



وقائع المؤتمر العلمي الدولي لكلية الإدارة والاقتصاد
(الثورة الرقمية كأداة للتنمية المستدامة وأداة للتخطيط الاقتصادي والإداري في العراق)
المحور الإداري 17 تشرين الثاني (نوفمبر) 2022



تغيير هيكل التمويل واثره في ربحية السهم

دراسة تحليلية لعينة من شركات القطاع الصناعي العراقي للسنوات (2019-2021).

أ.د. حاكم محسن محمد الربيعي

hakemm.iraq@gmail.com

أ.م.د. علي عبد الامير فليفل

Alif.kadhim@uokufa.edu.iq

جامعة الكوفة / كلية الادارة والاقتصاد

المستخلص:

يتناول البحث موضوع التغيير في هيكل التمويل لعينة من شركات القطاع الصناعي الخاص في العراق ، ودور هذا التغيير في ربحية السهم ، وكما هو معلوم ان العراق مر بظروف سياسية واقتصادية غير اعتيادية ، من حيث بروز متغيرات دولية عكست اثارها على الوضع السياسي والاقتصادي للبلد وتحديد جائحة كورونا التي كان لها الاثر الكبير في تأثر النشاط الاقتصادي العالمي وتوقف حركة النقل وانخفاض اسعار النفط بسبب انخفاض الطلب على النفط الناتج عن توقف حركة النقل وبسبب جائحة كورونا التي كانت سببا في توقف حركة الطيران على مستوى العالم ونشاط منشآت الاعمال عموما ، عكست كل هذه المتغيرات اثارها على نشاط منشآت الاعمال عموما ومنها الشركات العينة جيت تعكس حركة النشاط الاقتصادي اثارها على حجم التمويل والاستثمار وبالتالي ربحية الاسهم ، لذا جاء هذا البحث ليتناول الموضوع في عينة من شركات القطاع الصناعي في العراق الذي واجه مشكلات متعددة ابرزها عدم الاستقرار بكل انواعه، وتوصل البحث الى مجموعة من النتائج عن التغيير في هيكل التمويل وربحية السهم وخلص الى مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات

الكلمات الرئيسية: التغيرات بالهيكل المالي، ربحية السهم، لتحليل المالي، القيمة السوقية.

اولاً: المنهجية العلمية:



1. مشكلة البحث: اغلب الشركات العراقية لم تتوسع في عملها مقارنة توسعها في موقعها الجغرافي لذا اي تغيير لم تأخذه بعين الاعتبار في زيادة ربحيتها بسبب توقعها داخل منطقتها لذا اغلب الشركات العراقية يكون التغير بهيكلها بطيء ولا يزيد او يؤثر في ربحيتها او قيمة اسهمها، لذا تتبلور مشكلة البحث من خلال التساؤل التالي (ما هو دور التغير في الهيكل التمويلي في تعزيز ربحية السهم).
2. اهمية البحث: تنطلق اهمية البحث من دور التغيرات في الهيكل التمويلي للشركات العراقية في سوق العراق للأوراق المالية وقوة هذا الدور واستثماره في تعزيز ربحية الشركات وزيادة حصتها السوقية والذي بدوره يعزز ربحية السهم .
3. هدف البحث: هو توضيح دور التغيرات بالهيكل التمويلي وما هو تأثيره في زيادة ربحية السهم للشركات المبحوثة، وتعزيز هذا الدور من خلال التوسع بالخطط المدروسة وكيفية استثمار القرار الاستثماري لزيادة ارباح الشركات.
4. فرضيات البحث: للبحث فرضية رئيسية واحد وهي: هل للتغير بالهيكل التمويلي تأثير على ربحية السهم.
5. الحدود الزمانية والمكانية: تم اعتماد سوق العراق للأوراق المالية لمجتمع للبحث و اختيار عينة عشوائية تتكون نت (41) شركة مدرجة فيه، وللمدة (2019-2021).

ثانياً: الجانب النظري:

1. مفهوم الهيكل التمويلي:

هو مزيج الديون وحقوق الملكية الذي تستخدمه الشركة لتمويل عملياتها، ويؤثر هذا التكوين بشكل مباشر على مخاطر وقيمة الأعمال المرتبطة بها، ويتحمل المديرون الماليون للشركة مسؤولية تحديد أفضل مزيج من الديون وحقوق الملكية لتحسين الهيكل المالي.

