

تشكيلية التمويل وأثرها في القيمة السوقية: دراسة تحليلية لعينة من شركات القطاع المالي العراقي***The Financing Combination and Its Impact on the Market Value: An Analytical Study of a Sample of the Iraqi Financial Sector Firms***

*آشتي عبدالستار عبدالغني المزوري

كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، الموصل، العراق

Ashti A. AL-Mizori

College of Administration and Economics, University of Mosul

Mosul, Iraq

Ashti_abdulsattar@uomosul.edu.iq**معلومات البحث:**

- تاريخ الاستلام: 15-01-2023
- تاريخ ارسال: 28-01-2023
- التعديلات
- تاريخ قبول: 29-01-2023
- النشر

المستخلص:

تهدف هذه الدراسة للوقوف على مدى تأثير تشكيلية التمويل في القيمة السوقية للشركات، عبر استخدام عينة مكونة من ستة شركات مالية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية موزعة بين قطاعي (التأمين والاستثمار)، وتؤلف هذه الشركات بنسبة 60% من عينة البحث للمدة (2012-2021) معتمداً على البيانات الفصلية لتشكل (240) مشاهدة، ولغرض اختبار فرضية الدراسة تم الاعتماد على تقنية Panel Data ومخرجات البرنامج الاحصائي Eviews-V.10، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار المتعدد للتعرف على العلاقة بين المتغير المفسر (الرافعة المالية)، والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة، الموجودات الثابتة، فرص النمو، ونسبة التداول)، مع المتغير التابع (القيمة السوقية)، وقد افصح نتائج التقدير عن وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للشركة، وان نسبة تداول الشركة وموجوداتها الثابتة اثرت ايجاباً وبشكل معنوي في قيمة الشركة، كما تبين وجود أثر معنوي سالب لحجم الشركة ونسبة نموها في القيمة السوقية، وتوافقت هذه النتيجة النظرية المالية والدراسات ذات العلاقة في بياناتها المتنوعة، ووفقاً لذلك فقد تم التوصل الى حوالي 43% من التغير الحاصل في القيمة السوقية للشركة تفسر من خلال متغيرات الدراسة الحالية، الأمر الذي يدفع بالمديرين الماليين الى زيادة الاهتمام بكيفية تشكيلية مصادر تمويل مناسبة بشكل ينعكس ايجاباً على قيمة الشركة في السوق.

الكلمات المفتاحية: تشكيلية التمويل، الرافعة المالية، القرارات المالية، القيمة السوقية، القطاع المالي.

Abstract

This study aims to determine the extent of the impact of financing on the market value of companies, by using a sample consisting of six financial companies listed in the Iraq Stock Exchange distributed between the two sectors (insurance and investment), and these companies constitute 60% of the research sample for the period (2012-2021), based on the quarterly data to form (240) observations, and for the purpose of testing the hypothesis of the study, the Panel Data technology and the outputs of the Eviews-V.10 statistical program were relied upon, and multiple regression analysis was relied upon to identify the relationship between the explanatory variable (financial leverage) and the controlling variables (company size, fixed assets, growth opportunities, and trading ratio), with the dependent variable (market value), and the estimation results revealed that there is a statistically significant negative effect between the financial leverage and the market value of the firm, and that the firm's trading ratio and its fixed assets positively and significantly affected the value of the company. It also showed that there is a significant negative impact of the firm's size and its growth rate in the market value. This result was consistent with financial theory and related studies in its various environments. Accordingly, about 43% of the change was reached, the outcome of the firm's market value is explained through the variables of the current study, which prompts financial managers to increase interest in how to form suitable sources of financing in a way that reflects positively on the firm's value in the market.

Keywords: Financing Combination, leverage, Financial Decisions, Market Value, Financial Sector.

المقدمة :

تعد وظيفة التمويل من الركائز الأساسية والقرارات المهمة لإدارة الشركة، وتنبع هذه الأهمية من البدائل التي تتعلق باختيار تركيبة تشكيلة التمويل بهدف تأمين الحد الأدنى للتوازن المالي مع الأخذ بالحسبان لأثر المديونية في القيمة السوقية، وتعرف المديونية عند المنظرين الماليين بالرافعة المالية Financial Leverage، معتبرين ان فلسفة استخدامها تحقق تشكيلة تمويل مناسبة عبر الاعتماد على التمويل المقترض قصير وطويل الاجل، وذلك لتوفير اجمالي العائد المستهدف لصالح المساهمين، والذي يؤدي في نهاية المطاف الى تعظيم القيمة السوقية للشركة، الا ان هذا الاعتبار شكل موضع جدل واسع بين المفكرين الماليين، وساعد ذلك الى بروز تيارات فكرية ونظريات تفسيرية متعددة بدءاً من النظرية التقليدية (1952) Traditional Theory، التي فرضت انه يمكن بناء تشكيلة مميزة من مصادر التمويل الممتلئة والمقترضة بحيث تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى، وذلك عند مستويات مقبولة من الرافعة المالية، وجاءت فيما بعد نظرية (Modigliani & Miller 1958, 1963) حيث افترضت انه في ظل وجود الضرائب على أرباح الشركات فان القيمة السوقية للشركات المقترضة تفوق القيمة السوقية للشركات الممولة بالكامل من أموال الملكية بمقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي، ثم ظهرت نظريات متتالية بأراء متضاربة ومتعارضة حول تأثير تشكيلة التمويل للشركة بقيمتها السوقية.

ورغم عدم حيازة أي نظرية على الاجماع الا ان الادبيات المالية اعتبرت بان احد الحلول التمويلية التي يتبعها المدير المالي هو وجود المستوى الأمثل للرافعة المالية، ويتطلب ذلك تشخيص عدد من المحددات كعوامل خارجية ممثلة بمعدل التضخم والسياسة الضريبية وغيرها، مع عوامل داخلية والتي لم يتم تشخيصها بصورة نهائية ولكنها تركز بشكل أساسي بالتحليل الجزئي للشركة منها: (الموجودات الثابتة، السيولة، فرص النمو، حجم وعمر الشركة)، فضلاً عن وجود عوامل أخرى التي تحد من ارتباطها وتأثيرها في القيمة السوقية للشركة، ووفقاً لذلك جاءت هذه الدراسة لتأخذ من تشكيلة التمويل وأثرها في القيمة السوقية لشركات القطاع المالي العراقي عنواناً لها، ويأتي البحث ضمن تقسيماته بمحاور تظم المنهجية العلمية ومراجعة الادبيات ذات العلاقة، الى جانب عرض خلفية الدراسة وتطوير الفرضيات، ويخصص المحور الأخير للجانب القياسي وتحليل نتائجه وصولاً الى صياغة بعض الاستنتاجات والمقترحات.

المحور الأول: منهجية البحث

1. مشكلة البحث

على الرغم من ان موضوع علاقة تشكيلة التمويل بالقيمة السوقية قد نوقش في الأوساط الأكاديمية الا ان الموضوع يتميز بنتائج متباينة، ولم يتم العثور على تحليل موحد وموضوعي وحاسم للعلاقة والاتجاه، وهذا ما اشرته نتائج الدراسات السابقة التي جاءت متناقضة من حيث درجة العلاقة وعمق التأثير واتجاهاته بين مدة وأخرى، وكذلك بحسب البيئة ودراستها لعدد معين من المحددات، ومن هنا يمكن صياغة المشكلة البحثية بالتساؤل الآتي:

" كيف يمكن لتشكيلة التمويل (الرافعة المالية) التأثير في القيمة السوقية على مستوى مشاهدات عينة البحث ؟"

2. أهمية البحث

إن تعظيم القيمة السوقية للشركة، هو الهدف الرئيس الذي يسعى اليه المدير المالي، ومن ثم فإنه يمكن عبر دراسة أثر قرار التمويل معبراً عنه بتشكيلته المتغيرة في القيمة السوقية لشركات القطاع المالي العراقي، وذلك لتشخيصه في كيفية تركيب تشكيلة تمويل مناسبة من اجل تعظيم قيمة الشركات في السوق.

