

## علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق لأوراق المالية للفترة من 2004-2011<sup>(1)</sup>

الباحثة عادلة حاتم ناصح  
أ.م.د. عبد الخالق ياسين البدران  
كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة البصرة

### المستخلص:

هدف هذا البحث إلى الكشف عن العلاقة بين هيكل التمويل لشركات القطاع الصناعي وهي الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والربحية الممثلة وتقاس بالعائد على الموجودات. ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة للشركات لعينة مكونة من (14) شركة، وكانت سنوات الدراسة للمدة الواقعة بين (2004-2011).  
أستخدم الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط فضلا عن استخدام بعض أساليب الوصف الإحصائي مثل ( الوسط الحسابي والانحراف المعياري) وبعد إجراء عملية تحليل بيانات الدراسة واختبار فرضيتها وتوصل البحث إلى عدة نتائج أهمها انه لا توجد علاقة بين المتغير المستقل ممثلا بنسبة المديونية والمتغير التابع الربحية الممثل بالعائد على الموجودات.

### المقدمة

يعد موضوع هيكل التمويل من المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية والتي اكتسبت أهمية من خلال تأثيرها وارتباطها بأهداف الإدارة المالية المتعلقة بتعظيم الربح و/أو تعظيم القيمة السوقية للسهم وذلك لتعظيم ثروة المالكين وهو الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه أغلب الشركات.

(1) بحث مستل من رسالة ماجستير / كلية الإدارة والاقتصاد / قسم ادارة الاعمال

ولتحقيق هذه الأهداف يتطلب وجود مشاريع استثمارية ووجود مصادر لتمويل هذه المشاريع، لذلك من مهمات الإدارة المالية اتخاذ القرار الاستثماري ومن ثم القرار التمويلي الملائم، وتعد قرارات التمويل من القرارات المعقدة التي تتطلب الدراسة والبحث لتحديد مصدر التمويل سواء كان عن طريق التمويل الممتمك أم عن طريق المديونية، أو تحديد المزيج التمويلي الذي يحقق أدنى كلفة، ومن هنا انطلق هذا البحث لتحديد طبيعة العلاقة بين هيكل التمويل وربحية الشركة .

### أولاً. مشكلة البحث

تسعى الشركات عموماً إلى تحسين الأداء المالي للشركة ولكن المشكلة التي تواجهها الشركات تكمن في صعوبة تحديد أفضل هيكل لرأس المال يؤدي إما إلى زيادة ربحيتها أو إلى تعظيم قيمتها السوقية وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي فإن السؤال الذي تطرحه الدراسة الحالية هو:-  
❖ هل إن هنالك علاقة بين هيكل التمويل والأداء المالي للشركات ممثلاً بربحية الشركة؟

### ثانياً. أهداف البحث

يهدف البحث إلى:-

- 1- التعرف على مزيج هيكل التمويل للشركات عينة الدراسة.
- 2- تحديد نوع العلاقة بين هيكل التمويل والربحية للشركات عينة الدراسة.

### ثالثاً. أهمية البحث

تبين الدراسة العلاقة بين هيكل التمويل وربحية الشركة، فإن ما يعطي هذه الدراسة أهمية هو تحليل قرار التمويل لشركات القطاع الصناعي العراقي بالاعتماد على معلومات من واقع هذه الشركات، وتعتبر نتائج هذه الدراسة إضافة علمية متواضعة لسلسلة من الدراسات التي تم إجراؤها في الدول المتقدمة، إضافة إلى أنها تسلط الضوء على واحد من أهم المواضيع التي تشغل بال الباحثين، حيث يعتبر قرار تمويل الشركة احد أهم القرارات التي يتوجب على إدارة الشركة اتخاذها بشكل مستمر ومتزامن مع تحقيق الشركة للنجاح والتوسع.

فضلاً عن ذلك (وعلى حد علم الباحثة) تعد هذه الدراسة من الدراسات القليلة التي تناولت موضوع هيكل التمويل للشركات العراقية، ولاسيما أنها ستقوم على تحليل عينة من الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، أما الاستفادة العملية لهذه الدراسة فأنها توفر معلومات إضافية

لمستخدمي البيانات المالية والمقرضين بخصوص الهياكل المالية للشركات العراقية تساعد في اتخاذ القرارات المختلفة.

## رابعاً. متغيرات وفرضية البحث

بناءً على مشكلة الدراسة وأهدافها تم وضع نموذج لها (كما مبين في الشكل 1) اعتماداً على المتغيرات التي تحاول الدراسة بحثها وهي:-

### 1- هيكل التمويل (المتغير المستقل)

استخدمت مقاييس عدة لهيكل التمويل وهي تعتمد بشكل عام على الديون (إجمالي القروض، قروض قصيرة الأجل، قروض طويلة الأجل) وعلى حق الملكية وعلى إجمالي الموجودات وسيتم الاعتماد على المقياس الآتي لقياس هيكل التمويل للشركات:-

إجمالي القروض إلى إجمالي المطلوبات (الرافعة المالية)

2- ربحية الشركة (المتغير التابع) وتقاس بالمقياس التالي:-  
صافي الربح بعد الضريبة

• العائد على الموجودات (ROA) = \_\_\_\_\_ (Indrani, Chakraborty,2010:297)  
مجموع الموجودات

❖ فرضية البحث : ليس هنالك علاقة بين هيكل التمويل وربحية شركات قطاع الصناعة

## خامساً. مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من شركات قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2004-2011) وتسنثنى الشركات إذا انطبق عليها أي من الشروط التالية وذلك لضمان قياس متغيرات الدراسة، وهذه الشروط هي:

1. الشركات التي أدرجت من سوق العراق للأوراق المالية بعد عام 2004
  2. الشركات التي تم إيقاف التداول بأسهمها خلال مدة الدراسة أو جزء منها
  3. الشركات التي قامت بعمليات الاندماج خلال المدة
  4. الشركات التي لا تتوفر معلومات كافية عنها في ما يتعلق بمتغيرات الدراسة.
- هذا وتكونت عينة الدراسة من 14 شركة وهذه تشكل نسبة 56% من مجموع شركات قطاع الصناعة .

## سادساً. مصادر جمع المعلومات

لقد تم جمع البيانات من المصادر التالية:-

- 1- دليل الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
- 2- الحسابات الختامية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2004- 2011).

## سابعاً: الدراسات السابقة

1. دراسة عباد، منير (2004) "أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات" بحثت هذه الدراسة في أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركة وحاولت هذه الدراسة التعرف على نوع العلاقة التي تربط هيكل رأس المال بربحية الشركة وقيمة الشركة مع الأخذ بالاعتبار مجموعة من العوامل التي تؤثر في ربحية الشركة وقيمة الشركة وأجريت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الارتباط وتحليل الانحدار المتعدد. أثبتت الدراسة وجود علاقة عكسية بين هيكل رأس المال وربحية الشركة .
2. دراسة الأغا، بسام (2005) " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" وهدفت الدراسة إلى التعرف على نسبة الرافعة المالية لمصادر التمويل وأثر الرافعة وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار والتعرف على معايير ومحددات تؤثر في اختيار مصدر التمويل. وقد أجريت الدراسة على الشركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين. وأثبتت الدراسة بعدم وجود علاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار .
3. دراسة موسى، صافي (2009) "الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة و درجة المخاطرة دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. مدة الدراسة من عام 1999- 2006، وكان حجم العينة 31 شركة صناعية، وأثبتت الدراة إن درجة الرفع المالي، ونسبة الدين/حق الملكية يؤثران على نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة وأن 40.1% - 53% من التغيرات في نصيب السهم العادي تُعزى للرفع المالي.
4. دراسة فيصل، أسلام (2011) هدفت هذه الدراسة الى الكشف عن أثر الهيكل التمويلي للشركات موضع الدراسة الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي في ربحية الشركات ممثلة بحصة السهم

العادي من الأرباح، وتوصلت الدراسة الى نتائج أهمها عدم وجود علاقة دالة إحصائياً بين المتغير المستقل وهو المديونية والمتغير التابع ربحية الشركة.

#### 5. دراسة (Muhammad , Arif & E I Wahid , 2011)،

ناقشت هذه الدراسة أثر الرافعة المالية بربحية الشركة (العائد على حق الملكية) في عينة من الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الاندونيسية للمدة من 2003-2009 ، كانت نتائج التحليل لهذه الدراسة أن هناك تأثيراً إيجابياً لكل من دين الشركة، دوران الموجودات الإجمالية، وحجم الشركة على ربحية الشركة.

