IRAQI Academic Scientific Journals
العراقية المجلات الأكاديمية العلمية
مجلة جامعة الكوت
ISSN (E): 2616 - 7808 II ISSN (P): 2414 - 7419
js.uokut.edu.iq
k.u.c.j.sci@alkutcollege.edu.iq
عدد خاص - المؤتمر العلمي التاسع للعلوم الإدارية والاقتصادية - 2-3 مايو/ ايار 2026

أثر هياكل رأس المال في الأداء المالي للشركات المساهمة العراقية
دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2019–2023)

هاجر عبدالحسين عباس [1] ، علي سعد علوان [2]

انتساب الباحثين
[1] جامعة بغداد، كلية التمريض، العراق، بغداد، 10001

[2] كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوت، العراق، واسط، الكوت، 52001

[1]hajir.a@conursing.uobaghdad.edu.iq
[2] ali.s.al-musawi@uokut.edu.iq

[1] **المؤلف المراسل**

معلومات البحث
تاريخ النشر: آب 2026

المستخلص

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر هياكل رأس المال في الأداء المالي للشركات المساهمة العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) للمدة الممتدة من عام 2019 إلى عام 2023. تعتمد الدراسة على منهجية بيانات اللوحة المتوازنة (Balanced Panel Data) لعينة مؤلفة من (30) شركة ضمن القطاعين الصناعي والمصرفي، إذ تُوظّف نماذج التأثيرات الثابتة (FEM) التي رجّحها اختبار Hausman. تشمل متغيرات الدراسة نسبة الديون إلى حقوق الملكية (DER) متغيراً مستقلاً رئيساً، والعائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) وصافي هامش الربح (NPM) متغيراتٍ تابعة، فضلاً عن حجم الشركة (SIZE) والسيولة (LIQ) متغيرين ضابطين. كشفت النتائج عن وجود أثر سلبي ومعنوي إحصائياً للرفع المالي على كل من ROA وNPM، وأثر إيجابي على ROE يُفسَّر بمفعول الرافعة المالية في المدى القصير. وخلص البحث إلى ضرورة انتهاج الشركات العراقية سياسات تمويلية متوازنة وفق نظرية التسلسل الهرمي للتمويل.

الكلمات المفتاحية: هياكل رأس المال، الأداء المالي، الرفع المالي، نظرية المقايضة، سوق العراق للأوراق المالية

Affiliation of Authors
[1] College of Nursing, University of Baghdad, Iraq, Baghdad, 10001

[2] College of Administration & Economics, University of Kut, Iraq Wasit, Kut, 52001

[1]hajir.a@conursing.uobaghdad.edu.iq
[2] ali.s.al-musawi@uokut.edu.iq

[1] **Corresponding Author**

Paper Info.
Published: Aug. 2026

The Impact of Capital Structure on the Financial Performance of Iraqi Joint-Stock Companies Listed on the Iraq Stock Exchange for the Period (2019–2023) An Applied Study on Companies Listed on the Iraq Stock Exchange

Hajir Abdulhussain Abbas [1] , Ali Saad Alwan [2]

Abstract

This study examines the impact of capital structure on the financial performance of Iraqi joint-stock companies listed on the Iraq Stock Exchange (ISX) over the period 2019–2023. Using balanced panel data for a sample of 30 industrial and banking firms, the research employs Fixed Effects Models (FEM) selected through the Hausman specification test. The debt-to-equity ratio (DER) serves as the primary independent variable, while ROA, ROE, and NPM represent performance measures. Size and liquidity are included as control variables. Results reveal a statistically significant negative effect of leverage on ROA and NPM, and a positive effect on ROE attributable to the short-run financial leverage effect. The study concludes that Iraqi firms should adopt balanced financing strategies consistent with the Pecking Order Theory.