3. هدف البحث

ينشد البحث الى تحقيق عدد من الأهداف وهي كالآتي:

أ. التعرف على مدى تأثير كلا من (الرافعة المالية، الموجودات الثابتة، نسبة التداول، فرص النمو، وحجم الشركة)، في القيمة السوقية لشركات القطاع محل البحث.

ب. الاسهام في فهم واستيعاب أي من قنوات تشكيلة التمويل التي تتأثر بها القيمة السوقية أكثر من غيرها.

4. فرضية البحث

بناءً على الجدليات التي طرحت مع الجانب النظري وما تم حصره من بعض الدراسات ذات العلاقة بمتغيرات البحث، يمكن القول بأن هناك أثر سلبي متوقع لتشكيلة التمويل (الرافعة المالية) في القيمة السوقية للشركات ضمن الحدود المكانية والزمانية للبحث.

5. مجتمع وعينة البحث

تمثل مجتمع البحث الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، اما عينة البحث فشمّل بسحب عينة من شركات مالية غير مصرفية موزعة بين قطاعي الاستثمار والتأمين، وقد اختيرت شركات القطاع المالي لكون متغيراتها متغيرة أكثر من شركات القطاعات الأخرى على مستوى العوامل الداخلية والخارجية، وتتنطبق عليها مؤشرات الدراسة بدرجة واضحة، وبعد فحص بيانات الشركات غير الكاملة بلغ حجم العينة موضع البحث 6 شركات من اجمالي 10 شركات ضمن القطاع المالي غير المصرفي، أي بنسبة 60% من عينة البحث التي لها حصة سوقية وذات تداول مستمر في السوق وبياناتها منشورة، فضلاً عن عدم وجود حركة اندماجها او تكاد ان تكون تحت التصفية خلال المدة قيد الدراسة والتحليل للبيانات الفصلية الممتدة من (2012-2021)، حتى بلغت عدد المشاهدات الاجمالية (240) مشاهدة (شركة – ربع سنوية)، وبالنتيجة تصبح الشركات محل البحث هي: (الوئام للاستثمار المالي، الخير للاستثمار المالي، بين النهرين للاستثمارات المالية، دار السلام للتأمين، الحمراء للتأمين، والخليج للتأمين).

6. منهج البحث

بغية بلوغ أهداف البحث واختبار فرضيته، تم الاعتماد على المنهج الذي يربط بين اتجاهين رئيسيين، وهما اتجاه وصفي قائم على النظريات والدراسات التجريبية المالية التي تناولت موضوع البحث، واتجاه ثاني تبنى الاستعانة بأساليب الاقتصاد القياسي الحديثة المتمثلة بالبيانات المزدوجة

كان للمتغيرات الرقابية المتمثلة في معدل العائد على الموجودات وأن لحجم الموجودات تأثير إيجابي في قيمة الشركة.

وأشارت نتائج دراسة (عذاب ومحمود، 2021) عن معرفة تأثير الرافعة المالية في القيمة السوقية لعينة من المصارف التجارية العراقية للمدة (2010-2019)، وقد تبين أن مصارف عينة الدراسة تعتمد في هيكلها المالية على الموجودات المقترضة بنسبة أكبر من اعتمادها على أموال الملكية، فضلاً عن وجود أثر لمؤشر الرافعة المالية في القيمة السوقية للمصارف عينة الدراسة.

فيما حاولت دراسة (جوان، 2021) حول اختبار مدى تأثير ومساهمة محددات هيكل التمويل في القيمة السوقية عبر الرافعة المالية، وبالاعتماد على بيانات من عينة مكونة (10) شركات ضمن القطاع الصناعي العراقي للفترة الممتدة من (2005-2018)، وظهرت النتائج أن نصف عينة الدراسة تمتلك عدد من محددات هيكل التمويل ولها تأثير ذو دلالة معنوية في القيمة السوقية عبر الرافعة المالية، وقد يرجع ذلك إلى ضعف أداء تلك الشركات، فضلاً عن عدم وجود أي قرار مدروس بشأن مزيج من الديون وحقوق الملكية في تكوين رأس مال الشركات، وقد تفقد هذه الشركات قدرتها على استغلال ضعف محددات هيكل التمويل في تنمية القيمة السوقية عبر الرافعة المالية.

باستعراض الدراسات السابقة تبين أن هناك بعض الدراسات تؤكد بأن تشكيلات التمويل سواء بنود تمويل قصيرة الاجل أو تمويل طويلة الاجل أو الرافعة المالية الكلية لها تأثير سلبي على القيمة السوقية للشركة بنسبة أكبر من بنود الأموال المملوكة، في حين أشارت دراسات أخرى أن للمتغيرات الرقابية المتمثلة بمعدل العائد على الموجودات وحجم الموجودات لها تأثير إيجابي على قيمة الشركة، وفي ظل هذا الجدل لم تحظى الدراسات بالاهتمام الواجب في البيئة العراقية، لذا جاءت الدراسة الحالية استكمالاً للجهود البحثية السابقة وبيان أثر تشكيلة التمويل في ظل البيانات الفصلية الممتدة من عام 2012 إلى 2021 ومع وجود متغيرات تفسيرية أخرى مثل الموجودات الثابتة وفرص النمو ونسبة التداول وحجم الشركة على القيمة السوقية لشركات القطاع المالي العراقي.

المحور الثالث: النظريات الفكرية والمرتكزات المفاهيمية لمتغيرات البحث

على الرغم من اختلاف الدراسات المالية حول مداخل الهيكل المالي، وفي ظل وجود هذه المداخل المختلفة، ينبغي التفرقة بين مصطلح تشكيلة التمويل Financing Combination وهيكل التمويل Capital Structure، إذ يشير مصطلح وهيكل رأس المال Capital Structure، إلى توزيع المصارف التي حصلت منها الشركة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب المطلوبات وحقوق الملكية، سواء أكانت تلك العناصر بنود تمويل قصيرة الاجل والتي يتم قياسها بالرافعة المالية قصيرة الاجل، أو تمويل طويلة الاجل متمثلة بالرافعة المالية طويلة الاجل أو الرافعة المالية الكلية

المتوازنة (Balanced Panel Data)، لغرض بيان أثر تشكيلة التمويل في القيمة السوقية لشركات القطاع المالي العراقي.

المحور الثاني: مراجعة الادبيات ذات العلاقة

لم يكن موضوع تشكيلة التمويل والقيمة السوقية ببعيد عن اهتمام الأطر النظرية والدراسات الأكاديمية والتجريبية للفكر المالي، فقد أجريت العديد من البحوث والدراسات التي تناولت ذلك الأثر لعينات ودول وفترات مختلفة، يمكن استعراض عدد منها:

إذ استهدفت دراسة (Maxwell & Kehinde, 2012) تقديم دليل على أثر تشكيلة التمويل في القيمة السوقية لعينة مكونة من (124) شركة مدرجة في البورصة النيجيرية، والتي تعادل بنسبة (55%) من إجمالي عدد الشركات، وتمت الدراسة خلال عام 2007 واعتمدت على متغيرين لقياس تشكيلة التمويل وهما: الديون طويلة الاجل وحقوق الملكية، وقد أظهرت نتائج الدراسة أنه في الاقتصاديات النامية مثل نيجيريا فإن الديون طويلة الاجل تعتبر من المحددات الأساسية للقيمة السوقية للشركة، وأن حقوق الملكية والتي هي أيضاً جزء من تشكيلة التمويل، إلا أنها ليس لها علاقة بالقيمة السوقية للشركة.