#### 6. دراسة (Wali, Rahman, et. al. 2012) .

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير هيكل رأس المال (ديون قصيرة الأجل، ديون طويلة الأجل) في الربحية وذلك على عينة من الشركات الصناعية في باكستان، ومن نتائج الدراسة أن هناك تأثيراً سلبياً ومعنوياً للديون قصيرة الأجل على الربحية، أما الديون طويلة الأجل وأجمالي الديون فليس لها أثر على الربحية. وتضمن البحث المحاور التالية :-

المحور الأول : مفهوم هيكل التمويل ومكوناته

المحور الثاني : النظريات المفسرة لهيكل التمويل

المحور الثالث : علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة

المحور الرابع : الوصف الإحصائي للمتغيرات واختبار الفرضيات

الاستنتاجات والتوصيات

## المحور الأول

### مفهوم هيكل التمويل ومكوناته

بناءً على قرار التمويل يتم تحديد هيكل التمويل المناسب للمشاريع الاستثمارية ، لذلك يتطلب أولاً معرفة ما هو هيكل التمويل ، ومصادر الحصول عليه، ومن هنا ندرج في هذا البحث تعريف الباحثين لهيكل التمويل وكيف يختلف عن هيكل رأس المال ، كما تضمن البحث مصادر هيكل التمويل .

### أولاً: مفهوم هيكل التمويل

يحدد قرار التمويل الكيفية التي ستحصل فيها الشركة على مصادر الأموال سواء كان التمويل بالملكية فقط أم بالديون والملكية. ويحدد القرار النسبة لكل مصدر من هذه المصادر، فمزيج الديون وحق الملكية يطلق عليه مصطلح **هيكل التمويل**.

ويستخدم مصطلح **هيكل رأس المال** إذا تضمن مصادر تمويل من حق الملكية وقروض طويلة الأجل فقط. وهذا ما أشار إليه (6: 2007, *Brealy et. al.*)، إذ عرف هيكل رأس المال بأنه مزيج من الدين طويل الأجل وحق الملكية.

أما (3: 2008, *Ross et. al.*) فلم يميز بين هيكل رأس المال وهيكل التمويل وأعطى تعريفاً واحداً لهما هو المزيج من الدين طويل الأجل وحق الملكية الذي تستخدمه الشركة لتمويل أعمالها وان هيكل رأس المال لا يكون ثابتاً وإنما يتغير بما يحقق تقليل المعدل الموزون لكلفة رأس المال. وفي هذا التعريف أستثنى الكاتب الديون قصيرة الأجل من مصادر التمويل.

وعرّف (النعمي والتميمي) هيكل التمويل "على انه هيكل مصادر التمويل أو جانب المطلوبات وحق الملكية في كشف الميزانية العمومية" وأشارا إلى تعاريف أخرى لهيكل التمويل ومنها أنه يمثل الأسلوب الذي يتم عن طريقه تمويل موجودات الشركة ويتمثل في فقرات المطلوبات وحق الملكية في الميزانية العمومية ويتضمن المديونية قصيرة الأجل (المطلوبات المتداولة) والمديونية طويلة الأجل (المطلوبات الطويلة الأجل)، وإنهما فرقا بين هيكل التمويل الذي تم تعريفه آنفاً وبين هيكل رأس المال، الذي يراد منه التمويل طويل الأجل أو الدائم وهي القروض طويلة الأجل (الأسهم الممتازة إن وجدت) وحقوق الملكية المكونة من الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة، والاستثمار المالي

طويل الأجل. ويعد الكاتبان أن هيكل التمويل يعكس السياسة المالية التي تتبعها الشركة في تحديد مزيج الأدوات المالية المستخدمة في تمويل الاحتياجات المالية (النعيمي والتميمي، 2009: 349). أما (Gitman & Chad, 2012: 508) فأشارا إلى هيكل رأس المال من خلال تأثير مقدار الرافعة في هيكل رأس المال على العائد والمخاطرة إذ عرّفا هيكل رأس المال بأنه مزيج من الديون وحق الملكية الذي تحتفظ به الشركة، وعدّا هيكل رأس المال احد المجالات لقرارات مالية معقدة لارتباطها بقرارات مالية أخرى.

ومن خلال استعراضهما لأنواع رأس المال، أوضحا أن كل العناصر في الجانب الأيسر لكشف ميزانية الشركة ومن ضمنها المطلوبات المتداولة تكون مصادر لرأس المال وهذا تعريف لهيكل التمويل. وهنا أستخدم الكاتبان مصطلح هيكل رأس المال للتعبير عن إجمالي مصادر التمويل خلافا للمألوف من إطلاق مصطلح هيكل التمويل.

أما (Ehrhardt & Brigham, 2011: 600) فأوضحا أن الشركة ولغرض زيادة حجم مبيعاتها بحاجة إلى تمويل خارجي من الملكية والدين، لذلك يعرّف الكاتبان هيكل رأس المال للشركة بأنه المزيج من الديون وحق الملكية.

وقد اوضح (Subramanian & Paramasivan) معنى هيكل رأس المال بأنه مزيج من المصادر طويلة الأجل مثل الأسهم الممتازة، والسندات، والقروض طويلة الأجل، والأرباح المحتجزة. أي إن مصطلح هيكل رأس المال يشير إلى العلاقة بين مصادر التمويل طويلة الأجل، ويعد هيكل رأس المال المناسب قراراً مهماً للإدارة المالية لارتباطه بقيمة الشركة ويُمثل التمويل الدائم للشركة الديون طويلة الأجل وحقوق المساهمين. وتطرق الباحثان إلى تعريف هيكل التمويل لتمييزه عن هيكل رأس المال إذ يبين هيكل التمويل نمط التمويل الإجمالي فهو يقاس إلى أي مدى تكون الأموال متوافرة لتمويل إجمالي الموجودات وتعبير آخر: - (Subramanian & Paramasivan, 2009: 48)

**هيكل التمويل = إجمالي المطلوبات**

**هيكل التمويل = هيكل رأس المال + المطلوبات المتداولة**

تري الباحثة أن جميع التعريفات المذكورة سلفاً تحمل المفهوم نفسه الذي يتعلق بهيكل التمويل، والاختلافات بالتعبير والألفاظ فقط، ماعدا بعض الكتاب لم يميز بين هيكل التمويل وهيكل رأس المال، وبالنتيجة ترى الباحثة إن هيكل التمويل يمثل الجانب الأيسر من الميزانية الذي يشمل جميع المطلوبات وحق الملكية أما هيكل رأس المال فهو جزء من هيكل التمويل ويتضمن المطلوبات

طويلة الأجل المتمثلة بالقروض طويلة الأجل التي تحصل عليها الشركة من المؤسسات المالية، وحقوق الملكية التي تمثل رأس المال المدفوع والارباح المحتجزة والاحتياطيات.

