



تأثير هيكل التمويل في القيمة السوقية المضافة

دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

The effect of the financing structure on the added market value

Analytical study of a sample of industrial companies listed in the Iraqi Stock Exchange

الباحث

وسام عبد الأمير جواد العنبيكي

ww.wisam1981@gmail.com

الأستاذ المساعد الدكتور

حيدر جاسم عبيد الجبوري

Haiderg.abed@uokufa.edu.iq

جامعة الكوفة-كلية الإدارة والاقتصاد

المستخلص:

تسعى الدراسة الحالية إلى قياس أثر هيكل التمويل، بمتغيراته الفرعية (حق الملكية بالقيمة الدفترية إلى إجمالي الموجودات، إجمالي الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، القيمة السوقية للاسهم إلى إجمالي الموجودات، الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الموجودات) كمتغير مستقل، في القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع، وتحديد نوع العلاقة بين متغيرات الدراسة، في الشركات الصناعية المساهمة عينة الدراسة، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن تساؤلاتها اختبرت الدراسة عينة من الشركات الصناعية المساهمة، مستخدماً في ذلك البيانات المنشورة على الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2010-2020) وشملت العينة (12) شركة صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

الكلمات الرئيسية: هيكل التمويل، القيمة السوقية المضافة، الشركات الصناعية.

Abstract:

The current study seeks to measure the impact of the financing structure, with its sub-variables (equity at book value to total assets, total short-term debts to total assets, market value of shares to total assets, retained earnings to total assets) As an independent variable, in the added market



value as a dependent variable, and determining the type of relationship between the variables of the study, in the industrial companies contributing the study sample, and in order to achieve the objectives of the study and answer its questions, the study tested a sample of industrial joint stock companies, using the data published on the website of the Iraq market. For Securities for the period from (2010-2020) the sample included (12) industrial companies listed on the Iraq Stock Exchange.

Key words: financing structure, added market value, industrial companies.

المقدمة

يعد موضوع هيكل التمويل من الموضوعات المهمة في مجال الإدارة المالية التي اكتسبت أهمية من خلال تأثيرها وارتباطها بأهداف الإدارة المالية المتعلقة بتعظيم الربح وتعظيم القيمة السوقية للسهم وذلك لتعظيم ثروة المساهمين وهو الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه أغلب شركات الأعمال، ويحكم هذا الهدف نوعان من القرارات هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل حيث يمكن زيادة قيمة الشركة إما من خلال قرارات الاستثمار الذي ينتج عنها زيادة التدفقات النقدية، أو من خلال قرارات التمويل التي ينجم عنها تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن أو كليهما معا. وتعد قرارات التمويل من القرارات المعقدة التي تتطلب من الإدارة المالية دراسة وتحديد مصادر التمويل سواء كان عن طريق التمويل الممتلك أم عن طريق الديون، أو تحديد المزيج التمويلي الذي يحقق أدنى كلفة.



وهناك أكثر من نظرية حاولت تجسيد العلاقة بين هيكل التمويل وأثره على أهداف الإدارة المالية المتمثلة في زيادة ثروة المساهمين، وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين هيكل التمويل والاداء المالي والقيمة المضافة.

لذلك جاءت هذه الدراسة الاختبار أثر هيكل التمويل في الاداء المالي المستند على القيمة عنواناً لها، بهدف معرفة أثر تكوين هيكل التمويل المتمثلة بنسب (حق الملكية بالقيمة الدفترية إلى إجمالي الموجودات، إجمالي الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، القيمة السوقية للأسهم إلى إجمالي الموجودات، الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الموجودات) كمتغير مستقل في الاداء المالي المستند على القيمة متمثلة (القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة النقدية المضافة) كمتغير تابع.

وقد تم اختيار الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لتكون مجتمعاً للدراسة وقد اختير منها اثنا عشر شركة لتكون عينة للدراسة خلال سلسلة زمنية امتدت لعشر سنوات من (2010-2020).

وقد قسمت الدراسة الى اربعة فصول يحتوي الفصل الاول منها على مبحثين ضم المبحث الاول منهجية الدراسة والثاني بعض الدراسات السابقة.

اما الفصل الثاني فيقسم الى مبحثين تناول المبحث الاول اساسيات نظرية حول هيكل التمويل، والثاني مفاهيم اساسية حول الاداء المالي المستند على القيمة.