Keywords: Capital Structure, Financial Performance, Financial Leverage, Trade-off Theory, Iraq Stock Exchange

مقدمة

يُشكّل قرار هيكل رأس المال أحد أعمق المحاور في الفكر المالي المعاصر، إذ ينصبّ جوهره على تحديد المزيج الأمثل بين الديون وحقوق الملكية الذي يُعظّم قيمة الشركة ويُقلّص تكلفة رأس المال المرجّحة (WACC). وقد أرسى Modigliani وMiller الأُسُسَ النظرية لهذا النقاش عام 1958 حين أثبتا في ظل أسواق مالية كاملة استقلاليةَ قيمة الشركة عن قراراتها التمويلية، ثم عادا عام 1963 ليُدخلا الدرع الضريبي في المعادلة مؤكدَين أفضلية التمويل بالدين من منظور ضريبي بحت[1,2]. بيد أن واقع الأسواق المالية

أفضى إلى ثلاثة روافد نظرية متكاملة: نظرية التسلسل الهرمي التي أكد فيها Myers وMajluf تفضيل الشركات للتمويل الداخلي قبل الخارجي بسبب عدم التماثل المعلوماتي[3]، ونظرية تكاليف الوكالة التي كشف فيها Jensen وMeckling عن الصراع بين مصالح المساهمين والمديرين والدائنين وأثره في هيكل التمويل[4]، ونظرية الإشارة التي رأى فيها Ross أن الرفع المالي يُرسل إشارات إيجابية إلى السوق حول جودة الشركة[5]. فضلاً عن ذلك، أضاف Myers بُعداً آخر تمثّل في مشكلة نقص الاستثمار الناجمة عن الاعتماد المفرط على الدين[6].

على الرغم من غزارة الأدبيات العالمية المتعلقة بهياكل رأس المال، يتسم السياق العراقي بخصوصية جوهرية تستوجب دراسة مستقلة؛ إذ تعاني أسواق رأس المال المحلية من محدودية أدوات التمويل، وضعف الشفافية المحاسبية، وهشاشة البيئة المؤسسية، في ظل اقتصاد يمر بمرحلة إعادة بناء ما بعد الصراعات. وقد كشف الواقع التمويلي للشركات المساهمة العراقية عن اعتماد مفرط على الائتمان المصرفي قصير الأجل مقارنةً بنظيراتها في الاقتصاديات الناشئة، وهو ما يُفضي حتماً إلى ضغوط متصاعدة على الربحية وتكاليف وكالة مرتفعة. يأتي هذا البحث من ثمّة ليسدّ فجوة بحثية حقيقية بتحليل أثر هياكل رأس المال في الأداء المالي لشركات القطاعين الصناعي والمصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) للمدة (2019–2023).

يعتمد البحث منهجية بيانات اللوحة المتوازنة (Balanced Panel Data) لعينة مؤلفة من (30) شركة، مُستخدِماً نسبة الديون إلى حقوق الملكية (DER) مقياساً للرفع المالي، والعائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) وصافي هامش الربح (NPM) مؤشراتٍ للأداء. يُسهم البحث في الأدبيات المالية عبر ثلاثة محاور: أولها تقديم أدلة تجريبية جديدة من بيئة ناشئة نادراً ما تُدرَس، وثانيها توظيف نماذج التأثيرات الثابتة المُصحَّحة بمشابه Kraay-Driscoll التي تتفوق منهجياً على الدراسات المقطعية التقليدية، وثالثها اختبار قدرة النظريات المالية الكبرى على تفسير السلوك التمويلي في الأسواق الناشئة محدودة الكفاءة. يتألف البحث من أربعة أجزاء رئيسة: منهجية البحث، والإطار النظري، والجانب التطبيقي، ثم الاستنتاجات والتوصيات.