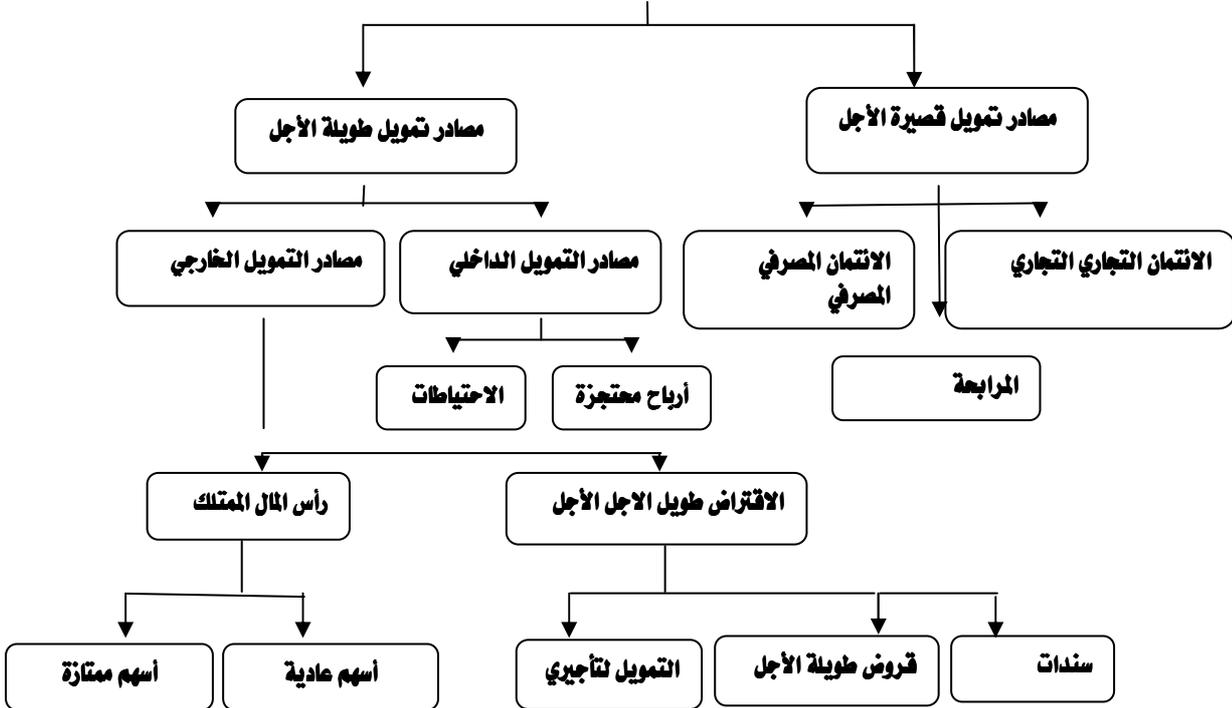
ثانياً : مكونات هيكل التمويل

توضح مكونات هيكل التمويل الكيفية التي تقوم بها الشركة في تمويل احتياجاتها طويلة الأجل وقصيرة الأجل مثل شراء موجودات ثابتة، أو مواد أولية، أو لتمويل المصاريف الأخرى اللازمة لاستمرار نشاط الشركة، وأختلف الكتاب في تقسيم مصادر التمويل، أما الباحثة فأوجدت التقسيم المذكور في أدناه لمكونات هيكل التمويل:-

### الشكل (1)

## مكونات هيكل التمويل

مكونات هيكل التمويل



المصدر: من أعداد الباحث

وعلى وفق الشكل (3) يمكن تقسيم مكونات هيكل التمويل إلى:-

### 1. مصادر التمويل قصيرة الأجل

وهي تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة وتلتزم بردها خلال مدة لا تزيد عادة عن سنة، أن القروض قصيرة الأجل تحصل عليها الشركة وذلك لتمويل احتياجات الشركة لرأس المال العامل ولمدة قصيرة لا تتجاوز المدة المحاسبية للشركة (Gupta & Sharma, 2011: 18-20)، ومصادر التمويل قصيرة الأجل هي:-

أ. **الائتمان التجاري**:- وهي قروض قصيرة الأجل تحصل عليها الشركة من الموردين والتمثلة بالمشتريات الآجلة للسلع والخدمات. وهذا الشكل من التمويل يكون مهماً بالنسبة للأعمال الصغيرة، والشركة التي تستخدم الائتمان التجاري قد تنتهي بدفع سعر أعلى من سعر الشراء، لذلك يعد هذا المصدر ذا كلفة عالية في التمويل.

ب. **الائتمان المصرفي Bank Loan**:- وهي قروض قصيرة الأجل تحصل عليها الشركة من المصارف وتأتي بعد الائتمان التجاري من حيث الاعتماد عليه. ويكون الائتمان المصرفي مضموناً ويسمى بالائتمان المضمون (Secured loans). لأن المصرف يقرض على أساس المدى القصير يكون الضمان الذي تقدمه الشركة للبنك هو الموجودات المتداولة مثل المخزون، الذمم المدينة، الأوراق المالية. وربما المصارف لا تقرض بمقدار القيمة الإجمالية للموجودات المضمونة وإنما بأقل منها، ومن المحبذ أن يكون حد الأمان للمخزون أكثر في حالة إذا كان القرض مضموناً من المخزون. أما إذا كان الضمان هو الذمم المدينة، في حالة فشل الشركة في التسديد يجمع المصرف الذمم المدينة للشركة من زبائن الشركة واستخدامها لتسديد الدين. أما كلفة الائتمان المصرفي فهو سعر الفائدة الذي يفرضه المصرف على المقرض ولكن هذه الكلفة تتحدد بمقدار معدل الضريبة على الدخل.

### ج. المراجعة

يعد بيع المراجعة من أكثر صيغ التمويل التي تستخدمها المصارف الإسلامية لتمويل الشركات في التجارة والاستيراد فالجزء الأكبر من النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية واستخدام

مواردها من خلال صيغة المربحة التي تصل نسبتها في بعض المصارف الإسلامية إلى أكثر من (90%) وهذا يؤكد أهميتها الاقتصادية والاجتماعية.

## 2. مصادر التمويل طويلة الأجل

وهي المصادر التي تمتد مدة استحقاقها إلى أكثر من سنة، وتعد أحد مكونات هيكل التمويل، وتسعى الشركات إلى الحصول على مصادر الأموال وبالشكل الملائم لدعم استثمارات الشركة وحسب الظروف السائدة في الأسواق المالية، ومدى تحمل الإدارة للمخاطر، وتسعى الشركات إلى تمويل احتياجاتها من التدفق النقدي الداخلي المتمثل بالأرباح المحتجزة والاحتياطات ولكن في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي، تلجأ الشركة إلى الاقتراض طويل الأجل ورأس المال الممتلك (إصدار سندات وأسهم جديدة).

وعلى هذا الأساس يمكن تقسيم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى مصادر التمويل الداخلي

ومصادر التمويل الخارجي:-

أ. **مصادر التمويل الداخلي:-** تتمثل مصادر التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة التي تحتفظ بها الشركة لغرض تمويل المشاريع الاستثمارية المستقبلية وهي جزء من الأرباح التي تحققها الشركة. إن قرار احتجاز الأرباح يتم بعد موافقة حملة الأسهم العادية، إذ إن المستثمر لا يفضل احتجاز الشركة للأرباح إلا إذا التزمت بتحقيق عائد على الأقل مساوٍ للعائد الذي تحققه الأسهم العادية التي يمتلكها. أما كلفة الأرباح المحتجزة فتكون مساوية لكلفة السهم العادي أو أقل من ذلك لأن الأرباح المحتجزة لا يترتب عليها أي كلف إصدار وتسويق قد تتحملها الأسهم الجديدة (النعيمي و التميمي، 2009:366).

أما الاحتياطات فتتكون من الزيادة في إصدار أسهم بسعر اعلى من قيمتها الاسمية وتصنف الى :

1- احتياطات رأس المال : وهي الاحتياطي الاجباري والاختياري .

2- المخصصات المختلفة مثل : مخصص الديون المشكوك بها ومخصصات الاستهلاك.(فتاح، 2007: 35).

ب. **مصادر التمويل الخارجي:-** تقسم مصادر التمويل الخارجي إلى:-

(أولاً) **الاقتراض طويل الأجل:-** يمثل الاقتراض طويل الأجل مديونية ينبغي على الشركة الوفاء

بها في تاريخ لاحق ويكون على ثلاثة أقسام:-

- (1) القروض طويلة الأجل:- هي القروض التي تحصل عليها الشركة من المؤسسات المالية كالمصارف وشركات التأمين ويصل استحقاقها إلى ثلاثين عاماً.
- ويتم الاتفاق بين المقرض والمقترض على (سعر الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهونات) وتكلفة هذا القرض هو نسبة من قيمة القرض ولكن هذه النسبة غير ثابتة حسب طلب المقرض وخاصة إذا كانت معدلات الفائدة من السوق متجهة نحو الارتفاع، وأما سداد القرض فيتم في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه أو على شكل أقساط متساوية في تواريخ معلومة (هندي، 2004: 543).
- (2) السندات:- السند وثيقة قانونية تصدرها الشركة، ويعد مستند مديونية طويلة الأجل، ولها تاريخ استحقاق يحق لحاملها الحصول على القيمة الاسمية ويعطي لحاملها سعر فائدة وبصورة دورية ويكون نسبة من الدين.
- (3) التأجير التمويلي : قد تسعى الشركات إلى إيجار بعض الموجودات الثابتة لغرض إنجاز العمليات التشغيلية.