اختبرت دراسة (Ishari & Abeyrathna, 2016) مدى تأثير الرافعة المالية في القيمة السوقية بالتطبيق على شركات التصنيع المدرجة في سوق الأوراق المالية في سريلانكا لقياس الفترة (2011-2015)، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي البسيط والارتباط لقياس متغيرات الدراسة، وتمثل المتغير المفسر في نسبة الدين إلى حقوق الملكية، بينما تمثلت المتغيرات التابعة في العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية، وأشارت نتائج الدراسة أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والعائد على حقوق الملكية، كما تبين أيضاً أنه يوجد تأثير كبير بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والعائد على الموجودات وفقاً لمعامل الارتباط بيرسون، وهناك علاقة سلبية ضعيفة بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والعائد على الموجودات.

وجاءت دراسة (Setiadharmas & Machali, 2017) حول أثر حجم الشركة وهيكل الموجودات في القيمة السوقية للشركة مع هيكل التمويل كمتغير متداخل بالتطبيق على بورصة إندونيسيا شملت (34) شركة عقارية للمدة (2010-2014)، وأظهرت النتائج وجود تأثير مباشر لهيكل الموجودات في القيمة السوقية للشركة، وليس هناك تأثير بشكل غير مباشر لهيكل الموجودات على قيمة السوقية للشركة مع هيكل التمويل كمتغير متداخل، فضلاً عن عدم وجود تأثير مباشر لحجم الشركة، ولا تأثير غير مباشر لحجم الشركة على القيمة السوقية للشركة ومع هيكل التمويل كمتغير متداخل.

من جهة ثانية بحثت دراسة (Mai, 2020) في بيانات 35 شركة صناعية شملت شركات البلاستيك والتعبئة والتغليف المدرجة ببورصة فيتنام خلال الفترة (2012-2018)، وأظهرت نتائجها أن الرافعة المالية الكلية والرافعة المالية قصيرة الاجل ذو تأثير سلبي في قيمة الشركة، بينما

تمويل الأسهم (Odit & Gobardhun, 2011, 114)، ورغم ما تقدم فإن نتائج عدد كبير من الدراسات المالية تقدم دعم ضعيف للغاية لاتباع نظرية المقايضة (المفاضلة) على المدى الطويل، وأن المديرين يميلون إلى التكيف مع تشكيلة التمويل المستهدفة، ولكن هذا لا يمنعهم من الانحراف عن هذا الهدف للإفادة من ظروف السوق المالي ومشكلة عدم تناسق المعلومات المالية.

بعد ذلك ظهرت نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل التي وضعت من قبل كل من (Myers & Majluf, 1984)، إذ افترض كل منهما عدم تماثل المعلومات لتفسير تشكيلة التمويل لدى المستثمرين، إذ إن عدم تباين المعلومات بين الشركة ومصادر التمويل يؤدي إلى اختلاف في تكاليف التمويل، الأمر الذي يدفع المديرين إلى تفضيل واختيار مصادر التمويل الأقل حساسية لمصادر المعلومات، وذلك لأن تكاليف التمويل تزداد مع زيادة عدم تماثل المعلومات (المتولي، 2021، 876)، فيما افترضت نظرية الإشارة أن تشكيلة التمويل ترسل إشارات تعبر عن الوضع المالي للشركة في المستقبل بما يسمح بالحصول على العديد من المعلومات واتخاذ قرار تمويلي مناسب، ففي حالة قيام الشركة بزيادة نسبة الديون فهذا يعطي إشارة إيجابية عن المركز المالي الجيد للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها في المستقبل، وأنها تحقق تدفقات من المزايا الضريبية، أما في حالة تجنب زيادة نسبة الديون فهذا يعطي إشارة سلبية عن المركز المالي للشركة واحتمال تعرضها لازمات مالية قد تؤدي بها إلى الإفلاس (السيد، 2016، 410)، في حين استندت نظرية توقيت السوق المقترح من قبل دراسة كل من (Baker & Wurgler, 2002) والتي أشارت أنه يمكن اختيار التمويل الأمثل وتعظيم ثروة المساهمين عبر اختيار مصدر التمويل المناسب الذي يتفق مع توقيت الحاجة إلى التمويل، حيث يتم الاعتماد على إصدار الأسهم أو الديون في حالة ملائمة ظروف السوق لمصادر التمويل، ومن ثم يتم إصدار الأسهم في الوقت الذي تكون فيه أسعار الأسهم مساوية أو أعلى من قيمتها الحقيقية، إلا أنها يتم الاعتماد على الديون في الوقت الذي تكون فيه أسعار الأسهم أقل من قيمتها الحقيقية (Baker & Wurgler, 2002, 3-5)، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة بين مصادر التمويل وأسعار الأسهم التاريخية، حيث يمكن للشركة إصدار الأسهم في ضوء تقييم السوق، وفيما يتعلق بنظرية التدفق النقدي الحر فهي أشارت إلى وجود صراع المصالح بين المساهمين والمديرين حول السياسة النقدية للشركة، ففي حالة تحقق تدفق نقدي حر لدى الشركة يكون الصراع حول كيفية تحفيز المديرين لتوزيع تدفق نقدي حر على المساهمين بدلاً من الاستثمار بمعدل أقل من تكلفة رأس المال (السيد، 2016، 411)، ويقترح Jensen (1986) أنه في ظل وجود تدفق نقدي حر كبير، فإن تضارب الوكالة بين المديرين والمساهمين يصبح أكثر حدة، ويعود ذلك إلى أن الاحتفاظ بالتدفق النقدي الزائد يقلل من الحاجة المستمرة لزيادة التمويل من أسواق المال، وقد يفضل المساهمون إعادة توزيع هذه الأموال عليهم عبر برامج إعادة شراء الأسهم أو من خلال توزيعات الأرباح، إذا كان لدى الشركات إمكانيات نمو محدودة ولا يمكن استثمار الأموال النقدية بشكل أفضل في أي مكان آخر (Lin & Lin, 2013, 95-96).

أو أموال الملكية (Nicodano & Regis, 2019, 721)، وهذا المصطلح لا يختلف كثيراً من حيث المفهوم عن الهيكل التمويلي، إذ إن الأول يخوض بتفاصيل أكثر شمولية وهو يختلف عن مصطلح هيكل رأس المال، والذي يتعلق فقط بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالديون طويلة الأجل والأرباح المحتجزة والأسهم العادية، إذ أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل التمويلي (Uyar & Guzelyurt, 2015, 289).

وإن التنظير لهذا الموضوع يدور حول الطريقة التي تمول بها الشركة نفسها عبر تشكيلات التمويل المختلفة، وكل بند منها يتحمل مستويات مختلفة من المخاطر والفوائد والسيطرة، وتحديد مصادر التمويل هذه مرتبطة بطبيعة الحاجة إلى نوع تلك الأموال، فعند اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل، تقوم إدارة الشركة بدراسة وتحليل ما إذا كانت تمول نفسها عبر أي نوع من عناصر تشكيلات التمويل (Thalib, et.al, 2019, 87)، إلى ذلك تناولت العديد من النظريات المالية الذي يهدف إلى تحديد أهم العوامل التي من خلالها يمكن اتخاذ قرار تمويلي مناسب، وما سيتبعه من التأثير في القيمة السوقية للشركة، وقد أشار (Maina, et.al, 2018, 217) أن أهم النظريات المالية هي نظرية Modigliani & Miller اللذان سعيا إلى تفسير السلوك التمويلي للشركة بعد أن قدم ورقتهما سنة (1958) وأصبح موضوع تشكيلة التمويل أحد أكثر مجالات البحث غزارة، ومنذ ذلك الوقت ظهرت عدة نظريات مثل نظرية المقايضة (The Trade-off Theory (TOT) ونظرية الالتقاط التدريجي (The Pecking Order Theory (POT) ونظرية الإشارة (The Signaling Theory (ST) ونظرية توقيت السوق (The Market Timing Theory (MTT) ونظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory (FCFT)، ويرى (Kruk, 2021, 156) أنه رغم تعدد هذه النظريات إلا أن النظريتين الرئيسيتين والأكثر شهرة هما نظرية المقايضة ونظرية الترتيب، إذ يعدان إطاران متنافسان ويحتويان على مجموعة متميزة ومختلفة تماماً من الحجج ويتنبأ بأسلوب تشكيلة التمويل المناسبة.

