

استخدام كلفة رأس المال مدخلاً لتفسير قيمة الشركة السوقية وأدائها المالي
دراسة تحليلية لعينة من شركات الأعمال المدرجة في سوق العراق للأوراق
المالية للفترة ٢٠١٠-٢٠١٨

م.د. بسام أحمد عبدالله

كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة دهوك

Bassam.ahmed@uod.ac

المستخلص:

ركزت الدراسة على اختبار العلاقة بين كلفة رأس المال لعينة من الشركات المساهمة الصناعية وبين قيمة الشركة وأدائها بإدخال كلفة الأسهم العادية والرافعة المالية، نظراً لما تمثله كلفة رأس المال من تحقيق الاستقرار في الأرباح ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للشركة، لذا سعت الدراسة التعامل مع كلفة رأس المال بوصفها أحد المداخل المستخدمة في تفسير قيمة الشركة من خلال المعلومات المعلنة في القوائم المالية وما تتضمنه هذه المعلومات من إشارات ذات قيمة للمستثمرين والمقرضين لتمكينهم من صياغة قراراتهم المالية. وفي سبيل اختبار فرضية البحث تم قياس كلفة رأس المال لعينة عشوائية مكونة من ١٢ شركة من الشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق وللمدة ٢٠١٠-٢٠١٨ باستخدام البيانات السنوية، وتماثياً مع ذلك أشرت الدراسة اختباراً إضافياً لقياس قيمة وأداء الشركة، عبر قرارها التمويلي، وبشكل تفصيلي تم قياس كلفة رأس المال بوصفها الدالة الرابطة لتغيرات قيمة الشركة وأدائها المالي، واستنتجت الدراسة بأنه يوجد أثر لكلفة رأس المال في تفسير قيمة الشركة (توبن Q) للشركات عينة الدراسة، مما يعني بالضرورة أن تقوم الشركات بالاقتراض وزيادة رأس المال عندما تكون تكلفتهم أقل من العائد على الاستثمارات، إذ أن نسبة ما تفسره كلفة رأس المال في تحديد قيمة الشركة تزداد بعد أن تم إدراج كلفة رأس المال، أي يمكن الاعتماد على كلفة رأس المال في تفسير قيمة الشركة، وتفتتح الدراسة ونظراً لأهمية تقدير طرق حساب كلفة حق الملكية بين الشركات واستخدامها للتنبؤ بتحديد قيمة الشركة، تقترح الدراسة أن يتم إدراج القرارات التمويلية لإدارة الشركة ضمن آلية احتساب التحليل المالي من قبل المتعاملين في السوق المالي لتقدير تكلفتها وإدارتها بشكل دقيق.

الكلمات المفتاحية: كلفة رأس المال، قيمة الشركة، العائد على الموجودات.

**Use of cost of capital as an Approach to explain the company's
market value and financial performance**

**An analytical study of a sample of the companies listed on the Iraq
Stock Exchange for the period 2010-2018**

Lecturer Dr. Bassam Ahmed Abdullah
College of Administration and Economics
University of Duhok

Abstract:

The Study focused on testing the relationship between the cost of capital for a sample of Iraqi industrial companies and the value of the company and its performance,

by insert the cost of shares and financial leverage. Due what the cost of capital represents in achieving stability in profits and then maximizing the market value of the company. Therefore, the study sought to deal with the cost of Capital as one of the inputs used to explain the value of the company through the information stated in the financial statements, and this information includes valuable signal for investors and lenders to enable them to formulate their financial decisions. In order to test the research hypothesis, The cost of capital was measured for a random sample consisting of 12 companies from industrial companies contributing to the Iraqi market for the period 2010-2018 using annual data, The study indicated an additional test to measure the value and performance of the company, through its financing decision, and in detail the cost of capital was measured as the linking function to changes in the company's value and financial performance, and the study concluded that there is an impact of the cost of capital in the interpretation of the value of the company (Tobin Q) for the study sample companies, which It necessarily means that companies borrow and increase capital when their cost is less than return on investments. As the percentage of what the cost of capital explains in determining the value of the company increases after the cost of the capital has been included, meaning that the cost of capital can be relied upon to interpret the value of the company, the study suggests and given the importance of estimating methods of calculating the cost of capital between companies and using them to predict the value of the company. The study suggests that the financing decisions of the company's management be included in the mechanism of calculating the financial analysis by dealers in the financial market to estimate its cost and its management accurately.

Keywords: cost of Capital, Company value, Return on assets.

المقدمة

تعتبر مهمة تهيئة الأموال للشركة لتمويل استثماراتها من المهام الصعبة، بسبب ندرة الأموال وتفاوت درجة مخاطرها بسبب تفاوت درجة المخاطر لمصادر التمويل المتمثلة بتكلفة هذه المصادر. إن مراجعة دقيقة ومفصلة للبحوث والدراسات التي تناولت كلفة رأس المال، وإمكانية وجود هيكل رأس مال مستهدف للشركة يجمع بين الافتراض وحق الملكية ربما يواجه بعض الانتقادات مالم يتم الاخذ بقيمة الشركة وأدائها المالي كإحدى النتاجات البحثية في مجال الإدارة المالية، إذ إن أمام أي شركة عند اتخاذ قرارها التمويلي بديلان للاختيار بينهما وهما الأسهم العادية أو القروض والسندات، لذا فإن المزيج الأمثل بين هذين المصدرين بسبب اختلاف تكلفة مصادر التمويل تعد من القرارات الاستراتيجية المعقدة أمام إدارة الشركة لتحديد الخيارات المتاحة من مصادر هيكل رأس المال ولا بد من الوقوف عندها ودراستها كونها تشكل خطراً إضافياً تؤثر على الشركة، فضلاً عن تحديد المزيج بين هذه المصادر من حيث كميتها ونوعيتها مع الأخذ بنظر الاعتبار تأثير تكلفة كل مصدر على قيمة وربحية الشركة، وتحديد المزيج المقبول والمناسب. وانسجاماً مع ذلك تتطرق الدراسة قياس مدخل أثر كلفة رأس المال في تحديد القيمة السوقية للشركة، وبشكل أكثر تحديداً قياس تكلفة الأسهم العادية وحجم مديونتها بوصفها الدالة التي تربط بين التغيرات في قيمة واداء الشركة المالي.

المبحث الأول: منهجية الدراسة

أولاً. **مشكلة الدراسة:** إن الهدف الرئيسي لإدارة الشركات هو زيادة القيمة للشركة، وتعد القيمة مهمة للغاية لأنها تعكس أداء الشركة الذي يمكن أن يؤثر على وجهات نظر المستثمرين للشركة، على أساس أن قيمة الشركة تعبر عن القيمة السوقية لحقوق الملكية بالإضافة الى القيمة السوقية للديون. يمكن أن تصف قيمة الشركة حالة الشركة وما يؤثر عليها من عوامل وهي ربحية وهيكل مصادر التمويل، وهيكل رأس المال هي نسبة تمويل الشركة بالديون (الرافعة المالية) الى اجمالي مصادر التمويل، وأن سياسة التمويل في تحديد هيكل رأس مال الشركة يهدف الى تحسين القيمة للشركة على اعتبار أن هيكل رأس المال الأمثل هو المزيج الأمثل الذي يزيد من سعر السهم للشركة، من خلال تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة وهو ما يؤدي الى تخفيض تكلفة تمويل الشركة وبالتالي ارتفاع معدلات أرباحها. ومن هذا المنطلق فإن المشكلة تكمن في التساؤلات الآتية:

١. كيف يمكن قياس تكلفة حق الملكية للشركات عينة الدراسة؟
٢. هل هناك علاقة بين تكلفة رأس مال الشركة وقيمتها السوقية؟
٣. هل هناك علاقة بين تكلفة رأس مال الشركة وأدائها المالي؟
٤. هل هناك أثر لكلفة رأس المال في القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة؟
٥. هل هناك أثر لكلفة رأس المال في الأداء المالي للشركات عينة الدراسة؟
٦. هل يتباين تأثير كلفة رأس المال في تحديد وتقدير قيمة وأداء الشركة المالي؟

ثانياً. أهمية الدراسة: إن من أساسيات الدراسات المالية هي العلاقة المتبادلة بين تكلفة مصادر تمويل الشركة وهيكل رأسمالها، فهي ترشدها الى تحديد الهيكل الأمثل لمصادر رأس المال من أجل الوصول الى تعظيم قيمة وربحية الشركة، وعبر الاستعراض للأدبيات ذات العلاقة في تكلفة رأس المال بوصفها من المداخل التحليلية النوعية التي تؤثر في قيمة الشركة وربحيتها، تتمثل أهمية البحث فيما يأتي:

١. نظراً الى أن الدراسة الحالية تتعلق بكلفة رأس المال بوصفها إحدى نتاجات النظريات المالية، فإن نتائج الدراسة سوف تؤثر أهمية هيكل رأس المال في تحديد قيمة الشركة وأدائها المالي.
 ٢. تعد الدراسة الحالية إضافة معرفية للتعرف على آثار طبيعة هيكل رأس مال الشركة في تحديد قيمتها السوقية وأدائها المالي، خلافاً لدراسات أخرى تناولت نظريات هيكل رأس المال وطرق تحديد المزيج الأمثل دون التعرض للآثار الناتجة عن ذلك المزيج في تحديد قيمة الشركة وأدائها المالي.
 ٣. تعطي الدراسة الحالية فائدة لمستخدمي القوائم المالية من مستثمرين ومقرضين حول تحديد ما إذا كانت مصادر هيكل رأس المال تمثل عامل خطر يؤثر على قيمة الشركة السوقية ويجب أخذها بالنظر عند تقدير قيمة الشركة وتحديد مستوى أدائها.
 ٤. إن هيكل رأس المال يعد أمراً ذي أهمية لإدارة الشركات للاختيار بين البدائل المتاحة التي تؤدي الى ارتفاع قيمة الشركة، الامر الذي يساهم بتخفيض قيمة الشركة.
- ثالثاً. هدف الدراسة:** تهدف الدراسة الى ما يأتي:

١. توضيح مفهوم كلفة رأس المال بوصفها من المفاهيم المهمة في مجال الإدارة المالية، فضلاً عن اختبار كلفة رأس المال للشركات عينة الدراسة.

٢. تقديم دليل تجريبي لأثر كلفة رأس المال في قيمة الشركة وأدائها المالي وبناء الاختبارات لتوضيح الآثار على قيمة الشركة وأدائها المالي بالاستناد الى طروحات الدراسات النظرية في هذا المجال.
٣. التعامل مع كلفة رأس المال بوصفها أحد المداخل المستخدمة في تفسير قيمة الشركة من خلال المعلومات المعلنة في القوائم المالية وما تتضمنه هذه المعلومات من إشارات ذات قيمة للمستثمرين والمقرضين لتمكينهم من صياغة قراراتهم المالية.
رابعاً. **فرضية الدراسة:** بهدف تشخيص واختبار مشكلة الدراسة؛ تم طرح مجموعة فرضيات بهدف اختبارها وتطويرها، ومن هذه الفرضيات:

١. هناك علاقة ارتباط لكلفة حق الملكية في تحديد قيمة الشركة.
٢. هناك علاقة ارتباط لكلفة حق الملكية في تحديد الأداء المالي للشركة.
٣. هناك أثر لكلفة حق الملكية في تحديد القيمة السوقية للشركة.
٤. هناك أثر لكلفة حق الملكية في تحديد الأداء المالي للشركة.

خامساً. هيكل الدراسة: اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي والتحليلي من خلال دراسة هيكل رأس المال وتحديد كلفتها، وكذلك اختبار أثرها على تحديد قيمة الشركة وأدائها المالي باستخدام نماذج احصائية لتحديد مدى تأثير كلفة رأس المال وبيان أثرها في تحديد قيمة الشركة وذلك من خلال ثلاث مباحث، يتطرق المبحث الأول الى منهجية الدراسة، وأما المبحث الثاني تناول الاطار النظري لهيكل رأس المال وتكلفته ومفاهيم قيمة الشركة، في حين شمل المبحث الثالث قياس وتحليل العلاقة بين المتغيرات، واعتمد البحث على الكتب والمراجع والدراسات والدوريات والتقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية.

سادساً. مدة الدراسة: شملت مدة الدراسة تسع سنوات تمتد من (٢٠١٠-٢٠١٨) وباستخدام البيانات السنوية بواقع (٩) مشاهدات لكل شركة، وقد تم استخدام أسعار الأسهم وبيانات مؤشر السوق لمدة ١٨٠ يوماً لاحتساب كلفة الأسهم العادية من خلال احتساب معامل beta عبر استخدام نموذج تسعير الموجود الرأسمالي CAPM للحصول على معدل العائد المرغوب على الأسهم العادية. وقد تبنت الدراسة بيانات (Panel) ذات البعد زمني والفردي لاختبار نماذج هيكل رأس المال وقيمة الشركة، وبواقع (١٠٨) مشاهدات لعينة الدراسة مجتمعة، مما يجعل استخدامها ذات اهمية في الدراسات ذات الطابع القياسي.

ومن أجل تقدير نماذج كلفة رأس المال، يجب احتساب المتوسط الموزون لهيكل رأس المال (تكلفة التمويل المرجحة)، وهذا يتطلب نماذج قياس كلفة حق الملكية، ونماذج احتساب كلفة القروض طويلة الأجل، إلا أن الشركات عينة الدراسة لم تستخدم القروض طويلة الأجل في هيكل رأسمالها إلا بنسبة قليلة جداً، وقد تأخرت في سداد ديونها بسبب الصدمات المالية التي مرت بها الشركات ومحاولة إعادة جولة ديونها، لذا فقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على احتساب كلفة حق الملكية فقط، والاعتماد على نسبة الرافعة المالية للتعبير عن احتساب كلفة رأس المال.

سابعاً. عينة الدراسة: شملت عينة الدراسة عدد من شركات الأعمال الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وكما مبين في الجدول (١)، حيث اقتصرت الدراسة على القطاع الصناعي لاختلاف بنود هيكل رأس المال بين القطاع الصناعي والقطاعات الأخرى، وقد بلغت عدد الشركات التي توفرت فيها الشروط ١٢ شركة فقط، لعدم توفر البيانات حول بقية الشركات.

الجدول (١): الشركات عينة الدراسة

ت	اسم الشركة	ت	اسم الشركة
١	شركة الألبسة الجاهزة	٧	الشركة العراقية للسجاد والمفروشات
٢	الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور	٨	شركة الكندي للقاحات البيطرية
٣	شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية	٩	شركة الخياطة الحديثة
٤	الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	١٠	شركة الهلال الصناعية
٥	الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدرجات	١١	شركة بغداد لصناعة مواد التغليف
٦	الشركة العراقية للأعمال الهندسية	١٢	شركة بغداد للمشروبات الغازية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية.