اما الفصل الثالث فقسم الى مبحثين أيضاً ضم الاول التحليل المالي لمؤشرات هيكل التمويل اما المبحث الثاني فكان تحليل مؤشرات القيمة المضافة، وختمت الدراسة بالفصل الرابع الذي ضم مبحثين الاول منهما الاستنتاجات والثاني التوصيات.



المحور الأول

منهجية الدراسة

أولاً: مشكلة الدراسة

أصبح هدف تعظيم ثروة المساهمين من أهم أهداف الإدارة المالية. إذ إن قياس كفاءة إدارة الشركة المساهمة يقاس بالقيمة المضافة، التي تعني الفرق بين الأموال المستثمرة والأموال المضافة لها. وإن تحقيق هذا الهدف يحتاج إلى معرفة كاملة بإدارة التمويل. وهو واحد من أهم قرارات المدير المالي، الذي يركز على الجانب الأيسر من الميزانية العمومية المتمثل في (هيكل التمويل) وعند الفحص الأولي لبيانات الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية يلاحظ أن أغلبها خاسرة ولا تقدم قيمة مضافة، قد يعود السبب في ذلك إلى عدم تكوين هيكل مالي مناسب. ومن هنا يمكن طرح التساؤل الرئيسي (ما مدى تأثير هيكل التمويل في الأداء المالي المساند على القيمة؟) ولأجل الإجابة على هذا التساؤل تم طرح عدد من التساؤلات وهي كما يلي:

- 1- ما هو الهيكل التمويلي لكل شركة مبحوثة؟
- 2- ما هو الأداء المالي المسند على القيمة لكل شركة مبحوثة؟
- 3- ما هي طبيعة العلاقة بين هيكل التمويل والأداء المالي المستند على القيمة للشركات المبحوثة؟
- 4- ما هي علاقة تأثير هيكل التمويل في الأداء المالي المستند على القيمة للشركات المبحوثة؟

ثانياً: أهمية الدراسة

يعد القطاع الصناعي من أهم القطاعات في الاقتصاديات العالمية المتطورة والنامية فهو المحرك الأساس للاقتصاد وتحقيق النمو في الناتج المحلي الإجمالي للدول، لذلك فإن محاولة دراسة وتحليل وتطوير هذا القطاع تسهم بشكل واضح في تطوير الاقتصاد ككل. كما أن تحديد نقاط



الضعف واسباب تدهور الصناعة ونتائج هذا التدهور يسهم بشكل كبير في تجنب هذه النقاط، كما يسهم في مواجهة التحديات الكبيرة التي تواجه القطاع الصناعي والمرتبطة بجودة المنتجات والمنافسة الدولية والامكانات التسويقية وغيرها من التحديات.

يمكن إبراز أهمية الدراسة عبر ما يأتي: -

1- إبراز المفاهيم المهمة التي تحسن بعض القرارات التي يتخذها المديرون من أجل دعم الاستثمارات طويلة الأجل، وتحديد مصادر التمويل المناسبة للمساهمة في زيادة النمو للشركة.

2- تعرف الإدارة على نتيجة القرارات الخاطئة في اختيار هيكل التمويل التي تؤدي الى فقدان الشركة قيمتها الاقتصادية المضافة وقيمتها السوقية المضافة وقيمتها النقدية المضافة.

3- تقدم هذه الدراسة مجموعة من المتغيرات المهمة لمساعدة الإدارة في الشركات المبحوثة على اتخاذ القرارات الملائمة لتعظيم قيمة المساهمين

4- تشخيص أسباب الجدل الكبير في هيكل التمويل والأداء المالي المستند على القيمة، كون جميع الشركات تسعى لمعرفة المزيد عنها لرسم صورة كاملة عن أنشطتها المالية.

5- تقديمها أطارا نظريا ومنهجية فكرية تحدد مسارات الدراسات اللاحقة في الموضوع ذاته.

ثالثا: اهداف الدراسة

ان الغرض الرئيسي للدراسة يركز على أربعة اهداف رئيسية وهي كالآتي:

1- تحديد هيكل التمويل المناسب للشركات الصناعية العراقية المبحوثة.

2- التعرف على طبيعة العلاقة بين هيكل التمويل والأداء المالي المسند على القيمة للشركات المبحوثة.

3- التعرف على علاقة التأثير بين هيكل التمويل والأداء المالي المستند على القيمة للشركات المبحوثة.