إذ تعد نظرية المقايضة (المبادلة) أساس البحوث التجريبية التي ربطت العلاقة بين تشكيلة التمويل والقيمة السوقية للشركة، وبرز من تصدى لهذه العلاقة دراسة Modigliani & Miller والتي توصلت إلى أن حيادية تأثير تشكيلة التمويل وإن استخدام أي مصدر من مصادر الأموال لا يؤثر في القيمة السوقية، أي أن الشركات المتمثلة في كل أوجه أنشطتها وتتباين في عناصرها التمويلية تتساوى في القيمة السوقية، وفي سنة (1963) أشارت دراسة أخرى لنفس العالمين (M&M) أنه في ظل وجود ضرائب على أرباح الشركات، فإن قيمة السوقية للشركة المقترضة تفوق القيمة السوقية للشركة الممولة بالكامل من أموال الملكية بمقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي (Cwynar, et.al, 2015, 1-2)، وتتنبأ نظرية المقايضة أيضاً في نسب الديون المستهدفة، والتي قد تختلف من شركة إلى أخرى، إذ يكون للشركات ذات الموجودات الآمنة والكثير من الدخل الخاضع للضريبة نسب مستهدفة عالية، وينبغي أيضاً أن تعتمد الشركات غير المربحة ذات الموجودات الخطرة وغير الملموسة بشكل أساسي على

المالية، وبعد مراجعة ما توافر من تلك البيانات لشركات عينة البحث عبر شبكة المعلومات الدولية، تم الاعتماد على بيانات الكشوفات المالية أبرزها (الميزانية العمومية) المسموح بها من الشركات عينة البحث.

2. متغيرات النموذج

أ. المتغيرات الرئيسية، وتتمثل بالآتي:

1. المتغير المعتمد (المفسر): هي القيمة السوقية (MV)، بشكل عام يستند قياس القيمة السوقية للشركة إلى المعلومات الواردة في بيانات التقارير المالية، ومن الواضح أنه لا يمكن حسابه بشكل مباشر إلا للشركات المتداولة علناً، وكما يشير (Ross, et.al, 2017, 63)، فيمكن الوصول إلى هذا المقياس من خلال ضرب عدد الأسهم المتداولة في سعر الإغلاق.

2. المتغير المستقل (التوضيحي): هي الرافعة المالية (Lev)، تمت الاستعانة بالرافعة المالية بوصفها معبرة عن تشكيلة التمويل، وذلك للوزن النسبي المرتفع والمتزايد لهذا النوع من الرفع في هذه التشكيلة عينة الدراسة، فضلاً عن أن أغلب الدراسات ذات العلاقة أكدت هذا التوجه مثل دراسة (Rahman, et.al, 2020)، وأنها ذات أثر كبير يوازي بل يفوق أثر الرفع التشغيلي ضمن معادلة الرفع الكلي للشركات عينة البحث، وأسوة بالعديد من الأدبيات السابقة فإن البعض اعتمد على قروض طويلة الأجل فقط، وآخرون اعتمدوا على قروض قصيرة الأجل فقط، والبعض الآخر يعتمد على إجمالي القروض، وبسبب كون الشركات عينة البحث لا تمتلك قروض طويلة الأجل، وكذلك تباينها في استخدام القروض قصيرة الأجل، وبالاعتماد على دراسة (Lqbal, et.al, 2019) سيتم استخراج النسبة من خلال قسمة إجمالي المطلوبات على إجمالي الموجودات.

ب. المتغيرات المستقلة الثانوية (الضابطة)²: ولتوضيح أكثر حول أثر تشكيلة التمويل في القيمة السوقية، فقد تم إضافة أربع متغيرات ضابطة (Control Variables) التي تعدها الدراسات المالية السابقة من العوامل الرئيسية المؤثرة في القيمة السوقية، ومنها تم الاعتماد على ما يلي:

1. حجم الشركة (Size): هناك عدة بدائل شائعة الاستخدام في أدبيات الإدارة المالية لتعبير عن حجم الشركة مثل المبيعات السنوية، عدد الموظفين، ومجموع موجودات الشركة، وتماشياً مع دراسة (Sisay & Nongmaithem, 2019) فسيتم التعبير عن حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الموجودات.

2. الموجودات الثابتة (Tang): تؤكد أغلب الدراسات المالية عن أهمية هذا المؤشر، وذلك لأن هيكل الموجودات تلعب دوراً مهماً في قرار تمويل الشركة، وبالاستناد لدراسة (Sibindi, 2018) سيتم الاعتماد على هذا المؤشر من خلال قسمة الموجودات الثابتة على مجموع الموجودات.

يتضح من السرد السابق وجود اختلاف بين النظريات المالية، إذ استندت نظرية المقايضة على المزايا الضريبية، وافترضت نظرية الالتقاط التدريجي على عدم تماثل المعلومات، وأشارت نظرية الإشارة إلى معلومات الوضع المالي للشركة في المستقبل، في حين افترضت نظرية توقيت السوق إلى توقيت الحاجة للتمويل، بينما ركزت نظرية التدفق النقدي الحر على تكاليف الوكالة، وخلصت نظرية (M&M) إلى عدم وجود علاقة بين تشكيلة التمويل والقيمة السوقية.

وهناك نظريات مالية مختلفة أشرت علاقة بين تشكيلة التمويل وقيمة الشركة من خلال تحديد مجموعتين من العوامل، أولهما الخارجية والتي تنشأ من البيئة المحيطة بالشركة ويصعب التحكم بها مثل الظروف الاقتصادية والسياسية، وثانيهما العوامل الداخلية في خصائص الشركة التي يمكن التحكم فيها من قبل الشركة، مثل حجم وعمر الشركة ومعدل نموها ونسبة السيولة فيها وهيكل موجوداتها (السيد، 2016، 412)، وأثبتت دراسة (Abdullah, et.al, 2015, 11) أن تشكيلة التمويل تعتبر أمراً هاماً ينبغي أن تنظر إليها الشركة، لأن تشكيلة تمويل السينة أو الجودة ستكون لها التأثير المباشر في المركز المالي للشركة مستقبلاً وهذا ما سيؤثر في النهاية على قيمتها السوقية، وتؤكد دراسة (Shafiq, et.al, 2020, 2-3) أن تعظيم القيمة السوقية للشركة تأتي بالتبعية، لأن ذلك يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين واستمرار استثماراتهم في تلك الشركة، ويتم تحقيق ذلك من خلال نوعين من القرارات هما قرار التمويل الذي يشير إلى الاختيار الأمثل بين تشكيلة من مصادر التمويل الداخلية والخارجية لتمويل كافة الأنشطة الاستثمارية والمتمثلة هنا بقرار الاستثمار هي التعرف على الفرص الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد ممكن للشركة وهذا ما يساعد في تعظيم قيمتها السوقية.

