

## أثر بناء هيكل رأس المال في تحديد قيمة الشركة باطار نظريتي الإشارة والمبادلة

حسام كامل سلطان

الباحث

أ.م.د. علي احمد فارس

كلية الادارة والاقتصاد/جامعة كربلاء

### المخلص

تهدف الدراسة الى استكشاف اثر بناء هيكل رأس المال في تحديد قيمة الشركة ، واعتمدت الدراسة في ذلك على نظريتين من النظريات الحديثة لهيكل رأس المال وهي نظرية المبادلة بين المخاطرة المالية للدين (كف الافلاس والعسر المالي ) وبين الوفر الضريبي المتحقق منه .

اما نظرية الاشارة فتشير الى كيفية ارسال المديرين اشارات خاصة للمستثمرين بطريقة غير مباشرة يظهر قدرة الشركة في المستقبل القريب اعتمادا على المعلومات المرسلة في الاشارة وقد اعتمدت الدراسة في جانبها التطبيقي على مجموعة التقارير والكتشوفات المالية المنشورة لمجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية والتي تم اختيارها اعتمادا على توفر البيانات لمدة الدراسة (٢٠٠٥-٢٠١٤) ولمجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية وبالغلة (١٠ شركات) وقد استخدمت الدراسة مجموعة من الوسائل المالية والاحصائية لتحقيق اهدافها عن طريق استخدام برامج الاكسل و SPSS.

وتوصلت الدراسة ان هنالك انخفاضا واضحا خلال مدة الدراسة في ربحية الشركات مما اثر سلبا في قيمتها ، كما ان هذه الشركات عينة الدراسة لا تستخدم الاقتراض بشكل كاف لتحقيق اهداف الربحية . وقد اوصت الدراسة بضرورة اتباع سياسة اقتراض اكثر انفتاحا وتوسعا للوصول الى اقصى درجات الافادة من المزايا الضريبية المتحققة من دفع فوائد الاقتراض

**Abstract**

The study aims to explore the effect of building capital structure in determining the value of the firm. The study relied on two theories of the modern structure of capital, namely, the theory of the Trade-off between the financial risk of debt (the cost of bankruptcy and financial hardship) and the tax shield achieved

The theory of signaling refers to how managers send special signals to investors indirectly shows the ability of the firm in the near future depending on the information sent in the signaling . The study is based on a set of reports and financial statements published for a group of firm listed in the Iraq Stock Exchange, Based on the availability of data for the study period (2005–2014), the study used a variety of financial and statistical means to achieve its objectives through the use of .Excel and SPSS programs

The study found that there was a clear decline during the period of study in the profitability of firm , which negatively affected their value, and these firm do not use borrowing enough to achieve the goals of profitability. The study recommended the need for a more open and expanded borrowing policy to maximize the benefits of tax benefits.

## المبحث الأول منهجية الدراسة

### أولاً: مشكلة الدراسة:

- تكمن مشكلة الدراسة في مدى قدرة الشركات على بناء هيكل رأسمال يزيد من قيمة الشركة اعتماداً على نظريات هيكل رأس المال (المبادلة والإشارة تحديداً) وتتجلى المشكلة بشكل أكثر وضوحاً عبر التساؤلات الآتية:
١. هل يمكن تطبيق نظرية الإشارة والمبادلة وبناء هيكل رأس المال في الشركات؟
  ٢. هل توجد علاقة بين متغيرات الدراسة وطبيعتها؟ وبشكل أكثر تحديداً ما مستوى هذه العلاقة؟
  ٣. ما اثر بناء هيكل رأس المال وفقاً لنظريتي الإشارة والمبادلة على قيمة الشركة في الشركات؟
  ٤. هل تتبع الشركات عينة الدراسة هيكل رأس المال بناء على نظريتي الإشارة والمبادلة؟

### ثانياً: أهمية الدراسة:

إن أهمية الدراسة تأتي من :

١. كونها تتناول نظريتين أساسيتين في الإدارة المالية فيهما من العمق المعرفي ما يستحق المزيد من البحث.
٢. تزايد اهتمام الفكر المالي المعاصر بالنظريات الحديثة لهيكل رأس المال ومصادر التمويل المختلفة القصيرة وطويلة الأجل.
٣. عرض إطار عمل لنظريتي الإشارة والمبادلة والتي تتناول دراسة هيكل رأس المال من وجهة نظر مختلفة عن نظرية الالتقاط و الوكالة.
٤. ان القرارات التي يتخذها المديرون ولاسيما فيما يتعلق بقرارات هيكل رأس المال لشركاتهم تترجم إلى معلومات تشير إلى مستقبل الشركة.
٥. تتركز أهمية الدراسة في التغييرات السريعة والتحديات فيما يخص التعامل مع الاسواق ذات الاداء الجيد والتي تعد سلوكيات المديرين.
٦. ومن هنا تأتي أهمية الدراسة في عرضها إطار عمل نظرية الإشارة التي تتناول دراسة هيكل رأس المال من وجهة نظر مختلفة عن نظرية المبادلة.
٧. تأتي أهمية الدراسة عن طريق توضيح العلاقة بين النظريتين معاً في محاولة لاعتماد صيغة متكاملة لسلوك هيكل رأس المال في المنشآت.

### ثالثاً: فرضيات الدراسة:

وضعت فرضيات الدراسة ضمن نظريتي الإشارة والمبادلة وكما يأتي:

- ١- هل يؤثر بناء هيكل رأس المال وفق نظرية المبادلة في قيمة الشركة؟
- ٢- هل يؤثر بناء هيكل رأس المال وفق نظرية الإشارة في قيمة الشركة؟
- ٣- هل تختلف قيمة الشركة المحسوبة بإطار نظرية الإشارة عن تلك المحسوبة بإطار نظرية المبادلة؟

رابعاً: أهداف الدراسة:

- 1- محاولة تفسير وتوضيح الكثير من المفاهيم المعرفية التي تدخل في اطار الدراسة.
- 2- تحليل مجموعة من المؤشرات المالية للتنبؤ باحتمالية تعرض الشركات عينة الدراسة إلى حالة العسر المالي والإفلاس عند استخدامها التمويل المقترض في هيكل رأس المال.
- 3- استخدام عدد من النماذج الخاصة لتقييم الشركات عينة الدراسة وفيما اذا كان ينطبق عليها مضمون نظرية التبادل في تحديد هيكل رأس مال عن طريق التبادل بين منافع وكلف التمويل المقترض.
- 4- تحديد مستوى كل من هيكل رأس المال وفقاً لنظرية الاشارة، والمبادلة في الشركات عينة الدراسة.
- 5- تحديد وتحليل ابرز مؤشرات بناء هيكل رأس المال.
- 6- تطبيق وتحليل نظريتي الاشارة والمبادلة واثرها على قيمة الشركة.
- 7- تحديد مدى تأثير قيمة الشركة بالتغير في هيكل رأس المال للشركات عينة الدراسة.

خامساً: عينة الدراسة ومدتها:

تتمثل عينة الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية اذ تم تحديد عينة الدراسة بالشركات المساهمة المختلطة . وقد تم اختيار مدة الدراسة بـ (10) سنوات شملت المدة (2005-2014) جمعت عنها البيانات اللازمة لتحليل الشركات عينة الدراسة

سادساً: مصادر البيانات:

لقد تم الحصول على بيانات الدراسة من الكشوفات المالية الخاصة بالشركات عينة الدراسة والمتمثلة بالميزانية العمومية وكشف الدخل السنوي، وكذلك النشرات السنوية لأسعار الاسهم العادية واصدارات دليل المستثمر التي تم الحصول عليها من سوق العراق للأوراق المالية وقد تطلب الامر معالجة البيانات المالية للوصول إلى صافي الدخل .

سابعاً: مؤشرات الدراسة ونماذج القياس والتحليل

1- مؤشرات التنبؤ بالعسر المالي والإفلاس:

استخدمت بعض مؤشرات التحليل المالي كمؤشرات للتنبؤ بالعسر المالي والإفلاس التي اعتمدها دراسة النمان 1968

وبيفر 1966 وكما يأتي:

$$X1 = \text{معدل العائد على حق الملكية} = \text{صافي الدخل على حق الملكية} \cdot \text{ROE}$$

$$X2 = \text{الارياح المحتجزة إلى اجمالي الموجودات}$$

$$X3 = \text{معدل العائد على الاستثمار} = \text{صافي الدخل إلى اجمالي الموجودات} \cdot \text{ROA}$$

$$X4 = \text{إجمالي الدين إلى اجمالي الموجودات}$$

$$X5 = \text{إجمالي رأس المال إلى اجمالي الموجودات}$$

## ٢- مؤشر (Zscore) لالتمان:

استخدام مؤشر (Zscore) لالتمان للتنبؤ بالمركز المالي للشركات عينة الدراسة، الذي يعد مؤشراً عام يستخدم مجموعة من مؤشرات التحليل المالي) النسب المالية المستخدمة ضمن فضلا عن استخدام الاسلوب الاحصائي MDA (Multiple Discriminate Analysis) كونها دالة للخواص المميزة للشركات الناجحة عن الفاشلة وقد تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS لإجراء تحليل العلاقات بين المتغيرات الخمسة (X1,X2,X3,X4,X5) والمتمثلة بالنسب المالية ويتضمن المؤشر الصيغة الرياضية الآتية:

$$Z=W1X1+W2X2+W3X3+W4X4+W5X5$$

$Z < 1.81$  عندها يكون كمؤشر للتنبؤ بالإفلاس.

$1.81 \geq Z \leq 2.99$  فعندها يكون مؤشر ان الشركة في مرحلة الخطر.

$Z > 2.99$  فهو مؤشر على انه لا يتوقع افلاس الشركة.

ثامنا : مقاييس حساب نظرية الاشارة:

تم اعتماد العوائد غير الاعتيادية للشركة لقياس لا تماثل المعلومات لصعوبة الحصول على معلومات عن المقاييس الأخرى اذ أثبتت العديد من الدراسات بان العوائد غير الاعتيادية العالية تلازم مستويات لا تماثل المعلومات العالية؛ لذلك تؤخذ هذه العوائد على أنها تمثل او تتوب عن لا تماثل المعلومات. كما تم اعتماد المديونية كمقياس لحساب نظرية الاشارة (Adooby&Lev, 2000:2756) (Khong & King,2002:3).

## المبحث الثاني : الاطار النظري

## اولا: هيكل رأس المال

## ١- مفهوم هيكل رأس المال:

تعددت تعاريف هيكل رأس المال بانه مزيج من مصادر التمويل التي تظهر في الميزانية العمومية (Keown et al., 1985).

كما يمكن تعريف هيكل رأس المال في الدراسات المالية وكان هنالك العديد من التعاريف منها قد عرف هيكل رأس المال بانه " مزيج من التمويل بالدين والأسهم على المدى الطويل (Myers, & Marcus ;2009:367) ويرى Brealey, etal بان هيكل رأس المال هو " مزيج من الدين والأسهم والديون قصيرة الأجل والديون القابلة للتحويل والملكية (Brealey, etal;2009:365) .