وقد حدد (Brigham & Ehrhardt, 2011: 734) أنواع التأجير التمويلي الى الآتي:-

1- التأجير التشغيلي :ويتميز هذا التأجير بأن يتولى المؤجر صيانة وخدمة المعدات المستأجرة والميزة الثانية أن أقساط الإيجار لا تغطي تكلفة الأصل بالكامل وأخيراً للمستأجر حق إلغاء الإيجار وإعادة الأصل قبل انتهاء اتفاقية الإيجار .

2- التأجير المالي أو الرأسمالي :لا يتضمن تقديم خدمات صيانة ولا يحق للمستأجر إلغاء الإيجار، وأن المؤجر يستلم أيجاراً مساوياً لقيمة الأصل مضافاً إليه العائد على رأس المال المستثمر .

(ثانياً) أسهم الملكية: وهي أحد مصادر التمويل الخارجية وتنقسم إلى:-

- (1) الأسهم العادية: يمثل سند ملكية وله قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية (هندي، 2004: 533)، ويعد هذا النوع من الأسهم الأكثر شيوعاً ويكون الملكية الأساسية في الشركة.

إن أحد الحقوق الأساسية لمالكي هذه الأسهم التصويت في كل الأمور المهمة التي تخص حياة الشركة، مثل انتخاب مجلس الإدارة أو اقتراح الاندماج أو الاكتساب. وحاملو الأسهم العادية لا يضمنون مقسوم الأرباح ولهم أسبقية أقل في موجودات الشركة في حالة إفلاس الشركة. قانوناً يتمتع مالكو الأسهم العادية بمسؤولية محدودة خسارتهم محددة بالمبلغ الأصلي لاستثمارهم في الشركة،

وموجوداتهم الشخصية تعوض عن التزامات الشركة. والأسهم العادية تكون أبدية لأنه ليس لها تاريخ استحقاق. تنتهي هذه الأسهم إذا اشترت الإدارة هذه الأسهم من المستثمرين في السوق أو في حالة تصفية الشركة (Parrino & Kidwel, 2009: 292).

**(2) الأسهم الممتازة:** - تشابه الأسهم العادية من حيث إنها أسهم ملكية، ولكن الاسم يعني أن الأسهم الممتازة لها الأفضلية في مقسوم الأرباح على الأسهم العادية وفي موجودات الشركة في حالة التصفية.

يتضح من العرض أعلاه أن اختيار مصدر التمويل المناسب له دور كبير في التأثير بهيكل التمويل ومن خلال تكاليف التمويل، وكلما قلت كلفة التمويل زادت ربحية الشركة. وأن هناك تأثيراً في اختيار نوع مصدر التمويل سواء كانت أسهماً ممتازة أم أسهماً عادية من حيث الامتيازات التي يحصل عليها مانح القرض.

## المحور الثاني

### النظريات المفسرة لهيكل التمويل

هنالك نظريات عدة لتفسير هيكل التمويل، ومن هذه النظريات، نظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف (Trade off Theory) ونظرية تسلسل مصادر التمويل (Pecking Order Theory) ونظرية الإشارة (Signal Theory) وتستند هاتان النظريتان الأخيرتان إلى مفهوم المحتوى الإعلامي أو عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information Signaling) ونظرية توقيت السوق (Market Timing Theory)

#### 1. نظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف

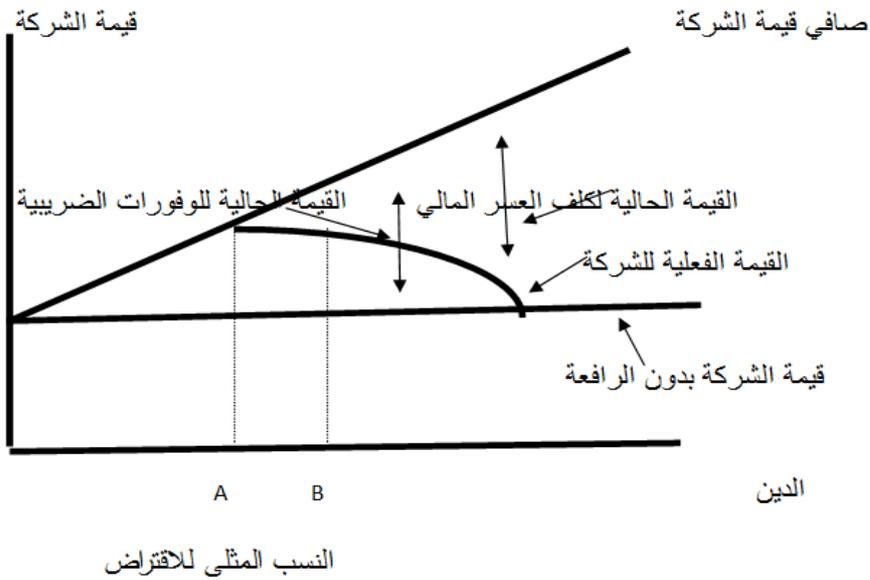
وعلى وفق هذه النظرية فإن أي زيادة في مستوى الدين تسبب زيادة في الإفلاس، مشكلات مالية، وتكاليف الوكالة. وبالتالي تنخفض قيمة الشركة. ولذلك من الممكن تحديد هيكل لرأس مال أمثل من خلال التوازن بين المنافع الضريبية وتكاليف الإفلاس والأزمات المالية، ومن أجل تحقيق التوازن في الشركة يجب أن نبحث على مستوى من الدين الذي عنده يكون من الممكن تعويض التكاليف المالية بالمنافع الضريبية للدين الإضافي (Karadeniz et. al., 2011 : 3).

إن نظرية المبادلة تتوقع نسبة من الدين مستهدفة تختلف من شركة إلى أخرى. الشركات الآمنة التي لها موجودات ملموسة ولها وفورات ضريبية لها نسب مستهدفة عالية إلى حد معين، أما

الشركات التي تتعرض للمخاطرة، وموجوداتها غير ملموسة يكون تمويلها الأولي من حق الملكية، أي أن هذه النظرية تتبنى نسباً من الدين معتدلة وعقلانية، ولكن كانت الحقائق معاكسة لتوقعات هذه النظرية، فهناك الكثير من الشركات الربحة تفضل الدين القليل، ولكن حسب توقعات نظرية المبادلة بوصفها شركات لها أرباح عالية يعني طاقتها الإقتراضية عالية، لها وفورات ضريبية كبيرة فيجب أن تكون نسب الدين عالية (Brealy *et. al.*, 2007: 414).

يبين الشكل (3) أدناه أن التبادل بين المنافع المتأتية من الوفر الضريبي الناجم عن التمويل المقترض، وتكاليف التمويل الممثلة بتكاليف العسر المالي، والإفلاس، وتكاليف الوكالة ويحدد النسب المثلى للاقتراض .

### الشكل (2) الرسم البياني لنظرية التبادل



المصدر: (العامري، محمد إبراهيم، (2010): 217)

إن قيمة الشركة تزداد ويشكل مستمر مع أي زيادة في استخدام التمويل المقترض بسبب القيمة المضافة الناجمة من الوفرات الضريبية إلى أن تصل إلى النقطة A عند هذه النقطة تكون

احتمالية حدوث العسر المالي ضئيلة جداً، بعد هذا تستمر الشركة بالاقتراض لحين الوصول إلى النقطة B عند هذه النقطة يزداد احتمال العسر المالي، ولاسيما بعد الاقتراض الإضافي، ثم تبدأ كلف العسر المالي والوكالة والإفلاس تنقل من قيمة الشركة، وتحدث الحالة المثلثة عندما تكون القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض الإضافي موازنة الزيادة الحاصلة في القيمة الحالية لكلف العسر المالي، وبالتالي يجب على المدير المالي اختيار مجموعة من هياكل رأس المال المستهدفة التي تؤدي الموازنة بين كلف الرافعة ومنافعها.

