي يمكن أن يكون قد لوحظ بين عمر الشركة و إجمالي الدين. بينما هيكل الموجودات وحجم الشركة لديهما تأثير إيجابي غير قوي مع نسبة المديونية الكلية.

اختبار الارتباط العالي بين المتغيرات المستقلة في نماذج (Multicollinearity) كما بينت في الجدول (4) سابقاً فإن قيم معاملات الارتباط بين متغيرات البحث أظهرت وجود ارتباط بين هذه المتغيرات مما يتطلب القيام باختبار الارتباط العالي (Multicollinearity) وذلك لتحديد وجود مشكلة الارتباط بين المتغيرات المستقلة التي من شأنها ان تؤثر على مدى القدرة على تفسير النتائج وتحديد الدور الذي يلعبه كل متغير في نموذج الانحدار . وقد تم استخدام مقياس معامل تضخم التباين VIF^2 (Variance Inflation Factor) وهو يساوي واحد على واحد ناقص R^2 لنموذج الانحدار . وبالنظر الى الجدول (5) نجد ان نتائج الاختبار تشير الى عدم وجود اي قيمة تشير الى وجود الارتباط المتداخل وبالتالي فإن نتائج نموذج الانحدار متعدد المتغيرات ليست ناتجة عن ارتباط متداخل بين المتغيرات المستقلة.

الجدول 5

نتائج اختبار VIF

Variable	Tolerance	VIF
LNFA	0.474	2.109
TANG	0.67	1.492
PROF	0.73	1.312
FSIZE	0.495	2.019
NDTS	0.104	9.571

تحليل الانحدار

بعد تنفيذ تحليل الارتباط تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد ليفحص فرضية البحث ويقاس العلاقة بين متغيرات البحث ومقدرة كل متغير مستقل على تفسير التغير في المتغير التابع من خلال الآتي:-

1- تأثير محددات هيكل رأس المال على مستوى الرافعة المالية (النموذج I):-

الجدول 6

نتائج المعاملات الانحدار بين محددات هيكل رأس المال ومستوى الديون طويلة الاجل

Regression Statistics	Data
Multiple R	0.915
R Square	0.836
Adjusted R Square	0.773
Standard Error	5.002
Sum Of Square	1663.654
F-Value	13.293
Sig.F	0.000
Observation	19
Durbin – Watson	2.167

2. ويفسر على انه نسبة تباين الفعلي الى التباين في حالة عدم وجود ارتباط عالي . وحدد (Gujarai,2003) درجة المشكلة وفقاً لقيمة المعامل كلاتي: ما بين (10-5) يشير الى مشكلة متوسطة، اكثر من (10) يؤدي الى عدم الثقة في المعاملات المقدره، اكثر من (30) هناك مشكلة كبيرة. (Gujarai,2003;231) وذلك بتطبيق المعادلة الآتية:-

$$VIF = 1 / (1 - R_j^2) \quad (\text{Berenson.etal,2004})$$

حيث ان R_j^2 =معامل التحديد المتعدد لكل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى.

من الجدول (6) يلاحظ انه تم اختبار امكانية وجود علاقة ارتباط ذاتي بين البواقي (Auto-Correlation) باستخدام معامل (Durbin-Watson) وقد اظهرت نتائج هذا الاختبار ان نموذج (I) يساوي (2.167) مما يعني امكانية استنتاج عدم وجود ادلة على ان هناك علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين البواقي. ومن خلال (Multi-Collinearity) واختبار معامل (Durbin-Watson) يمكن الاعتماد على معاملات الانحدار لتفسير التغير في المتغير التابع ويتبين ان قيمة (Sig=0) (p-value) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان هنالك على الاقل عاملا واحدا من العوامل المستقلة يستطيع تفسير العامل التابع (الديون طويلة الاجل).