الهيكل التمويلي هو مزيج من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل وحقوق الملكية التي تستخدمها الشركة لتمويل موجوداتها، و يسمح الاعتماد الكبير على تمويل الديون للمساهمين بتحقيق عائد أعلى على الاستثمار نظراً لوجود حقوق ملكية أقل في الأعمال التجارية (Watson&Head,2007:94). ويرى (العالمري:2013:307) بانه مجموعة من الاموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل



المممتلك وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية. أن الهياكل المالية لأي منشأة قائمة على مقاييس الحجم والنشاط والكفاءة (Fiordelisi,etal.,2010:27).

ان الهيكل التمويلي هو كيفية تحديد وتقييم مختلف مصادر التمويل المتاحة، وسيكون لكل منها خصائصه وتكاليفه عند تقييم المصادر المختلفة و يجب تحقيق التوازن المناسب بين مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل وبين مساهمة المساهمين (الملاك) و المقرضين (Atrill,2020:3).

ان اختيار الهياكل التمويلي لكل شركة ضمن حدود امكانياتها أو القيود المفروضة عليها ، وتوجد هذه القيود على مستوى النظام (العرض والتكلفة وتنظيم مصادر التمويل) وعلى مستوى الشركة (أداء الشركة في الماضي والحاضر والمتوقع). بقدر الإمكان ، تستخدم الشركات مصادر التمويل التي تتوافق مع أهدافها وتطلعاتها مع مراعاة هذه القيود، وبالتالي فإن التمويل هو إلى حد ما سمة داخلية لعملية صنع القرار الإداري، اذ يتعلق المستوى الثاني بكيفية استجابة الشركات للضغوط والتأثيرات الناشئة عن الموردين الرأسماليين (أو أصحاب المطالبات المالية ضد الشركة) ، بمجرد الحصول على هيكل مالي تكون قادرة على صنع القرار الذي يشمل عوامل أخرى مثل القدرة التفاوضية للاستثمار من قبل أصحاب المصلحة الآخرين؟ ونحن نميل إلى وجهة النظر الأخيرة ، ونلاحظ أن سلطة الممولين قد تكون محدودة بسبب موارد السلطة التي يمتلكها أصحاب المصلحة الآخرون، وفي هذا المنظور، وتدور الحوكمة المؤسسية حول كيفية قيام الممولين بإدراج اهتماماتهم وأهدافهم في جداول أعمال صنع القرار الخاصة بالمدراء ومدى قدرتهم على تأمين نتائج مرضية لهم، ولذلك فإن نهجهم كيفية تعظيم ثروتهم من خلال القرارات الاستثمارية المربحة أو الحساب الحتمي للعلاقة مع شركة التمويل، وبشكل عام نحن نؤيد منظور تشاندلر (Hikino ، 1997) رؤية الشركات باتخاذ خيارات فاعلة في مصادر التمويل (Gospel&Pendleton,2001:5) ، وتخضع لقيود السوق والترتيبات الهيكلية من اجل تكوين هيكل مالي امثل يلبي متطلبات اعماله في اسواق المنافسة ولكي يحقق افضل ارباح باقل تكاليف (Gole&Sun,2013:5).

2. ربحية السهم : الربح هو العامل الرئيسي الذي يفسر دفع توزيعات الأرباح ويحاول المديرون عن ربط توزيعات الأرباح بأرباح الشركات ، كما يركز المديرون وبشكل أكبر على



معدل مدفوعات الأرباح والطريقة التي يتغير بها الوقت الإضافي بدلاً من مقدار مدفوعات الأرباح ،لان سياسة الاستثمار ليس لها سوى تأثير طفيف على سياسة توزيع الأرباح(Séverin&Jardin,2011:2).

يرى (Atrill,2020:65).ربحية السهم ستكون حساسة للتغيرات في الربح التشغيلي (أي الربح قبل الفوائد والضرائب). كلما ارتفع مستوى الاستدانة المالية ، كلما أصبحت أرباح السهم أكثر حساسية.

ربحية السهم = الربح المتاح للمساهمين العاديين / عدد الأسهم العادية المصدرة.