## 2. نظرية تسلسل مصادر التمويل

تُعد هذه النظرية بديلة لنظرية المبادلة، وفيها يفترض (Majluf & Myers, 1984) أن المعلومات غير متشابهة لدى المستثمرين، وعموماً المستثمر له معلومات أقل من داخل الشركة، لهذا أساس هذه النظرية هو المحتوى الإعلامي أو ما يسمى بعدم تباين المعلومات في أطار قرارات الهيكل المالي، لتوضيح عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين يوضح الموقف التالي، عدم تماثل المعلومات يعني أن لمديري الشركة معلومات عن مستقبل الشركة ونشاطها أكثر من المستثمرين لنفرض أن المدير يحتاج إلى التمويل بسبب وجود فرص استثمارية مربحة، ويطلب المديرون من المستثمرين الإسهام في تمويل الشركات المربحة، ولكن يحصل شك من قبل المستثمرين في تحقيق الأرباح، وليس لهم وسيلة للتحقق من صحة ادعاء المديرين، إذا حاول المديرون بيع الأسهم لتمويل الاستثمارات، يدفع المستثمر الأسعار التي تعكس المعلومات المتاحة لهم، وهذا يعني أن المدير يبيع بسعر منخفض (أي يكون السعر الذي من الممكن للمديرين الحصول عليه في حالة وجود تماثل في المعلومات) يقبل المستثمرون فقط إذا دفعوا سعراً منخفضاً يعكس التباين في المعلومات (Gitman, 2012: 533). ولهذا قد يقرر المديرون رفض الاستثمارات التي تحقق قيمة حالية موجبة ليتجنب بيع أسهم الملكية بأسعار منخفضة، الحل الوحيد لهذه المشكلة وللحفاظ على تمويل الاستثمارات يلجأ المديرون إلى مصادر التمويل الأخرى وحسب أوليات مصادر التمويل التي حددها (Vernim, 2011: 659) وهي كالآتي:-

1. التمويل الداخلي يكون على قمة القائمة في الأفضلية.
2. لأن العوائد وفرص الاستثمار تختلف من سنة إلى أخرى يمكن للشركات سحب أرصدها النقدية.
3. إذا كان هذا لا يكفي وأصبح التمويل الخارجي ضرورياً فأنها تصدر الديون الخالية من المخاطرة.

4. عندما لا تستطيع الشركة اللجوء إلى القروض التقليدية تصدر الأوراق المالية وتبدأ من النوع الأقل مخاطرة وتنتقل تدريجياً إلى الأكثر مخاطرة.
5. وأخيراً عندما يفشل كل شيء فإن الشركة تصدر أسهم الملكية.
- وتوضح نظرية تسلسل مصادر التمويل لماذا الشركات المربحة يكون اقتراضها قليلاً، لا بسبب وجود نسب دين مستهدفة ولكن بسبب عدم حاجة هذه الشركات إلى التمويل الخارجي . والشركات ذات الأرباح القليلة تصدر الدين لأن لا تملك تمويلاً داخلياً كافياً للاستثمارات ولأن التمويل بالدين يكون الأول عند اختيار التمويل الخارجي (Brealy et. al., 2006: 493). تسلم هذه النظرية بعدم وجود نسبة محددة للمزج بين الدين والملكية لوجود نوعين من الملكية، الداخلي والخارجي، الأول في بداية الاختيار والثاني الاختيار النهائي. وأن نسبة المديونية تعكس متراكم احتياج الشركة من التمويل الخارجي .

### 3: نظرية الإشارة

تبدأ نظرية الإشارة من افتراض أن الأسواق نادراً ما تكون متوازنة، والحصول على البيانات له كلفة محددة، ووجود هذه النظرية كأساس يمكن المديرين من الوصول إلى المعلومات التي لا يمكن للمستثمرين من الوصول إليها، ومن هذا كان الاهتمام بالحصول على المعلومات قبل الآخرين (Mirela & Duicu, 2012: 184) .

وهذا يجعل المديرين في موقف أفضل لقابليتهم على توقع التدفقات المستقبلية، ويشير (Mark & Sheric, 2006) إلى أن نسبة الدين إلى حق الملكية تنقل المعلومات للمستثمرين لسببين، السبب الأول يتعلق بالأزمات حيث يتجنب المديرون من زيادة نسبة المديونية إذا كانت عندهم معلومات تشير إلى تعرض الشركة إلى صعوبات مالية وبالتالي تؤدي إلى إفلاس الشركة وبذلك يتعرض مديرو الشركة المفلسة إلى عقوبات إصدار الدين، لهذا يكون للمديرين حافز قوي على إرسال إشارة صحيحة بعد أن يكونوا على قناعة لقابلية الشركة على إعادة الدين، وهذا يعني أن زيادة الدين إشارة إلى المستقبل المالي الجيد للشركة . كالشركات التي ترغب في مستويات عالية من الدين عندما تتوقع أنها تحقق تدفقات نقدية من الوفورات الضريبية. أما السبب الثاني، إذا أصدرت الإدارة الأسهم العادية فهذه معلومة للمستثمرين أن أسهم الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية

(Overvalued) (Akinmulegun, 2012: 87)، وهذه إشارة سلبية تؤدي إلى انخفاض سعر سهم الشركة في السوق، وإن إصدار الأسهم الجديدة هي لمشاركة المستثمرين الجدد في الخسارة.

#### 4 - نظرية توقيت السوق

تعتمد نظرية توقيت السوق التي وضعها (Baker & Wurgler) عام 2002 على فكرة أن الشركات ممكن أن تصل إلى هيكل رأس المال المناسب بعد توقيت النشاطات في الأسواق النقدية والرأسمالية. ينبغي على الشركات اقتراض أو إصدار أسهم فقط إذا كانت ظروف السوق ملائمة لذلك. وبناءً على هذه النظرية، يصدر المديرون التنفيذيون للشركة الأسهم بالاعتماد على الوقت الذي تكون فيه تكاليف الأسهم والدين متفاوتة. وتوقت الشركات إصدار أسهمها الجديدة عندما يكون سعر السهم مبالغاً فيه أو أكثر من قيمته الحقيقية، وإعادة شراء الأسهم عندما تكون قيمته أقل من قيمته الحقيقية.

وبناءً على هذه النظرية إذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها عند الاكتتاب (Initial Public Offering – IPO) فيكون من الأفضل للشركة الاقتراض، وإذا كانت قيمة السهم أكثر من قيمتها عند الاكتتاب ينبغي على الشركة إصدار الأسهم.

وجد (Baker & Wurgler) عام 2002 من خلال دراسة أجريت في أمريكا أن تأثير التوقيت في الرافعة يرتبط بقوة تتجاوز عشر سنوات ووجدوا أن هيكل رأس المال الحالي له ارتباط وثيق بالقيم السوقية الماضية وممكن للشركة إصدار الأسهم بناءً على تقييم السوق . ( Celik & Akarim, 2013: 141).

### المحور الثالث

#### علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة

يعد هدف تعظيم الربحية من الأهداف التي تسعى الشركة إلى تحقيقها، إذ يعد محور القرارات بما يلائم قدرة الإدارة المالية في تحقيق هذا الهدف. وتنشأ أهمية هذا الهدف من كونه مصدراً مهماً من مصادر التمويل الذاتي. لذلك تحقيق هذا الهدف يشير إلى فاعلية القرارات المالية. ولكن هدف تعظيم الأرباح وجه له الكثير من الانتقادات منها هو تعرض الاستثمارات إلى مخاطر الأعمال فضلاً عن المخاطر المالية فيما لو اعتمدت الشركة في تمويل استثماراتها على مصادر التمويل المقترض (الزبيدي، 2004: 52)، وبالتالي هذه المخاطر تزيد من معدل العائد المطلوب من قبل

المقرضين مما يزيد من كلفة رأس المال و يقلل ربحية السهم الواحد. في حين ثبات العائد المطلوب من المقرضين والمتمثل بالفائدة وثبات الأرباح قبل الفائدة مع زيادة الرافعة المالية أي (نسبة الدين/ حق الملكية) يزيد من ربحية السهم، هذا من ناحية أثر الدين في ربحية الشركة من خلال المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، في حين أوضح بعضهم أثر الدين (الرافعة المالية) في ربحية السهم من خلال العلاقة بين العائد على الاستثمار وكلفة الدين، فإذا كانت درجة الرافعة المالية عالية والعائد على الاستثمار أكبر من كلفة الدين يكون تأثير الرافعة على ربحية السهم ايجابياً أي مرغوباً فيه، ولكن يكون تأثير الرافعة غير مرغوب فيه عندما تكون الطاقة الايرادية للشركة أقل مما يتوقعه المقرضين أي أقل من كلفة الدين (Chandrakumarmangalam & Govindasamy, 2010: 55).