المبحث الثاني: الإطار النظري للدراسة

أولاً. مفهوم **كلفة رأس المال**: تمثل كلفة رأس المال لها مقياساً لفاعلية صناعة القرارات الاستثمارية والتشغيلية، وأن تحليل كلفة رأس مال الشركة في عالم يستخدم فيه الأموال للحصول على موجودات تكون عوائدها غير مؤكدة، وأي مصدر تمويلي يتم الحصول عليه من عدة قنوات يترتب عليها التزامات مالية، بدءاً من أدوات الدين ذات الفائدة الثابتة، الى الأسهم العادية التي تعطي لحاملها حق الحصول على حصة من أرباحها غير المؤكدة المتحققة من استثماراتها (Ayeni & Olaoye, 2015: 632)، يمثل هيكل رأس المال مزيج من العناصر التي تشكل رأس مال الشركة من أسهم عادية وديون أو أوراق مالية والتي تستخدم لعملية تمويل موجودات الشركة، في حين تشير الرافعة المالية الى نسبة اجمالي الديون الى اجمالي مصادر التمويل، ويتضمن قرار هيكل رأس المال نوع المصدر الذي يجب استخدامه في تمويل الموجودات سواء كان حقوق الملكية أو الديون طويلة الأجل أو حتى القصيرة منها، أو استخدام مزيج من هذه العناصر من أجل تحقيق هدف الشركة والعمل على استمراريتها (Khanam, F., Nasreen, Sh., Pirzada, S., 2014: 93)، وإن قرار هيكل رأس المال يعد من القرارات الادارية ذات الأهمية لدى الشركة كونه يؤثر على العائد والمخاطر التي تواجه المساهمين، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم تتأثر بقرار هيكل رأس المال، مما يستوجب على الشركة تخطيط رأسمالها عندما جمع مصادر أموالها المستخدمة في تمويل واستثمار موجوداتها (عليوي، ٢٠١٩: ١٣)، لهذا تبحث الشركات في الغالب على الهيكل الأمثل لرأس المال، والذي يتمثل بمزيج من عناصر التمويل (أموال الملكية وأموال الاقتراض) التي يترتب عليها أقل كلفة ممكنة بهدف تعظيم قيمة الشركة، إذ أن تقليل الهيكل المالي المرجح بالأوزان الى أدنى حد ممكن من خلال تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة يؤدي الى تعظيم قيمة للسهم وبالتالي تعظيم قيمة الشركة (عبدالله، ٢٠١٥: ٣٥-٣٦)، فعندما تستخدم الشركة الديون فيجب أن تدفع مبلغ محدد من الربح المتحقق كفائدة على القرض الى الدائن، ومن جانب آخر اذا استخدمت الشركة الأسهم فقط، فسيتم توزيع صافي الربح بعد الضريبة على المساهمين، مع الاحتفاظ ببعض المبلغ لتلبية احتياجات الشركة المستقبلية، لذا فإن تحقيق الأرباح للشركة يعتمد على هيكل رأس المال (Khanam, et al., 2014: 93).

لذا تعد كلفة رأس المال أحد عناصر تقييم الشركات، فبتغير الهيكل المالي يتغير المتوسط المرجح الموزون والذي يعد أحد عناصر تقييم الشركات، فبتغير الهيكل يتغير المتوسط وبالتالي تتغير قيمة الشركة، التي بدورها الأخرى تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المحتملة مستقبلاً وتكون مخصومة على أساس معدل خصم مساوٍ لمتوسط التكلفة المرجحة لرأس مال الشركة، (مجيد، ٢٠١٥: ٨١-٨١)، وفق المعادلة الآتية:

$$V = \sum \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} \dots \dots \dots (1)$$

إذ أن:

V: قيمة الشركة.

FCF_t: التدفقات النقدية للشركة.

WACC_t: متوسط الكلفة المرجحة لرأس مال.

ويتوقف متوسط الكلفة المرجحة لمصادر تمويل الشركة على نسبة حق الملكية الى اجمالي رأس المال ونسبة الاقتراض طويل الاجل وعلى كلفة الاقتراض وعلى كلفة حق الملكية وعلى نسبة الضريبة المفروضة على الشركة، وكما يلي:

$$WACC = W_d \cdot (1-T) \cdot r_d + W_e \cdot r_s \dots \dots \dots (2)$$

إذ إن:

W_e: نسبة حق الملكية الى اجمالي رأس المال.

W_d: نسبة الاقتراض طويل الأجل الى اجمالي رأس المال.

r_d: كلفة الاقتراض.

r_s: كلفة حق الملكية.

T: معدل الضريبة.

وتوضح المعادلة ٢ المتوسط المرجح لكلفة الاقتراض وكلفة حق الملكية، وإذا ما تم زيادة نسبة الاقتراض فإن معامل ترجيح الاقتراض (W_d) سوف يزداد في حين ينخفض وزن حق الملكية (W_e) وبالعكس، وفي الحالات جميعها سوف يتأثر المتوسط المرجح لعناصر التمويل تبعاً لتغير كل من القروض أو حقوق الملكية مما قد يؤثر بالنتيجة على قيمة الشركة.

ثانياً. قيمة الشركة السوقية وأدائها المالي: يمكن قياس قيمة الشركة من خلال النظر في تطور السعر السوقي للسهم في السوق الثانوية، فإذا كان هناك زيادة في سعر السهم فهذا يعني أن هناك ارتفاع في قيمة الشركة، لأن قيمة الشركة هي أساساً القيمة المضافة لسوق الأسهم بقيمة الالتزام أو الديون طويلة الأجل. وتشير زيادة قيمة الأسهم إلى ثقة أفضل لجمهور المتعاملين مع الشركة، لذا فإنهم سيدفعون المزيد في هذه الأسواق، بناءً على توقعاتهم للحصول على عائد مرتفع أيضاً، ويتم قياس قيمة الشركة بواسطة Tobin's Q، والذي يمثل قيمة الاسهم السوقية والمطلوبات المالية، وهو أحد أدوات تقييم قياس أداء الشركة والمستخدمه بدورها كثيراً لتحديد قيم الشركات (Rosikah, Prananingrum, D., Muthalib, D., Azis, M., Rohansyah, M., 2018: 7)، وهذا ما أكده Kontesa على أن قيمة الشركة هي القيمة السوقية الاجمالية لرأس مالها، وتعتبر مهمة للغاية لأن ارتفاع قيمة الشركة يمثل ازدهار في ثروة حملة الأسهم، وهذا ما تسعى اليه بالتحديد أي شركة من تعظيم ثروة حملة الأسهم، كما أن سعر السهم العادي في السوق هو انعكاس

للقرار الاستثماري والتمويلي وإدارة الموجودات، كما أن السعر السوقي للسهم يعد انعكاساً للقيمة الحقيقية لموجودات الشركة، ويمكن اختبار قيمة الشركة عبر استخدام مؤشر Tobin Q نسبة الى جيمس توبن عام ١٩٦٩، والذي أوضح حينها فيما إذا بلغت قيمة المؤشر أقل من الواحد الصحيح فتصبح الشركة هدفاً سهلاً للاستحواذ من قبل شركات أخرى، حيث ستتخفف القيمة لموجودات الشركة، أما إذا زادت قيمة المؤشر عن الواحد الصحيح فهذا يؤشر أن للشركة فرص استثمارية ذات نمو مرتفع، أي أن قيمة الشركة أعظم من قيمتها (Kontesa, 2015: 186)، وقد يستخدم بعض الباحثين مؤشر العائد على الموجودات لقياس نسبة الربحية في تحليل بياناتهم المالية، كونها تعد مؤشراً قادراً على الإشارة الى مدى إمكانية الشركة في تحقيق أرباحها في الماضي وتوقع الحصول على أرباح مستقبلية، وتحسب من خلال قسمة صافي الربح الى إجمالي موجودات الشركة (Rosikah, et al., 2018: 7-8).