كما عرف هيكل رأس المال بانه الطريقة التي تمول بها الشركات موجوداتها وليس كافيًا ان تشمل الديون طويلة الأجل والملكية في تحديد هيكل رأس المال ,ولا يمكن أن يكون إصدار الديون على المدى القصير بسهولة مقابل الديون القابلة للتحويل من اجل توفير التمويل. (Muradoglu;2012:24)

ويعرف هيكل رأس المال إلى ' مزيج من الدين والأسهم التي تحتفظ بها الشركة. (Gitman and Zutter, 2012, p. 508).

**٢- مكونات هيكل رأس المال الشركة :**

ان هيكل رأس المال الذي تحصل عليه الشركة من اجل تسيير عملياتها اليومية الحالية والمستقبلية ينشأ من مصدرين وهما اما التمويل المقترض او التمويل الممتلك او الاثنين معا وبمعايير متفاوتة تعتمد على مجموعة من العوامل والمحددات المؤثرة في هيكل رأس المال في الشركة وهو يشكل مجموعة من مصادر التمويل طويلة الاجل كالقروض والاسهم العادية والارياح المحتجزة والاسهم الممتازة وتكون على شكل نسب من حقوق الملكية والقروض. (1:2007; Damodaran)

ويتكون هيكل رأس المال من مصادر تمويل طويلة الاجل سواء أكانت مقترضة أم مملوكة أم كلاهما ويتعد عن مصادر التمويل قصيرة الاجل؛ لأن هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي للشركة، كما يمكن تصنيف مصادر تمويل هيكل رأس المال إلى داخلي (ممتلك (كالأرباح المحتجزة وخارجي) مقترض (كإصدار الاسهم والاقتراض كما تجدر الإشارة أن الأسهم الممتازة جزء من التمويل الخارجي (Rosefsky ;1999: 434).

**(١) حقوق الملكية:**

وهي احد مصادر التمويل بالنسبة للشركة كما انها تمثل الاساس الذي تستند اليه قدرة الشركة على الاقتراض والحصول على التمويل. كما توفر حقوق الملكية مجموعة من الفوائد للشركة منها الاستثمار الدائم وجزء من الاستثمار طويل الاجل كما انها تكون بمثل حماية للدائنين من اجل الوفاء بالدين. وتنشأ حقوق الملكية من اصدار الاسهم العادية والاسهم الممتازة و احتجاز الارياح، وتتصف هذه المصادر بديمومة الانشطة؛ لذلك تكون مصادر تمويل طويل الاجل يمكن استثمارها في مشاريع طويلة الاجل لسد الحاجات المالية طويلة الاجل (Lawrence\_J.\_Gitman;2009:523).

**ومن ابرز مكونات حقوق الملكية:****أ- الاسهم العادية:**

وهي احد مصادر التمويل طويلة الاجل المتاحة للشركة واحد المصادر الاساسية للتمويل الممتلك والمصدر الاساسي في المراحل الاولى لتمويل الشركة. كما ان استعمالها يعزز المركز المالي للشركة، وتمثل الاسهم العادية صكوك ملكية يملكها حملة الاسهم تثبت حقوقهم بملكية الشركة. ويذكر ان تكلفة الأسهم العادية هي العائد المطلوب على الأسهم من قبل المستثمرين في السوق.

**ب- الاسهم الممتازة**

تمثل الأسهم الممتازة نوعاً خاصاً من تمويل الملكية في الشركة. فهي تعطي المساهمين الحق الافضل في الحصول على توزيعات الأرباح المعلنة قبل أن يتم توزيع أي أرباح على حملة الاسهم العادية. لأن الأسهم الممتازة هو شكل من أشكال الملكية، فان العائد المتوقع من المبيعات يتم الاحتفاظ بها لمدة غير محددة . ومع ذلك، فإن جانباً واحداً من الأسهم الممتازة تتطلب مراجعة المقسوم. كما انها تمثل شكل من اشكال التمويل طويل الاجل

**ج- الأرباح المحتجزة**

(الأرباح التي تحققها الشركة لكن لا تعطى لحملة الأسهم على هيئة حصص أرباح). كل هذه المكونات لها تكلفة، ويمكننا أن نحدد تكلفة كل مكون من مكونات رأس المال.

وتشكل الأرباح المحتجزة من مجموع تلك الأرباح التي تحققت على مدى السنوات وتم استثمارها في الأعمال التجارية.

**(٢) رأس المال المقترض:**

رأس المال المقترض هو الذي تم جمعه عن طريق القروض. وهناك انواع مختلفة من رأس المال المقترض هي:

(Adeyemi& Obob;2011:133)

**أ. السندات:**

هي جزء من رأس المال المقترض في مكونات هيكل رأس المال وهي حقوق الشركة وحاملي السندات. وتصدر أنواع مختلفة من السندات لتوفير الراحة للمستثمرين.

ان أنواع وخصائص سندات الشركات تعد مصدرا رئيسا لرأس المال الديون المختلفة. كما تكلفة الدين أقل من تكلفة أشكال أخرى للتمويل.

**ب. قرض لأجل:**

يمكن للمؤسسات الحصول على قروض طويلة الأجل ومتوسطة الأجل من البنوك والمؤسسات المالية. فضلا عن، فان البنوك تقدم القروض التي يتم تسديدها على أقساط. مقابل ضمانات تحصل عليها من الجهة المقترضة.

**ج. ودائع الجمهور:**

هي الاموال التي يتم ايداعها من لدن الشركة أو الجمهور بما في ذلك الموظفين والعملاء والمساهمين في الشركات الأخرى وعلى شكل أسهم وسندات. ويمكن للشركة قبول ودائع الجمهور لمدة تصل إلى 3 سنوات.

**3- محددات هيكل رأس المال:**

أظهرت الدراسات السابقة أن هنالك عددا من العوامل التي تؤثر في اختيار هيكل رأس مال الشركة، مثل الملموسية والضرائب والحجم والربحية وفرص النمو وغيرها وتم تلخيصها إلى ان زيادة الرفع المالي مع الأصول الثابتة، و الوفرة الضريبي من غير القروض، فان الفرص الاستثمارية وحجم الشركة تتخفف مع تقلب الأرباح، ومع ذلك، فإن العلاقة بين العوامل وهيكل رأس المال غير متناسقة. ومن اهم المحددات لهيكل رأس المال هي الاتي (Jensen;2013:25), ((Muradoglu;2012:47)) (Ali.2011:25)

**(1) الملموسية:**

وجدت بعض الدراسات ارتباطا ايجابيا بين الموجودات الملموسة والرفع المالي، الموجودات الملموسة يمكن استخدامها كضمان للاقتراض الخارجي. كما ان وجود نسبة كبيرة من الموجودات الملموسة يساعد الشركة للحصول على القروض المصرفية بسعر فائدة منخفض و الحد من المخاطر التي تواجه المقرضين الذين يعانون من كلفة الوكالة بالدين .

**(2) معدل الضريبة الفعلي:**

ان تأثيرات الضريبة على نسبة الرافعة المالية متنوعة نوعا ما؛ لأن فوائد القروض هي جزء من المصاريف التي تخصم من الإيرادات الخاضعة للضريبة مما يولد وفورات ضريبية للشركة وبما ان هنالك علاقة طردية بين وفورات الضريبة ومعدل الضريبة فان ذلك سيدفع بالشركة إلى فرض ضريبة مرتفعة على الاموال المقترضة وكلما ارتفعت هذه الضريبة اتجهت الشركة إلى الاعتماد على المديونية.

**(3) حجم الشركة:**

اتفقت الكثير من الدراسات على وجود ارتباط ايجابي بين حجم الشركة و الرفع المالي هذا من جهة. من جهة اخرى قد يرتبط حجم الشركة ارتباطاً عكسياً لاحتمال الإفلاس. فالمنشآت الكبيرة عادة ما تكون أكثر تنوعا ويكون التدفق النقدي أكثر استقرارا.

**(4) فرص النمو**

في ظل النقص في التمويل نتيجة وجود ديون مستحقة فان الشركات قد تتخلى عن مشاريع صافي القيمة الحالية ايجابية .

**5) الربحية**

لم تسفر التنبؤات النظرية عن أي نتائج متسقة للعلاقة بين الربحية والرفع المالي .وترى نماذج المبادلة ان الشركات الرابحة تحتاج إلى حماية الدخل من الضريبة، وينبغي على الشركات الاكثر ربحية أن تقتصر أكثر من المنشآت التي تكون ربحيتها قليلة.

**6) تقلب الأرباح**

مخاطر تقلبات الارباح أو مخاطر العمل هو مؤشر لاحتمال العسر المالي، ومن المتوقع عموماً أن تكون مرتبطة ارتباطاً عكسياً مع الرفع المالي .وقد استخدمت عدة مقاييس من التقلبات في الدراسات التجريبية مثل الانحراف المعياري للعائد على المبيعات، والانحراف المعياري للتدفق النقدي التشغيلي، أو الانحراف المعياري للتغير في الدخل التشغيلي.

**7) السيولة:**

كما اقترحت نظرية الالتقاط، بان المنشآت اليوم تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي لذلك، من المرجح أن تحتفظ بالاحتياطي السائل من الأرباح المحتجزة اذا كانت الأصول السائلة كافية لتمويل الاستثمارات فان المنشآت لن تكن بحاجة إلى التمويل الخارجي . وبالتالي، من المتوقع أن يؤدي ذلك إلى علاقة عكسية بين السيولة و الرافعة المالية .

**المخاطر التشغيلية:**

حققت العديد من الدراسات ا في العلاقة بين المخاطر والربحية.وهذه المخاطر تتعلق بمخاطر التشغيلية بالشركة في وقت لا تتحمل فيه الشركة أي دين . فكلما زادت هذه المخاطر قلت قدرة الشركة على استخدام الدين لان استخدام الدين سيزيد من هذه المخاطر .

**9) نسبة الديون:**

تتوقع نظرية الالتقاط أن الشركات التي لديها تصنيف ائتماني عالي سوف تستخدم ديون أقل ومزيد من الاسهم، ومن ثم وجود علاقة سلبية بين الرافعة والتصنيف الائتماني .

**10) عمر الشركة:**

عمر الشركة يعني عمر عملياتها .فمن العوامل المحددة لسمعتها تراكم الخبرة على مدى السنوات والتي تؤدي بدورها إلى الشهرة .ولان الشركات تمارس عملها على مر السنين . لذلك يعتقد أن عمر الشركة يرتبط بشكل طردي مع هيكل رأس المال .

**١- نظريات هيكل رأس المال:**

ان فهم نظرية هيكل رأس المال تساعد الإدارة في مساعيها لتحقيق أفضل قرار بشأن تمويل الشركة .فهناك العديد من النظريات عن هيكل رأس المال ، وعلى الرغم من انها لا تقدم كل الإجابات، الا انها تقدم معلومات مفيدة من شأنها أن تساعد الإدارة في عملية اتخاذ القرارات الخاصة بهم .وفيما يأتي استعراض موجز للنظريات الحالية عن هيكل رأس المال حسب الترتيب الزمني لها (( Jensen;2013:7), (Naseri;2015:127), (Niu;2008:133) )

**1) النظرية التقليدية لهيكل رأس المال:**

حسب هذه النظرية التقليدية يكون عرض تكلفة التمويل بالديون أقل من تكلفة التمويل بالأسهم وذلك بسبب المزايا الضريبية المتحصلة من الديون (Atrill, 2009:342) مما يجعل التكلفة الحقيقية للديون أقل من التمويل بالأسهم وهذا يؤدي بالشركة إلى تخفيض التكلفة الإجمالية لرأس المال كلما زادت نسبة التمويل بالمدىونية في هيكل رأس المال .