2- تأثير محددات هيكل رأس المال على مستوى الرافعة المالية (النموذج -II)

الجدول 7

نتائج المعاملات الانحدار بين محددات هيكل رأس المال ومستوى الديون قصيرة الاجل

Regression Statistics	Data
Multiple R	0.813
R Square	0.661
Adjusted R Square	0.531
Standard Error	10.17800
Sum Of Square	2627.099
F-Value	5.071
Sig.F	0.009
Observation	19
Durbin – Watson	2.243

من خلال الجدول 7 يتبين معامل التحديد R^2 القوة التفسيرية للنموذج القياسي حيث يشير معامل التحديد هنا الى متغيرات النموذج المستقل تفسر %81.3 من المتغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد، وهذا يدل على دقة تشخيص وبناء النموذج. وبالنسبة لاختبار F فهو يقاس معنوية النموذج ككل، وتشير قيمته الى انه معنوي عند مستوى %1 (P = 0.009) مما يدل على الثقة العالية للنموذج.

3-تأثير محددات هيكل رأس المال على مستوى الرافعة المالية (النموذج -III)

الجدول 8

نتائج المعاملات الانحدار بين محددات هيكل رأس المال ومستوى الديون قصيرة الاجل

Regression Statistics	Data
Multiple R	0.870
R Square	0.758
Adjusted R Square	0.664
Standard Error	11.76128
Sum Of Square	5618.589
F-Value	8.124
Sig.F	0.001
Observation	19
Durbin – Watson	2.001

يتضح من خلال الجدول 8 ان قيمة معامل التحديد في متغيرات النموذج -III يفسر %87 من المتغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد وهذا يدل على دقة تشخيص وبناء النموذج بالنسبة لاختبار (Durbin-Watson) فهو يقاس مدى وجود الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة

ويشير تقدير النموذج الى ان قيمة (DW) تساوي 2.001 وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات ويظهر جدول 9 نتائج التحليل الاحصائي لمعادلة الانحدار البسيط بين نسبة المديونية كمتغير تابع والمتغيرات الخمسة المستقلة .

الجدول 9

نتائج التحليل الاحصائي لمعادلة الانحدار البسيط بين المديونية والمتغيرات المستقلة

Independent Variable	Long-Term Debt (Model-I)			Short-Term Debt (Model-II)			Total Debt (Model-III)		
	β	t	Sig	β	t	Sig	β	t	Sig
LNFA	-0.566	-3.863	0.052	-0.296	-1.463	0.329	-0.458	-3.311	0.018
TANG	0.886	6.567	0.000	-0.173	-0.877	0.397	0.232	0.992	0.058
PROF	0.479	2.059	0.309	-0.988	-5.919	0.097	-0.727	-1.211	0.248
FSIZE	-0.042	-0.264	0.896	-0.010	-0.042	0.967	-0.089	-0.148	0.884
NDTS	-0.540	-4.269	0.297	0.186	0.372	0.716	-0.067	-0.318	0.831

كما هو مبين في الجدول أعلاه و بالاعتماد على الجداول السابقة نلاحظ ان في نموذج - I، عمر الشركة وهيكل الموجودات يوضح تأثير طردي وعكسي (عند مستوى دلالة احصائيا 5%) الديون طويلة الاجل على التوالي. حيث بلغت الدلالة الاحصائية Sig لقيمة معامل عمر الشركة 0.052 كما بلغت قيمة (-3.863) (t) يشير ذلك إلى أن الانخفاض في هذا المتغير يترجم إلى زيادة في مستوى الديون طويلة الأجل. من ناحية أخرى، اظهر التحليل الى وجود علاقة طردية قوية ذات دلالة احصائية بين متغير هيكل الموجودات (الضمانات) والديون طويلة الاجل حيث بلغت الدلالة الاحصائية Sig 0.000 كما بلغت قيمة t 6.567 وتعتبر هذه النتيجة متناغمة مع ما توصلت اليه الادبيات المالية والمصرفية بوجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين المتغيرين.