أن نسبة السعر إلى الربحية هي جزء من المعلومات القياسية حول سهم كل منشأة والتي يتم نشرها في الصحافة المالية، و هناك اختلافات كبيرة في P / E ، حتى داخل قطاع واحد من السوق حيث قد نتوقع أن تتمتع جميع الشركات بخصائص متشابهة، و أن بعض الافراد مستعدون لدفع ثمن باهظ للغاية مقابل أرباح السهم الواحد في حين أنهم يستطيعون دفع مبلغ أقل بكثير مقابل نفس الأرباح لكل سهم من شركات مماثلة، ومع ذلك فإنه يثير قيوداً أخرى على نسب السعر إلى العائد والسبب المعتاد للشركة التي لديها نسبة عالية من السعر إلى الربحية مقارنة بالشركات الأخرى في نفس الصناعة هو أن السوق يتوقع نمو أرباحها بسرعة في المستقبل(Howells&Bain,2007:189).

من الناحية النظرية إن أفضل طريقة لتقييم الأسهم هي نهج تقييم ارباحها، وفي بعض الأحيان من الصعب التقديم إذا كانت الشركة لا تدفع توزيعات أرباح أو لديها معدل نمو غير منتظم للغاية فقد لا تكون النتائج مرضية، ويتم أحياناً تطبيق مناهج أخرى لتقييم المخزون، ومن بينها الأكثر شيوعاً مضاعف السعر / الأرباح، و نسبة أرباح السعر (PE) هي مقياس يتم مراقبته على نطاق واسع لمدى استعداد السوق لدفع 1 دولار من أرباح المنشأة لارتفاع PE وله تفسيران.

1. ربحية أعلى من المتوسط قد تعني أن السوق يتوقع ارتفاع الأرباح في المستقبل، وهذا من شأنه أن يعيد PE إلى مستوى طبيعي أكثر.



2. . قد تشير نسبة الأرباح المرتفعة بدلاً من ذلك إلى أن السوق يشعر بأن أرباح المنشأة منخفضة المخاطر وبالتالي فهي على استعداد لدفع علاوة لهم (Mishkin&Eakins,2016:348).

حيث تشير نسبة السعر إلى العائد p/E التوقعات حول مستقبل الشركة، والشركات التي يُتوقع أن تقدم عوائد أكبر من تلك للسوق بشكل عام بمخاطر متساوية أو أقل غالباً ما يكون لديها نسب السعر إلى الربحية أعلى من نسبة السعر إلى الربحية في السوق، وتتغير توقعات العوائد ونسبة السعر إلى العائد بمرور الوقت (Block,etal.,2017:29).

ثالثاً: الجانب التحليل لمتغيرات البحث:

تم تحليل متغيرات البحث للمنشآت العراقية والبالغة (41) منشأة من سوق العراق للأوراق المالية ووجد العلاقة بين متغيرات هيكل رأس المال وربحية الاسهم وحسب ما مبين في الجدول (1)

جدول (1)

هيكل التمويل و ربحية السهم للمنشآت العراقية عينة البحث.

ت	COMPANY	CH.TO. AS.	EPS	ت	COMPANY	CH.TO. AS.	EPS
1	المعمورة للاستثمار العقاري	1.7479642	74.4	22	الامين للتأمين	5.1135964	5.6
2	المصرف الاهلي العراقي	41.321559	50.8	23	الخليج للتأمين	-7.448993	5.9
3	مصرف بغداد	25.317634	36.7	24	مدينة العباب الكرخ	2.8102453	9.4-
4	بغداد للمشروبات الغازية	18.725186	26.1	25	النخبة للمقاولات العامة	-0.435919	4.8-
5	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	-17.79811	20	26	العراقية للنقل البري	-87.98075	4
6	مصرف اشور الدولي	-90.87536	16.7	27	بغداد العراق للنقل البري	16.465165	2.5



وقائع المؤتمر العلمي الدولي لكلية الإدارة والاقتصاد
(الثورة الرقمية كأداة للتنمية المستدامة وأداة للتخطيط الاقتصادي والإداري في العراق)
المحور الإداري 17 تشرين الثاني (نوفمبر) 2022