أولاً: منهجية البحث

1.1 مشكلة البحث

تُشكّل قرارات هيكل رأس المال محوراً جوهرياً في الفكر المالي المعاصر، نظراً لارتباطها المباشر بالكفاءة التشغيلية وقيمة الشركة. غير أن الأدبيات المالية لا تزال تشهد جدلاً واسعاً حول طبيعة هذه العلاقة وحجمها واتجاهها في سياق الاقتصاديات الناشئة. ففي بيئة السوق العراقية التي تتسم بضعف كفاءة سوق الأوراق المالية، ومحدودية القنوات التمويلية، وهشاشة الشفافية المحاسبية، يُطرح السؤال الجوهري: هل تُوظّف الشركات المساهمة العراقية هياكل رأسمالية مثلى تنعكس إيجاباً على مؤشرات أدائها المالي، أم أن الاعتماد المفرط على الرفع المالي يُثقل كاهلها بتكاليف الضائقة المالية وتكاليف الوكالة؟

يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلات الآتية:

أولاً: ما طبيعة العلاقة بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية (DER) والعائد على الأصول (ROA) في الشركات العراقية المدرجة؟

ثانياً: هل يُحدث الرفع المالي أثراً معنوياً في العائد على حقوق الملكية (ROE) وصافي هامش الربح (NPM) للشركات عينة البحث؟

ثالثاً: هل تنسجم هياكل رأس المال السائدة في الشركات العراقية مع المُقتضيات النظرية لنظرية التسلسل الهرمي للتمويل أو نظرية المقايضة؟

1.2 أهمية البحث

أ) الأهمية العلمية

تستمد هذه الدراسة قيمتها العلمية من عدة اعتبارات: فهي تُعالج فجوة بحثية واضحة في الأدبيات المالية العربية المتعلقة بهياكل رأس المال في البيئة العراقية، إذ إن الدراسات التطبيقية في هذا الشأن تبقى نادرة قياساً بنظيراتها في الاقتصاديات الناشئة الأخرى. فضلاً عن ذلك، تُوظّف الدراسة أدوات اقتصادية قياسية متقدمة كنماذج بيانات اللوحة والتصحيحات الإحصائية (Driscoll-Kraay) بما يمنح نتائجها صرامةً منهجيةً أعلى مقارنةً بالدراسات المقطعية التقليدية. وتُضيف الدراسة قرائن تجريبية جديدة حول مدى انطباق النظريات المالية المعروفة على الأسواق الناشئة محدودة الكفاءة.[7]

ب) الأهمية التطبيقية

على صعيد التطبيق، تُقدّم الدراسة توجيهات عملية للمديرين الماليين في الشركات العراقية بشأن رسم سياسات تمويلية تُعظّم الأداء وتُقلص تكاليف رأس المال. كما تُفيد المستثمرين في تقدير مخاطر المحفظة الاستثمارية المرتبطة بهياكل رأس المال، وتُزود هيئة الأوراق المالية العراقية بمعطيات تُسهم في تحسين متطلبات

الإفصاح. وتُشكّل الدراسة قاعدة مرجعية يمكن الإفادة منها في تطوير السياسات المالية والرقابية المتعلقة بأسواق رأس المال الناشئة.

1.3 أهداف البحث

يسعى البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

الهدف الأول: اختبار أثر هيكل رأس المال –مقيساً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية– في مؤشرات الأداء المالي للشركات المساهمة العراقية (ROA, ROE, NPM).

الهدف الثاني: تحليل الأهمية الإحصائية والاقتصادية للعلاقة بين الرفع المالي والربحية باستخدام نماذج بيانات اللوحة المتوازنة للمدة (2019–2023).

الهدف الثالث: الكشف عن أثر المتغيرات الضابطة (حجم الشركة والسيولة) في الأداء المالي.

الهدف الرابع: اختبار قدرة النظريات المالية الكبرى –المقايضة والتسلسل الهرمي– على تفسير السلوك التمويلي للشركات العراقية.

الهدف الخامس: تقديم توصيات عملية للمديرين الماليين وصانعي السياسات لتحسين قرارات هيكل رأس المال في السياق العراقي.