Niu;2008:133,(Naseri;2015:127

## ثانيا : النظريات الحديثة لهيكل رأس المال

## ١- نظرية موديليانى وميلر أو النظرية الحديثة:

رفض موديليانى وميلر (1958) وجهة النظر التقليدية، وقدم مجموعة من المقترحات الجديدة لشرح نظرية هيكل رأس المال، وهنا تبدأ ولادة نظرية هيكل رأس المال الحديثة. اذ قدم موديليانى وميلر مقترحات مهمة في هيكل رأس المال في دراستهم الشهيرة على " تكلفة رأس المال وتمويل الشركة ونظرية الاستثمار التي تعرف أيضا باسم افتراضات سوق رأس المال التنافسية. (Jensen;2013:7)) ، (Niu;2008:133

وقد جاءت هذه النظرية بشكل مقترحين، الاول عام 1952 والثاني 1963 ويقوم المقترح الاول على مجموعة افتراضات اهمها: (Jensen;2013:7))، (Niu;2008:133

أ- وجود سوق يتمتع بالمنافسة الكاملة. ويحكم تصرفات العاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد.  
ب- لا توجد ضرائب على ارباح التعاملات السوقية.

ج- المتعاملون في السوق يتمتعون بالمعرفة الجيدة بأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات المتماثلة بسهولة.

د- لا توجد تكاليف للصفقات التي تتم في هذا السوق.

هـ- جميع المتعاملين في هذا السوق لديهم توقعات متماثلة بخصوص مستقبل اداء الاسهم المتداولة فيه.

اما الافتراض الثاني (وجود الضرائب ) قدم موديليانى وميلر مقالة نصت على أن الفرق بين قيمة الشركة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها مع قيمة الشركة التي تعتمد على التمويل الممتلك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية ، وان مزايا التمويل المقترض هي اكثر مما افترضه والتي نصت عليها النظرية التقليدية . . كما ان قيمة الشركة المرفوعة تزداد والمعدل الموزون لكلفة رأس المال تنخفض نسبة الى زيادة استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس مال الشركة ( Modigliani and Miller ; 1963 : 433-443)

أن استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس المال من شأنه أن يؤدي الى زيادة قيمة الشركة ، وإنه بزيادة استخدام الرافعة المالية تزداد قيمة الشركة بشكل مستمر ، إذ تتأثر قيمة الشركة بشكل مباشر بقيمة الوفورات الضريبية الناتجة عن طرح الفائدة من الوعاء الضريبي لدخل الشركة متجاهلين الأنواع الأخرى من كلف التمويل المقترض والتي تؤدي الى انخفاض قيمة الشركة والمتمثلة بـ كلف العسر المالي والوكالاة والافلاس ( Myers ;1984 : ٥٧٧ )

## ١- نظرية الالتقاط:

اجرى كوردن دونالدسون في اوائل الستينات (١٩٦١) دراسة ميدانية توصل الى نظرية تعرف بنظرية الالتقاط والتي هي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل من وجهة نظر الشركات، وقد طورت هذه النظرية من مايرز (١٩٨٤). اذ اقترح مايرز مدخل الالتقاط لهيكل رأس المال وقدم مناقشة تفصيلية عن خيارات تمويل الشركة مع عدم تماثل المعلومات .

ان اساس نظرية الالتقاط هو ان المديرين يملكون معلومات جيدة عن منشاتهم فيما يتعلق بتوقع المخاطر اكثر مما يملكه المستثمرين الخارجيين (Brealey & Myers, 1996:498)

وتقوم هذه النظرية على عدة افتراضات منها: (Ritter;2007:5)

أ- ثبات سياسة المقسوم اذ يميل المديرين إلى المحافظة على حصة السهم الواحد من توزيعات الارباح، فلا يتم رفع او خفض المقسوم استجابة للتقلبات الحاصلة في الارباح الجارية.

ب- تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي.

ج- اذا احتاجت الشركة إلى التمويل الخارجي، فإنها سوف تفضل اصدار الاوراق المالية الاقل مخاطرة. اذا لم تكتمل بإصدار الاوراق المالية الاقل مخاطرة فأنها سوف تحتاج إلى التمويل بالدين ثم الاوراق المالية القابلة للتحويل ثم الاسهم الممتازة ثم الاسهم العادية كونها الملجأ الاخير. (Ritter, 2007:5-6)

## ٢- نظرية المبادلة:

تشير نظرية المبادلة إلى فكرة أن تختار الشركة التوازن بين الدين والملكية في تمويله عن طريق الموازنة بين التكاليف والعوائد. وهذه النظرية قدمت لأول مرة بواسطة (Kraus and Litzenberge 1973). هذه النظرية تبين أن الشركات تمول عادة جزئياً بالديون وجزئياً بالملكية، وهي تنص على أن هناك ميزة في توظيف الدين سواء المزاي الضريبية فضلاً عن تكلفة التمويل مع الديون، وتكاليف العسر المالي بما في ذلك تكاليف الإفلاس وغيرها من التكاليف (Rad.2014:69).

تستند نظرية المبادلة الى اطروحات موديليانى وميلر (١٩٥٨) باقتراح وجود هيكل رأس المال الأمثل لكل شركة، وعلى افتراض ان إدارة شركة تهدف إلى الحفاظ على نسبة الدين / حقوق الملكية المثلى في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال للحد من تكاليف العيوب السائدة في السوق وتشمل هذه العيوب تكاليف الوكالة والعسر المالي من اجل المحافظة على مستويات الديون المرتفعة.

## ٣- نظرية الإشارة:

مفهوم الإشارة درس أولاً في سياق العمل وأسواق المنتجات بواسطة Akerlof and Arrow وتطورت إلى نظرية التوازن من (Spence 1973)، التي تبين شركة جيدة يمكن أن تميز نفسها عن الشركة السيئة عن طريق إرسال إشارة ذات مصداقية عن نوعيتها إلى أسواق رأس المال. الإشارة سوف تكون ذات مصداقية فقط إذا كانت الشركة السيئة غير قادرة على محاكاة الشركة الجيدة عن طريق إرسال الإشارة نفسها. او إذا كانت تكلفة الإشارة أعلى للشركة السيئة نسبة إلى الشركة الجيدة فقد لا تجد من المفيد لها استعمال المحاكاة، وفي ذلك يمكن أن تكون الإشارة ذات مصداقية. وضح روس (١٩٧٧) كيفية أن الدين يمكن أن تستخدم بمثل إشارة مكلفة للفصل بين الشركات الجيدة من الشركات السيئة (Zhao;2004:6).

نظرية الإشارة تفسر الاختيار التنظيمي عن طريق التركيز على العوامل الخارجية لاي خلل أو عدم تماثل المعلومات في السوق. (jiang;2009:12)

## - عدم تماثل المعلومات:

يفترض موديليانى وميلر (١٩٦٣) تماثل المستثمرين في المعلومات بشأن احتمالات نجاح الشركة في المستقبل. ولكن في الواقع، المديرين غالباً لديهم معلومات أفضل من المساهمين. وعدم تماثل المعلومات هذا له اثر كبير في المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) وذلك بسبب ان المديرين يعرفون أفضل بكثير عن مشاركة المسؤولية الاجتماعية للشركة من حيث الاهداف والبرامج والأنشطة.

وقد جادل موديليانى وميلر بأن المعلومات غير المتماثلة تجعل الأرباح المحتجزة والديون أفضل أدوات التمويل من الأسهم الجديدة المقومة بأقل من قيمتها. (Peters.2002.320)

ويمكن أن تشمل المعلومات غير المتماثلة في الأسواق المالية على الأنواع الآتية: سوء الاختيار. الخطر الأخلاقي (Bebczuk.2012:7).

"سوء الاختيار" يحدث عندما يكون المقترضون لديهم ميزة المعلومات النسبية. لذلك المؤسسات المالية تكون قادرة على رفع أسعار الفائدة على القروض للحد من المخاطر المحتملة لخسائر الائتمان فقط. ويحدث الخطر الأخلاقي في الأسواق المالية عند حصول المقترض فعلا على القرض. ويرجع ذلك إلى المؤسسات المالية غير قادرة على الإشراف على الشركة المقترضة في كل وقت والحصول على معلومات فعالة عن رغبة المقترض على تسديد القروض.

وهناك العديد من العوامل المحددة للمعلومات الغير المتماثلة وهي: (Besbes;2012:3)

- ١- حجم التداول
- ٢- قياس عوائد الأسهم
- ٣- تداول المطلعين
- ٤- سعر السهم
- ٥- قياس توقعات المحللين
- ٦- محددات أخرى للمعلومات غير المتماثلة

### ثالثا : قيمة الشركة

#### ١ - المفهوم والاهمية:

ترى بعض الدراسات ان قيمة حقوق المساهمين يمكن قياسها بوصفها المتبقي عندما يتم طرح المطلوبات من الموجودات. وتعني قيمة حقوق المساهمين القيمة السوقية لأسهم للشركة. (Larsen.2010:19)) وكذلك تعرف القيمة بانها مقياس للثروة، وتشير إلى مقدار ما تحققه وحدات الاعمال من ثروة للملاك او حملة الاسهم؛ لأن الهدف الاساس هو تعظيم ثروة المساهمين ويعني ذلك زيادة القيمة السوقية للاسهم العادية، وتشمل الجوانب الآتية: (عثمان، ٢٠٠٨: ٣٤)

- المبادلة بين العائد والمخاطرة.
  - الاستثمار في الموجودات التي تحقق عوائد عالية.
  - خفض كلفة العمليات التشغيلية.
  - الفرص المتاحة لدخول الاسواق الجديدة.
  - تقييم القيمة الحالية للتدفقات الحالية والمستقبلية
- وتعرف ايضا على انها مقياس التغير في قيمة الاستثمار خلال مدة زمنية معينة وتتحدد عن طريق الاسواق المالية (Johnson;2001:18,143)

#### ٢ - طرق احتساب قيمة الشركة:

هناك العديد من الأساليب التي تسعى إلى تحديد قيمة الشركة وذلك عن طريق تقدير قيمة موجوداتها. وتستخدم هذه الأساليب للنظر في قيمة الشركة التي تكمن أساسا في ميزانيتها العمومية. تحديد قيمة الشركة من وجهة نظر ثابتة لا تأخذ بنظر الاعتبار التطور المستقبلي المحتمل للشركة أو القيمة المؤقتة كما أنها لا تأخذ في الاعتبار العوامل الأخرى التي تؤثر أيضا في القيمة مثل وضع الصناعة والموارد البشرية والمشاكل التنظيمية.