ثالثاً. مراجعة نظرية حول العلاقة بين كلفة رأس المال وقيمة الشركة: إن موضوع العلاقة بين كلفة رأس المال وقيمة الشركة أصبح محل نقاش كبير من الجانب النظري والتطبيقي من خلال الأدبيات المالية، حيث ركزت النقاشات حول ما إذا كان هناك هيكل مثالي رأس مال لشركة معينة ومستوى الديون فيها وعلاقتها بقيمة الشركة. تطرقت دراسة (Berry, S., Betterton, C., Karagiannidis, I., 2014) الى تقديم نموذج تطبيق لعملية صنع القرار في هيكل رأس المال، وذلك من خلال بناء وتحليل سيناريوهات رأسمالية هيكلية للحصول على المستوى الأمثل للديون والمستوى الذي يقلل من متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، ويزيد من قيمة الشركة، وأثبتت الدراسة أن هيكل رأس المال يشكل أهمية كبيرة في استكشاف العلاقة بين الديون والمصادر الأخرى لرأس المال في التأثيرات النسبية لتكلفة التمويل الموزونة وقيمة الشركة، كما أشار Antwi وزملاؤه في دراستهم على قرار هيكل رأس مال وأثره على الشركة من نقطة تأثيره على قيمة الشركة، وتوضيح ما إذا كان قرار هيكل رأس المال تأثير على قيمة الشركة، انطلاقاً من هدف الشركة في تعظيم قيمتها من خلال قرارات هيكل رأس المال، إذ ترغب الشركة من امتلاك هيكل رأسمالي يزيد قيمة الشركة (Antwi, S., Mills, E., Zhao.X., 2012: 104)، فاستخدام الرافعة المالية ضمن هيكل رأس المال يمثل استخدام الموجودات الثابتة الممولة بموارد ذات كلف ثابتة في تحقيق العائد وتعظيمه لحملة الأسهم العادية، لذا فزيادة الرافعة المالية يؤدي بطبيعة الحال الى ارتفاع العائد والمخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية، لذا فإن هيكل رأس المال يؤثر وبشكل معنوي على قيمة الشركة من خلال التأثير على العائد والمخاطرة، وتفسير ذلك ان زيادة نسبة الديون في الشركة سيزيد من احتمال عدم مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، أما من الجانب الايجابي فإن الدين يوفر ميزة ضريبية كبيرة لأن فوائد الديون تعد من المصاريف التي يتم تنزيلها من الدخل الخاضع للضريبة (AL-Nsour & AL-Muhtadi, 2019: 74)، وهذا بالضبط تطابق مع جاء به Leland & Pyle، حيث أن المديرين سيأخذون نسبة الديون الى حقوق الملكية كإشارة الى حقيقة أن زيادة الرافعة المالية تنطوي على مخاطر الافلاس، بسبب ارتفاع كلف الشركة ومن ثم سيقبل من جودة الشركة، أي إن هيكل الدين يمثل كإشارة في السوق، في حين يشير نموذج Ross في نفس العام الى أن قيم الشركات ترتفع مع ارتفاع الرافعة المالية، بسبب إدراك السوق للقيمة، ومن هنا اسفرت هذه الدراسات الى نشوء نظرية المبادلة في تفسير وتوضيح هيكل رأس المال وبنائهم

مختلفة (Antwi, et al., 2012: 104)، وفي ظل نظرية المبادلة هذه، فإن أداء الشركات يتحسن عندما يزيد من استخدام الأموال التي تم اقتراضها لتمويل أنشطتها من خلال افتراض تبادل المنافع، أي زيادة استخدام الدين سيوفر المزيد من الفوائد إلى حد ما بسبب مقدار الوفر الضريبي ولاسيما في حالة انخفاض كلفة الدين (Khanam, et al., 2014: 95). وقد بحثت دراسة (Ibrahm & Isiaka, 2020) تأثير الرفع المالي مقومةً بنسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية على قيمة الشركة باستخدام معادلة Tobin Q وأثبتت أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي على قيمة الشركة، وعدم وجود علاقة ارتباط بين الرفع المالي وقيمة الشركة، لذا اقترحت الدراسة بتقليل الديون طويلة الأجل في هيكل رأسمالها، والعمل على إصدار الأسهم العادية لتقليل الرافعة المالية وعدم الاعتماد على مستويات مرتفعة من الرافعة المالية للتعويض بقيمة الشركة السوقية، واختلفت دراسة (عليوي، ٢٠١٩) مع الدراسة السابقة في قياس أثر الرافعة المالية على الأداء المالي من خلال اعتماد نسبة العائد على حقوق المساهمين والعائد على الموجودات، حيث أظهرت النتائج بوجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي، أي أن زيادة درجة الرافعة المالية يهدف إلى تحسين أدائها المالي عبر اختيار درجة رافعتها المالية المناسبة التي تناسب استثماراتها بشكل يجعلها تؤثر على أدائها المالي، وقد أشارت دراسة (Abdul Sattar, 2015) إلى تكلفة رأس المال وتأثيرها على قيمة الشركة وربحيته، عبر دراسة ما إذا كانت معلومات الشركة المحاسبية تتجلى في تكلفة رأس المال، أي اثبات أن نوعية المعلومات المحاسبية ممثلةً بتكلفة رأس المال يمكن أن تؤثر على قيمة الشركة وربحيته، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين تكلفة رأس المال وتأثير أدائها على قيمة الشركة وربحيته.

المبحث الثالث: نماذج القياس

أولاً. نماذج احتساب كلفة رأس المال: عمدت الدراسة في قياس كلفة رأس المال على قياس كلفة حق الملكية، من خلال احتساب أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي CAPM كونه يكمم العلاقة بين العائد والمخاطرة للحصول على معدل العائد المطلوب (كلفة حق الملكية)، من خلال احتساب معامل بيتا (β) للسهم العادي الذي يعتمد على التباين المشترك بين العائد على السهم الواحد والعائد على محفظة السوق، ويحتسب كالاتي: (الجميل، ٢٠١٨: ٢٩١).

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_I + \beta (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(3)$$

إذ أن:

$R_{i,t}$: عائد سهم الشركة المتوقع.

$R_{f,t}$: العائد الخالي من الخطر.

β : معامل بيتا.

$R_{m,t}$: عائد السوق.

وبعد استخراج معامل بيتا من المعادلة (3) تم استخدام المعادلة أدناه لاحتساب معدل العائد المطلوب بوصفه مؤشراً على كلفة حق الملكية: (مجيد، ٢٠١٥: ١٠٣)

$$R_{e,j} = R_f + \beta_j (R_m - R_f) \dots\dots\dots(4)$$

إذ إن:

$R_{e,j}$: معدل العائد المطلوب على سهم الشركة j (كلفة حق الملكية).