1.4 فرضيات البحث

انطلاقاً من مشكلة البحث وأهدافه، صاغ الباحث الفرضيات الآتية:

الفرضية الأولى H_1: يوجد أثر سلبي ومعنوي إحصائياً لنسبة الديون إلى حقوق الملكية (DER) في العائد على الأصول (ROA) للشركات المساهمة العراقية.

الفرضية الثانية H_2: يوجد أثر معنوي إحصائياً لنسبة الديون إلى حقوق الملكية (DER) في العائد على حقوق الملكية (ROE).

الفرضية الثالثة H_3: يوجد أثر سلبي ومعنوي إحصائياً لنسبة الديون إلى حقوق الملكية (DER) في صافي هامش الربح (NPM).

الفرضية الرابعة H_4: يوجد أثر إيجابي ومعنوي إحصائياً لحجم الشركة (SIZE) والسيولة (LIQ) في مؤشرات الأداء المالي الثلاثة.

1.5 حدود البحث

الحدود الموضوعية: يقتصر البحث على دراسة أثر هياكل رأس المال في الأداء المالي، ولا يتناول محددات هيكل رأس المال أو أثره في القيمة السوقية للشركة.

الحدود المكانية: الشركات المساهمة العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) ضمن القطاعين الصناعي والمصرفي.

الحدود الزمانية: تمتد الدراسة من عام 2019 إلى عام 2023 (خمس سنوات)، وقد استُبعد عام 2020 ابتداءً من الاختبارات الفرعية نظراً للتأثيرات الاستثنائية لجائحة كوفيد-19، غير أن التحليل الرئيس أبقى عليه ضمن العينة الكاملة مع اختبار أثره عبر متغير وهمي.

1.6 منهج البحث

يعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي في عرض الأدبيات النظرية وتشخيص الواقع المالي للشركات العينة، كما يوظّف المنهج الاستقرائي الاستنباطي عبر صياغة فرضيات قابلة للاختبار من النظريات المالية الكبرى واختبارها تجريبياً. وعلى صعيد الأدوات الكمية، يستعين البحث بنماذج الانحدار بالبيانات اللوحية (Panel Data Regression) وفق ثلاثة مداخل: Pooled OLS، ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، ونموذج التأثيرات العشوائية (REM)، مع تطبيق اختبارات التشخيص اللازمة لاختيار النموذج الأنسب. وقد استُخدم برنامج EViews 12 لتنفيذ جميع التقديرات.

1.7 مجتمع البحث وعينته

يشمل مجتمع البحث جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) البالغ عددها (98) شركة موزعة على عدة قطاعات اقتصادية حتى نهاية عام 2023. اعتمد الباحث معايير الاختيار الآتية لتحديد العينة القصدية:

المعيار الأول: استمرار إدراج الشركة في السوق طوال المدة الزمنية للدراسة (2019–2023) دون انقطاع.

المعيار الثاني: توافر البيانات المالية السنوية المدققة كاملةً للمدة المذكورة.

المعيار الثالث: انتماء الشركة إلى القطاع الصناعي أو المصرفي لضمان تجانس نسبي في طبيعة النشاط والهيكل المالي.

المعيار الرابع: استبعاد الشركات التي تعرضت لأحداث استثنائية جوهرية (اندماج، تصفية، إعادة هيكلة كاملة) خلال المدة.

أسفر تطبيق هذه المعايير عن عينة نهائية قوامها (30) شركة، منها (17) شركة صناعية و(13) مصرفاً، مما يُعطي إجمالي (150) مشاهدة في إطار بيانات اللوحة المتوازنة (Balanced Panel Data).

1.8 متغيرات البحث وقياسها

أ) المتغيرات التابعة (Dependent Variables)

اعتمد البحث ثلاثة مؤشرات لقياس الأداء المالي بما يُوفر رؤية شاملة ومتعددة الأبعاد:

العائد على الأصول (ROA): يقيس كفاءة إدارة الأصول في توليد الأرباح، ويُحسب وفق المعادلة: ROA = صافي الربح بعد الضريبة ÷ متوسط إجمالي الأصول.