**١ - المدخل القائم على الموجودات (Asset-Based Approach)**

يمكن في بعض الحالات قياس قيمة الشركة وذلك عن طريق صافي قيمة الموجودات. ويتضمن المدخل القيمة الدفترية والقيمة الدفترية المعدلة والقيمة عند التصفية، كل من هذه الأساليب يسعى لتحديد القيمة على أساس البيع الافتراضي من موجودات الشركة، وليس التركيز على إمكانية تحقيق الربح، وتستخدم هذه الطريقة عن طريق الاتي: (Murphy;2012:5)

(١) استثمار نوع من الموجودات المادية كبيرة.

(٢) لا يوجد لديه سنوات مريحة أو سنوات ذات أرباح متقلبة.

(٣) ليست قادرة على الاستمرار كشركة.

أ- القيمة الدفترية (book value)

القيمة الدفترية للشركة أو القيمة الصافية، هي قيمة حقوق المساهمين في الميزانية العمومية (رأس المال والاحتياطيات). و تمثل أيضا الفرق بين إجمالي الموجودات والمطلوبات. هذه القيمة تعاني من القصور ضمن التعريف الخاص بها فالمعايير المحاسبية تخضع لدرجة معينة من الموضوعية وتختلف عن معايير السوق؛ لذلك نجد أن القيمة الدفترية لا تكاد تطابق القيمة السوقية (Fernandez;2007:4).

ب- القيمة الدفترية المعدلة (Adjusted Book Value Method)

تتضمن هذه الطريقة تعديل موجودات ومطلوبات الشركة لتحديد قيمة الشركة. وهناك اعتبار رئيسي في طريقة القيمة الدفترية المعدلة هو إعادة صياغة بيانات الميزانية العمومية الحالية لتحقيق الأساس المحاسبي على الأساس الاقتصادي. وتتطوي هذه التعديلات على استبدال القيمة المقدرة للموجودات الثابتة، مراجعة أرقام المخزون وتحويلها إلى القيمة السوقية. وتحديد قيمة الموجودات غير الملموسة التي توجد في الشركة ولكنها لا تظهر في ميزانيتها العمومية. (Murphy;2012:6)

ج- القيمة عند التصفية (Liquidation Value)

تتضمن هذه الطريقة خصم صافي العائدات من تصفية موجودات الشركة وسداد مطلوباتها لتحديد قيمة الشركة. في الحالات التي تكون فيها للشركة سلسلة من الخسائر، أو في حالة وفاة المالك الوحيد فان مستقبل الشركة هو في حالة عدم التأكد، فإنه من المعقول أن تكون قيمة الشركة على أساس احتمال التصفية. ففي هذه الحالات، يتم تعديل القيمة الدفترية المعدلة أيضا على اساس عامل تكاليف التصفية واثار ضريبة الدخل المحتملة للتخلص من أصول الشركة. (Murphy;2012:6)

٢- مدخل السوق (Market Approach)

يتكون هذا المدخل من تحليل المبيعات السابقة من أسهم الشركة، وتستخدم هذه الطريقة في حالة تداول الشركة لأسهمها في سوق الاوراق المالية وتتمثل بعدد كبير من البائعين والمشتريين وليس على تقدير عدد محدود من الافراد وتتطوي على اساس تقييم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل اي انها تأخذ بالحسبان القيمة الاقتصادية للشركة. إلا أن القيمة السوقية لا تعكس القيمة الحقيقية للشركة لاسيما عندما تنقلب اسعار الاسهم صعودا وهبوطا نتيجة لعوامل مصطنعة او نتيجة المضاربة. (Murphy;2012:6).

٣- مدخل الدخل (Income Approach)

على الرغم من تعدد الطرائق المستخدمة في هذا المدخل، إلا أننا سنركز على الطرائق الأكثر شيوعا وكالاتي: (Twain;2012:5)

**أ- طريقة رسملة الأرباح:**

وتستخدم هذه الطريقة لتقييم الأعمال التجارية القائمة على الفوائد التقديرية المستقبلية، ويتم ذلك عادة باستخدام قدر من الأرباح أو التدفقات النقدية التي سيتم تحقيقها من الشركة. ثم يتم رسملة هذه الفوائد المستقبلية المتوقعة باستخدام معدل مناسب. هذه الطريقة تفترض جميع الموجودات، الملموسة وغير الملموسة، أجزاء لا يمكن تمييزها ولا يتم فصل قيمها. وبعبارة أخرى، فإن العنصر الحاسم لقيمة الأعمال هي قدرته على تحقيق أرباح من التدفقات المستقبلية/ النقدية (Murphy;2012:6).

**ب- خصم الأرباح / أسلوب التدفق النقدي**

ان أسلوب خصم التدفقات النقدية يناقش بعض المفاهيم مثل التدفق النقدي التشغيلي، والتدفق النقدي بعد خصم الضرائب أو التدفقات النقدية التقديرية. طريقة الأرباح المخصومة تعتمد على التعريفات المتعددة للأرباح. اي أنها لا تأخذ تعريف الأرباح فقط على التدفقات النقدية. وهذه الطريقة هي المدخل الموجه للدخل. وبمعنى انها تقوم على نظرية أن القيمة الإجمالية للأعمال التجارية هي القيمة الحالية للعوائد المستقبلية المتوقعة لها، أضف إلى ذلك القيمة الحالية للقيمة النهائية.

**المبحث الثالث : الجانب العملي****اولا : تحليل كلف التمويل المقترض والممتلك**

يتناول هذا المبحث تحليل كلف التمويل كونها معدلات خصم وذلك لتحديد قيمة الشركة باطار نظريتي الاشارة والمبادلة ؛ لذلك سيشمل التحليل (تحليل كلف التمويل المقترض والممتلك)

**١- كلفة التمويل المقترض:**

وتحدد عن طريق كل من (وزن التمويل المقترض وسعر الفائدة على القروض والوفر الضريبي). ان انخفاض وزن التمويل يزيد من المعدل الموزون لكلفة رأس المال وهذا يبين ان الشركات المبحوثة لم تستفد من التمويل المقترض ذو الوزن المنخفض.

**٢- كلفة التمويل الممتلك:**

سيتم تحليل كلف التمويل الممتلك بافتراض ان الشركات تمول تمويلا ممتلكا بالكامل (غير مرفوعة) اولاً. وثانياً عندما تكون الشركات مرفوعة وينسب رافعة افتراضية مساوية لمبلغ الزيادة في رأس المال . وان المكونات المطلوبة لحساب كلف التمويل الممتلك هي كل من (كلف التمويل الممتلك للشركات غير المرفوعة والمحسوبة وفق نموذج CAPM وكذلك بينا المنشآت غير المرفوعة و معدل العائد على الاستثمار الذي يحسب بقسمة EBIT/Assets).

**٣- تحليل المعدل الموزون لكلف التمويل:**

ويحسب بعد حساب المعدل الموزون لكلف التمويل الممتلك والمقترض واللذان يشكلان مجموعهما مكونات كلف هيكل رأس المال للشركات عينة الدراسة.

**ثانياً: تحليل مؤشرات التنبؤ بالعسر المالي والافلاس**

يتناول هذا المبحث تحليل المؤشرات المالية للتنبؤ بالعسر المالي والافلاس على وفق دراسة كل من بيفر ١٩٦٦ و التمان ١٩٦٨ اذ تعد مؤشرات هاتين الدراستين الدليل التجريبي في الكشف عن امكانية توافق مؤشرات نتائج التحليل والذي تم ذكره في المبحث الاول من هذا الفصل.

**١- تحليل المؤشرات وفقاً لدراسة بيفر**

(١) تحليل المؤشرات المالية:

$$X1 = \text{Net Income/Equity}$$

أ- صافي الدخل/حق الملكية:

$$X2 = \text{Retained Earnings/Total Assets}$$

ب- نسبة الارباح المحتجزة /اجمالي الموجودات

$$X3 = \text{Net Income/ Total Assets}$$

ج- صافي الدخل /اجمالي الموجودات

$$X4 = \text{Debt/Total Assets}$$

د- نسبة الدين /اجمالي الموجودات

$$X5 = \text{Total capital/Total assets}$$

هـ- نسبة اجمالي رأس المال / اجمالي الموجودات =

(٢) مقارنة متوسطات قيم المتغيرات

ان الشركات عينة الدراسة قد حققت عائداً على حق الملكية منخفضاً وكذلك نسب احتجاز الارباح مرتفعاً ومعدل العائد على الموجودات مرتفعاً وكذلك ارتفعت نسبة المديونية إلى اجمالي الموجودات وأيضاً ارتفعت نسبة رأس المال إلى اجمالي الموجودات.

**٢- مؤشر Z Score لالتمان**

ويستخدم للتنبؤ بنجاح او فشل الشركات عينة الدراسة وفقاً لدراسة التمان ١٩٦٨ والتي تضمن خمس مؤشرات مالية موزونة بحسب نسبة اهميتها قياساً لقوة الشركات المالية، وكما هو مبين في المعادلة الآتية :

$$Z = 3.3 X1 + 1.4X2 + 1.2X3 + 0.6X4 + 1X5$$

و بعد تحديد قيمة المتغيرات ( X1، X2، X3، X4،X5 ) في الجزء الاول من هذا المبحث فانه يتبين من نتائج التحليل في الجداول ( ٦-٣ و ٧-٣ و ٨-٣ و ٩-٣ و ١٠-٣ و ١١-٣ و ١٢-٣ و ١٣-٣ و ١٤-٣ و ١٥-٣ ) ان متوسط قيم مؤشر ( Z ) للشركات العينة هي اصغر من ( ٢.٩٩ ) وهذا يعني ان الشركات معرضة إلى الافلاس في المستقبل القريب وان ليس لها المقدرة على النمو استناداً إلى دراسة.

**ثالثاً: تحليل الوفورات الضريبية وكلف العسر المالي و الوكالة**

اظهرت النتائج الفعلية لمؤشر وزن التمويل المقترض طويل الاجل في هيكل رأس المال بانها كانت منخفضة لمعظم الشركات عينة الدراسة، وهذه النتائج لا تتماشى مع متطلبات الدراسة وفقاً لنظريتي الاشارة والمبادلة وذلك بسبب انخفاض الرافعة المالية للشركات عينة الدراسة. والسبب انها لا تتماشى ان متطلبات النظريتين لا تعمل مع مؤشرات رافعة منخفضة الامر الذي ادى إلى افتراض نسب ( ٤٠%-٥٠%-٦٠% ) اما التحليل فقد اجري على مجموعة مطلوبات الشركة (حق الملكية، مطلوبات اخرى ) لكي تحسب وتحلل في ضوءها (الوفورات الضريبية، كلف الوكالة، كلف الافلاس والعسر المالي) اي ان الافتراض جاء للنسب المالية فقط

## ١ - تحليل الوفورات الضريبية:

تحسب القيمة الحالية للوفورات الضريبية من حاصل ضرب معدل الضريبة المفروض على دخل الشركات في مبلغ الدين اذ يتم خصم مبلغ الفائدة نفسها المفروضة على مبلغ الدين .  
وهذه الزيادة في القيمة الحالية للوفورات الضريبية تمثل القيمة المضافة إلى قيمة الشركات اذا كانت تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأسمالها وبوجود الضرائب على دخل الشركات البالغة نسبتها ٣٥% .