المحور الرابع: المنهجية التجريبية للبحث

استناداً إلى الأطر النظرية والتجريبية المدعومة بدراسات العديد من الباحثين الماليين، ولتأكيد فرضيات البحث، والوصول إلى أهدافه الأساسية، وبغية بناء تشخيص كمي لأثر تشكيلة التمويل متمثلة بالرافعة المالية (المتغير التوضيحي) في القيمة السوقية (المتغير المعتمد)، تم توظيف ما يعرف بأسلوب البيانات الطولية المتوازنة (Balanced Panel Data)¹ لستة شركات موزعة بين قطاعي الاستثمار والتأمين العراقي، التي تمتلك البيانات الفصلية المتكاملة عن متغيرات الدراسة وللمدة 2012-2021 لتبلغ عدد مشاهدات السلسلة الزمنية (240) مشاهدة.

1. مصادر البيانات

بهدف توحيد مصادر البيانات المالية والابتعاد عن إمكانية تباينها، فقد تم الركون إلى التقارير الفصلية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية وهيئة العراق للأوراق

² تساهم المتغيرات الضابطة المدرجة في النموذج من خلال تقليلها لنسب الأخطاء العشوائية، وتقريبها من الواقع الفعلي، على ضبط تأثير المتغيرات التوضيحية في المتغيرات المفسرة (التابعة)، ونقل النموذج إلى مستويات أكثر دقة ووضوحاً.

¹ استخدمت البحوث والدراسات العلمية عدة تسميات لـ Panel Data منها: البيانات المزدوجة، البيانات الطولية، والبيانات اللوحية، البيانات المدمجة (البيانات المشتركة) Pooled Cross-Sectional Data، وسميت بـ Longitudinal Data عندما تحتوي على سلاسل زمنية طويلة (غزال وآخرون، 2022، 128).

الابتعاد عن الوقوع في تقديرات تأخذ صفة التحيز وعدم الاتساق، فقد انتشر استخدامها وبشكل شائع جدا في الدراسات التجريبية الحديثة، التي عادة ما تعاملت معها استنادا للمناهج المتقدمة لانحدار البيانات الطولية (الدباغ والعراقي، 2021، 62-63)، ومنها نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model- PRM): حيث يستند هذا النموذج على افتراض ثبات جميع معلمات النموذج α_i, β_j عبر الزمن، وهو بذلك يلغي التأثيرات الزمنية في النموذج، ويلغي الآثار الفردية لمكونات البيانات الطولية، ويتعامل معها كبيانات سلاسل زمنية ترتب القيم الخاصة بالمتغيرات التوضيحية والمتغير المعتمد من خلالها بشكل متسلسل، بدء من البيانات المقطعية للمجموعة الاولى وتتابع بعدد المجموعات الداخلة في النموذج، فتتكون سلسلة زمنية بعدد مشاهدات مقداره $(N * T)$ ، ويعد نموذج (PRM)، الذي يتخذ الصيغة المعادلة التالية: (Gil & Puron, 2013, 210)

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (1)$$

أبسط نماذج تحليل البيانات الطولية (panel Data) فهو يفترض تساوي القيم المتوقعة للمتغير العشوائي بالصفر $E(\varepsilon_{it}) = 0$ ، وثبات تباين حد الخطأ العشوائي $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$ ، فضلا عن إيفائه للافتراضات المعيارية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد.

وبما أن شركات عينة البحث لمجتمع واحد وبنفس القطاع وبنفس المدة الزمنية، فسيتم استخدام نموذج (PRM) في التقدير، فإذا أشارت النتائج إلى افضلية وملاءمة النموذج للبيانات عندها يتم التوقف، وفي حالة العكس سيتم التوجه نحو استخدام نماذج واختبارات أخرى أكثر ملاءمة.

4. تقدير النموذج وتحليل النتائج

سيتم توظيف البيانات التي تم الحصول عليها بهدف تحديد اتجاه وقوة الأثر بين متغيرات البحث، عبر استخدام الأساليب الإحصائية لغرض اختبار مدى صحة فرضية البحث واستخلاص أهم النتائج، بحيث يمكن التحقق من تبعية بيانات المتغيرات جميعها للتوزيع الطبيعي، ويوضح الجدول (1) نتائج الوصف الإحصائي لمتغيرات البحث.

3. فرص النمو (Growth): يمكن التعبير عن نسبة النمو المتوقع للشركة من خلال عدة مؤشرات، والأكثر استخداماً بين دراسات الأوساط الأكاديمية سيتم الاعتماد عليها في الدراسة الحالية أسوةً بدراسة (Wasim, et.al, 2016)، وهي من خلال النسبة المئوية الربع السنوية للتغير الحاصل في إجمالي الموجودات.

4. نسبة التداول (Cur): يعد هذا المؤشر مقياس مهم توضح الاستثمار في (الموجودات والمطلوبات) المتداولة، مما يعني ضمناً معرفة وجود الدعم في أوقات الضائقة المالية، وتماشياً مع دراسة (Tessem, et.al, 2018) فيمكن حسابها من خلال قسمة الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة.

بناءً على ما تقدم يمكن صياغة نموذج الدراسة، وكما موضح في المعادلة الآتية:

$$MVF = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Cur_{it} + \varepsilon_i$$

إذ أن:

i: تشير إلى عدد البيانات المقطعية (الشركات) والتي تساوي من 1-6.

t: يشير إلى البعد الزمني والذي يبدأ بسنة 2012-2021. $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: تمثل معاملات النموذج التي سيتم تقديرها.

MVF: القيمة السوقية.

Lev: الرافعة المالية.

Size: حجم الشركة.

Tang: الموجودات الثابتة.

Growth: نسبة النمو.

Cur: نسبة التداول.

ε_i : الخطأ العشوائي للنموذج.

3. منهجية تقدير النموذج

نظراً لمتنوع نماذج البيانات الطولية (Panel Data) بإمكانية التعامل مع الآثار المقطعية (الخصائص النوعية)، التي تتميز بها كل شركة عن شركة المجموعة الداخلة في السلسلة، وعدم اهمالها لأثر الفترات الزمنية بين تلك الشركات، واهتمامها بما يعرف بمشكلة عدم التجانس أو التباين غير الواضح بمضامين العينة المقطعية، ومن ثم

الجدول (1) ملخص الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	Lev.	Size	Tang.	Growth	Cur.	Mvf.
Mean	7292.188	2.524723	0.239535	0.308249	22.37005	0.066866
Median	170.4554	0.000000	0.031618	0.007643	22.38109	0.000000
Maximum	825826.7	258.2300	66.83065	9.269242	23.72345	2.111111
Minimum	-41303.50	-300.9732	-69.06798	-0.912366	20.06004	-0.791232
Std. Dev.	75698.78	47.37497	9.070488	1.623267	0.696983	0.383873
Skewness	10.66593	-0.675465	-0.390100	5.033085	-0.307632	2.667947
Kurtosis	115.8479	25.33852	53.57417	27.09097	2.955619	13.98074
Jarque-Bera	65948.45	2504.172	12791.78	3408.512	1.902596	745.2422
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.386239	0.000000
Sum	875062.5	302.9668	28.74424	36.98989	2684.406	8.023923

17.53565	57.80843	313.5643	9790.576	267082.1	6.82E+11	Sum Sq. Dev.
120	120	120	120	120	120	Observations

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-V.10.