العائد على حقوق الملكية (ROE): يعكس العائد المتحقق للمساهمين، ويُحسب وفق: ROE = صافي الربح بعد الضريبة ÷ متوسط حقوق الملكية.

صافي هامش الربح (NPM): يُشير إلى نسبة الربح الصافي من إجمالي الإيرادات، ويُحسب وفق: NPM = صافي الربح بعد الضريبة ÷ صافي الإيرادات التشغيلية.

ب) المتغير المستقل الرئيس (Independent Variable)

نسبة الديون إلى حقوق الملكية (Equity -to-Debt –DER Ratio): تُمثّل المقياس الأساسي لهيكل رأس المال والرفع المالي، وتُحسب وفق: DER = إجمالي الديون (قصيرة وطويلة الأجل) ÷ إجمالي حقوق الملكية.

ج) المتغيرات الضابطة (Control Variables)

حجم الشركة (SIZE): يُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Ln Total Assets) للتخلص من مشكلة اللاتجانس والأرقام الكبيرة.

نسبة السيولة (LIQ): تُحسب بقسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة (Current Ratio)، وتُعبّر عن قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

1.9 النموذج القياسي للبحث

اعتماداً على المتغيرات السابقة وأدبيات بيانات اللوحة، صِيغت ثلاثة نماذج اقتصادية قياسية متماثلة الهيكل كما يلي:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$NPM_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

حيث: (i) تُشير إلى الشركة (i = 1, 2, …, 30)، و(t) إلى السنة (t = 2019, …, 2023)، و(α) الثابت، وβ_1، β_2، β_3 معاملات الانحدار، و($i\mu$) التأثير الفردي غير الملاحظ الثابت عبر الزمن، و($it\varepsilon$) حد الخطأ العشوائي.

لاختيار النموذج الأنسب اتُّبعت خطوات التشخيص التالية: (1) اختبار F لاختيار بين Pooled OLS ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM). (2) اختبار Pagan-Breusch لاختيار بين Pooled OLS ونموذج التأثيرات العشوائية (REM). (3) اختبار manHaus للمفاضلة بين FEM وREM. كما جرى التحقق من الفروض القياسية عبر: اختبار Wooldridge للارتباط التسلسلي، واختبار Modified Wald لتجانس التباين، واختبار VIF للكشف عن التعدد الخطي، وتصحيح الأخطاء المعيارية باستخدام مشابه Kraay-Driscoll.[15][17][16][17]

ثانياً: الإطار النظري ومراجعة الأدبيات

2.1 مفهوم هيكل رأس المال

يُعرَّف هيكل رأس المال بأنه المزيج التمويلي الذي تعتمده الشركة لتمويل أصولها وعملياتها، ويشمل هذا المزيج الديون بأنواعها (قصيرة وطويلة الأجل، مضمونة وغير مضمونة، مباشرة وعبر إصدار الأوراق المالية) إضافةً إلى حقوق الملكية (الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة). ويُعدّ قرار هيكل رأس المال من أعقد القرارات التمويلية لأنه ينطوي على مقايضة بين تكلفة رأس

المال المرجحة (WACC) وتكاليف الضائقة المالية وتكاليف الوكالة من جهة، والمنافع الضريبية للدين وميزة الرافعة المالية من جهة أخرى.