وقد تم احتساب كلفة حق الملكية للشركات عينة البحث وفق المعادلة (١) و (٢) وفق نموذج بيانات panel. وتم أخذ أسعار الاغلاق اليومية لأسهم الشركات لمدة ١٨٠ يوم، لاحتساب العائد المتوقع لسهم الشركات من خلال الفرق بين سعر الاغلاق للسهم في اليوم الحالي مع اليوم السابق وكذلك أسعار الاغلاق اليومية لمؤشر السوق نفسه للتعبير عن عائد السوق، من خلال الفرق بين قيمة مؤشر السوق اليومي الحالي والسابق. وقد تم الاعتماد على أسعار الفائدة على أذونات الخزينة كما في الجدول الآتي لاحتساب كلفة حق الملكية:

الجدول (٢): متوسط أسعار الفائدة على أذونات الخزينة في البنك المركزي العراقي

السنوات	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨
سعر الفائدة	%٨,٢٣	%٩,٨٣	%٩,١٨	%٦,٥	%٨,٤٥	%٥,٧٤	%٥,٦٨	%٥,٤٥	%٤,٣١

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الاحصائية السنوية للبنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث للسنوات ٢٠١٠-٢٠١٨.
ثانياً. نماذج القياس لقيمة وأداء الشركة:

١. مؤشر Tobin's Q: تعرف القيمة السوقية بأنها سعر الاغلاق السنوي مضروباً في عدد الأسهم العادية، وتم استخدام مقياس Tobin's Q كمقياس لقيمة الشركة، بسبب ميزة هذا المقياس الذي يشير الى القيمة الحالية والأرباح المستقبلية المحتملة للشركة، وهي قيمة الشركة من منظور المستثمرين وتحتسب كالاتي: (AL-Nsour & AL-Muhtadi, 2019: 75-76)

$$\text{مؤشر Tobin Q} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم العادي} + \text{القيمة الدفترية لاجمالي المطلوبات}}{\text{اجمالي الموجودات}}$$

٢. العائد على الموجودات: تعد أحد النسب المهمة لقياس الربحية في تحليل البيانات المالية، لأنها قادرة على الإشارة الى نجاح الشركة في تحقيق الأرباح، وتعتبر النسبة هذه عن قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في الماضي ليتم توقعها في المستقبل، وتحتسب كالاتي: (Rosikah, et al., 2018: 7-8)

$$\text{العائد على الموجودات} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{اجمالي الموجودات}}$$

ثالثاً. نماذج أثر كلفة رأس المال في قيمة الشركة:

١. نموذج Tobin's Q:

$$\text{Tobin's Q}_{j,t} = b_0 + b_1 \text{beta}_{j,t} + b_2 \text{BM}_{j,t} + b_3 \text{Log size}_{j,t} + b_4 \text{cost of Equity}_{j,t} + b_5 \text{Leverage}_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (5)$$

إذ أن:

$\text{Tobin's Q}_{j,t}$: مؤشر توبن Q، ويمثل قيمة الشركة.

$\text{beta}_{j,t}$: معامل بيتا للشركة.

$\text{BM}_{j,t}$: يمثل القيمة السوقية مقسوماً على القيمة الدفترية للشركة.

$\text{Size}_{j,t}$: حجم الشركة، ممثلة بحجم موجوداتها من خلال احتساب اللوغاريتم لإجمالي الموجودات.

$\text{Cost of Equity}_{j,t}$: كلفة حق الملكية للشركة i في السنة t.

$\text{Leverage}_{j,t}$: الرفع المالي للشركة i في السنة t.

٢. أنموذج العائد على الموجودات ROA

$$ROA_{j,t} = b_0 + b_1 \beta_{j,t} + b_2 BM_{j,t} + b_3 \text{Log size}_{j,t} + b_4 \text{cost of Equity}_{j,t} + b_5 \text{Leverage}_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (6)$$

إذ أن:

ROA_{j,t}: مؤشر العائد على الموجودات، ويعبر عن أداء الشركة.

ولاختبار النموذجين (٥) و (٦)، وهما النموذجان الأساسيان، سيتم تنفيذ كل منهما على مرحلتين لقياس الأثر في قيمة الشركة باستخدام الانحدار المتعدد، والذي يجمع بين مؤشر Tobin's Q والعائد على الموجودات (ROA) كمتغير معتمد، مع بعض المتغيرات التفسيرية المؤثرة في كل منهما وهذه المتغيرات (معامل بيتا، والقيمة السوقية الى القيمة الدفترية، والحجم)، وذلك قبل ادخال متغيرات كلفة رأس المال (الرفع المالي، وكلفة حق الملكية) في المرحلة الثانية، لبيان مقدار الأثر في قيمة الشركة وأدائها قبل وبعد ادخال متغيرات كلفة رأس المال من حيث معامل التحديد المعدل (Adj. R²)، فضلاً عن الأثر الفردي لكل متغير على وفق معامل التقدير.

رابعاً. اختبار الفرضية ومناقشة النتائج:

١. نتائج استقرارية السلاسل في أنموذج الأثر في قيمة الشركة وأدائها: تعد دراسة السلسلة الزمنية الغير مستقرة ذات أهمية في تطبيق نماذج القياس الاقتصادي، عبر استخدام اختبار جذر الوحدة المتعددة. حيث سيتم تفسير نتائج تحليل السلاسل الزمنية بيانات الشركات عينة البحث لاختبار مدى استقراريته عبر الفترة الزمنية من خلال إجراء مجموعة اختبارات لجذر الوحدة باستخدام مقياس Levin-Lin Chu^(*) LLC كما في الجدول الآتي:

يؤشر الجدول (٣) وفقاً لاختبار (LLC) أن المتغيرات المستخدمة في اختبار نماذج الأثر في قيمة الشركة وأدائها والتي تم احتسابها بناءً على نتائج برنامج الـ Eviews لاختبار استقراريته والمبينة في الجدول أدناه، والتي ظهرت عند درجة سكون متطابقة في المستوى (Level)، أي أنها انها متكاملة من نفس الدرجة.

الجدول (٣): نتائج LLC لاستقرارية السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة للمدة ٢٠١٠-٢٠١٨

القرار	الاحتمالية (0.05)	جذر الوحدة (LLC)	المتغيرات
مستقرة عند المستوى	0.000	-8.82139	بيتا
مستقرة عند المستوى	0.000	-41.6935	القيمة السوقية/الدفترية
مستقرة عند المستوى	0.000	-18.7531	لوغار يتم الحجم
مستقرة عند المستوى	0.000	-9.87982	كلفة حق الملكية
مستقرة عند المستوى	0.000	-60.0924	الرفع المالي
مستقرة عند المستوى	0.000	-23.7302	توبن Q
مستقرة عند المستوى	0.000	-8.90741	العائد على الموجودات

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

(*) وفق اختبارات LLC تعد متغيرات الدراسة مستقرة إذا بلغت قيمة الاحتمالية (P < 0.05) وبذلك سيتم رفض فرضية العدم (H0) التي تشير الى عدم وجود الاستقرارية في متغيرات الدراسة، وقبول الفرضية البديلة (H1) التي تؤكد الى وجود استقرارية في المتغيرات عند المستوى (Baltagi, 2005: 240-242)

٢. اختبار فرضية الارتباط: لاختبار الفرضية الأولى والثانية التي أشارت الى وجود علاقة ارتباط معنوية لكلفة حق الملكية في تحديد قيمة الشركة وفي تحديد أداء الشركة المالي، سيتم اختبار علاقة الارتباط بين كلفة رأس المال، متمثلاً بكلفة حق الملكية والرافعة المالية مع قيمة الشركة ممثلاً بـ مؤشر توبن Q، وأدائها المالي (العائد على الموجودات) ومع بعض المتغيرات الضابطة ممثلاً بـ لوغاريتم الحجم والقيمة السوقية/الدفترية ومعامل بيتا، والمعتمدة من قبل الجهات ذات العلاقة من مستثمرين ومحللين ماليين عند اتخاذ قراراتهم المالية بشأن الشركة.