هذا وقد أثبتت الدراسة التي قام بها (Rehman *et. al.*, 2012: 68) أن لنوع الدين المستخدم تأثيراً على ربحية الشركة، فإذا كانت للشركات مبيعات قليلة فمن الأفضل استخدام الديون قصيرة الأجل وذلك لتأثيرها القوي والايجابي في الربحية، كما أن هناك علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل والربحية، وتعتقد الباحثة أن السبب يعود إلى ارتفاع مقدار الفائدة للديون طويلة الأجل، لذلك اقترحت الدراسة المذكورة في أعلاه أن لا يكون تمويل الشركة من الديون قصيرة الأجل إذا كانت مبيعاتها عالية لأن أجلها قصير لمدة سنة أو أقل، وأن تمول من الديون طويلة الأجل، وهذا يعني أن قرار هيكل التمويل يجب أن يأخذ بالاعتبار حجم المبيعات.

## المحور الرابع

### الوصف الإحصائي للمتغيرات واختبار الفرضيات

سيخصص هذا المبحث لاستعراض البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من خلال عرض وتحليل البيانات التي تم الحصول عليها من شركات المساهمة للقطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وقد تم اعتماد عدد من الوسائل الإحصائية لغرض عرض وتحليل هذه البيانات ، إذ استخدمت مؤشرات الوسط الحسابي والانحراف المعياري.

أما تحليل النتائج واختبار فرضيات الدراسة لقياس علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة سواءً كانت علاقات مباشرة وذلك من خلال اعتماد مؤشر أو مقياس الارتباط البسيط (Person)، أم علاقات غير مباشرة للمتغيرات البسيطة. وعليه سيتضمن المبحث مايلي:

أولاً:- الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

## ثانياً: - تحليل النتائج واختبار فرضيات الدراسة

### أولاً: - الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة:

سيتم في هذا القسم تحليل ووصف لمتغيرات الدراسة وهي هيكل التمويل (الرافعة المالية)، وربحية الشركة المقاسة بالعائد على الموجودات، وذلك من خلال عرض تحليل البيانات الواردة في تقارير الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للسنوات من (2004-2011) ولقطاع الصناعة.

#### 1- تحليل هيكل التمويل: التمويل بالقروض (المديونية)

يقاس بالرافعة المالية التي تقاس بـ(أجمالي الديون/ مجموع مصادر التمويل)، ويتكون من التمويل طويل الأجل، والتمويل قصير الأجل، وسيتم في أدناه تحليل نسبة الدين لشركات القطاع الصناعي المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وللمدة 2004-2011 .

### الجدول (1)

#### نسبة التمويل بالديون في قطاع الصناعة للمدة (2004-2011) (%)

السنوات الشركات	على مستوى الشركة		2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي								
الخطاطة الحديثة	8.67	19.41**	13.76	31.09	19.41	30.93	13.47	10.93	10.30	25.37
العراقية للسجاد والمفروشات	6.63	34.85**	40.23	34.55	38.39	36.28	41.00	36.57	31.53	20.27
المشروبات الغازية الشمالية	2.76	3.55**	3.17	2.21	1.88	3.97	1.77	1.14	4.46	9.77
بغداد للمشروبات الغازية	16.56	17.81**	2.16	2.30	11.45	5.92	43.76	39.03	26.84	11.00
الهلال الصناعية	30.95	67.47**	80.68	59.33	98.03	118.81	69.58	43.80	44.52	25.00
الصناعات الخفيفة	16.66	87.78**	116.88	99.07	100.71	86.60	75.60	65.61	80.13	77.67
الصناعات الإلكترونية	19.32	61.56**	25.71	90.47	79.23	61.85	51.56	68.34	59.08	56.24
الكندي لإنتاج	3.54	8.95**	9.00	7.86	4.64	8.10	6.61	7.39	11.99	16.02

علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي

على مستوى الشركة		2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	السنوات الشركات
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي									
										اللقاحات البيطرية
11.57	22.20**	18.18	20.73	14.50	14.97	27.11	13.16	20.30	48.63	العراقية للأعمال الهندسية
7.33	27.03**	29.76	28.15	26.67	31.10	30.91	32.83	27.15	9.65	الخازر لإنتاج المواد الإنشائية
11.38	17.84**	11.87	9.77	10.85	10.76	17.02	10.62	34.91	36.90	الأصبغ الحديثة
10.64	45.59**	39.92	35.36	32.38	39.21	48.47	51.29	54.70	63.39	الصناعات المعدنية والدرجات
22.18	66.25**	48.59	84.68	47.80	67.98	50.05	101.31	86.64	42.97	أنتاج الألبسة الجاهزة
35.41	47.67**	21.20	19.56	85.34	112.98	62.21	33.58	23.24	23.26	العراقية لصناعة الكارتون
3.90	37.71**	32.94	37.51	40.81	44.96	38.51	36.83	36.84	33.30	المتوسط السنوي
		30.83	31.82	34.20	37.57	22.33	27.16	24.32	20.79	الانحراف المعياري

\*\* تعني إن الفروقات بين الأوساط الحسابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99%.

نستنتج من الجدول (1) أن شركات قطاع الصناعة تتفاوت في درجة اعتمادها على التمويل بالدين، أعلى نسبة كانت لشركة الصناعات الخفيفة إذ بلغت النسبة (87,78) وهي أعلى من المتوسط العام للقطاع البالغ (37,71) وبعد البحث أتضح للباحثة أن زيادة نسبة الدين لا يعني الاعتماد بشكل كبير على القروض في التمويل وإنما السبب في ذلك هو تآكل حقوق الملكية لهذه الشركة بسبب الخسائر التراكمية عليها ، إذ تشير القوائم المالية للشركة إلى أن الشركة تحقق خسائر متتالية خلال مدة الدراسة 2011-2004 وأن مجموع هذه الخسائر قد فاق رأس مال الشركة المدفوع مما جعل صافي حقوق المساهمين يظهر بالسالب، أما أقل نسبة في التمويل بالديون وهي النسبة التي حققتها شركة المشروبات الغازية الشمالية إذ بلغت (3,55) وبعد الاطلاع على القوائم المالية أتضح أن الاعتماد الأساسي للشركة في التمويل هو على رأس المال المدفوع، وتعد هذه النسبة قليلة جداً مقارنة مع المتوسط العام للقطاع والبالغ (37,71).

إن ارتفاع نسبة الدين هو مؤشر خطير لكل من (شركة الهلال الصناعية والصناعات الخفيفة) وتؤكد ذلك التقارير المالية لكل من الشركتين إذ أوضحت التقارير أن الشركتين في حالة

تعثر شديد نظراً لأنهما حققنا خسائر متتالية على مدار سنوات الدراسة (2004-2011) مما جعل الشركتين غير قادرتين على الوفاء بالتزاماتهما المالية وبالتالي قد يعرض الشركتين إلى التصفية وإعلان إفلاسهما.

والملاحظ من الجدول (7) إن الشركة العراقية لصناعة الكارتون تعد أكثر الشركات تذبذباً في نسب المديونية لمدة الدراسة، وأن شركة المشروبات الغازية هي أقل الشركات تذبذباً في نسبة الدين. علماً إن جميع الفروقات بين المتوسطات الحسابية لنسبة الدين في الشركات ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99%، اعتماداً على تحليل (One Way ANOVA) إذ كانت قيمة F المحسوبة 17.277 وبدرجة حرية (13 و 98).

## 2- تحليل ربحية الشركات

هناك مؤشرات عدة لقياس الربحية، وهي نسبة العائد على السهم، ونسبة العائد على الموجودات بوصفهما مؤشرات تستخدم في قياس الربحية. واستخدمت الباحثة نسبة العائد على الموجودات لقياس الربحية ويطلق عليه في أدبيات الإدارة المالية (القوة الإيرادية للشركة) فهو يعبر عن مدى كفاءة الموجودات المتداولة والثابتة في تحقيق الأرباح، ولكل سنة من سنوات الدراسة وكما في الجدول (2).