2.2 النظريات المُفسِّرة لهيكل رأس المال

أ) نظرية Modigliani-Miller (MM, 1958 & 1963)

أرسى Modigliani وMiller عام 1958 نظرية تحييد هيكل رأس المال (Capital Structure Irrelevance Proposition)، مؤكدَين في ظل أسواق كاملة (بلا ضرائب ولا تكاليف إفلاس ولا معلومات غير متماثلة) أن قيمة الشركة مستقلة تماماً عن قراراتها التمويلية. وفي عام 1963، أدرجا الضريبة على دخل الشركات فاستنتجا أن التمويل بالدين يرفع قيمة الشركة بمقدار الدرع الضريبي (Tax Shield = τ × D)، مما يُشير نظرياً إلى أن التمويل الكامل بالدين هو الأمثل. غير أن هذه النتيجة الحدية أفضت إلى الحاجة لاستيعاب متغيرات واقعية جديدة ومنها تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة.[1,2][2]

ب) نظرية المقايضة (Trade-off Theory)

تقوم هذه النظرية على التوازن بين المنافع الضريبية للدين من جهة، وتكاليف الضائقة المالية (Financial Distress Costs) التي تشمل التكاليف المباشرة للإفلاس والتكاليف غير المباشرة كفقدان العملاء والموردين والكفاءات البشرية من جهة أخرى. وتتنبأ النظرية بوجود نسبة دين مستهدفة (Target Leverage Ratio) تتقاطع عندها المنفعة الحدية للدرع الضريبي مع التكلفة الحدية لتكاليف الضائقة. وتتوافق مع هذا الإطار نتائج Myers (1977) الذي أشار إلى مشكلة نقص الاستثمار (Underinvestment Problem) التي تنشأ حين ترتفع نسب الدين.[6]

ج) نظرية التسلسل الهرمي (Pecking Order Theory, Myers & Majluf, 1984)

في ظل عدم التماثل المعلوماتي، يرى Myers وMajluf أن الشركات تُفضّل التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) على التمويل الخارجي. وحين تحتاج إلى تمويل خارجي، تُقدّم الدين على إصدار الأسهم لأن إصدار الأسهم يُرسل إشارةً سلبيةً إلى السوق بأن الإدارة تعتقد أن السهم مُبالَغ في تقييمه. وبحسب هذه النظرية لا توجد نسبة دين مستهدفة، بل إن مستوى الدين هو محصّلة مراكمة العجوزات التمويلية.[3]

د) نظرية تكاليف الوكالة (Agency Cost Theory, Jensen & Meckling, 1976)

يُقدّم Jensen وMeckling تحليلاً للتكاليف الناجمة عن الفصل بين الملكية والإدارة، ويُميّزون بين نوعين: تكاليف وكالة الأسهم (بين المساهمين والمديرين) التي تنخفض مع زيادة الدين لأنه يُقيّد سلوك المديرين الانتهازي، وتكاليف وكالة الدين (بين المساهمين والدائنين) التي ترتفع مع ارتفاع نسب الدين بسبب مشكلة نقص الاستثمار وإحلال الأصول (Asset Substitution). وتُشير نظرية الوكالة إلى هيكل مثالي يُوازن بين النوعين من التكاليف.[4]

هـ) نظرية الإشارة (Signaling Theory, Ross, 1977)

يرى Ross أن الإدارة تستعمل هيكل رأس المال وسيلةً للإشارة إلى السوق حول جودة الشركة ومستوى نضجها. فالشركات القوية قادرة على تحمّل ديون أعلى دون تهديد استمراريتها، مما يجعل الرفع المالي المرتفع إشارةً إيجابيةً في ظروف بعينها، في حين يُعكّر إصدار الأسهم الصورة لدى المستثمرين.[5]

2.3 الأداء المالي: المفهوم والمقاييس

يُعرَّف الأداء المالي بأنه الدرجة التي تحقق بها الشركة أهدافها المالية المتمثلة في تعظيم قيمة الثروة للمساهمين وتحسين مستوى الربحية والاستدامة التشغيلية. وتنقسم مقاييس الأداء المالي في الأدبيات إلى محورين: مقاييس محاسبية مثل ROA وROE وNPM والعائد على الاستثمار (ROI)، ومقاييس سوقية مثل نسبة Tobin Q والعائد الإجمالي للمساهم (TSR). اعتمد البحث الحالي على المقاييس المحاسبية الثلاثة (ROA, ROE, NPM) للأسباب التالية: غياب بيانات سوقية موثوقة لكثير من الشركات العراقية المدرجة نظراً لضعف سيولة السوق، وشيوع استخدامها في أدبيات الاقتصاديات الناشئة مما يُسهّل المقارنة، وقدرتها على تمثيل أبعاد متعددة للربحية (ربحية الأصول، وربحية حقوق الملكية، وهامش الإيرادات).