2.8	14.246655	الخيطة الحديثة	28	14.3	-98.67649	المصرف المتحد للاستثمار	7
13	10.350148	العراقية للسجاد والمفروشات	29	-- 30.8	-11.90984	فندق المنصور	8
1	0.5989959	بغداد لصناعة مواد التغليف	30	21.6-	-4.915251	مصرف سومر التجاري	9
26.1	18.725186	بغداد للمشروبات الغازية	31	19.7-	3.0696961	الموصل لمدن الألعاب	10
12.6	16.883987	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	32	18.9-	6.7510876	الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية	11
9.2-	-2.204168	الصناعات المعدنية والدراجات	33	18.8-	-3.100834	مصرف الموصل	12
5-	-75.57896	انتاج الالبسة الجاهزة	34	15.5-	-14.75183	اسياسيل	13
1.82	4.3757564	الاهلية للانتاج الزراعي	35	-14.9	-11.90984	مصرف المنصور الاستثماري	14
9.26	0.9742516	الشرق الاوسط لانتاج الاسماك	36	4.3-	20.426947	المصرف التجاري العراقي	15
- 3.16	8.1197158	العراقية لانتاج وتسويق اللحوم	37	5-	3.0598062	المصرف العراقي الاسلامي	16
2.2-	-9.619238	الاهلية للتأمين	38	0	-5.047405	مصرف الخليج التجاري	17
- 15.9	10.940385	الامين للاستثمار المالي	39	18.2-	-21.99706	مصرف الشمال	18
5.6-	6.5399716	الخاتم للاتصالات	40	7.3-	-1.750666	مصرف كوردستان	19
2.9	14.398162	الامين للاستثمارات	41	37.5-	-4.572413	الصناعات الكيماوية	20



وقائع المؤتمر العلمي الدولي لكلية الإدارة والاقتصاد
(الثورة الرقمية كأداة للتنمية المستدامة وأداة للتخطيط الاقتصادي والإداري في العراق)
المحور الإداري 17 تشرين الثاني (نوفمبر) 2022



		العقارية				العصرية	
				19.6-	14.741342	الخازر للمواد الانشائية	21

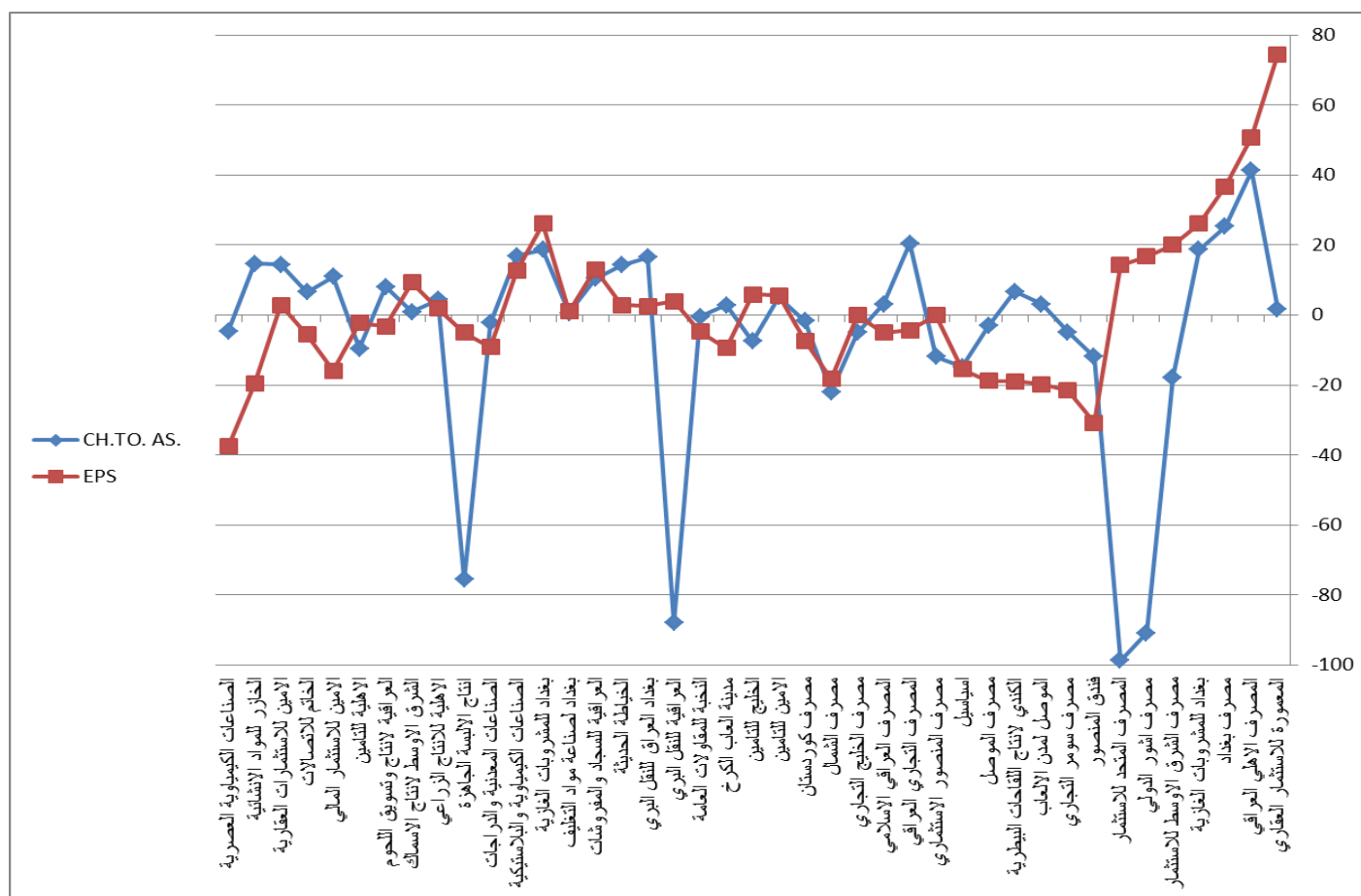
المصدر: اعداد الباحثان حسب تحليل البيانات للمنشآت المبحوثة.