في نموذج - II، يثبت التحليل وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين متغير ربحية الشركة والديون قصيرة الاجل عند مستوى دلالة احصائية (0.000) حيث بلغت الدلالة الاحصائية Sig 0.097 كما بلغت قيمة (t) -5.919 بينما كانت القيمة الأعلى لبيتا في الربحية بمعنى انه بزيادة الدين تقل ارباح الشركة ويعزى ذلك الى ان تكلفة الدين اعلى من الارباح المتحققة من استخداماته في استثمارات الشركة او ان على الشركات استخدام التمويل الذاتي (-Self Financing) لاستثماراتها حيث يعتبر ذلك اكثر ربحا" لها.

اما في نموذج - III، يبين التحليل وجود علاقة عكسية لكنها غير دلالة احصائيا" بين عمر الشركة و الديون الكلية عند مستوى دلالة احصائيا" (0.05) حيث بلغت الدلالة الاحصائية Sig 0.018 كما بلغت قيمة (t) -3.311. بمعنى انه كلما ارتفعت قيمة عمر الشركة قلت الديون الكلية لذات الشركة في نفس الوقت تظهر علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين هيكل الموجودات والديون الكلية للشركة عند مستوى دلالة احصائيا" (0.000) حيث بلغت الدلالة الاحصائية Sig 0.058 كما بلغت قيمة t 0.992 علاوة على ذلك كانت قيمة الأعلى لبيتا في متغير المستقل مقارنة مع غيرها من المتغيرات المستقلة الاخرى. و الجدول (10) يستعرض نتائج فرضيات البحث

الجدول 10

استعراض نتائج فرضيات البحث

النموذج	المتغير المستقل	المتغير التابع	الافتراضي	الفعلي	قبول/عدم
النموذج I	عمر الشركة	نسبة المديونية طويلة الاجل	موجب	سالبا	عدم قبول
	هيكل الموجودات		موجب	موجب	قبول
	الربحية		سالبا	موجب	عدم قبول
	حجم الشركة		سالبا	سالبا	قبول

قبول	سالب	سالب	نسبة المديونية قصيرة الاجل	الوفر الضريبي من غير قروض	النموذج II
قبول	سالب	سالب		عمر الشركة	
عدم قبول	سالب	موجب		هيكل الموجودات	
قبول	سالب	سالب		الربحية	
قبول	سالب	سالب		حجم الشركة	
عدم قبول	موجب	سالب	نسبة المديونية الكلية	الوفر الضريبي من غير قروض	النموذج III
عدم قبول	سالب	موجب		عمر الشركة	
قبول	موجب	موجب		هيكل الموجودات	
قبول	سالب	سالب		الربحية	
قبول	سالب	سالب		حجم الشركة	
قبول	سالب	سالب		الوفر الضريبي من غير قروض	

في النموذج - I، استنادا إلى نتائج الفرضيات الثلاث المقبولة، والمتغيرات حجم الشركة والدرع الضريبية من غير قروض ترتبط سلبا مع الديون طويلة الاجل بينما متغير هيكل الموجودات لديه علاقة ايجابية و مباشرة مع المتغير التابع.

ففي نموذج - II، يتم قبول ثلاث فرضيات. المتغيرات عمر وحجم الشركة و الربحية لديها علاقة سلبية مع المتغير التابع، (الديون قصيرة الاجل).

في النموذج الثالث والأخير وتقبل أربع فرضيات باستثناء المتغير عمر الشركة. بينما مصادقة المتغيرات الأربعة المستقلة مع جميع المتغيرات التابعة وبذلك ينسجم مع فرضيات البحث.

الاستنتاجات والتوصيات :-

الاستنتاجات :-

1- قدم هذا البحث ثلاثة نماذج تربط بين نسب المديونية ومحددات هيكل رأس المال بحيث تستطيع الشركات الصناعية في العراق الاعتماد عليها في التخطيط لنسب هيكل رأس المال المستهدف الذي من شأنه الوصول الى اعلى ربحية للشركة وتعظيم القيمة للشركات المبحوثة.