2.4 الدراسات السابقة

أ) الدراسات الدولية

أجرى Abor (2005) دراسةً رائدةً على (22) شركة مدرجة في بورصة غانا للمدة (1998-2002) أثبت فيها أن الرفع المالي قصير الأجل يرتبط إيجابياً بـROE، بينما يرتبط الرفع طويل الأجل بعلاقة سلبية مع الأداء. وجاء Salim و2012) (Yadav ليدرسا (237) شركة ماليزية للمدة (1995-2011) مُقدّمَين أدلةً على أن الرفع الإجمالي يضر بالأداء المحاسبي لكنه يرتبط إيجابياً بـTobin Q في قطاعات بعينها. وعلى مستوى الاقتصاديات الكبرى، دراسة Berger وBonaccorsi di Pat2006) (ti على المصارف الأمريكية وجدت أن الرفع المالي العالي يُحسّن الأداء عبر تقليص تكاليف الوكالة.[7][10][9]

ب) الدراسات العربية

تناول Zeitun و167) (Tian (2007) شركة أردنية للمدة (1989-2003) وكشفا عن أثر سلبي معنوي للرفع الإجمالي على ROA، في حين أبدى الرفع قصير الأجل أثراً سلبياً على Tobin Q. وفي السياق الأردني ذاته توصّل Taani (2013-Al) إلى علاقة سلبية بين الرفع المالي والربحية في الشركات الصناعية. أما Tailab (2014) فقد درس (30) شركة سعودية وأشار إلى أن تكوين الدين (قصير أم طويل الأجل) يُحدث أثراً مختلفاً في ROE وROA. وعلى المستوى العراقي، أشارت دراسة الجبوري (2021) إلى أن الشركات الصناعية العراقية تتبنى هياكل رأسمالية تميل نحو الرفع العالي، مما ينعكس سلباً في ربحيتها رغم توافر فرص استثمارية واعدة.[8][11][12][14]

ج) الفجوة البحثية

تُجمع الدراسات السابقة على وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي وROA في الغالبية العظمى من الأسواق الناشئة، غير أن نتائجها تتباين فيما يخص ROE وNPM تبعاً للسياق المؤسسي ومرحلة التطور المالي. والأهم من ذلك أن الأدبيات التطبيقية المتعلقة تحديداً بالبيئة العراقية تبقى شحيحةً، وتفتقر في مجملها إلى الاستخدام الأمثل لأدوات بيانات اللوحة ومعالجة تكوين البيانات (الارتباط التسلسلي وتفاوت التباين). يسعى البحث الحالي إلى ملء هذه الفجوة.

ثالثاً: الجانب التطبيقي (التحليل والنتائج)

3.1 الإحصاء الوصفي للمتغيرات

يعرض الجدول (1) ملخصاً للإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة استناداً إلى بيانات (150) مشاهدة لعينة الدراسة:

جدول (1): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة (2019–2023)

المتغير	المشاهدات	المتوسط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأقصى
DER	150	1.082	0.674	0.121	3.472
ROA	150	0.043	0.021	0.005	0.112
ROE	150	0.097	0.048	0.011	0.241
NPM	150	0.118	0.063	0.008	0.347
SIZE	150	18.42	1.231	15.87	22.14
LIQ	150	1.741	0.532	0.812	3.954

المصدر: إعداد الباحث بالاستناد إلى البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية وتحليلها ببرنامج EViews 12[19]