ان اغلب للمنشآت العراقية لم تزيد نشاطها وتفتح على الاسواق العالمية مما ادى الى استقرار او تقوقع انشطتها وتجاريتها داخل حدود البلد فمن خلال دراسة عينة من للمنشآت العراقية داخل سوق العراق للأوراق المالية ممن لديها بيانات مكتملة تم تحديد (41) منشأة و المدة (2019 – 2020) تم تحليل التغير في الهيكل المال للمنشآت ودرجة التغيرات الحاصلة لها، وقياس نشاطها وزيادة ربحيتها او انخفاضها كما تم قياس ربحية السهم للمنشآت عينة البحث وما هي التأثيرات التي تحصل لربحية السهم من خلال التغير في الهيكل المالي.

حسب الجدول(1) يلاحظ التغير في الهيكل المالي للمنشآت العراقية ودرجة التفاوت الكبيرة فيما بينها اذ ان اعلى درجة تغير حصل عليه المصرف الاهلي العراقي بمعدل(41.32) والتي تعتبر اعلى نسبة تغير في الهيكل المالي للمنشآت العراقية، يقابلها ادنى تغير حصل عليه المصرف المتحد للاستثمار بمعدل(-98.67) والتي تعبر عن ادنى مستوى من التغير في الهيكل المالي للشركات تليها مصرف اشور الدولي بمعدل (-90.87). اما بقية للمنشآت تتراوح انشطتها بمعدل تغير متقارب او متفاوت بين اعلى معدل وادنى معدل.



لو نم ملاحظة تحليل ربحية السهم لوجد وحسب التحليل ارتفاع وانخفاض حسب أنشطة المنشآت وكذلك تأثير الأوضاع الاقتصادية والسياسية والاجتماعية للبلد فان أعلى معدل لربحية السهم للمعمورة للاستثمار العقاري بمعدل (74.4) وتعتبر أعلى معدل عائد للسهم تليها المصرف الأهلي العراقي بمعدل (50.8) وبقية للمنشآت تنخفض ارباح الاسهم الى ان تصل ادنى معدل لمنشأة صناعات الكيماوية العصرية بمعدل (-37.5). والتي تعبر عن ادنى مستوى متحقق لربحية السهم لان اغلب هذه الشركات تأثرت بالظروف السياسية والاقتصادية التي يمر بها البلد من توقف الصناعة والتجارة والاعتماد على الاستيراد الاجنبي



الخارجي.

المصدر: اعداد الباحثان حسب مخرجات الحاسب الالكتروني.

شكل (1) حركة التغيرات لهيكل الملكية وربحية السهم للمنشآت العراقية المبحوثة.