الجدول (٤): معامل الارتباط بين مؤشرات قيمة الشركة وكلفة رأس المال

متغيرات الدراسة	توبن Q	العائد على الموجودات	بيتا	القيمة السوقية/الدفترية	كلفة حق الملكية	الرفع المالي	الحجم
توبن Q	1						
العائد على الموجودات	-0.141	1					
p. value	0.144						
بيتا	-0.051	-0.054	1				
p. value	0.600	0.580					
القيمة السوقية/الدفترية	0.465	0.094	-0.030	1			
p. value	0.000	0.333	0.756				
كلفة حق الملكية	-0.006	0.041	-0.784	0.016	1		
p. value	0.949	0.672	0.000	0.866			
الرفع المالي	-0.059	0.381	-0.009	0.749	0.016	1	
p. value	0.544	0.000	0.924	0.000	0.869		
الحجم	-0.071	-0.006	0.057	-0.034	-0.058	0.001	1
p. value	0.462	0.952	0.556	0.728	0.549	0.989	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

وضحت نتائج تحليل الارتباط الى وجود علاقة ارتباط ايجابية بين مؤشر توبن Q وبين القيمة السوقية/الدفترية خلال مدة البحث ٢٠١٠-٢٠١٨ وعند مستوى معنوية اقل من 1%، حيث بلغت 0.465 عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما ظهر الارتباط ايجابي بين العائد على الموجودات مع الرافعة المالية عند مستوى معنوية أقل من 0.01، وظهر الارتباط بشكل ايجابي بين بعض المتغيرات المستقلة، وقد بلغ الارتباط بين القيمة السوقية/الدفترية وبقية (0.749) مع الرافعة المالية وعند مستوى معنوية أقل من 0.01، وبين معامل بيتا وكلفة حق الملكية -0.784، وتعد النسبة هذه ضمن المدى المقبول الى حد ما بين المتغيرات المستقلة كما أظهرتها دراسة (Al-Nsour, Osama J. & Al-Muhtadi, Akram, 2019: 76) والتي بينت الى امكانية أن تكون معنوية الارتباط المقبولة بين المتغيرات المستقلة لا تزيد عن 0.8.

إن معنوية علاقة الارتباط بين كل من توبن Q مع القيمة السوقية/الدفترية يفسر الى أن زيادة القيمة السوقية/الدفترية للشركات تزداد قيمة الشركة فيها ممثلاً بمؤشر توبن Q، كما أن ارتفاع الرفع المالي (القروض الى حق الملكية) يؤشر ارتفاع العائد على الموجودات وهذه نتيجة طبيعية ومتوقعة.

وفيما يتعلق بعلاقة الارتباط بين المتغيرات الأخرى بأنها غير معنوية. وتماشياً مع ما سبق، سيتم رفض الفرضيتين الأولى والثانية والتي تشير الى وجود علاقة ارتباط بين كلفة حق الملكية وبين قيمة الشركة وفي تحديد الأداء المالي للشركة.

٣. تقدير نماذج الأثر لهيكل رأس المال في قيمة الشركة:

أ. الأثر في قيمة الشركة (Tobin's Q): يؤشر الجدول (٥) الأنموذج الأساس لقياس الأثر في قيمة الشركة (توبين Q) بإدخال متغيراتها التفسيرية والمتمثلة القيمة السوقية/الدفترية ولوغاريتم الحجم ومعامل بيتا والتي تعد من المتغيرات الضرورية المهمة من قبل الجهات ذات العلاقة عند تقييم أداء الشركة والتنبؤ بربحيته، وللمدة ٢٠١٠-٢٠١٨، وكما يأتي:

الجدول (٥): نماذج تطبيق أثر كلفة رأس المال في قيمة الشركة (Tobin's Q) قبل وبعد ادخال متغيرات كلفة رأس المال

المعادلة الثانية		المعادلة الأولى		المتغير المعتمد المتغيرات المستقلة
Tobin's Q		Tobin's Q		
t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	
(-3.299)***	-1.044	(-0.391)	-0.032	معامل بيتا
(12.091)***	0.436	(5.336)***	0.182	القيمة السوقية/الدفترية
(-0.558)	-0.005	(-0.621)	-0.007	لوغاريتم الحجم
(-3.283)***	-11.843			كلفة حق الملكية
(-9.644)***	-0.794			الرفع المالي
0.6341		0.2207		R ²
0.6162		0.1982		Adj. R ²
35.3601***		9.8162***		F

***P<0.01

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

١. أشر الجدول (٥) في المعادلة (١) بأن ميل معامل التقدير للقيمة السوقية/الدفترية (المتغير المستقل) ذات أثر احصائي مهم في قيمة الشركة (المتغير المعتمد)، كما أشر ميل معامل التقدير له (0.182) عند مستوى معنوية أقل من 1% وبإشارة موجبة متوقعة، إذ إنها تدل على أن زيادة القيمة السوقية/الدفترية بمقدار وحدة واحدة يقابلها زيادة في قيمة الشركة ممثلاً بقيمة Tobin's Q بمقدار 0.182 وحدة، أي أن هناك إمكانية للتنبؤ بقيمة الشركة باستخدام القيمة السوقية/الدفترية، وقد ظهرت معنوية الأنموذج المقدر عبر معنوية قيمة F المحسوبة والبالغ قيمتها 9.8162 وهذه قيمة جوهرية عند أي مستوى من خلال ما فسرتة قيمة P الاحتمالية البالغة قيمتها أقل من 1%، مما يدل على معنوية الأنموذج المقدر من الناحية الاحصائية، كما بينت قيمة Adj. R² أن التغير في القيمة السوقية الى القيمة الدفترية تفسر التغيرات في قيمة الشركة بنسبة 19.82%.

٢. ويبين الجدول (٥) عدم معنوية العلاقة بين متغير لوغاريتم الحجم وبين المتغير المعتمد من خلال احتساب إحصاء t، وهذه نتيجة طبيعية حيث لا يمكن الاعتماد على قيمة الشركة عبر اجمالي موجوداتها كونها تمثل تقدير الحجم الإجمالي للشركة، ولا تعطي المعلومة الدقيقة والحديثة لوضع الشركة، إذ قد تكون الموجودات مجرد أداة تاريخية صامتة لا تفيد في شيء سوى معرفة مقدار

المبلغ المحاسبي والقانوني لبند ممتلكات الشركة. كما ظهرت عدم معنوية العلاقة بين معامل بيتا وبين مؤشر قيمة الشركة، وهذه نتيجة غير طبيعية، تؤثر الى عدم استجابة قيمة الشركة للتغيرات الحاصلة في عائد ومخاطر سهم الشركة الى التغيرات الحاصلة في مؤشر السوق، أي أن قيمة الشركة تتحدد وفق معلومات تمتلكها الإدارة ولا تعكسها ظروف السوق، وقد يكون السبب هو عدم وجود كفاءة معلوماتية في السوق.