ولاختبار استقرارية البيانات الزمنية المقطعية لمتغيرات البحث سيتم الاعتماد على اختبار لـ Levin-Lin- (LLC) (Chu, 2002)، وهي الأكثر شيوعاً في الاستخدام لمعرفة ما إذا كان هناك وجود جذر الوحدة (السكون) في البيانات أم لا، لأن وجود جذر الوحدة في البيانات تكون له نتائج على المستوى الاحصائي، كوجود انحدار زائف بين متغيرات النموذج، وإذا لم تكن المتغيرات مستقرة في المستوى، فسيتم إعادة الاستقرار عند الفرق الأول، وكانت النتائج كما يلي:

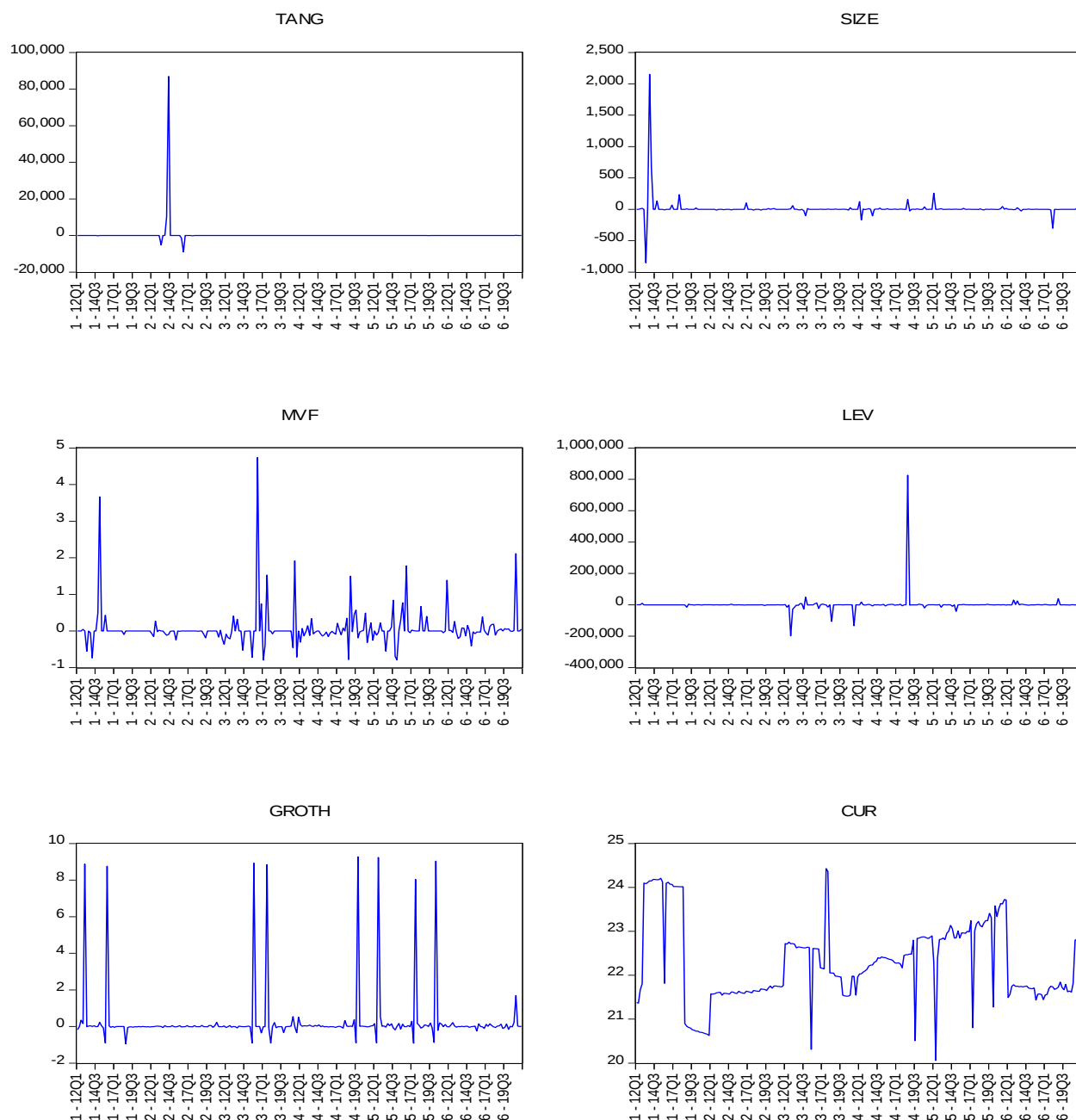
الجدول (2): نتائج اختبار Levin-Lin- Chu, 2002 لاستقرارية بيانات متغيرات البحث بصيغتها الخطية

Variables	Level (IO)	
	Trend and Intercept	
	Statistic	Prob.
Lev.	-16.1174	0.0000
Size	-31.8429	0.0000
Tang.	-4.74988	0.0000
Growth	-14.0819	0.0000
Cur.	-4.73763	0.0000
Mvf.	-11.8772	0.0000

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-V.10.

تظهر نتائج الجدول (1) ان متوسط القيمة السوقية بلغت 0.06 عند انحراف معياري بمقدار 0.38 وقد تراوحت هذه النسبة بين 0.79 كحد ادنى و 2.11 كحد أعلى، إذ يرى (Chung&Pruitt) ان نسبة القيمة السوقية تكون عادة قريبة من 1، وهذا يشير الى التفاوت الكبير في شركات القطاع المالي العراقي في النمو، نتيجة لاختلاف قدراتها في الحصول على التمويل، واختلاف حجم تلك الشركات ودرجة تأثرها بالرافعة المالية، وكان متوسط الرافعة المالية بمقدار كبير ومع قيمة الانحراف المعياري لها ايضاً، وقد يرجع هذا السبب لوجود تفاوت القيود المالية التي تحد قدرة الشركة في الوصول لمصادر التمويل الخارجي فضلاً عن مشكلة الوكالة وعدم تماثل المعلومات، في حين بلغ متوسط الموجودات الثابتة خلال فترة الدراسة بنسبة 0.23% وتتقارب هذه النسبة مع دراسة (Benkraiem & Gurau, 2013) إذ بلغ متوسط الموجودات الثابتة 31.9%، بينما بلغ متوسط حجم شركات عينة البحث ممثلاً باللوغاريتم الطبيعي لأجمالي موجودات الشركات 2.52 وبانحراف معياري 47.37 مما يشير الى تفاوت في حجم شركات عينة البحث، حيث بلغ اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي الموجودات أصغر شركة -300.97 اما أكبر شركة فقد بلغ 258.23، كما تبين ان متوسط الحسابي لنسبة فرص النمو والموجودات المتداولة 0.30 و 22.37 وبانحراف معياري 1.62 و 0.69 بالترتيب، وقد يرجع ذلك الى اختلاف شركات عينة البحث في اعتمادهم على الرافعة المالية بشكل كبير، وباستقراء بيانات الجدول (1) تبين بأن جميع بيانات متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة تخضع للتوزيع الطبيعي من خلال مقاييس Jarque-Bera والالتواء والتفلطح، ويلاحظ ذلك من خلال جميع المتغيرات المدروسة أنها تتميز بخاصية عدم انحراف بياناتها عن الوسط الحسابي، أي انها لا تحتوي على أي قيم غير طبيعية، وبالنتيجة فإن درجة تشتت البيانات منخفضة، وهو مؤشر هام لتقدير الدقة والتقدير غير المتحيز من القيمة الحقيقية المتوقعة، مما يشير الى إمكانية تعميم النتائج على مجتمع الدراسة.

بعد الاعتماد على فترة الابطاء Automatic selection of maximum lags التي حددها برنامج Eviews-V.10 يلاحظ من نتائج الجدول (2) ان جميع المتغيرات مستقرة عند نفس المستوى (IO) كون ان القيمة الاحتمالية لجميع المتغيرات اقل من 0.05، وبذلك لا حاجة لأخذ الاستقرارية عند الفروق الأولى، ويمكن التأكد من ذلك عبر استقرارية البيانات والتي عكستها الرسوم البيانية في الشكل (1) ولعدم احتواءها على جذر الوحدة.



الشكل (1) الرسوم البيانية لمتغيرات البحث وبصيفتها الخطية

الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على محتويات الجدول (2) ومخرجات برنامج Eviews-V.10.

(Growth)، ونسبة التداول (Cur.) في القيمة السوقية (Mvf) لشركات القطاع المالي العراقي خلال مدة البحث، والمدرجة نتائجه في الجدول (3).