رابعا: فرضيات الدراسة



ترتبط فرضيات الدراسة ارتباطاً وثيقاً بمشكلة الدراسة من ناحية والتساؤلات المتعلقة بهذه المشكلة من ناحية أخرى، على ضوء مخطط الدراسة الفرضي تم صياغة فرضيات الدراسة التي سوف تخضع للاختبار وعندها سيتم اثبات صحتها من عدمه وهي ما يأتي:

فرضية الدراسة: افترضت الدراسة ((وجود تأثير ذات دلالة معنوية لمؤشرات هيكل التمويل في القيمة السوقية المضافة))

خامساً: حدود الدراسة

تكفل الجانب النظري والفكري به، أما النطاق الأفقي فهو يمثل حدود الدراسة. إذ لا بد من تحديد توجهات ضمن حدود معرفية واضحة، وتختصر الجهد والوقت، والتركيز على النقطة الأساسية، مع حق الباحث في الاطلاع على كل ما يفيد به متغيرات الدراسة. وقد تمثلت بما يأتي:

أ- تقتصر الدراسة الحالية على متغيرين رئيسيين هما هيكل التمويل كمتغير مستقل الأداء المالي المستند على القيمة كمتغير تابع.

ب- تعتمد الدراسة الحالية البيانات الكمية الذي يوفرها سوق العراق للأوراق المالية من على المواقع الإلكترونية الرسمية.

تعتمد الدراسة الحالية السلسلة الزمنية الممتدة من عام (2010) إلى عام (2020) ولـ(12) شركة صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

المحور الثاني



الإطار النظري لمتغيرات البحث

أولاً: مفهوم هيكل التمويل

تسعى الشركات إلى تعظيم ثروة المساهمين، وهذا بالاعتماد على قرارات مالية تتعلق بجانب التمويل والاستثمار، ويكون هذا من خلال جملة من العوامل أهمها اختيار وتوفير الاحتياجات المالية سواء كان مصدر هذه الأموال ذاتية أو غير ذاتية، ومجموع هذه المصادر تشكل لنا هيكل التمويل الذي يعظم ثروة المساهمين من خلال تقليل المخاطر وتعظيم الأرباح وبالتالي تحقيق أقصى قيمة للمؤسسة. ومن هنا سوف نتعرف على ماهية هيكل التمويل.

في حين يرى (Doorasamy, 2021:347) أن هيكل التمويل هو الهيكل التمويلي للعمليات العامة ونمو الشركة والذي يتضمن مزيجاً من الأرباح المحتجزة المحددة والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل ورأس المال السهمي والأسهم المفضلة.

كما يجب التمييز بين هيكل التمويل (Funding structure) وهيكل رأس المال (Capital Structure) فقد أشار الكثير من الباحثين أن هناك اختلاف واضح بين كلا المصطلحين حيث يشير الأول إلى أنه تمويل إجمالي الموجودات أو استثمارات الشركة، ويمثل ذلك الجانب الأيسر من الميزانية العمومية أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها الشركة، أي أن هيكل التمويل يمثل جميع أشكال التمويل سواء كانت ملكية أم اقترض، من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل. بينما يشر المصطلح الثاني هيكل رأس المال لا يمثل سوى مصادر التمويل طويلة الأجل للأموال ويستبعد جميع الديون قصيرة الأجل



والخصوم المتداولة. وبالتالي فإن الهيكل المالي هو هيكل أوسع وهيكل رأس المال ليست سوى

جزء منه. (Liu & Zhang, 2018:2)

ثانيا: نظريات هيكل التمويل للشركات

ظهرت العديد من النظريات التي تفسر سلوك هيكل التمويل للشركة، ومن هذه النظريات هي:

1- **نظرية موديكلياني وميلر:** لنظرية Modigliani و Miller (1958) نقطة انطلاق للنظرية الحديثة لهيكل رأس المال. بناءً على الافتراضات المتعلقة بسلوك المستثمرين وسوق رأس المال يوضح MM أن قيمة الشركة لا تتأثر بهيكل رأس مال الشركة. يتم تداول الأوراق المالية في سوق رأس المال المثالي، وجميع المعلومات ذات الصلة متاحة للمطلعين والأجانب لاتخاذ القرار (لا يوجد عدم تناسق في المعلومات) أي تكلفة المعاملات وتكلفة الإفلاس والضرائب غير موجودة. يمكن الاقتراض والإقراض للشركات والمستثمرين الأفراد بنفس معدل الفائدة الذي يسمح برافعة مالية محلية الصنع، والشركات العاملة في فئات مخاطر مماثلة ولديها نفوذ تشغيلي مماثل، والفوائد المستحقة على الديون لا توفر أي ضرائب وتتبع الشركات توزيعات الأرباح بنسبة 100% في ظل هذه الافتراضات، أثبتت نظرية MM أنه لا توجد نسبة دين إلى حقوق الملكية المثلى وأن هيكل رأس المال غير ذي صلة بثروة المساهمين. على الرغم من أن نظريتهم كانت صحيحة من الناحية النظرية فإن العالم بدون ضرائب لم يكن صحيحاً في الواقع (Charness & Neugebauer, 2019:7).

2- **نظرية المقايضة:** إحدى النظريات الأساسية التي هيمنت على نظرية هيكل رأس المال التي توصي بأن المستوى الأمثل للدين هو حيث تكون الفائدة الهامشية لتمويل الديون مساوية لتكلفتها الحدية. يمكن للشركة تحقيق هيكل رأس المال الأمثل من خلال تعديل مستوى الدين وحقوق الملكية وبالتالي موازنة الدرع الضريبي وتكلفة الضائقة المالية (Yapa & Abeywardhana, 2017:134).



3-نظرية توقيت السوق: توضح نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال أن الشركات تصدر أسهمًا جديدة عندما يكون سعر سهمها مبالغًا فيه ويعيدون شراء الأسهم عندما يتم التقليل من سعر الأسهم. يؤثر هذا التقلب في أسعار الأسهم على قرارات تمويل الشركات وأخيرًا على هيكل رأس مال الشركة. علاوة على ذلك فإن نظرية توقيت السوق لا تتحرك لاستهداف الرافعة المالية لأن معاملات الأسهم هي وقت مناسب تمامًا لظروف سوق الأوراق المالية. وهذا يعني أن تغييرات هيكل رأس المال التي يقنعها توقيت السوق طويلة الأمد (Allini et al,2018:6)

المحور الثاني

الإطار النظري لمتغير القيمة السوقية المضافة

أولاً: مفهوم القيمة المضافة

قيمة الشركة وفقاً لكل من (Subing & Susiani,2019:80) فإن قيمة الشركة أو تسمى أيضاً القيمة السوقية للشركة هي السعر الذي يدفعه المشترون المحتملون للشركة. يمكن حساب قيمة الشركة من خلال السعر إلى القيمة الدفترية (PBV) هي نسبة توضح مقدار السوق الذي يعطي تقييماً للقيمة الدفترية لأسهم الشركة. تعطي نسبة السعر السوقي للسهم إلى قيمة دفتريه مؤشراً على آراء المستثمرين حول الشركة. يعتبر المستثمرون الشركة جيدة إذا كانت الشركة التي تحقق أرباحاً وتدفق نقدي آمنة وتستمر في النمو. وقد أشار (Abdullah et al,2017:3) لقيمة الشركة على أنها مجموع القيمة السوقية الفعلية للأسهم العادية وقيم السوق المقدرة للأسهم المفضلة والديون.

ثانياً: القيمة السوقية المضافة Added market value



تعد القيمة السوقية المضافة أداة استثمارية تمثل الفرق بين القيمة السوقية للشركة وبين قيمتها الدفترية، فإذا كانت القيمة السوقية للشركة أكبر من قيمة رأس المال المستثمر فهذا يعني أن الشركة تخلق قيمة لحملة الأسهم أما إذا كانت أقل من رأس المال المستثمر فمعناه أن الشركة تدمر القيمة، وهي بذلك تماثل في معناها نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ويكون الفرق فقط في كون القيمة السوقية المضافة هي مقياس ثابت في حين أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية هي مقياس نسبي تحسب على أساسه القيمة السوقية المضافة بالوحدة النقدية بينما تظهر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على شكل نسبة مئوية وعليه فإذا كانت (MVA) موجبة فهذا يعني أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أقل من واحد ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة من خلال المعادلة التالية. (Akgun et al,2018:102)

$$\text{Market Value Added} = \text{Market Value of Equity} - \text{Book Value of Equity} \dots (1)$$

حيث أن:

MVA : تمثل القيمة السوقية المضافة

Market Value of Equity : تمثل القيمة السوقية لحق الملكية

Book Value of Equity : تمثل القيمة الدفترية لحق الملكية

المحور الثالث الجانب العملي

اختبار علاقات الارتباط والتأثير



يناقش هذا المبحث اختبار علاقات الارتباط والتأثير بين متغيرات الدراسة (هيكل التمويل القيمة السوقية المضافة). إذ سيتم اختبار علاقات الارتباط باعتماد (R) ومعنويتها وسيتم اختبار فرضيات التأثير باعتماد أسلوب الانحدار المتعدد على وفق برنامج احصائي يلئم تحليل بيانات السلاسل الزمنية وهو برنامج (Eviews v.9) كونه يعمل على تحليل البيانات بطريقة التحليل المقطعي (للشركات المبحوثة) والتحليل الزمني (السلسلة الزمنية المستهدفة) بطريقة (Panel)، الذي سيبين معامل التحديد ومعامل التأثير وبمستوى المعنوية الذي اعتمده الباحث البالغ (0.05) وسيعتمد كمعيار لقبول او رفض الفرضية فاذا كان مستوى المعنوية المستخرج اقل من او يساوي مستوى المعنوية المعتمد عندها سيتم قبول الفرضية والعكس بالعكس. كما سيتم تحديد او التعرف على التمايز الثابت على مستوى الشركات عينة الدراسة، إذ يتم ترتيب الشركات من الأعلى الى الأقل تأثير ، كما سيتم التعرف على تمايز التأثير الثابت على مستوى المدد الزمنية وكما يأتي:-

فرضية الدراسة: افترضت الدراسة ((وجود تأثير ذات دلالة معنوية لمؤشرات هيكل التمويل في القيمة السوقية المضافة)) وسيتم تحليل اختبار علاقة التأثير بين المتغيرات باستخدام البرنامج الاحصائي (Eviews) وبحسب النتائج التي ستعرض في الجدول (1-1) الذي يتضح فيه الجزء الأول منه مقدار التأثير ومعامل التحديد فضلاً عن مستوى المعنوية لقيمة (T) لاختبار معنوية

المؤشرات	المؤشر	التقديرات	الخطا	احصائية (t)	مستوى	القرار
----------	--------	-----------	-------	-------------	-------	--------



المستقلة	التابع	Coefficient	المعياري Std. Error	t- Statistic	المعنوية Prob.	
X1	Y2	0.471	0.027	17.640	0.000	قبول
X2	Y2	0.397	0.012	33.932	0.000	قبول
X3	Y2	0.091	0.214	0.425	0.271	رفض
X4	Y2	0.517	0.108	4.787	0.000	قبول
الثابت (C)		0.897	الطريقة المقطعية للمربعات الصغرى Method: Pooled Least Squares $Y1 = (0.897) + (0.47)X1 + (0.40)X2 + (0.09)X3 + (0.52)X4$			
معامل التحديد (R ²)		0.74				
احصائية (F) F-statistic		10.284				
مستوى معنوية (F)		0.000				
المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد الى مخرجات (Eviews)						

جدول (1-1) اختبار علاقة التأثير بين مؤشرات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة

علاقة التأثير ومستوى المعنوية لمؤشر (F) للتعرف على مدى جودة النموذج المختبر بطريقتي التحليل (المقطعي والزمني)، في حين يركز الجزء الثاني من الجدول (1-2) على اختبار التحليل التمييزي المقطعي (للشركات المبحوثة) والزمني (السلسلة الزمنية المستهدفة) للتعرف على التمايز

بين الشركات المبحوثة في مقدار التأثير على مستوى الشركات ثم على مستوى الفترات الزمنية المستهدفة وكما يأتي:-



جدول (2-1) اختبار التحليل التمييزي المقطعي للشركات المبحوثة بين مؤشرات هيكل التمويل والقيمة السوقية المضافة