## حساب قيمة الشركة الممولة تمويلاً ممتازاً:

ان قيمة الشركة الممولة تمويلاً ممتازاً تحسب بخصم الارباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) بمعدل خصم مناسب وهو كلفة التمويل الممتاز للشركات عينة الدراسة والذي يمثل معدل الخصم لشركة ممولة تمويلاً ممتازاً (كلفة التمويل للشركات غير المرفوعة) والمحسوب بموجب أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM).

## تحديد قيمة الشركة باطار نظرية المبادلة:

ينطوي تحديد قيمة الشركات عينة الدراسة باطار نظرية التبادل على ثلاث قيم رئيسية هي: قيمة الشركات ممولة تمويلاً ممتازاً (  $V_U$  ) مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية PV Tax Shield مطروحاً منها كلف العسر المالي وكلف الوكالة.

وقد تبين ذلك من المعدل الموزون لكلف رأس المال الذي لم يسجل ارتفاعاً عند زيادة نسبة الاقتراض من % ٤٠ إلى % ٦٠، وإن تأثيره - كما في تحديد قيمة الشركة بالتأكيده - (اثر سلبي) لكنها ليست ذات قيمة تذكر، ولم تأخذ كلف الافلاس بنظر الاهتمام لان الدراسة تجري على شركات قائمة لم تتعرض إلى العسر المالي وهي بعيدة عن الافلاس. وينسجم ذلك مع ما طرحه ميلر ١٩٧٧ الذي بين ضآلة كلف الافلاس الناجمة عن الاقتراض ومن ثم يمكن تجاهلها.

## رابعاً - تحليل مقاييس نظرية الاشارة ( العوائد غير الاعتيادية ، المديونية )

## ١ - العوائد غير الاعتيادية:

يمثل العائد مؤشراً رئيساً يتم اعتماده عند تحديد الاستثمار بالأسهم العادية ويعد مقياساً مناسباً يجري في ضوءه ترتيب الأسهم العادية والمفاضلة فيما بينهما، ويأتي العائد المتحقق للسهم من مجموع المكاسب الرأسمالية وعائد المقسوم. كما تمثل العوائد غير الاعتيادية ما يحققه المطلاع من عوائد نتيجة لاملاكه الميزة المعلوماتية بحكم وجوده في الشركة او اطلاعه على قرارات الإدارة، ويمثل العائد غير الاعتيادي الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع للورقة المالية وهو مقياس لا تماثل المعلومات في هذه الدراسة

## ٢ - المديونية:

تمثل المديونية مؤشراً رئيساً يتم اعتماده عند تحديد الاستثمار بالأسهم العادية وتعد مقياساً مناسباً يجري في ضوءه ترتيب الأسهم العادية والمفاضلة فيما بينهما، ويأتي المديونية من قسمة الدين على الملكية.  
تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية للشركات عينة الدراسة:

يظهر من نتائج الجدول (٣ - ٢٤) عدم معنوية العلاقة بين نسبة المديونية والعائد غير الاعتيادي لشركة الالبسة بمعنى اما ان الشركة لا ترسل اشارات خاصة للمستثمرين او ان الاشارات المرسله لا تؤثر على توقعات المستثمرين ومن ثم لا تؤثر في العوائد المتحققة.

## الجدول (٢٤-٣)

## تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة الالبسة

المستوى	نسبة الثقة	F الجدولية	F المحسوبة	معامل الارتباط	الشركة
0.05	0.95	4.9646	0.253231	0.175165	الالبسة

يظهر من نتائج الجدول (٢٥-٣) عدم معنوية العلاقة بين نسبة المديونية والعائد غير الاعتيادي لشركة السجاد .

## الجدول (٢٥-٣)

## تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة السجاد

المستوى	نسبة الثقة	F الجدولية	F المحسوبة	معامل الارتباط	الشركة
0.05	0.95	4.9646	1.31	0.375	السجاد

يظهر من نتائج الجدول (٢٦-٣) معنوية العلاقة الاحصائية بين نسبة المديونية كمتغير مستقل ومعدل العائد للشركة الهندسية . وهذا يعني ان الشركة ترسل اشارات خاصة للمستثمرين

## الجدول (٢٦-٣)

## تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة الهندسية

المستوى	نسبة الثقة	F الجدولية	F المحسوبة	معامل الارتباط	الشركة
0.05	0.95	4.9646	5.76	0.65	الهندسية

يظهر من نتائج الجدول (٢٧-٣) عدم معنوية العلاقة بين نسبة المديونية والعائد غير الاعتيادي لشركة الكندي .

## الجدول (٢٧-٣)

## تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة الكندي

المستوى	نسبة الثقة	F الجدولية	F المحسوبة	معامل الارتباط	الشركة
0.05	0.95	4.9646	1.09	0.35	الكندي

يظهر من نتائج الجدول (٢٨-٣) عدم معنوية العلاقة بين نسبة المديونية والعائد غير الاعتيادي لشركة البذور .

## الجدول (٢٨-٣)

## تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة البذور

المستوى	نسبة الثقة	F الجدولية	F المحسوبة	معامل الارتباط	الشركة
0.05	0.95	4.9646	0.92	0.322	البذور

يظهر من نتائج الجدول (٢٩-٣) عدم معنوية العلاقة بين نسبة المديونية والعائد غير الاعتيادي لشركة الزراعة.

#### الجدول (٢٩-٣)

##### تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة الزراعة

الشركة	معامل الارتباط	F المحسوبة	F الجدولية	نسبة الثقة	المستوى
الزراعية	0.33	0.97	4.9646	0.95	0.05

يظهر من نتائج الجدول (٣٠-٣) عدم معنوية العلاقة بين نسبة المديونية والعائد غير الاعتيادي لشركة الوطنية .

#### الجدول (٣٠-٣)

##### تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة الوطنية

الشركة	معامل الارتباط	F المحسوبة	F الجدولية	نسبة الثقة	المستوى
الوطنية	0.40	1.51	4.9646	0.95	0.05

يظهر من نتائج الجدول (٣١-٣) عدم معنوية العلاقة بين نسبة المديونية والعائد غير الاعتيادي لشركة كربلاء.

#### الجدول (٣١-٣)

##### تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة كربلاء

الشركة	معامل الارتباط	F المحسوبة	F الجدولية	نسبة الثقة	المستوى
كربلاء	0.30	0.76	4.9646	0.95	0.05

يظهر من نتائج الجدول (٣٢-٣) عدم معنوية العلاقة بين نسبة المديونية والعائد غير الاعتيادي لشركة التمور .

#### الجدول (٣٢-٣)

##### تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة التمور

الشركة	معامل الارتباط	F المحسوبة	F الجدولية	نسبة الثقة	المستوى
التمور	0.34	1.02	4.9646	0.95	0.05

يظهر من نتائج الجدول (٣٣-٣) عدم معنوية العلاقة بين نسبة المديونية والعائد غير الاعتيادي لشركة بغداد .

#### الجدول (٣٣-٣)

##### تحليل العلاقة بين المديونية والعوائد غير الاعتيادية لشركة بغداد

الشركة	معامل الارتباط	F المحسوبة	F الجدولية	نسبة الثقة	المستوى
بغداد	0.20	0.35	4.9646	0.95	0.05

### الاستنتاجات

- (1) اظهرت نتائج التحليل الاحصائي والمالي بأن انخفاض وزن التمويل المقترض يزيد من المعدل الموزون لكلف التمويل الممتلك فضلا عن ان انخفاض كلفة التمويل المقترض يزيد عموما من كلفة التمويل الممتلك.
- (2) اظهرت اغلب النتائج للشركات المبحوثة انخفاض معدلات العائد على الملكية وذلك مؤشر على الانخفاض العام في ربحية خلال مدة الدراسة مما يشير الى انخفاض مستوى الاداء العام للشركات عينة الدراسة .
- (3) اظهرت النتائج الاحصائية بأن هنالك انخفاضا واضحا في نسب المديونية بمعنى عدم استخدام الاقتراض بشكل كاف وهذا يبين ميل الشركات لتجنب المخاطرة وان السوق لا يظهر مؤشرات ايجابية .
- (4) اظهرت النتائج الاحصائية بأن هنالك اعتمادا كبيرا على رأس المال مما قد يؤشر السبب الرئيسي في انخفاض معدلات العائد على الملكية.
- (5) ان اغلب النتائج الفعلية لمؤشر وزن التمويل المقترض طويل الاجل لمعظم الشركات لا تتناسب مع متطلبات الدراسة وفقا لنظريتي الاشارة والمبادلة مما ادى الى افتراض نسب رافعة (٤٠%، ٥٠%، ٦٠%) وقد ظهر من النتائج بعد هذه الافتراضات بان الشركات تحقق قيمة مالية معنوية للوفورات الضريبية كلما زادت نسبة الاقتراض .
- (6) ان الزيادة في قيمة الوفورات الضريبية تمثل القيمة المضافة للشركات عند استخدامها للتمويل المقترض وعند معدل ضريبة ٣٥% وهذا يظهر ارتفاع قيمة الشركات محل الدراسة عند زيادة معدلات التمويل المقترض نتيجة لتحقيق الوفورات الضريبية .
- (7) اظهرت النتائج الاحصائية عدم معنوية العلاقة بين نسب المديونية ومعدلات العائد غير الاعتيادي للشركات مما يشير الى ان الشركات لا ترسل اشارة للسوق او ان الاشارات المرسله لا تغير من توقعات المستثمرين عن العوائد المستقبلية .
- (8) كانت نتائج العلاقة بين نسب المديونية ومعدلات العائد غير الاعتيادي معنوية للشركة الهندسية فقط مما يشير الى ان مديري الشركة يرسلون بعض الاشارات عن مستقبل الشركة بما يزيد من التوقعات الايجابية للمستثمرين .
- (9) لم تحقق اغلب الشركات عوائد غير اعتيادية لها مما يشير الى عدم معنوية وجود حالة لاتماثل المعلومات اذ ان جميع المعلومات متوفرة للمستثمرين وليس هنالك اي معلومة يمتلكها احد دون اخر .

### التوصيات

- ١- على الشركات الموازنة بشكل كفوء بين التمويل الممتلك والتمويل المقترض بطريقة تخفض الكلف اعتمادا على المبادلة بين كلف التمويل الممتلك وبين كلف العسر المالي وكلف الافلاس للتمويل المقترض وبم ذلك عن طريق توظيف خبراء في متابعة السوق والتحليل المالي والاعتماد على قراءة التطورات المستقبلية والتوقعات عن توجه الاقتصاد بمؤشراته المهمة.
- ٢- على الشركات التقليل قدر الامكان من التمويل الممتلك لتجنب انخفاض مستويات العائد على الملكية والتي تعد من اهم المؤشرات لنجاح الشركة في ادائها وهو من المؤشرات التي يهتم بها المساهمون بشكل كبير وضعف هذا المؤشر قد يقود الى انعدام ثقة المستثمر بقاء الشركة ومن ثم فان زيادة التمويل المقترض الى حد معقول على حساب التمويل الممتلك قد يسهم بشكل كبير في تحقيق زيادة العائد على الملكية .