بناءً على ما تقدم من معطيات، وباعتماد منهجية الانحدار التجميعي (PRM) في تقدير أثر تشكيلة التمويل ممثلة بالرافعة المالية (Lev.) والمتغيرات الضابطة الحجم (Size)، والموجودات الثابتة (Tang)، ونسبة النمو

الجدول (3) نتائج التحليل لأهم العوامل المحددة لتشكيلة التمويل المؤثرة على القيمة السوقية

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Sample: 2012Q1 2021Q4				
Periods included: 40				
Cross-sections included: 3				
Total panel (balanced) observations: 120				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)				
W ARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Variable	(Pooled Regression Model- PRM)			
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant (C)	-2.178750	0.646104	-3.372134	0.0010
Lev.	-8.67E-07	3.97E-08	182012.-2	0.0000
Size	-0.000765	4.18E-05	829082.-1	0.0000
Tang.	0.023398	0.006279	3.726338	0.0003
Growth	-0.016558	0.006554	-2.526278	0.0129
Cur.	0.100515	0.029445	3.413611	0.0009
Weighted Statistics				
R-squared	0.427342			
Adjusted R-squared	0.402226			
S.E. of regression	0.339514			
F-statistic	17.01436			
Prob. (F-statistic)	0.000000			
Mean dependent variable	0.071862			
S.D. dependent variable	0.439137			
Sum squared residuals	13.14072			
Durbin-Watson statistic	1.958859			

- الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-V.10.
- مستوى المعنوية 5%.

على ان زيادة التمويل بالدين يؤثر بشكل سلبي على فرص النمو، وهو ما يتفق مع نظرية Modigliani & Miller، باعتبار ان استخدام أي مصدر من مصادر الأموال ذو علاقة ضعيفة او سلبية مع القيمة السوقية، ولذلك كلما ازدادت الفرص الاستثمارية المتاحة قلت حاجة الشركة لاستخدام الدين في التمويل، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة كل (2016) Ishari & Abeyrathna، Mai (2020)، حين توصلوا ان تشكيلة التمويل تؤثر بشكل ضعيف او سلبي مع القيمة السوقية للشركة.

وبفحص نتائج متغيرات حجم الشركة وفرصة نموها، إذ ظهرت أيضاً بعلاقة عكسية مع القيمة السوقية، أي كلما زادت مقدار هاتين المتغيرتين بوحدة واحدة وبثبوت الرافعة المالية انخفضت القيمة السوقية للشركة، ويستنتج من ذلك ان مجموع الموجودات لا يستعمل بشكل فعال لرفع قيمة الشركة ومع غياب نسبة النمو خلال سنوات البحث دلالة على ان النمو لا يستعمل في رفع قيمة الشركة، وجاءت هذه النتيجة مؤيدة مع دراسة (2013) Nakhaei & Hamid، حيث أعتبر أن القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بحجم الشركة ونسبة نموها، وفيما يتعلق بمتغيرات نسبة التداول ومجموع الموجودات الثابتة، إذ أظهرت بعلاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية معنوية، ويرى المتولي (2021) أنه كلما زادت نسبة التداول

يمكن تشخيص النتائج الواردة في الجدول (3) بأن الأنموذج المستخدم في تحليل البيانات المزدوجة للبحث جاءت ملائمة، وهو ما يظهر من خلال القيمة المعنوية المناظرة (Prob. F-statistic) أقل من المستوى المعنوية 0.05، وبذلك لا حاجة الى اختبارات واستخدام نماذج أخرى كالثابت والعشوائي في تحليل البيانات، وأشارت نتائج التحليل قدرة المتغيرات المستقلة لأنموذج الدراسة في تفسير قيمة معامل التحديد R^2 ما نسبته 0.427 من التغير الحاصل في المتغير التابع ممثلة بالقيمة السوقية لشركات القطاع المالي العراقي محل البحث، ويلاحظ تقارب قيمة معامل التحديد R^2 مع قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R-squared التي بلغت 0.402، وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر بنسبة 43% تقريباً، وبالتالي فإن نسبة 57% من المتغيرات الأخرى لها تأثير في القيمة السوقية، مما يفسر ذلك أن هنالك متغيرات أخرى بخلاف المتغيرات داخل النموذج التي لها القدرة على التنبؤ بصورة أفضل على القيمة السوقية للشركة.

كما كشفت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية لشركات القطاع عينة البحث، ويلاحظ انه بزيادة وحدة واحدة من الرافعة المالية وبثبوت المتغيرات الضابطة الداخلة في النموذج ستقل القيمة السوقية، مما يدل

المصادر:

أولاً: المصادر باللغة العربية

1. الموقع الإلكتروني الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية (WWW.isk-ig.net).
1. الموقع الإلكتروني الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية (WWW.isc.gov.iq).
2. الدباغ، نوار كنعان، والعراقي، بشار أحمد، (2021)، "أثر عجز الموازنة العامة في تعزيز تنمية القطاع المالي دول مجلس التعاون الخليجي أنموذجاً"، بحث منشور في مجلة تنمية الرافدين، المجلد (40)، العدد (130).
3. السيد، محمد صابر حموده، (2016)، "أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال وانعكاسها على قيمة المنشأة – دراسة تطبيقية على المنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية"، بحث منشور في المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، المجلد (47)، العدد (1).
4. المتولي، محمد سمير محمد، (2021)، "تأثير الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة تطبيقية"، بحث منشور في المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد (12)، العدد (4).
5. جوان، حيدر خضير، (2021)، "تأثير محددات هيكل التمويل في القيمة السوقية المضافة عبر الرفع المالي والقيمة الاقتصادية المضافة – دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة في كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
6. عذاب، علي عبد، ومحمود، ثائر صبري، (2021)، "أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية العراقية – بحث تطبيقي في مصرف بغداد للمدة (2010-2019)"، بحث منشور في مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد (16)، العدد (57).
7. غزال، قيس ناظم، والعراقي، بشار احمد، والياسين، حلا سامي خضير، (2022)، "أثر الانفتاح التجاري في تعزيز وتنمية القطاع المالي- البلدان العربية أنموذجاً"، بحث منشور في مجلة بحوث مستقبلية، المجلد لا يوجد، العدد (50).

ثانياً: المصادر باللغة الأجنبية

1. Abdullah, M. N., Parvez, K., Karim, T., & Tooheen, R. B. (2015). "The impact of financial advantage and market size on stock returns on the Dhaka stock exchange: Evidence from selected stocks in the manufacturing sector", International Journal of Economics, Finance and Management Sciences, 3(1), PP.10-15.
2. Baker, M., and J. Wurgler (2002), "Market timing and capital structure", Journal of Finance, 57 (1), PP. 1-32.
3. Benkraiem, R. & Gurau, C., (2013), "How Do Corporate Characteristics Affect

والموجودات الثابتة كلما حدث زيادة في القيمة السوقية للشركة، وهذا ما سيؤدي الى زيادة قدرة الشركة على جني الأرباح، وبذلك يرتفع سعر السهم وستزداد ثروة المساهمين إذ زادت قيمة الشركة.