٣. يؤشر الجدول (٥) بيان الأثر في قيمة الشركة في المعادلة الثانية بعد أن تم إدخال كلفة حق الملكية وكذلك الرفع المالي، وقد تبين ملاءمة الأنموذج من الناحية الاحصائية وبدلالة قيمة F المحسوبة والبالغ قيمتها (35.3601) عند مستوى معنوية أقل من 1%، كما أن القوة التفسيرية للأنموذج أشرت ارتفاعاً بعد إدخال الرفع المالي وكلفة حق الملكية 61.62% مقارنة بالمعادلة (1)، إذ فسر الارتفاع تزايداً بمقدار (41.8%)، وقد أشرت قيمة ميل معامل التقدير لكلفة حق الملكية بـ (11.843-) وهي تعد أعلى نسبة، عند مستوى معنوية أقل من 1% وبإشارة سالبة متوقعة، والتي تبين بأن زيادة مقدار كلفة حق الملكية بمقدار وحدة واحدة، يؤشر بانخفاض قيمة الشركة بقيمة 11.84 وحدة، وهذه نتيجة طبيعية بسبب اعتماد غالبية الشركات عينة الدراسة للمدة ٢٠١٠-٢٠١٨ على رأس المال، وقد بلغ قيمة ميل معامل التقدير للرفع المالي (-0.794) وعند مستوى معنوية أقل من 1% وبإشارة سالبة متوقعة، والتي تفسر بأنه زاد مقدار الرفع المالي بمقدار وحدة واحدة، أدى ذلك الى تقليل قيمة الشركة بقيمة 0.794 وحدة، وهذا أمر طبيعي، يدل على ان زيادة الأموال المقترضة (الرفع المالي) في هيكل تمويل الشركات يترتب عليه تحمل الشركة لأعباء ثابتة قد تؤدي الى ظهور مخاطر تواجه الشركات، كما أن ادخال كلفة الملكية والرفع المالي الى الأنموذج أدى الى معنوية قيمة معامل بيتا في تفسير قيمة الشركة وبمعامل تقديره قدره 1.044- وعند مستوى معنوية أقل من 1%، تبين الى ان ارتفاع معامل بيتا بقيمة وحدة واحدة يؤدي الى انخفاض قيمة الشركة بمقدار 1.044 وحدة، مما يبين الى ان ارتفاع مخاطر السهم العادي يؤدي بالنتيجة الى تقليل قيمة الشركة بنفس قيمة معامل بيتا. وبين الجدول عدم معنوية معامل لوغاريتم الحجم في تفسير قيمة الشركة السوقية من خلال دلالة قيمة t المحتسبة.

ب. الأثر في أداء الشركة (العائد على الموجودات): يوضح الجدول (٦) الأثر في معدل العائد على الموجودات بإدخال بعض متغيرات السيطرة والممثلة بكل من القيمة السوقية/الدفترية، ومعامل بيتا، ولوغاريتم الحجم، وقد أشرت الجدول أن المعادلة الأولى غير ذات دلالة احصائية من خلال ما فسرتة قيمة F المحتسبة وعند مستوى معنوية 1% و 5%، كما لم يتم اختبار التحسن في معنوية معامل التحديد ($Adj.R^2$) للأنموذج، حيث بلغت قيمة معامل التحديد 1.71%، كما لم تظهر معنوية العلاقة الاحصائية بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير المعتمد، عبر عدم معنوية قيمة t المحتسبة عند مستويي الثقة 1% و 5%، وبذلك لا يستدل بالمحتوى المعلوماتي للمتغيرات المستقلة في التنبؤ بأداء الشركة أي أن المعلومات المعتمدة في العائد على الموجودات لا تنعكس بالقيمة السوقية/الدفترية ولا بحجم موجوداتها، وأن خطر معامل بيتا لا يؤثر في العائد على الموجودات. يظهر الجدول (٦) الأثر في أداء الشركة (العائد على الموجودات) في المعادلة الثانية بعد ادخال كلفة حق الملكية والرفع المالي الى المعادلة، ويوضح الجدول (٦) ملائمة الأنموذج من الناحية الاحصائية وبدلالة قيمة F المحتسبة والبالغ معنويتها احصائياً صفرأ الى المرتبة الثالثة بعد الفارزة، كما أن قوة تفسير معامل التحديد للأنموذج $Adj.R^2$ أوضحت ارتفاعاً بإدخال مؤشرات

هيكل رأس المال (21.15%) وبذلك فإن مؤشرات كلفة رأس المال (الرفع المالي) حسنت من القوة التفسيرية للأنموذج، مقارنة بالقوة التفسيرية قبل إدخالها (-1.7%)، وهذا الارتفاع لا يعود الى إدخال كلفة حقوق الملكية، بل تعود الى إدخال متغير القيمة السوقية/الدفترية ومؤشر الرفع المالي الذي يشكل أهمية في تقييم العائد على الموجودات.

الجدول (٦): نماذج تطبيق أثر كلفة رأس المال في أداء الشركة (العائد على الموجودات) قبل وبعد ادخال متغيرات كلفة رأس المال

المعادلة الثانية		المعادلة الأولى		المتغير المعتمد المتغيرات المستقلة
العائد على الموجودات		العائد على الموجودات		
t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	
(-1.59)	-0.098	(-0.522)	-0.006	معامل بيتا
(-3.578)***	-0.025	(0.949)	0.005	القيمة السوقية/الدفترية
(-0.241)	-0.0004	(0.998)	3.91E-06	لوغار يتم الحجم
(-1.491)	-1.044			كلفة حق الملكية
(5.627)***	0.09			الرفع المالي
0.2483		0.0115		R ²
0.2115		-0.0171		Adj. R ²
6.739***		0.4018		F

***P<0.01

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews10.

وأشّر الجدول (٦) بأن غالبية الأثر في العائد على الموجودات يعود الى الرفع المالي بمعامل ميل 0.09، وبإشارة موجبة تعني أن زيادة درجة الرفع المالي نتيجة الاقتراض بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة العائد على الموجودات بمقدار 0.09 وحدة، ويعود السبب في ذلك الى انخفاض الاموال المقترضة نسبة الى اجمالي هيكل رأس المال، أو قد تعود الى انخفاض نسبة التكاليف التي تتحملها الشركة نتيجة الاستفادة من المزايا الضريبية التي تحصل عليها الشركة نتيجة استخدامها للقروض مما يؤدي بالتالي الى ارتفاع الربح المحاسبي، ويليهما القيمة السوقية/الدفترية -0.025 وبمستوى معنوية أقل من 1%، والتي ظهرت بمعلمة ذات اشارة سالبة وبشكل غير متوافق مع الاشارة المتوقعة لها، كما لم تظهر معنوية معامل بيتا وكلفة حق الملكية ولوغار يتم الحجم بدلالة احتساب قيمة t عند أي من المستويين (1%، 5%).