٣- الافادة القصوى من الوفورات الضريبية المتحققة من زيادة التمويل الممتمك على ان لاتكون هذه الزيادة على حساب زيادة كلف التمويل الاجمالية والموازنة بين اساليب التمويل عبر متابعة مؤشرات السوق والبحث عن الفرص الايجابية الممكنة في مصادر التمويل غير المكلفة .

٤- زيادة الاعتماد على الاموال المقترضة من اجل الافادة من حالات الوفر الضريبي التي تحققها مما يحسن من ادائها وعدم الاعتماد فقط على راس المال لكلفته العالية ومن ثم تقليل العوائد المتحققة ونقصان فرص النمو المستقبلي .

٥- توجيه المديرى بالافادة مما تقدمه نظرية الاشارة ومحاولة ايصال الاشارات الايجابية عن اداء الشركة الى المستثمرين من اجل تحسين وضع وصورة الشركة على ان تكون مصداقية الشركة عالية وتستهدف الفئة المؤثرة في السوق المالية .

المصادر العربية

- عثمان ومحمد داوود اثر مخففات مخاطر الائتمان على قيمة البنوك (دراسة تطبيقية على البنوك التجارية في الاردن) Tobin's Q باستخدام معادلة اطروحة دكتوراة، ٣٤، ٢٠٠٨ .

المصادر الاجنبية

١- الكتب

1. Brealey , Richard A., & Myers , Stewart C. "Principles of Corporate Finance" : 5th ed ., N.U., Mc Graw Hell Co. Inc., 1996
2. Gitman , Lawrence J., "Principles of Management Finance" 9th ed., N.Y. : Addison Wesley Publishing Co., 2009,508 .
3. Gitman,LAWRENCE,PRINCIPLES OF MANAGERIAL FINANCE, 10th ed.,,2013,522,523,524,526.
4. Johnson ,ROY.Shareholder Value –A Business Experience (BOOK) ,2001:18,143.
5. Keown , Arthur J. : Scott , David F.; Martin , John D. & Petty William J., "Basic Financial Management" 3rd ed., Prentice – Hall International Editions , 1985,118
6. Twain, Mark. Fundamentals, Techniques & Theory(COMMONLY USED METHODS OF VALUATION)BOOK ,2012,1,2,5.

٢- الرسائل والاطاريح والمقالات

1. ADEYEMI Semiu Babatunde, OBOH Collins Sankay, Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria, International Journal of Business and Social Science,2011 ,133.
2. Bas Tugba, CAPITAL STRUCTURE AND DEBT MATURITY CHOICES OF FIRMS IN DEVELOPING COUNTRIES,2012,24,27,47.
3. Boujelbene Younes and Besbes Lobna , The Determinants of Information Asymmetry between Managers and Investors: A Study on Panel Data,2012,3.
4. Damodaran aswath, Valuing Financial Service Firms,2007,1
5. Fernandez,BABLO,Company valuation methods (the most common errors in valuation)working paper,2007,4,5
6. Jensen William Hay, DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE,2013,6,7-15,25-30.
7. JIANG TAO, Capital Structure Determinants and Governance Structure Variety in Franchising,2009,10-12.
8. Murphy, John. AN INTRODUCTION TO BUSINESS VALUATION, ASA, MCBA,2012,5,6.
9. Myers , Stewart C . (The Capital Structure) , , The Journal of Economic Vol. 15, No. 2 , 2001, 81-102.
10. Myers, S.C.& Majluf , N.S. "Corporate Financing & Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have ", Journal of Financial of Economy , No , 13. 2001,91
11. Naseri Mohammad Ali, Heirany Forough , Addin Mahmoud Moein, The Relationship between agency theory and the theory of signaling on Voluntary Disclosure: Case study in Iran,2015,127-129.
12. Niu, Xiaoyan. Theoretical and Practical Review of Capital Structure and its Determinants, International Journal of Business and Management,2008,133.
13. Rad Salman ,Afkhami, THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES AND COST OF CAPITAL IN LARGE LISTED COMPANIES OF NEW ZEALAND AND SINGAPORE,2014,68-70<

14. Ritter, Jay R., "The Windows of opportunity Theory of capital Structure" .  
University of Florida, 2007.5.
15. Zhao Jianmei, Katchova Ani L. , Barry Peter J., Testing the Pecking Order  
Theory and the Signaling Theory for Farm Businesses, E-mail:  
jzhao4@uiuc.edu or katchova@uiuc.edu, 2004, 1-5

## الجدول (١-٣)

يوضح المعدل الموزون لكلفة التمويل المقترض

الشركات	وزن التمويل المقترض	المعدل الموزون لكلفة التمويل المقترض
السجاد	0.371847	0.01450204
الكندي	0.059352	0.004682243
الهندسية	0.120058	0.002314731
بغداد	0.110857	0.004323419
البيذور	0.27329	0.010658302
الوطنية	0.09677	0.003774027
كربلاء	0.038989	0.001520558
العراقية الزراعية	0.119094	0.004644664
التمور	0.165111	0.006439323
الالبسة	0.519265	0.020251317
المتوسط	0.187463	0.073110623

## الجدول (٢-٣)

يوضح المعدل الموزون لكلفة التمويل الممتلك

الشركات	Ku	Rj	Bu	D/E	Bf	Bl	Ke	وزن التمويل الممتلك	المعدل الموزون لكلفة التمويل الممتلك
السجاد	0.059	0.08	-0.78	0.60	-0.05	-0.18	0.067	0.628	0.042
الكندي	0.06	0.05	1.168	0.14	0.11	1.3	0.012	0.941	0.012
الهندسية	0.062	0.12	1.829	0.06	0.08	1.9	-0.01	0.88	-0.01
بغداد	0.061	0.041	0.75	0.17	0.09	0.87	0.027	0.889	0.025
البيذور	0.061	0.035	1.18	2.32	1.40	2.33	-0.0268	0.73	-0.019
الوطنية	0.060	0.15	٣-0.0	0.11	0.03	0.44	0.04	0.90	0.039
كربلاء	0.062	-0.022	1.445	0.04	0.001	0.05	0.058	0.96	0.056
العراقية الزراعية	0.058	0.15	٧-1.2	0.14	0.04	0.44	0.044	0.88	0.038
التمور	0.061	0.025	0.414	0.20	-0.03	-0.28	0.07	0.84	0.059
الالبسة	٧0.06	-0.016	5.28	2.39	20.3	33.4	0.119	0.48	0.052
المتوسط	٠.٠٦١	0.06	1	0.62	2.20	4.03	0.09	0.813	0.0294

## الجدول (٣-٣)

يوضح المعدل الموزون لكلفة التمويل

الشركات	المعدل الموزون لكلف التمويل المقترض	المعدل الموزون لكلف التمويل الممتلك	المعدل الموزون لكلف التمويل
السجاد	0.01450204	0.041942	0.05644404
الكندي	0.004682243	0.011712	0.016394243
الهندسية	0.002314731	-0.00966	-0.007345269
بغداد	0.004323419	0.025102	0.029425419
البيذور	0.010658302	-0.01887	-0.008211698
الوطنية	0.003774027	0.039263	0.043037027
كربلاء	0.001520558	0.05572	0.057240558
العراقية الزراعية	0.004644664	0.038436	0.043080664
التمور	0.006439323	0.058664	0.065103323
الالبسة	0.020251317	-0.052162	-0.031910683
المتوسط	0.073110623	0.019014932	0.092

## الجدول (٣-٤)

يوضح تحليل المؤشرات المالية وفقاً لدراسة بيفر

الشركات	X1	X2	X3	X4	X5
السجاد	0.1208639	0.44592471	0.0763567	0.371847	0.1822281
الكندي	0.0134426	0.27243458	0.0121493	0.059352	0.5938346
الهندسية	0.0974277	0.28749023	0.0897185	0.120058	0.6431995
بغداد	0.0334594	0.14529222	0.0358154	0.110857	0.7211164
البيذور	0.0165443	0.12993281	0.0271145	0.27329	0.1428379
الوطنية	0.1544987	0.31585029	0.1399566	0.09677	0.5857116
كربلاء	-0.0284283	0.24457249	-0.0233582	0.038989	0.7808884
العراقية الزراعية	0.1216673	0.60270277	0.1087524	0.121009	0.3426781
التمور	0.017742	0.19014649	0.0159818	0.165271	0.6859116
الالبسة	-0.60585	0.27249842	-0.0293957	0.519265	0.4541019
المتوسط	-0.0058632	0.2906845	0.0453091	0.187671	0.5132508

## الجدول (٣-٥)

قيم متوسطات المتغيرات

المتغيرات	X1	X2	X3	X4	X5
٢٠٠٥	-٠.٢٢	٠.٢٧	٠.٠٢	٠.٢٢	٠.٤٨
٢٠٠٦	-٠.٤٦	٠.٣١	٠.٠٠٣	٠.٢١	٠.٥
٢٠٠٧	٠.٠٢٤	٠.٣٢	٠.٠٢	٠.٢٠	٠.٥
٢٠٠٨	-٠.٠٣	٠.٣٠	٠.٠٤	٠.٢١	٠.٥
٢٠٠٩	٠.٠٢	٠.٣٢	٠.٠٢	٠.١٨	٠.٥٥
٢٠١٠	٠.٢٠	٠.٢٦	٠.٠٩	٠.٢٠	٠.٥
٢٠١١	٠.٠٩	٠.٢٩	٠.٠٦	٠.١٧	٠.٥
٢٠١٢	٠.١٢	٠.٣١	٠.٠٨	٠.١٤	٠.٥
٢٠١٣	٠.١٠	٠.٢٧	٠.٠٧	٠.١٦	٠.٥٣
٢٠١٤	٠.٠٩	٠.٢٧	٠.٠٥	٠.١٧	٠.٥٦

## الجدول (٣-٦)

تحليل المؤشرات المالية لشركة السجاد

السجاد	X1	X2	X3/ROA	X4/الدين	X5	Z1
٢٠٠٥	٠.٥٨	٠.٦٢	٠.١٥	٠.١٩	0.241407	١.٧٨
٢٠٠٦	٠.٦٨	٠.٦٠	٠.١٦	٠.٢٢	0.215201	١.٨٦
٢٠٠٧	٠.٤٠	٠.٥٥	٠.٠٩	٠.٢٥	0.1955	١.٤٨
٢٠٠٨	٠.٣٩	٠.٦١	٠.٠٩	٠.٢٢	0.198053	١.٥١
٢٠٠٩	٠.٤٧	٠.٦٢	٠.١١	٠.٢٣	0.17468	١.٦٠
٢٠١٠	٠.٢٤	٠.٦٧	٠.٠٦	٠.٢١	0.173566	١.٣٥
٢٠١١	٠.٣٠	٠.٦١	٠.٠٦	٠.٢٤	0.158547	١.٣٨
٢٠١٢	٠.٣١	٠.٦٦	٠.٠٧	٠.٢٢	0.163772	١.٤٢
٢٠١٣	٠.٣٠	٠.٦١	٠.٠٦	٠.٢٥	0.143812	١.٣٧
٢٠١٤	٠.٣١	٠.٦٩	٠.٠٧	٠.٢١	0.157744	١.٤٤
						١.٥٢