التمايز بين الفترات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Period)			التمايز بين الشركات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Cross)		
الترتيب	التقديرات Coefficient	الفترات (Period)	الترتيب	التقديرات Coefficient	الشركات (Cross)
1	1177.78	2020--C	1	4975.00	12--C
2	562.96	2019--C	2	-79.00	10--C
3	345.19	2018--C	3	-265.00	04--C
4	137.04	2017--C	4	-355.00	01--C
5	38.89	2013--C	5	-450.00	07--C
6	-30.85	2012--C	6	-455.00	09--C
7	-72.96	2016--C	7	-465.00	11--C
8	-248.89	2015--C	8	-507.50	03--C
9	-297.04	2014--C	9	-512.50	02--C
10	-703.70	2010--C	10	-565.00	08--C
11	-907.41	2011--C	11	-607.50	05--C
			12	-712.50	06--C
المصدر: من اعداد الباحث بالاستناد الى مخرجات (Eviews)					

اذ يتضح في الجدول (4-2) ان معامل التحديد (R^2) كان (0.74) وهذا يدل على التباين الذي توضحه مؤشرات المتغير المستقل (هيكل التمويل) في المتغير الفرعي التابع (القيمة السوقية المضافة)، على وفق جودة النموذج بين مؤشرات المتغير المستقل والمتغير الفرعي التابع ودقة النتائج التي يثبتها باعتماد البرنامج الاحصائي (Eviews) وبحسب نتائج الجدول (5-2) يتضح ان معامل التأثير على مستوى مؤشرات المتغير المستقل في المتغير الفرعي التابع (القيمة السوقية المضافة) كانت كالاتي:



بلغ معامل التأثير بين مؤشر نسبة حقوق الملكية بالقيمة الدفترية الى اجمالي الموجودات في المتغير الفرعي التابع (القيمة السوقية المضافة) (0.471) وهو ايجابي أي عند اجراء تغيير إيجابي (وحدة واحدة) في نسبة حقوق الملكية بالقيمة الدفترية الى اجمالي الموجودات ستؤدي الى تغير مقداره (0.271) في القيمة السوقية المضافة. وهو معنوي عند مستوى دلالة (0.05) وعلى وفق هذه النتائج تقبل الفرضية على مستوى الشركات المبحوثة والمدة الزمنية المستهدفة.

2. بلغ معامل التأثير بين مؤشر نسبة الديون قصيرة الاجل الى اجمالي الموجودات في المتغير الفرعي التابع (القيمة السوقية المضافة) (0.397) وهو ايجابي أي عند اجراء تغيير إيجابي (وحدة واحدة) في نسبة الديون قصيرة الاجل الى اجمالي الموجودات ستؤدي الى تغير مقداره (0.397) في القيمة السوقية المضافة. وهو معنوي عند مستوى دلالة (0.05) وعلى وفق هذه النتائج تقبل الفرضية على مستوى الشركات المبحوثة والمدة الزمنية المستهدفة.

3. بلغ معامل التأثير بين مؤشر نسبة القيمة السوقية للاسهم الى اجمالي الموجودات في المتغير الفرعي التابع (القيمة الاقتصادية المضافة) (0.091) وهو ايجابي أي عند اجراء تغيير إيجابي (وحدة واحدة) في نسبة حقوق الملكية بالقيمة الدفترية الى اجمالي الموجودات ستؤدي الى تغير مقداره (0.114) في القيمة السوقية المضافة. الا انه غير معنوي عند مستوى دلالة (0.05) وعلى وفق هذه النتائج لا تقبل الفرضية على مستوى الشركات المبحوثة والمدة الزمنية المستهدفة وتقبل الفرضية البديلة التي مفادها (لا يوجد تأثير ذات دلالة معنوية لنسبة القيمة السوقية للاسهم الى اجمالي الموجودات في القيمة السوقية المضافة).



4. بلغ معامل التأثير بين مؤشر نسبة الأرباح المحتجزة الى اجمالي الموجودات في المتغير الفرعي التابع (القيمة السوقية المضافة) (0.517) وهو ايجابي أي عند اجراء تغيير إيجابي (وحدة واحدة) في نسبة حقوق الملكية بالقيمة الدفترية الى اجمالي الموجودات ستؤدي الى تغير مقداره (0.517) في القيمة السوقية المضافة. وهو معنوي عند مستوى دلالة (0.05) وعلى وفق هذه النتائج تقبل الفرضية على مستوى الشركات المبحوثة والمدة الزمنية المستهدفة.

المحور الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

اعتماد الشركات المبحوثة على أصدر الاسهم والتمويل قصير الأجل في تلبية أنشطة الشركة مما أثر بشكل جوهري على اختبار فرضيات الدراسة. وذلك بسبب عدم توفر القروض طويلة الأجل إذ بلغت نسبة القروض طويلة الأجل في اغلب الشركات عينة الدراسة (صفرًا) خلال مدة الدراسة، نتيجة الظروف التي يمر بها البلد، وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، وعدم كفاءة النظم المالية في تشريع قانون تستطيع الشركات من خلاله اصدار سندات طويلة الأجل.