حسب الشكل (1) يبين حركة التغير لهيكل الملكية للمنشآت عينة البحث وربحية السهم نجدها متقارنة تقريباً اي كلما انخفض معدل هيكل الملكية انخفضت ربحية السهم وكلما ارتفع معدل التغير لهيكل الملكية ارتفعت ربحية السهم اي وجد علاقة ترابط بيت لمتغيرين كذلك على الرغم بعض الانخفاضات في معدل التغير لهيكل الملكية بشكل كبير يرافقه انخفاض في ربحية السهم وكما في الشكل اعلاه، كما نبين هناك علاقة ترابط ايجابية بين حركة المتغيرين كلما ازدادت معدلات التغير لهيكل الملكية زادت ارباح الاسهم وكلما انخفضت ربحية السهم للمنشآت.

جدول (2)

التحليل الاحصائي لهيكل الملكية وربحية السهم

Sig.	(Constant)	Bet a	t	F	Adjusted R Square	R Square	R
.000	7.324	.464	4.217	10.68	.195	.215	.464 ^a

المصدر: اعداد الباحثان حسب مخرجات برنامج SPSS 26.

حسب الجدول (2) بين العلاقة الاحصائية بين المتغيرين ، اذان درجة الارتباط بين المتغيرين (.464) اي علاقة ارتباط ايجابية كلما زاد التغير بالهيكل المالي زادت ربحية السهم وبمعامل تحديد (.215) وهي نسبة التباين في ربحية السهم الذي يمكن التنبؤ به من خلال التغير بالهيكل المالي ، كما بين T (4.217) وهي اعلى من T الجدولية وبدلالة احصائية (.000) هذا يؤكد العلاقة بين التغير بالهيكل المالي وتأثيره على ربحية السهم مما يقبل الفرضية للبحث.

رابعاً: المناقشة:

من خلال التحليل المالي لمتغيرات البحث وجد ان هناك تغير وتفاوت كبير في هيكل الملكية للمنشآت العراقية حسب البيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية، وهذا يدل على تأثير الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي يمر بها البلد وخصوصاً التدور بالاوزاع الاقتصادية التي اثرت على نشاط اغلب للمنشآت العراقية وبدورها تؤثر وبشكل مباشر على ربحية السهم لها مما ادى الى انخفاض ارباح الاسهم لا غلب للمنشآت العراقية، من المحتمل تدهور نشاط للمنشآت في الوقت الحالي وحسب التحليل بسبب الظروف الراهنة التي



وقائع المؤتمر العلمي الدولي لكلية الإدارة والاقتصاد
(الثورة الرقمية كأداة للتنمية المستدامة وأداة للتخطيط الاقتصادي والإداري في العراق)
المحور الإداري 17 تشرين الثاني (نوفمبر) 2022



يمر بها البلد، يجب على المنشآت العراقية التنوع بالأسواق و المنتجات من سلع وخدمات
ومن أجل زيادة أنشطتها و التنبؤ بالأزمات التي تحصل والاستعداد لها لتخفيف وطئتها.

خامساً: المصادر :

1. العامري، محمد علي، الإدارة المالية الحديثة، ط1، 2013، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الاردن.
2. Watson,D., Head,A., Corporate Finance Principles & Practice,4ed ,2007, Pearson Education Limited, England.
3. Atrill,p., FINANCIAL MANAGEMENT FOR DECISION MAKERS,9ed,2020, Peter Atrill, United Kingdom.
4. Fiordelisi,F., Molyneux,P., Previati,D., New Issues in Financial Institutions Management,2010, Franco Fiordelisi, Philip Molyneux and Daniele Previati ,Britain.
5. Howells,P., Bain,K., FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS,5ed,2007, Pearson Education Limited, England.
6. Mishkin,F., Eakins,S., Financial Markets and Institutions,8ed,2016, Frederic S. Mishkin, London.
7. Block,S.,Hirt,G.,Danielsen,B.,Foundations ofFinancial Management,17ed,2017, Published by McGraw-Hill, America.
8. Gospel,H., Pendleton,A., FINANCIAL STRUCTURE, CORPORATEGOVERNANCE, AND THE MANAGEMENT OF LABOR,2001, Howard Gospel, (Corresponding Author), King's College, University of London.
9. Gole,T., Sun,T., Financial Structures and Economic Outcomes: An Empirical Analysis, 2013, International Monetary Fund, This Working Paper of the IMF.
10. Séverin, E., du Jardin, P., 2011, Dividend policy, Bankers, Markets & Investors, issue 115,November-December, pp. 37–54.