## الجدول (2)

### على الموجودات لقطاع الصناعة للمدة (2004-2011) (الأرباح/ الموجودات)

على مستوى الشركة		2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	السنوات الشركات
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي									
0.31	- 0.06**	0.01	-0.28	-0.11	-0.12	0.07	- 0.17	- 0.45	0.59	الخطاطة الحديثة
0.06	0.10**	0.05	0.05	0.09	0.07	0.07	0.13	0.12	0.23	العراقية للسجاد والمفروشات
0.03	- 0.02**	-0.03	-0.05	-0.05	0.00	0.04	- 0.02	- 0.01	- 0.05	المشروبات الغازية الشمالية
0.03	0.01**	0.02	0.05	0.04	0.00	-0.06	0.00	- 0.01	0.00	بغداد للمشروبات الغازية
0.24	- 0.33**	-0.43	-0.36	-0.19	-0.72	-0.58	- 0.26	- 0.10	- 0.03	الهلال الصناعية
0.08	- 0.12**	-0.19	-0.23	-0.14	-0.16	-0.12	- 0.08	- 0.06	0.01	الصناعات الخفيفة
0.08	- 0.05**	-0.07	-0.11	-0.07	-0.16	0.09	- 0.01	- 0.09	0.04	الصناعات الالكترونية
0.06	0.09**	0.18	0.18	0.12	0.02	0.07	0.02	0.08	0.09	الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية
0.06	0.06**	0.14	0.03	0.00	0.03	0.10	0.12	0.00	0.03	العراقية للأعمال الهندسية
0.06	- 0.03**	-0.06	0.01	0.05	-0.05	-0.09	- 0.11	0.01	0.02	الخازر لإنتاج المواد الإشعاعية
0.05	-	0.00	0.00	-0.10	-0.04	0.01	0.04	0.00	0.04	الأصباغ

السنوات الشركات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	على مستوى الشركة	
									الانحراف المعياري	الوسط الحسابي
الحديثة									0.01**	
الصناعات المعدنية والدرجات	0.10	0.01	-	0.04	0.13	0.02	-0.19	-0.14	-	0.02**
أنتاج الألبسة الجاهزة	-	-	-	0.51	0.14	-0.41	0.09	0.11	-	0.06**
العراقية لصناعة الكارتون	-	-	-	-0.44	-0.58	-0.26	-0.13	-0.41	-	0.30**
المتوسط السني	0.06	0.07	-	-0.02	-0.10	-0.07	-0.07	-0.06	-	0.05**
الانحراف المعياري	0.18	0.16	0.15	0.25	0.25	0.15	0.15	0.18		

**المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية الختامية**

\*\* تعني إن الفروقات بين الأوساط الحسابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99%

من الملاحظ من جدول العائد على الموجودات لقطاع الصناعة أن أغلب الشركات حققت خسارة أي أن العائد على الموجودات ذو قيمة سالبة وهي شركة الخياطة الحديثة ، شركة المشروبات الغازية الشمالية، الهلال الصناعية ، الصناعات الخفيفة ، الصناعات الالكترونية ، والخازر لإنتاج المواد الإنشائية ، الأصباغ الحديثة ، الصناعات المعدنية والدرجات ، وإنتاج الألبسة الجاهزة ، والعراقية لصناعة الكارتون وحققت هذه الشركات العوائد التالية وهي (0,06 - ، -0,02 ، -0,33 ، -0,12 ، -0,05 ، -0,03 ، -0,01 ، -0,02 ، -0,06 ، -0,30 ) على التوالي وهذه مؤشرات خطيرة تدل على عدم كفاءة إدارة الشركات في استغلال الموجودات لتحقيق الأرباح ، ومن جهة أخرى تدل هذه النسبة على أن هذه الشركات تحقق خسائر فادحة تفوق تكلفة التمويل لها وهذا مؤشر خطير لمستقبل الشركات إذا لم تحاول تعديل وضعها المالي، أما (الشركة العراقية للسجاد والمفروشات وشركة بغداد للمشروبات الغازية وشركة لإنتاج اللقاحات والشركة العراقية للأعمال

الهندسية) حققت وكان العائد على الموجودات لهذه الشركات (0,10، 0,01، 0,09، 0,06) على التوالي وهي أكبر من المتوسط العام للعائد على الموجودات البالغ (-0,05). أما نتائج الانحراف المعياري فكانت شركة المشروبات الغازية الشمالية وشركة الهلال الصناعية هما أقل الشركات تذبذباً وبلغ الانحراف المعياري لكل منهما (0,03)، أما شركة أنتاج الألبسة الجاهزة فكانت الأكثر تذبذباً وبلغ فيها الانحراف المعياري (0,32). إن هذه الفروقات ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99%، اعتماداً على تحليل (One Way ANOVA) إذ كانت قيمة F المحسوبة 3.898 وبدرجة حرية (13 و 98).

### ثانياً:- اختبار فرضية الدراسة

اختبار فرضية ((ليس هنالك علاقة بين هيكل التمويل وربحية شركات قطاع الصناعة)) تبحث هذه الفرضية عن العلاقة بين المديونية والعائد على الموجودات باستخدام معاملي الارتباط والانحدار الخطي البسيط، وكانت نتائج الوصف الإحصائي هي كما يلي :

#### الجدول (3)

#### المقاييس الإحصائية لعلاقة الارتباط والانحدار البسيط بين المديونية والعائد على الموجودات

عدد الشركات	المتغيرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
14	العائد على الموجودات	-0.051761	0.1269443
	المديونية	37.711365	25.4506814

يتضح من أعلاه إن نسبة المديونية في القطاع بلغت بحدود 38%، وقد أشر العائد على الموجودات أداء سيئاً، إذ سجل عائداً بحدود (-0.05). أما علاقة الارتباط بين المديونية والعائد على الموجودات في هذا القطاع تتضح في الجدول التالي:

**الجدول (4)****علاقة الارتباط بين المديونية والعائد على الموجودات باستخدام معامل ارتباط بيرسون**

عدد الشركات	معامل ارتباط $r$ بيرسون	مستوى المعنوية	التفسير
14	0.565	0.018	علاقة ارتباط سالبة ذات دلالة إحصائية

يتضح من الجدول (4) أن هناك علاقة سالبة وعكسية بين المديونية والعائد على الموجودات أي بمعنى أنه كلما زادت المديونية انخفض العائد على الموجودات. وبناءً على ذلك يمكن القول أنه ليست هنالك علاقة بين المديونية والعائد على الموجودات لشركات قطاع الصناعة، أي قبول فرضية البحث ((ليس هنالك علاقة بين هيكل التمويل وربحية الشركة))، كما ان نتائج الدراسة الحالية تتفق مع نتائج دراسة (عباد، 2004).

وبعد التعرف على العلاقة بين كل من المديونية والعائد على الموجودات نكمل التحليل باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط بين هذين المتغيرين وعلى وفق المعادلة الآتية:-

$$RoA = b + a D$$

حيث إن:

RoA : العائد على الموجودات (العامل التابع)

D : المديونية (العامل المستقل)

وتبين الجداول (5 ، 6 ، 7) ملخصاً لأنموذج الانحدار والتباين ومعاملات معادلة الانحدار:

### الجدول (5)

#### ملخص أنموذج الانحدار لقطاع الصناعة

مستوى المعنوية	درجات الحرية	F قيمة	التغير في معامل التحديد	خطأ التقدير المعياري	معامل التحديد - المعدل $R^2$	معامل التحديد $R^2$	معامل الارتباط البسيط R
0.035	1 , 12	5.627	0.319	0.109	0.262	0.319	-0.565

### الجدول (6)

#### تحليل التباين لقطاع الصناعة

المعنوية	F قيمة	التباين	درجة الحرية	مجموع المربعات	مصادر الاختلاف
0.035	5.627	0.067	1	0.067	الانحدار
		0.012	12	0.143	الخطأ التجريبي
			13	0.209	المجموع

### الجدول (7)

#### معاملات معادلة الانحدار لقطاع الصناعة

مستوى المعنوية	قيمة t	المعاملات المعيارية	المعاملات اللا معيارية		المتغيرات
			بيتا	الخطأ المعياري B	
0.328	1.020		0.053	0.055	العائد على الموجودات
0.035	2.372-	0.565-	0.001	0.003-	المديونية

يتضح من خلال الجداول (11,12,13) إن قدرة معادلة الانحدار في تفسير العلاقة بين المديونية بالعائد على الموجودات لم تتجاوز 32% على وفق معامل التحديد ويحدود 26% على وفق معامل التحديد المعدل وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.035) ، أي بمعنى إن العائد على الموجودات يتأثر بعوامل أخرى بنسبة 74%.