2. من خلال نتائج الدراسة نلاحظ بأنه أي تحسن في القيمة السوقية للشركات المبحوثة بالنسبة إلى قيمتها الدفترية سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية المضافة، وأن القيمة السوقية المضافة لا تعتمد على سعر الاغلاق للسهم فقط وإنما على قيمة الارباح المحتجزة.

3. توصلت الدراسة الى انه اي ارتفاع في القيمة السوقية للشركة (الأسهم) الى اجمالي الموجودات فإن ذلك يؤدي إلى زيادة القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المبحوثة وهو توجه إيجابي يضاف الى الأهداف المرجو تحقيقها.



4. تبين من خلال النتائج المتحققة إن التمويل بالأرباح المحتجزة يسهم في تحقيق القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المبحوثة وهو ما يعوض مصدر التمويل طويل الأجل غير متاح أمام الشركات عينة الدراسة.

ثانياً: التوصيات

على ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة يقترح الباحث بعض التوصيات التي تتعلق بمصادر هيكل التمويل للشركات الصناعية عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتي من شأنها أن تؤثر في هيكل التمويل (القيمة الاقتصادية المضافة، القية المضافة، القيمة النقدية المضافة)، وفيما يأتي لأهم التوصيات:

1- من الضروري الاحتفاظ بحق الملكية بالقيمة الدفترية إلى إجمالي الموجودات مرتفعاً بمقدار دينار واحد أعلى من قيمة الدفترية، لأنه من مصادر التمويل قليلة الخطورة المهمة، التي تسهم في تحقيق قيمة اقتصادية للشركات الصناعية.

2- ينبغي على الشركات الصناعية تقليل الاعتماد التمويل بالديون قصيرة الأجل والتحول إلى التمويل بالديون طويلة الأجل ولا سيما في الاستثمارات طويلة الأجل من أجل المحافظة على القيمة الاقتصادية للشركات.

3. من الضروري على الشركات الصناعية الإبقاء على القيمة السوقية للأسهم مرتفعة لأنها من مصادر التمويل المهمة التي تعمل على تحقيق قيمة اقتصادية للشركات.

4. لابد على الشركات الصناعية الإبقاء على نسب مرتفعة نسبياً من الأرباح المحتجزة لأنها تعد من مصادر التمويل الداخلية قليلة التكلفة تسهم في تحقيق قيمة اقتصادية للشركات، فضلاً عن الموازنة ما بين احتجاز الأرباح وتوزيعها على المساهمين من أجل المحافظة عليهم من الاستثمار في شركات أخرى.



5. لابد من جعل قيمة السهم أعلى من قيمته الدفترية بمقدار دينار واحد، من أجل المحافظة على مستوى القيمة السوقية للشركات الصناعية، لأنه يوفر درع ضد المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركات الصناعية.

المصادر

1. Doorasamy, M. (2021). Capital structure, firm value and managerial ownership: Evidence from East African countries. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), 346-356.
2. Liu, F., Bian, C., & Gan, C. (2018). Government intervention and firm long-term bank debt: evidence from China. *Journal of Asia Business Studies*.
3. Charness, G., & Neugebauer, T. (2019). A Test of the Modigliani-Miller Invariance Theorem and Arbitrage in Experimental Asset Markets. *The Journal of Finance*, 74(1), 493-529.
4. Yapa Abeywardhana, D. (2017). Capital structure theory: An
5. . *Accounting and finance research*, 6(1).
6. Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., & Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in international business and finance*, 44, 297-308.
7. Subing, H. J. T., & Susiani, R. (2019). Internal factors and firm value: A case study of banking listed companies. *Jurnal Keuangan dan*
8. *Perbankan*, 23(1), 73-83.



9. Abdullah, N. A. I. N., Ali, M. M., & Haron, N. H. (2017). Ownership structure, firm value and growth opportunities: Malaysian evidence. *Advanced Science Letters*, 23(8), 7378-7382.
10. Akgun, A. I., Samiloglu, F., & Oztop, A. O. (2018). The impact of profitability on market value added: Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(4), 105.