2- أظهرت نتائج التحليل عن وجود علاقة ارتباط إحصائية موجبة ذات دلالة معنوية بين كل محددات هيكل رأس المال نسب المديونية وكانت هذه العلاقة متباينة حيث كانت أقوى العلاقات بين هيكل الموجودات ونسبة الديون طويلة الاجل بين جميع المتغيرات المستقلة وأقل العلاقات مع حجم الشركة ، في حين كانت هنالك علاقة عكسية قوية مع متغير المستقل (الوفر الضريبي من غير قروض) وليست ذات دلالة احصائية و النموذج الاول (الديون طويلة الاجل).

3- افرزت نتائج التحليل وجود ارتباط عكسي ضعيف لوحظ بين عمر الشركة وحجم الشركة ونسبة الديون قصيرة الأجل (النموذج -II) التي تشير إلى أن التغيرات في عمر الشركة وحجمها تساهم بشكل سلبي نحو التغيرات في مستوى الديون قصيرة الأجل ولكن التأثير لن يكون كبيرا. ومع ذلك الديون قصيرة الأجل لديها علاقة عكسية قوية مع الربحية و الوفر الضريبي من غير قروض ذات دلالة احصائية، وهذا يعني ان زيادة احدهما مرتبط بنقصان الاخر وهذا ينسجم مع فرضية البحث .

4- اظهرت نتائج التحليل وجود علاقة عكسية قوية مع الربحية والوفر الضريبي من غير قروض لكن بدون دلالة إحصائية (نموذج - III) المستوى الكلي للديون الشركة لديه في حين هنالك ارتباط عكسي غير قوي يمكن أن يكون قد لوحظ بين عمر الشركة و إجمالي الدين. بينما هيكل الموجودات وحجم الشركة لديها تأثير إيجابي غير قوي مع نسبة المديونية الكلية.

5- أظهرت نتائج التحليل عن وجود تأثير معنوي لمحددات هيكل رأس المال في نسب المديونية على المستوى الكلي.

- 6- أفرزت نتائج التحليل عن وجود تأثير معنوي لمحددات هيكل رأس المال في نسب المديونية حيث كانت هناك علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين عمر الشركة ونسبة الديون طويلة الاجل (انموذج I-) يشير ذلك إلى أن الانخفاض في هذا المتغير يترجم إلى زيادة في مستوى الديون طويلة الاجل وعلاقة طردية معنوية بين هيكل الموجودات (الضمانات) و نسبة الديون طويلة الاجل (انموذج I-) وتعتبر هذه النتيجة متناغمة مع ما توصلت اليه الادبيات المالية والمصرفية بوجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين المتغيرين .
- 7-يثبت التحليل وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين متغير ربحية الشركة والديون قصيرة الاجل (أنموذج II-)، حيث كانت القيمة الأعلى لبيتا في الربحية بمعنى انه بزيادة الدين تقل ارباح الشركة ويعزى ذلك الى ان تكلفة الدين اعلى من الارباح المتحققة من استخداماته في استثمارات الشركة او ان على الشركات استخدام التمويل الذاتي (Self-Financing) لاستثماراتها حيث يعتبر ذلك اكثر ربحاً لها.
- 8-يبين التحليل وجود علاقة عكسية لكنها غير دلالة احصائياً بين عمر الشركة و الديون الكلية (أنموذج III –) بمعنى انه كلما ارتفعت قيمة عمر الشركة قلت الديون الكلية لذات الشركة في نفس الوقت تظهر علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين هيكل الموجودات والديون الكلية للشركة علاوة على ذلك كانت قيمة الأعلى لبيتا في المتغير المستقل مقارنة مع غيرها من المتغيرات المستقلة الاخرى.
- 9- اسهام البحث في تحديد نوع التمويل الذي ينسجم وطبيعة الاداء و القرارات المالية في الشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية في ضوء محددات هيكل رأس المال المعتمدة في البحث .