وإن معادلة الانحدار لعلاقة المديونية بالعائد على الموجودات يمكن التعبير عنها بالشكل

الآتي:-

$$RoA = b + a D$$

$$RoA = 0.055 - 0.003 D$$

## الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً. الاستنتاجات

تناولت الدراسة الأفكار والعلاقات التي تم طرحها في منهجية البحث وفي أنموذج الدراسة. وتم إخضاع الفرضيات للاختبار في عينة الدراسة المتكونة من (14) شركة من شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولمدة من 2004 - 2011 ويمكن تلخيص أهم الاستنتاجات المتعلقة بالجانب النظري:-

- أ. التمويل بالديون له تأثير في زيادة ربحية السهم حيث أن كلفة التمويل بالديون تقلل من الدخل الخاضع للضريبة وبالتالي تحقيق الوفورات الضريبية التي تزيد من العائد على السهم.
- ب. لا توجد طريقة لحساب هيكل التمويل الأمثل وعلى المدى البعيد ، لذلك يكون من الضروري وجود نسبة مستهدفة من الدين تأخذ بنظر الاعتبار العوامل المحيطة والخاصة بالشركة.
- ج. تعددت المقاييس المستخدمة لقياس هيكل التمويل مما يؤدي إلى شيء من الاختلاف في النتائج عند استخدام أي منها ويفضل استخدام نسبة القروض إلى مجموع الموجودات وهي من المعدلات السهلة.

في حين كانت الاستنتاجات المتعلقة بالجانب التطبيقي بعد التحليل المالي والإحصائي للبيانات والفرضيات تم التوصل إلى مجموعة من النتائج تتلخص بما يلي:

- أ. عدم وجود علاقة بين هيكل التمويل وربحية الشركة.
- ب. محدودية اعتماد الشركات على القروض ذات التكلفة الثابتة وخاصة القروض طويلة الأجل
- ج. اتضح أن هناك تبايناً وتذبذباً في نسبة الدين على مستوى الشركات إذ تباينت النسبة من شركة إلى أخرى.
- د. استمرار بعض الشركات بنشاطها على الرغم من تحقق الخسائر ولكل سنة، وبدون معالجة لوضعها المالي مما يؤثر سلباً في مستقبل هذه الشركات .

## ثانياً. التوصيات

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها يمكن اقتراح مجموعة من التوصيات التي تتعلق بتحديد الإطار العملي لاتخاذ القرارات المالية لتحديد المزيج الأمثل للهيكل التمويلي والذي يحقق أفضل عائد وفيما يلي أهم التوصيات :-

- 1- الاعتماد على التمويل بالقروض وينسب مناسبة ، لتقليل الخسائر بسبب الوفورات الضريبية التي تحققها تكاليف الدين (إذا كانت هناك علاقة عكسية بين نسب الدين والربحية لا يمكن الاعتماد عليها والعكس بالعكس حسب نتائج الدراسة)
- 2- بالنسبة للشركات التي تتجنب التمويل بالقروض بإمكان هذه الشركات الاستغناء عن التمويل بالقروض بالتمويل بالمرابحة إذ تستطيع بذلك شراء الآلات والمعدات ، وبعض الأصول المتداولة كالבضاعة والمواد الخام، وبذلك تنجو هذه الشركات من دائرة مخالفة الشرع، أو الاعتماد على القرض الحسن من المصارف الإسلامية التي تكون أقل كلفة مقارنة مع الفوائد التي تفرضها المصارف التقليدية .
- 3- اعتماد نتائج هذه الدراسة من قبل المستثمرين عند التعامل في سوق العراق للأوراق المالية ، لأن هذه النتائج تعد مؤشرات دالة للمستثمر العراقي .
- 4- قيام الشركات عينة الدراسة بإعادة النظر بسياساتها الإدارية والمالية، والاستفادة من نتائج هذه الدراسة للارتقاء بمستوى الداء. والاستفادة من الأفكار التي طرحتها النظريات المفسرة لهيكل التمويل وأهمها نظرية تسلسل مصادر التمويل .

## المصادر

### ❖ المصادر العربية

#### أولاً الكتب

1. الزبيدي، حمزة محمود (2004) "الإدارة المالية المتقدمة" مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن
  2. العامري، محمد علي (2013) "الإدارة المالية الحديثة" دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
  3. النعيمي، عدنان تايه والتميمي، أرشد فؤاد (2009) "الإدارة المالية المتقدمة" دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
  4. هندي، منير إبراهيم (2004) "مدخل تحليلي معاصر" المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.
- #### ثانياً. الدوريات
5. موسى، صافي (2009) "الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، ص 153-176.
- #### ثالثاً. رسائل الماجستير والدبلوم العالي
6. الأغا، بسام(2005) "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية.
  7. فيصل، أسلام(2011) "أثر الهيكل التمويلي على الشركات المساهمة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح" رسالة ماجستير في قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.
  8. فتاح، أبتسام(2007) "هيكل رأس المال وعلاقته بالمخاطرة الائتمانية" رسالة دبلوم العالي في قسم التقنيات المالية والمحاسبية، الكلية التقنية الإدارية، هيئة التعليم التقني .
  9. عباد، منير (2004) "أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات" رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الدراسات العليا، جامعة اليرموك.

### المصادر باللغة الانكليزية

#### I. Books

1. Brealy & Allen & Myers(2006)" principles of corporate financial" McGraw-Hill, New York/ Irwin .
2. Brealy & Marcus & Myers (2007)" Fundamentals of corporate financial" McGraw-Hill/Irwin .
3. Brigham & Ehrhard (2011) "Corporate finance" South-Western, a part of Cengage Learning
4. Gitman L & Chad J (2012) "Managerial Finance" Manufactured in the United States of America
5. Gupta & Sharma & Shashik (2007)" Financial Management" Mrs. Usha Rsj Kumer for Kalyani Publisher: New Delhi
6. Parrino & Kidwell (2007) "corporate financial" John Wiley & Sons :
7. Roos S &Westerfield (2009) " Fundamentals of corporate financial " McGraw-Hill Americas: New York
8. Subramanian & Paramasivan (2009)" Financial Management" New Age international (P) Limited : New Delhi

9. Vernimmen, Pierre (2011) "*Corporate Financial Theory and Practice*", John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex, PO19 8SQ, United Kingdom.

## II. Periodicals

1. [Akinmulegun, Sunday](#) (2012) "[The Effect of Financial Leverage on Corporate Performance of Some Selected Companies in Nigeria](#)" *Journal: Canadian Social Science* Vol: 8 Issue: 1 Pages: 85-91 Provider: DOAJ Publisher: Canadian Research & Development Center of Sciences and Cultu
2. Çelik [S](#) & [Yasemin A](#) (2013) "dose market timing drive capital structure ? empirical evidence from an emerging market" *Journal: International Journal of Economics and Financial Issues* Vol: 3 Issue: 1 Pages: 140-152 Provider: DOAJ Publisher: EconJournals
3. Indrani, Chakraborty (2010) "Capital structure in an emerging stock market: The case of India" *Journal Research in International Business and Finance* , Vol. 24, No.3, PP: 295-314
4. Karadeniz [E](#) & [Serkan Y. K](#) & [Omer I](#) & [Yıldırım B. O](#) (2011)" [Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence From Turkish Lodging Companies](#) " *Journal: International Journal of Economics and Financial Issues* Vol: 1 Issue: 1 Pages: 1-11 Provider: DOAJ Publisher: EconJournal
5. Mirela [V](#) & [Duicu S](#) (2012) "[overview of the company's financial strucure](#)" *Journal: Lex et Scientia* Vol: 19 Issue: 1 Pages: 181-186 Provider: DOAJ Publisher: LexEtScientia
6. Muhammad A & Wahid (2011) " Impact of Financial Leverage to Profitability Study of non-Financial Companies Listed in Stock Exchange Indones European" *Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* Issue 32 PP 136-148
7. Rehman [W](#) & [Goher F](#) & [Mehboob A](#) (2012) " [Impact of debt structure on profitibily in textibl industry of pakistan](#) " *Journal: International Journal of Economics and Research* Vol: 03 Issue: 02 Pages: 61-70 Provider:DOAJ Publisher: Sanben Agenc
8. S. Chandrakumarmangalam & Govindasamy (2010) ""Leverage" – An Analysis and its Impact on Profitability with Reference to Selected Cement Companies in India" *Journal : European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* P 53-65
9. [Wali ur R](#) & [Goher F](#) & [Mehboob A](#) (2012) "[impact of debt structure on profitability in textile industry of Pakistan](#)" *Journal: International Journal of Economics and Research* Vol: 03 P 61-70 Provider: DOAJ Publisher: Sanben Agency