الاستنتاجات والمقترحات:

أولاً. الاستنتاجات: أهم ما توصلت اليه الدراسة يمكن توضيحه من خلال الآتي:

١. يعد معيار كلفة رأس المال جوهر اتخاذ القرار التمويلي للشركات في ظل تبادلية العلاقة بين العائد والكلفة، وان قلة الاهتمام بمزيج مصادر التمويل وخاصة فيما يتعلق باحتساب تكلفتها لمقابلة عوائدها يجعل من قرارات إدارة الشركة وأصحاب المصلحة عرضة للتشويش والتظليل، مما قد يؤدي بالنتيجة الى تقليل قيمة الشركة وأدائها المالي.

٢. تم الاعتماد على مقاييس كلفة الأسهم العادية والرفع المالي لحساب كلفة حق الملكية من أجل تحديد أثرها في قيمة الشركة من خلال مؤشر توبن Q، وأداء الشركة من خلال العائد على الموجودات، أي قد تواجه إدارة الشركات مشكلة في تحديد استخدام المقاييس المناسبة من مصدر لآخر أو من مقياس لآخر، بسبب اختلاف مستوى مصادر التمويل واختلاف كلفة كل مصدر بين الشركات، أو ما بين كيفية توظيف هذه الأموال، مما يعني بضرورة الاعتماد على قرارات استثمارية التي تحقق عائد أعلى من كلفة هذه الأموال بشكل مترابط مع تحقيق ارتفاع في قيمة الشركة.
 ٣. يكون لكلفة رأس المال أثر إيجابي على قيمة الشركة إذا استطاعت إدارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات التي يتم تمويلها بمختلف مصادر التمويل بمعدل أعلى من كلفة مصادر التمويل.
 ٤. يوجد أثر لكلفة رأس المال على قيمة الشركة (توبن Q) لعينة الدراسة، مما يعني بالضرورة أن تقوم الشركات بالاقتراض وزيادة رأس المال عندما تكون كلفتهم أقل من العائد على الاستثمارات، حيث أن نسبة ما تفسره كلفة رأس المال في تحديد قيمة الشركة تزداد بعد أن تم إدراج كلفة رأس المال، وبالتالي يمكن الاعتماد على كلفة رأس المال في تفسير قيمة الشركة.
 ٥. لا يوجد أثر لكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي مقاساً بالعائد على الموجودات، وقد يعود السبب في ذلك إلى أن إدارة الشركة تستخدم الأموال لسد المطلوبات قصيرة ومتوسطة الأجل، الأمر الذي يعني عدم استغلال الأموال المتاحة بشكل كامل لتوظيفها في الاستثمارات.
- ثانياً. المقترحات:** تم صياغة مجموعة مقترحات استناداً إلى الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة، وكما يلي:

١. نظراً لأهمية تقدير طرق حساب كلفة حق الملكية بين الشركات واستخدامها للتنبؤ بتحديد قيمة الشركة، تقترح الدراسة أن يتم إدراج القرارات التمويلية لإدارة الشركة ضمن آلية احتساب التحليل المالي من قبل المتعاملين في السوق المالي لتقدير تكلفتها وإدارتها بشكل دقيق.
٢. بسبب ارتفاع تكلفة رأس المال في الشركات عينة البحث، لذا تقترح الدراسة الاستفادة منها من قبل إدارة الشركة والمتعاملين في سوق العراق للأوراق المالية على أنها إشارة ذات طابع معلوماتي يمتلكها مدراء الشركات بشأن قيمة الشركة.
٣. نظراً للأثر السلبي لكلفة رأس المال في تحديد قيمة الشركة، لذا تقترح الدراسة إدراج إدارة المخاطر واستراتيجيتها ضمن صلب قرارات الشركة التمويلية، لضمان احتساب ومراقبة الآليات المتبعة في تحليل تقييم القرارات التمويلية لتقدير وإدراك نتائج التمويل وتأثيراتها المحتملة التي تنتج عن المخاطر لضمان تحقيق أكبر عائد وبأقل مخاطر ممكنة للشركات المساهمة.
٤. إن من المضامين المهمة التي يوصي بها الباحث ضرورة إعداد دراسات إضافية حول تكلفة هيكل رأس المال من خلال توسيع حجم العينة للمستوى المقطعي والسلسلة الزمنية لبيان الفجوات ومعالجتها.
٥. أهمية تطبيق نطاق هذا البحث لتشمل قطاعات مختلفة وأسواق أخرى، لتفاوت بيئة التطبيق في اظهار نتائج القرارات التمويلية التي تتخذها إدارة الشركة لتفسير قيمة الشركة وأدائها المالي.

المصادر

اولاً. المصادر العربية:

١. الصفحة الرسمية لسوق العراق للأوراق المالية:

<http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html>

٢. الجميل، سرمد كوكب، ٢٠١٨، المدخل الى الأسواق المالية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
٣. عبدالله، هيثم يعقوب اسحاق، ٢٠١٥، الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة-دراسة ميدانية لعينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في الفترة ٢٠٠٤-٢٠١٣، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
٤. عليوي، نشأت حكمت، ٢٠١٩، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.
٥. مجيد، محمد فوزي، ٢٠١٥، استخدام نوعية العوائد مدخلاً لتفسير هيكل رأس المال-دراسة لعينة عمدية من الشركات المساهمة المدرجة في سوقي العراق وعمان للأوراق المالية للمدة ٢٠١٠ الى ٢٠١٤، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل.

ثانياً. المصادر الأجنبية:

1. Abdul Sattar, Muhammad Shadab, 2015, Cost of Capital-The Effect to the Firm Value and Profitability; Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index, Journal of Poverty, Investment and Development, Vol.17, PP: 24-28.
2. Al-Nsour, Osama J. & Al-Muhtadi, Akram, 2019, Capital Structure, Profitability and Firm's Value: Evidence from Jordan, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.10, No.20, PP: 73-80.
3. Antwi, S., Mills, E., Zhao.X., 2012, Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana, International Journal of Business and Social Science, Vol. 3, No. 22, PP: 103-111.
4. Ayeni, Toba Michael & Olaoye, Babatunde Johnson, 2015, Cost of capital theory and firm value: Conceptual Perspective, International Journal of Multidisciplinary Research and Development, Volume, 2, Issue, 10, PP: 632-636.
5. Baltagi, Badi H., 2005, Econometric Analysis of Panel Data, John Wiley & Sons Ltd, 6TH Edition, USA.
6. Berry, S., Betterton, C., Karagiannidis, I., 2014, Understanding Weighted Average Cost of Capital: A Pedagogical Application, Journal of Financial Education, PP: 11-32.
7. Ibrahim, Umar Abbas & Isiaka, AbdulQudus, 2020, Effect of Financial Leverage on Firm Value: Evidence From Selected Firms Quoted on the Nigerian Stock Exchange, European Journal of Business and Management, Vol.12, No.3, PP: 124-135.
8. Khanam, F., Nasreen, Sh., Pirzada, S., 2014, Impact of Capital Structure on Firm's Financial Performance: Evidence from Food Sector of Pakistan, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.11, PP: 93-105.
9. Kontesa, Maria, 2015, Capital Structure, Profitability, and Firm Value. Whats New? Research Journal of Finance and Accounting, Vol.6, No.20, PP: 185- 192.
10. Rosikah, Prananingrum, D., Muthalib, D., Azis, M., Rohansyah, M., 2018, Effects of Return on Asset, Return On Equity, Earning Per Share on Corporate Value, The International Journal of Engineering and Science, Vol. 7, Issue, 3., PP: 6-14.