التوصيات

- 1- ان تتجه الشركة الى تمييز ارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الارباح الى الاعتماد بدرجة اقل على الاموال المقترضة وبدرجة عالية على الارباح المحتجزة نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض وتماشياً مع الظروف الاقتصادية غير المستقرة التي تواجه العراق.
- 2- على الشركات العراقية محاولة استغلال الوفرة الضريبي بأكبر قدر ممكن لزيادة قيمة الشركة، وذلك بزيادة الدين الذي يرفع سعر سهم الشركة الى اقصى حد ممكن.
- 3- ان تعمل الشركات العراقية على وضع استراتيجيات جديدة لزيادة قيمة الشركة، مثل استخدام الادارة من اجل القيمة.
- 4- اجراء المزيد من الدراسات حول هيكل رأس المال في قطاعات اخرى ومن حيث المتغيرات بحيث يشمل البحث متغيرات اخرى لم تقع ضمن البحث، واعادة النظر في المؤشرات التي تم استخدامها للتعبير عن المتغيرات، وخاصة التي لم تكن لها دلالة احصائية.
- 5- ان الوضع الامني في المنطقة بشكل عام وفي العراق بشكل خاص يؤدي الى عدم رغبة المستثمر الاجنبي في الاستثمار في العراق من ناحية . ومن ناحية اخرى، 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 اقرار قانون الاستثمار لحماية المستثمر .

المصادر العربية:-

- 1- حناوي، محمد " الادارة المالية والتمويل " الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية -مصر 1999.
- 2- حنفي، عبدالغفار " اساسيات التمويل والادارة المالية " الدر الجامعية للنشر، الاسكندرية - مصر 2007.
- 3- عامري، محمد علي إبراهيم، اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد باطار نظرية المحفظة:- دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية العراقية، اطروحة دكتوراه بإدارة الاعمال جامعة بغداد، 1990.
- 4- شماع، خليل محمد حسن " الادارة المالية " جامعة بغداد، ط4. مطبعة الخلود، العراق، 1992.
- 5- هندي، منير إبراهيم، " الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 1997.

المراجع الاجنبية

1. Akhtar , S. (2005). "The determinants of capital structure for Australian Multinational and domestic corporations" Australian Journal of Management. 30(2). 321-341.
2. Al-Sakran, S.A (2001) "Leverage Determinates In The Audiences Of Corporate Tax System The Case Of Non- Financial Publicly Traded Corporations Saudi Arabia" Managerial Finance 27(10/11).58-86
3. Baker ,M & Wurgler .J,(2002)"Market Timing & Capital Structure "Journal Of Finance ,vol.13,N.1.
4. Bancel ,F & Mitto ,U(2004) "Gross Country Determinant Of Capital Structure Choice;A Survey of European Firms" Forthcoming in Financial Management Journal.1-19
5. Baral , Koshier (2004)" Determinants Of Capital Structure ;A Case Study Of Listed Companies Of Nepal" The Journal Of Nepal Business Studies Vol.1 No.1.
6. Berenson, Mark And Others, (2004), "Basic Business Statistics: Concepts And Application" 9th Ed, New Jersey, Pearson Prentice Hall.
7. Besly , Scroll & Brigham . Engine .F2008 "Essentials Of Management Finance" 14th Ed Thomson- South Wester.
8. Bevan, A. and Danbolt, J. (2000) "Dynamics in the Determinants of Capital Structure in the UK"، University of Glasgow, Working .
9. Cassar, G. & S. Holmes. (2003). "Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence". Journal of Accounting and Finance.(2). 123-147.
10. DeAngelo, H. & Masulis, R.W. (1980). "Optimal capital structure under corporate and personal taxation" Journal of Financial Economics. 8. 3-29.
11. Du & Dai ,Y.(2005) "Ultimate Corporate Ownership Dstructure & Capital Structure :Evidence From East Asian Economies"Corporate Governance: An International Review.Vol. 13.No.1.