5. الاستنتاجات والمقترحات

أهم الاستنتاجات التي خلصت اليها الدراسة تمثلت بالآتي:

- أ. أشارت نتائج الدراسة إلى عدم تجاوز معامل التحديد حاجز 43%، باتجاه ترجيح وجود متغيرات أخرى لها القدرة على التنبؤ بصورة أفضل على القيمة السوقية لشركات القطاع المالي العراقي التي تعمل ضمن بيئة يشوبها عدم التأكد.
- ب. وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية معنوية لمتغير الرافعة المالية في القيمة السوقية، وتوافق هذه النتيجة مع بعض النظريات المالية والدراسات التجريبية في مختلف البيئات التي أطرت هذه العلاقات.
- ت. أدت المتغيرات الوسيطة لكل من حجم الشركة ونسبة النمو مع القيمة السوقية الى زيادة التأثير السلبي، وهذا يعني أن هناك ضعف في نسبة الرافعة المالية والتي انعكست على القيمة السوقية، فيما أدت المتغيرات الوسيطة الأخرى لكل من نسبة التداول والموجودات الثابتة مع القيمة السوقية الى زيادة التأثير الإيجابي، وهذا يعني ان زيادتهما تساعد قدرة الشركة على جني الأرباح بشكل أكبر، وبذلك يرتفع سعر السهم وستزداد ثروة المساهمين إذ تزداد القيمة السوقية.
- ث. قد لا تسيطر بعض الشركات على جميع بنود تشكيلة مصادر تمويلها للوصول الى رافعة مالية مستهدفة، وعندها تعجز هذه الشركات في تقليل تكلفة رأس المال والتي تؤثر في نهاية المطاف في القيمة السوقية للشركة. استناداً الى ما جاء بالاستنتاجات فإنه يمكن تقديم عدد من المقترحات التالية:
- أ. بالتوافق مع تأثير الرافعة المالية بشكل سلبي في القيمة السوقية، إذ ينبغي على المديرين الماليين في شركات القطاع المالي العراقي الاعتماد برشد على تشكيلة تمويل مناسبة ضمن استخدام مصادر الأموال، وذلك بهدف توسع حجم الشركة وزيادة موجوداتها الثابتة ونسبة نموها على المدى الطويل مما ينعكس ايجاباً على قيمة الشركة في السوق.
- ب. على الشركات زيادة الاهتمام بكيفية تشكيلة مصادر تمويلها، وفق استراتيجية تحاكي فيها الزمن والتكلفة من جهة وسداد القروض من جهة أخرى، وذلك لتحسين مستويات أدائها المالي بشكل ينعكس ايجاباً على قيمتها السوقية.
- ت. البحث عن عوامل وسيطة أخرى مؤثرة، إذ من الممكن ان يكون هناك عوامل معنوية مفقودة من النموذج يتوسط محددات تشكيلة التمويل والقيمة السوقية لشركات القطاع المالي العراقي.
- ث. تدريب المديرين الماليين في الشركات بغرض تنمية مهاراتهم في القيام بتشكيلة تمويل مناسبة في ضوء العوامل المحددة لمصادر التمويل، وما سيتبعه من ارتفاع قيمة الشركة.

12. Mai, T. G. (2020), "The impact of capital structure on the value of firms in the plastic and packaging industry listed in Vietnam", *Economy and Development Journal*, 280, pp59–67.
13. Maina, L. K., Olweny, T., & Wanjau, K. L. (2018), "Dynamic adjustment towards target capital structure: panel evidence of listed firms in Kenya", *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*; Yalova, 4(4), pp. 216-242.
14. Maxwell, O. & Kehinde, E., (2012), "Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Nigeria", *International Journal of Business and Social Science*, Vol.3, No.19, October, PP.252- 261.
15. Nakhaei, H. and Hamid, N. (2013), "The Relationship between Economic Values Added, Return on Assets, and Return on Equity with Market Value Added in Tehran Stock Exchange (TSE)", *Proceedings of Global Business and Finance Research Conference*, Oct. pp. 28-29.
16. Nicodano, G., & Regis, L. (2019), "A trade-off theory of ownership and capital structure", *Journal of Financial Economics*, 131(3), pp. 715-735.
17. Odit, M. & Gobardhun, Y., (2011), "The Determinants of Financial Leverage of SME's in Mauritius", *International Business & Economics Research Journal*, Vol. 10, No. 3, March, PP. 113-126.
18. Rahman, M. M., Saima, F. N., & Jahan, K. (2020), "The Impact of Financial Leverage on Firm's Profitability: An Empirical Evidence from Listed Textile Firms of Bangladesh", *The Journal of Business Economics and Environmental Studies*, 10(2), PP.23-31.
19. Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. (2017), "Essentials of Corporate Finance", Ninth Edition, Printed in the United States of America. McGraw-Hill Education.
20. Setiadharmas, S., and Machali, M. (2017), "The effect of asset growth and firm size on firm value with capital structure as intervening variable", *Journal of Business & Financial Affairs*, 6(4), pp. 1-5.
- Capital Structure Decisions of French SMEs?", *International Journal of Entrepreneurial Behaviour Research*, Vol. 19, No. 2, PP. 149-164.
4. Chung, H., and Pruitt, W. (1994), "A Simple Approximation of Tobin's Q", *Financial Management Association*, 23(3): 70- 74.
5. Cwynar, A., Cwynar, W., & Dankiewicz, R. (2015), "Studies of firm capital structure determinants in Poland: an integrative review", *e-Finanse: Financial Internet Quarterly*, Provided in Cooperation with: University of Information Technology and Management in Rzeszów, 11(4), pp. 1-22.
6. Elexander, David R. & Falta, Michael, & Willett, Roger J (2012), "using forecasting criteria to identify value relevance in the relationship between accounting numbers and market value", *Abacus*, Vol. 48, No.1.
7. Gil-García, Ramón & Puron-Cid, Gabriel, (2013), "Using Panel Data Techniques for Social Science Research: an Illustrative Case and Some Guidelines", *CIENCIA ergo-sum*, Universidad Autónoma del Estado de México, Toluca, México 21(3), pp. 203-216.
8. Iqbal, F., Ahmad, M. B., & Ali, H. F. (2019), "Determinants of capital structure: an empirical study of KSE listed MNCs in Pakistan", *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies* 5(1), pp. 173 195.
9. Ishari, M. P. S., & Abeyrathna, S. P. G. M. (2016), "The Impact of Financial Leverage on Firms' Value (Special Reference to Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka)", *International Journal of Advancement in Engineering Technology, Management and Applied Science*, 3(7), PP. 100-104.
10. Kruk, S. (2021), "Impact of Capital Structure on Corporate Value— Review of Literature", *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), PP.155-165.
11. Lin, L., & Lin, D. (2013). "Agency costs of free cash flow and bidders' long-run takeover performance", *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(3), pp. 95-102.

- Disclosure and Governance, 15(3),pp. 129-141.
25. Thalib, F., Herdiyana, H., & Wahid, A. (2019), "Tax and not Tax on Capital Structure of Real Estate and Property Company", International Journal of Economics and Financial Issues, 9(2),pp. 87-95.
26. Uyar, A. & Guzelyurt, M., (2015), "Impact of Firm Characteristics on Capital Structure Choice of Turkish SMEs", Manageria Finance, Vol. 41, No. 3, PP. 286-300.
27. Wasim, S. S., Alam, S., & Saeed, M. (2016), "An Empirical Analysis of Capital Structure of KSE-100 Listed Electricity Companies of Pakistan", Global Management Journal for Academic & Corporate Studies, 6(1),pp. 101- 114.
21. Sibindi, A. B. (2018), "Determinants of bank capital structure: Evidence from South Africa", Acta Universitatis Danubius. Economical, 14(5),pp. 108-126.
22. Sisay, Y. H., & Nongmaithem, R. S. (2019), "Effect of firm characteristics on working capital management of manufacturing firms in amhara Ethiopia", Parikalpana: KIIT Journal of Management, 15(1and2),pp. 9-28.
23. Shafiq, M. S., Kashif, M., & Ameer, S., (2020), "Determining Force behind Value Premium: The Case of Financial Leverage and Operating Leverage", Journal of Risk Financial Management, 13 (9), pp. 1-15.
24. Tessema, A., Kim, M. S., & Dandu, J. (2018), "The impact of ownership structure on earnings quality: the case of South Kore", International Journal of