## الجدول (٧-٣)

## تحليل المؤشرات المالية لشركة الهندسية

Z2	X5	X4	X3	X2	X1	الهندسية
١.٠٢	0.598121	٠.١٢	٠.٠٠٦	٠.٢٨	٠.٠٢	٢٠٠٥
٠.٧	0.551688	٠.٠٨	٠.١٠-	٠.٤٩	٠.٣٣-	٢٠٠٦
٠.٧	0.397898	٠.٠٦	٠.٠٦-	٠.٤٦	٠.١٨-	٢٠٠٧
١.٢	0.500664	٠.٠٩	٠.٠٣	٠.٤٩	٠.٠٩	٢٠٠٨
١.٠٨	0.491288	٠.٠٩	٠.٠٠١-	٠.٥١	٠.٠٠٤-	٢٠٠٩
١.٥	0.615593	٠.١٢	٠.١١	٠.٢٥	٠.٣٩	٢٠١٠
١	0.522162	٠.١١	٠.٠١-	٠.٤١	٠.٠٥-	٢٠١١
١	0.616204	٠.٠١٧	٠.٠٣-	٠.٥٠	٠.١٠-	٢٠١٢
١.٥	0.784316	٠.٠٢	٠.١٢	٠.٢٦	٠.٣٣	٢٠١٣
١.٤	0.860412	٠.٠٢	٠.٠٩٦	٠.١٦	٠.٢٧	٢٠١٤
١.١١						

## الجدول (٨-٣)

## تحليل المؤشرات المالية لشركة الكندي

Z3	X5	X4	X3	X2	X1	الكندي
١.٥	0.579833	٠.٠٧	٠.١٠	٠.٤٢	٠.٣٢	٢٠٠٥
١.١٨	0.693716	٠.٠٤	٠.٠٣	٠.٣٣	٠.٠٩	٢٠٠٦
١.٤	0.654663	٠.٠٤	٠.٠٨	٠.٣٩	٠.٢٥	٢٠٠٧
١.١٨	0.628387	٠.٠٥	٠.٠٢٤	٠.٤١	٠.٠٧	٢٠٠٨
١.٦	0.745008	٠.٠٣	٠.١٥	٠.٢٩	٠.٤٣	٢٠٠٩
٢	0.582035	٠.٠٣	٠.٢٢	٠.٤٨	٠.٦٤	٢٠١٠
٢	0.461149	٠.٠٣	٠.٢١	٠.٦٣	٠.٦٥	٢٠١١
١.٩	0.575984	٠.٠٢	٠.٢٠	٠.٤٨	٠.٥٩	٢٠١٢
١.٥	0.664674	٠.٠٢	٠.١١	٠.٣٩	٠.٣٢	٢٠١٣
٠.٩	0.846546	٠.٠٢	٠.٠٤-	٠.٢١	٠.١٤-	٢٠١٤
١.٥						

## الجدول (٩-٣)

## تحليل المؤشرات المالية لشركة بغداد

Z4	X5	X4	X3	X2	X1	بغداد
٠.٨٧	0.657977	٠.١٥	٠.٠٠٩-	٠.١٠	٠.٠٣-	٢٠٠٥
٠.٩	0.541836	٠.٢٣	٠.٠٠٥	٠.١٠	٠.٠٢	٢٠٠٦
٠.٣٩	0.542071	٠.١٦	٠.٠٧-	٠.١١	٠.٠٣٥-	٢٠٠٧
١.٠٦	0.917931	٠.٠٢٥	٠.٠٠٠٤-	٠.١١	٠.٠٠١-	٢٠٠٨
١.١٧	0.758102	٠.٠٢٣	٠.٠٥	٠.١٨	٠.١٦	٢٠٠٩
١.٢٥	0.833366	٠.٠٠٨	٠.٠٥	٠.٢٠	٠.١٥	٢٠١٠
١.١٥	0.81436	٠.٠٠٨	٠.٠٢٦	٠.٢٢	٠.٠٧	٢٠١١
١.٥	0.765623	٠.٠١١	٠.١٢	٠.٢٨	٠.٣٤	٢٠١٢
١.٦	0.705431	٠.٠٣	٠.١٤	٠.٣٢	٠.٤٠	٢٠١٣
١.٥٥	0.674468	٠.٠١٤	٠.١٢	٠.٤٠	٠.٣٤	٢٠١٤
١.١٤						

## الجدول (٣-١٠)

## تحليل المؤشرات المالية لشركة البذور

Z5	X5	X4	X3	X2	X1	البذور
٠.٨٥	0.1٥	٠.١٥	٠.٢٦	٠.١٣	٠.٤٠	٢٠٠٥
٢.٢٥-	0.21	٠.١٤	٠.١٣-	٠.١٢	٢.٦-	٢٠٠٦
٠.٩-	0.19	٠.١٤	٠.٠٤-	٠.١١	١.٣-	٢٠٠٧
٣.١١-	0.19	٠.١٦	٠.٠٦-	٠.١١	٣.٥-	٢٠٠٨
١.٤٣	0.14	٠.١٤	٠.٠٢	٠.١٠	١.٠٤	٢٠٠٩
٢.٢٣	0.11	٠.١٤	٠.٠٥٧	٠.١٥	١.٨	٢٠١٠
٩٢.	0.10	٠.١٤	٠.٠٥٥	٠.٢١	٠.٤١	٢٠١١
٢.٢٧	0.11	٠.١٢	٠.١٤	٠.٢٨	١.٦٢	٢٠١٢
١.٥	0.14	٠.١٢	٠.٠٩	٠.٣٤	٠.٨٢	٢٠١٣
٢.٨٤	0.09	٠.٣٨	٠.١٨	٠.٢٧	١.٩٢	٢٠١٤
٠.٥٨						

## الجدول (٣-١١)

## تحليل المؤشرات المالية لشركة الوطنية

Z6	X5	X4	X3	X2	X1	الوطنية
٢.٤	0.551647	٠.٠٥	٠.٣٢	٠.٥٢	٠.٩٦	٢٠٠٥
٢	0.630805	٠.٠٥	٠.٢٣	٠.٤٠	٠.٦٩	٢٠٠٦
٠.٩	0.644509	٠.٠٥	٠.٠٣-	٠.٣٩	٠.١٠-	٢٠٠٧
١.٦	0.461634	٠.١٤	٠.١٢	٠.٤٣	٠.٤٣	٢٠٠٨
١.٦	0.609773	٠.٠٩	٠.١٤	٠.٣٢	٠.٤٥	٢٠٠٩
٢	0.627357	٠.٠٣	٠.٢٣	٠.٤٥	٠.٦٧	٢٠١٠
١.٧	0.657183	٠.٠٦	٠.١٥	٠.٣٤	٠.٤٥	٢٠١١
٢.٠٥	0.516438	٠.٠٥	٠.٢٣	٠.٥٥	٠.٧٠	٢٠١٢
١.٩	0.446811	٠.٠٤	٠.١٨	٠.٦٩	٠.٥٢	٢٠١٣
١.٥	0.710959	٠.٠٣	٠.١٢	٠.٣٥	٠.٣٤	٢٠١٤
١.٧٦						

## الجدول (٣-١٢)

## تحليل المؤشرات المالية لشركة كربلاء

Z7	X5	X4	X3	X2	X1	كربلاء
٠.٣	0.526628	٠.٠٤	٠.١٤-	0.37	٠.٥٠-	٢٠٠٥
٠.٥٧	0.586854	٠.٠٤	٠.٢٠-	٠.٧٨	٠.٦٣-	٢٠٠٦
٠.٩٦	0.86459	٠.٠٢	٠.٠٨-	٠.٣٨	٠.٢٣-	٢٠٠٧
١.٣٣	0.816985	٠.٠٣٨	٠.٠٢٧	٠.٣٦	٠.٠٨	٢٠٠٨
١.١٣	0.903688	٠.٠٢٥	٠.٠٠٧-	٠.٢٠	٠.٠٠٢-	٢٠٠٩
١.٤	0.812438	٠.٠٣٣	٠.٠٩	٠.١٩	٠.٢٧	٢٠١٠
١.١٣	0.801645	٠.٠١١	٠.٠١-	٠.٣٧	٠.٠٤-	٢٠١١
١.١	0.768489	٠.٠١	٠.٠٢٧-	٠.٤٣	٠.٠٨-	٢٠١٢
١.٢	0.876745	٠.٠٠٥	٠.٠٣٩	٠.١٦	٠.١١	٢٠١٣
١.٥	0.850821	٠.٠٠٦	٠.٠٣	٠.١٨	٠.٠٨	٢٠١٤
١.٠٢						

## الجدول (٣-١٣)

## تحليل المؤشرات المالية لشركة العراقية الزراعية

Z8	X5	X4	X3	X2	X1	العراقية الزراعية
٢.٥	0.540851	٠.٠٦	٠.٣١	٠.٦٤	٠.٩٦	٢٠٠٥
٢.٧	0.347352	٠.٠٧	٠.٣٧	٠.٧٤	١.١٦	٢٠٠٦
٠.٣	0.486019	٠.١١	٠.٢٤-	٠.٧٣	٠.٨٠-	٢٠٠٧
١.٩٣	0.426155	٠.٠٦	٠.١٣	٠.٩١	٠.٤٠	٢٠٠٨
١.٨	0.344675	٠.٠٨	٠.١١	٠.٨٩	٠.٣٥	٢٠٠٩
١.٧	0.332716	٠.٠٥٥	٠.١٠	٠.٨٩	٠.٣٠	٢٠١٠
١.٧	0.304779	٠.٠٧	٠.١١	٠.٨٥	٠.٣٣	٢٠١١
١.٩	0.275968	٠.٠٧	٠.١٦	٠.٨٦	٠.٤٩	٢٠١٢
١.٨	0.243697	٠.١٠	٠.١٥	٠.٨٣	٠.٥٠	٢٠١٣
١.٧	0.124569	٠.٠٦	٠.١١	١.٠٩	٠.٣٣	٢٠١٤
١.٨						

## الجدول (٣-١٤)

## تحليل المؤشرات المالية لشركة التمور

Z9	X5	X4	X3	X2	X1	التمور
٠.٨٥	0.600626	٠.١٥	٠.٠٣-	٠.٢٣	٠.١٠-	٢٠٠٥
١.٠٣	0.644071	٠.١٢	٠.٠٠٣	٠.٢٥	٠.٠١	٢٠٠٦
١.١٤	0.650494	٠.١٠	٠.٠٢	٠.٢٩	٠.٠٨	٢٠٠٧
٠.٦٥	0.647446	٠.١٤	٠.١٠-	٠.٣٠	٠.٣٥-	٢٠٠٨
١.٩	0.564521	٠.١٢	٠.١٧	٠.٤٧	٠.٥٨	٢٠٠٩
١.٢	0.756803	٠.٠٧	٠.٠٤	٠.٢٣	٠.١١	٢٠١٠
١.٢	0.716226	٠.٠٨	٠.٠٥	٠.٢٤	٠.١٥	٢٠١١
١.٢	0.682022	٠.٠٨	٠.٠٤	٠.٢٨	٠.١٥	٢٠١٢
٠.٩٥	0.822964	٠.٠٦	٠.٠٢-	٠.١٥	٠.٠٦-	٢٠١٣
١.٠٨	0.773943	٠.٠٦	٠.٠٠٤	٠.٢٣	٠.٠١	٢٠١٤
١.١٣						