12. Donkas, J. A & Pantzalis (2002) "Geographic Diversification & Agency Costs Of Debt Of Multinational Firm's" Journal Of Corporate Finance, 9.
13. Deesomsak, R. Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004). "The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region". Journal of Multinational Financial Management (14). 387-405.
14. Eun, Cheats & Ransack, Bruce, (2007) "International Financial Management" 4th Ed, McGraw-Hill Irwin.
15. Frieling, Haus, A. Mostert, B. Fire, C. (2005) "Capital Structure & The Firm's life Stage" South Africa Journal Of Business Management, Vol. 36, No. 4.
16. Fattouh, B. Scaramozzino, P. Harris, L. (2005). "Capital structure in South Korea: a quantile regression approach". Journal of Development Economics. (76). 1, 231-250.
17. Gaud, P. Jani, E. Hoesli, M. & Bender, A. (2005). "The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data" European Financial Management. 11. 1. 51- 69.
18. Gitman, Lawrence J. (2009) "Principles Of Managerial Finance" 12th Ed Person Prentice Hall.
19. John, C., Growth & Ronald, C., & Arson (1997) "Capital Structure perspective For Managers" Management Decision. London. Vol. 35, Iss. 7; pg. 552,.
20. Myers, S. C. (2001) "Capital Structure" Journal Of Economic Perspective, Vol. 15, No. 2. 81-102.
21. Myers, S. C. (1984) "The Capital Structure Puzzle" Journal Of Finance. Vol. 39, N. 3. 575-592.
22. Mitto, U. & Zhang, Z. (2005) "The Capital Structure Of Multinational Corporations; Canadian versus U.S. evidence" Journal of Corporate Finance. Vol. 14, I. 5, 706- 720.
23. Modigliani, F. & Miller, M. (1958) "The Cost Of Capital Corporation Finance & Theory Of Investment" American Economic Review, Vol. 48, N. 3.
24. Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984) "Corporate Financing & Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Don't Have" Journal Of Financial Economics. 13, 187-221.
25. Modigliani, F. & Miller, M. (1963) "Corporate Income Taxes And Cost Of Capital ; A correction" American Economic Review, Vol. 53, N. 3, 433- 443
26. Michaelas, N. Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999). "Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data" Small Business Economics. 12: 113–130.

- 27.Khodjamirian.Yuri,(2008)" Capital Structure of NonprotOrganisations: A Dynamic Framework " Journal of International Economics , 51 :1 , June .New york.
- 28.Rajan ,R.G&Zingales(1995)"What Do We know About Capital Structure Some Evidence Form International Date"JOURNAL OF FINANCE, Vol. 50 No. 5, December .
- 29.Ross,Stephen,Wester Field,Randol,& Jordan,Drad Ford D (2008)"Fundamentals Of Corporate Finance "8th Ed McGraw- Hill Book Company,.
- 30.Supanvanij,J(2006)" Capital Structure Asian Firms Vs. Multinational Firms In Asia" The Journal Of American Academy Of Business,Vol.10,No.1.
- 31.Song, H.S. (2005). "Capital Structure Determinants An Empirical Study of Swedish Companies "CESIS Electronic Working Paper Series.No. 25.
- 32.Petersen, M.A. &Rajan, R.G. (1994). "The Benefits Of Lending Relationships: Evidence From Small Business Data". The Journal Of Finance ,Vol.49,I.1, 3–37.
- 33.Panno, A. (2003). "An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience". Applied Financial Economics. Vol.13,I.2, 97-112.
- 34.Titman, S. &Wessels, R. (1988). "The determinants of capitalstructure choice". Journal of Finance.Vol 43,I.1.1–19.
- 35.Hovakimian, A ,Hovakimian ,g &Tehranian ,H (2004) "Determinants Of Target Capital Structure; The Case Of Dual Debt And Equity Issue" Journal Of Financial Economics 71.517–540.
- 36.Voulgaris, F. Asteriou, D. Agiomirgianakis, G. (2004). "Size and determinants of Capital Strucuture in the Greek Manufacturing Sector". International Review of Applied Economics, Vol.18,I. 2, 247-262.
- 37.Weigl.Johannes,M.Sc&Wittenbery,Lutherstdt(2011)"Market-Timing Of Capital Structure And Factors In Fluency The Leverage Precision Of Firm's " 9th Ed McGraw-Hill Book Company.
- 38.Weston ,J .Fred (1996) "Essential Of Managerial Management" Dryden Press .Harcourt Srace College Publisher.

الانترنت

- 1-WWW.ISX-iq-net.
2-WWW.ssrn.com/sol.2008