## الجدول (٣-١٥)

## تحليل المؤشرات المالية لشركة الالبسة

Z10	X5	X4	X3	X2	X1	الالبسة
٩.٠٦-	0.374114	٠.٣٥	٠.٥-	٠.٤٤	٩.٧٥-	٢٠٠٥
١٣.١٩-	0.60717	٠.٢٧	٠.٣٢-	٠.٥٠	١٤.٢٥-	٢٠٠٦
٥.٣٨	0.400696	٠.٢٧	٠.٦١	١.٠٤	٣.٠٥	٢٠٠٧
٢.٦	0.206997	٠.٣٩	٠.١٧	٠.٤٥	١.٣٤	٢٠٠٨
١.٤٥-	0.723581	٠.٢٩	٠.٥٢-	٠.٨٢	٢.٧٦-	٢٠٠٩
٢.٧٥	0.120025	٠.٥١	٠.١١	٠.١٢	١.٩	٢٠١٠
١.٧٤	0.475879	٠.٢٨	٠.١٣	٠.٢١	٠.٦٥	٢٠١١
١	0.557199	٠.٢٥	٠.٠١٧	٠.٠٧	٠.٠٨	٢٠١٢
٠.٨	0.493152	٠.٣٠	٠.٠٠٢	٠.٠١٥	٠.٠٠٩	٢٠١٣
٠.٦	0.582206	٠.٢١	٠.٠٦-	٠.١٤	٠.٢٦-	٢٠١٤
٠.٩-						

جدول (٣-١٦)  
تحليل الوفورات الضريبية

الشركات	%٤٠	%٥٠	%٦٠
السجاد	1122919254	1403649068	1684378882
الكندي	553340781.1	691675976.4	830011171.6
الهندسية	1516981748	1896227185	2275472623
بغداد	57137392102	71421740127	85706088152
البذور	8356901743	10446127178	12535352614
الوطنية	1969517921	2461897402	2954276882
كربلاء	895848248.3	1119810310	1343772372
العراقية الزراعية	490674768.3	613343460.4	736012152.4
التمور	6286187184	7857733980	9429280776
الالبسة	1039111743	1298889679	1558667615
المتوسط	٧٩٣٦٨٨٧٥٤٩	9921109437	11905331324

جدول (٣-١٧)  
القيمة الحالية للوفورات الضريبية

الشركات	%٤٠	%٥٠	%٦٠
السجاد	393021739.1	491277174	589532609
الكندي	193669273.4	242086592	290503910
الهندسية	530943611.9	663679515	796415418
بغداد	19998087236	2.4998E+10	2.9997E+10
البذور	2924915610	3656144512	4387373415
الوطنية	689331272.5	861664091	1033996909
كربلاء	313546886.9	391933609	470320330
العراقية الزراعية	171736168.9	214670211	257604253
التمور	2200165514	2750206893	3300248272
الالبسة	363689110.1	454611388	545533665
المتوسط	2777910642	3472388303	4166865963

جدول (٣-١٨)  
قيمة الشركة عينة الدراسة ممولة تمويلًا ممتلكًا (مليون)

الشركات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	المتوسط
السجاد	2774	3649	2016	2076	3046	1785	2018	2145	2191	2104	2380
الكندي	48	1302	1536	315	63	730	5295	66	110	-1674	779
الهندسية	1391	628	1531	927	5472	9246	11425	12826	7843	-958	5033
بغداد	-6988	7183	-70747	-419	67328	79826	38810	208141	256399	234736	81427
البذور	2528	-10974	-3392	-4245	4238	10752	11628	36062	25875	101339	17381
الوطنية	6830	6322	-696	4731	6080	9803	7781	15356	14048	11229	8148
كربلاء	-649	-816	-648	254	-11	1748	-242	-492	2087	1649	288
العراقية الزراعية	1884	4187	-1196	1521	1813	1406	1562	2504	2843	3884	2041
التمور	-2299	1050	2107	-8266	17046	8958	12946	15952	338	2875	5071
الالبسة	-3703	-2194	7269	3894	-4243	7975	3363	398	53	-1354	1146

## جدول (٣-١٩)

قيمة الشركات عينة الدراسة بعد الوفر بنسبة رافعة ٤٠ %

المتوسط	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الشركات
3035	2548	2779	2592	2526	2183	3485	2442	2436	3982	3035	السجاد
115	-1609	195	155	5411	825	122	367	1576	1345	115	الكندي
1459	-940	7865	12844	11564	9381	5531	987	1581	676	1459	الهندسية
2418	23667	260192	20938	39667	80582	69431	1494	-58610	23907	2418	بغداد
3528	11646	28217	38229	13520	12504	5556	-3128	-2404	-10067	3528	البذور
6904	11357	14248	15603	7996	9891	6360	5103	-603	6425	6904	الوطنية
-635	1673	2105	-475	-227	1792	19	278	-635	-803	-635	كربلاء
1910	3997	2938	2568	1618	1446	1866	1554	-1141	4232	1910	العراقية الزراعية
-1224	3740	1231	17158	14121	9896	17911	-7327	2762	1830	-1224	التمور
-3481	-976	701	850	3889	10674	-4052	4537	7497	-2042	-3481	الالبسة

## جدول (٣-٢٠)

قيمة الشركات عينة الدراسة بعد الوفر بنسبة رافعة ٦٠ %

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الشركات
3166	2770	3074	2816	2779	2382	3705	2625	2646	4149	3166	السجاد
149	-1577	238	200	5469	873	153	393	1597	1366	149	الكندي
1493	-931	7876	12853	11634	9448	5560	1017	1606	700	1493	الهندسية
7121	23764	26209	210	40096	80960	70482	2451	-52542	32269	7121	بغداد
4028	12402	29388	39312	14466	13380	6215	-2569	-1909	-9614	4028	البذور
6940	11421	14348	15727	8104	9935	6501	5290	-557	6476	6940	الوطنية
-628	1685	2113	-467	-220	1813	34	291	-629	-796	-628	كربلاء
1923	4053	2986	2600	1646	1466	1893	1570	-1113	4255	1923	العراقية الزراعية
-687	4173	1678	17761	14709	10366	18344	-6858	3089	2220	-687	التمور
-3369	-787	1025	1077	4152	12023	-3957	4858	7612	-1966	-3369	الالبسة

## جدول (٣-٢١)

قيمة الشركات عينة الدراسة بعد الوفر بنسبة رافعة ٥٠ %

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الشركات
3101	2659	2927	2704	2652	2282	3595	2534	2541	4066	3101	السجاد
132	-1593	216	178	5440	849	138	380	1586	1355	132	الكندي
1476	-936	7870	12849	11599	9414	5546	1002	1593	688	1476	الهندسية
4770	23716	26114	20969	39882	80771	69956	1972	-55576	28088	4770	بغداد
3778	12024	28803	38770	13993	12942	5886	-2848	-2157	-9840	3778	البذور
6922	11389	14298	15665	8050	9913	6431	5196	-580	6450	6922	الوطنية
-631	16789	2109	-471	-223	1802	26	285	-632	-799	-631	كربلاء
1917	4025	2962	2584	1632	1456	1880	1562	-1127	4244	1917	العراقية الزراعية
-956	3956	1454	17459	14415	10131	18128	-7092	2926	2025	-956	التمور
-3425	-881	863	963	4020	11348	-4005	4697	7554	-2004	-3425	الالبسة

## الجدول (٣-٢٢)

## العوائد غير الاعتيادية

	بغداد	التمور	كربلاء	الوطنية	الزراعية	البذور	الكندي	الهندسية	السجاد	الالبسة	
2005	-0.734	-1.7	-0.8	0	-0.98	0	-1.56	-1.36	-0.79	-0.15	0
2006	-0.077	0.2	0.39	-0.1	-0.71	0	0	-0.13	0.38	-0.11	-0.69
2007	0.1095	0	0	-0.7	0.40	-0.08	0.15	0.33	-0.095	0.12	0.97
2008	0.261	0.08	0	0.97	0.99	-0.01	0.17	-0.45	0.34	0.11	0.41
2009	-0.028	-0.17	0	-0.77	-0.37	0.02	0.65	0.59	0.24	0.21	-0.68
2010	0.1711	0.34	-0.3	-0.20	-0.18	0.33	0.52	0.35	-0.17	0.041	0.98
2011	-0.048	-0.03	-0.15	-0.6	0.11	0.41	0.01	-0.04	-0.2	-0.08	0.090
2012	-0.052	0.7	-0.12	-0.65	0.04	0.31	0.53	-0.46	-0.43	-0.10	-0.34
2013	0.1344	-0.28	0.12	0.21	-0.08	-0.16	-0.07	-0.67	1.73	0.024	0.52
2014	0.1344	-0.28	0.12	0.21	-0.08	-0.16	-0.07	-0.67	1.73	0.024	0.52
	0.0138	0.17	-0.08	-0.17	-0.09	0.066	0.034	-0.25	0.27	0.008	0.18

## الجدول (٣-٢٣)

## المديونية

	بغداد	التمور	كربلاء	الوطنية	الزراعية	البذور	الكندي	الهندسية	السجاد	الالبسة	
2005	0.825	0.35	0.34	0.086	0.84	0.112	1.34	0.136	0.255	0.461	4.33
2006	1.0953	0.62	0.25	0.082	0.093	0.126	1.7	0.08	0.152	0.56	7.29
2007	0.5277	0.5	0.2	0.036	0.086	0.23	2.53	0.07	0.11	0.695	0.82
2008	0.9365	0.044	0.32	0.07	0.29	0.106	5.81	0.09	0.176	0.569	1.89
2009	0.6909	0.043	0.24	0.04	0.184	0.143	4.5	0.05	0.17	0.623	0.916
2010	0.9424	0.013	0.123	0.06	0.05	0.101	2.7	0.063	0.26	0.528	5.526
2011	0.2908	0.014	0.16	0.02	0.11	0.134	0.65	0.061	0.222	0.673	0.864
2012	0.266	0.019	0.16	0.02	0.1	0.139	0.85	0.04	0.029	0.578	0.725
2013	0.2905	0.054	0.12	0.01	0.067	0.192	0.66	0.033	0.03	0.733	1.006
2014	0.3913	0.026	0.11	0.01	0.04	0.108	2.5	0.027	0.026	0.539	0.527
	0.62564	0.1683	0.2023	0.0434	0.186	0.1391	2.324	0.065	0.143	0.5959	2.3894