تُظهر نتائج الجدول (1) تبايناً واضحاً في نسب الرفع المالي (DER) بين الشركات العينة، إذ تتراوح بين (0.121) كحد أدنى و(3.472) كحد أقصى بمتوسط (1.082)، مما يُشير إلى وجود شركات تعتمد بشكل مفرط على الديون في تمويل أصولها. في حين يبلغ متوسط ROA (4.3%) وهو مستوى متدنٍ نسبياً مقارنةً بالاقتصاديات الناشئة المماثلة، ويُعزى ذلك جزئياً إلى ضغوط الرفع المالي العالي وبيئة المخاطر المرتفعة. ويبلغ متوسط ROE (9.7%) بانحراف معياري (4.8%)، في حين يسجّل NPM متوسطاً (11.8%). كما تُشير قيم LIQ إلى وجود سيولة معقولة في المتوسط (1.741)، غير أن بعض الشركات تعاني من ضغوط سيولة (الحد الأدنى 0.812).

3.2 مصفوفة الارتباط

لاستكشاف طبيعة العلاقات الأولية بين متغيرات الدراسة والتحقق من غياب مشكلة التعدد الخطي الحاد بين المتغيرات المستقلة، يُقدّم الجدول (2) مصفوفة معاملات ارتباط Pearson:

جدول (2): مصفوفة ارتباط Pearson بين المتغيرات الرئيسية

المتغير	DER	ROA	ROE	NPM	LIQ
DER	1.000	-0.412***	0.213**	-0.387***	-0.241**
ROA	-0.412***	1.000	0.681***	0.742***	0.334***
ROE	0.213**	0.681***	1.000	0.589***	0.198**
NPM	-0.387***	0.742***	0.589***	1.000	0.291***
LIQ	-0.241**	0.334***	0.198**	0.291***	1.000

*** معنوي عند مستوى 1%، ** معنوي عند مستوى 5% | المصدر: إعداد الباحث

تُؤكد مصفوفة الارتباط الاتجاهات المتوقعة؛ إذ تُظهر علاقةً سلبيةً معنويةً بين DER وكل من (ROA-0.412) و(NPM-0.387)، في حين تبدو العلاقة بين DER وROE إيجابيةً (0.213). وتتفادى جميع قيم الارتباط بين المتغيرات المستقلة تجاوز حاجز (0.80) مما ينفي وجود تعدد خطي حاد، وهو ما يُؤكده اختبار VIF الذي أعطى قيمةً قصوى (1.87) أقل من الحد المقبول (10).

3.3 اختبارات اختيار النموذج القياسي الأنسب

قبل الإقدام على تقدير النماذج، أُجريت اختبارات التشخيص المعيارية اللازمة لتحديد النموذج الأنسب بين Pooled OLS وFEM وREM، وقد لخّص الجدول (3) نتائج اختبار Hausman الحاسم في هذا الصدد:

جدول (3): نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجَي التأثيرات الثابتة والعشوائية

النموذج	Chi² Statistic	df	Prob.
ROA – FEM vs REM	18.43	3	0.0004
ROE – FEM vs REM	14.71	3	0.0021
NPM – FEM vs REM	21.08	3	0.0001

*** معنوي عند مستوى 1% | المصدر: إعداد الباحث ببرنامج EViews 12

دلّت نتائج اختبار Hausman على رفض فرضية العدم (التي تنص على انتفاء الارتباط بين التأثيرات الفردية والمتغيرات التفسيرية) في جميع النماذج الثلاثة عند مستوى 1%، مما يرجّح استخدام نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) بوصفه الأكثر كفاءةً واتساقاً. كما دعّم اختبار F المقيّد هذا الاختيار إذ رفض نموذج Pooled OLS لصالح FEM في جميع الحالات ($p < 0.001$).

3.4 نتائج نماذج الانحدار بالبيانات اللوحية

يُلخّص الجدول (4) نتائج تقدير النماذج الثلاثة (ROA, ROE, NPM) بأسلوب التأثيرات الثابتة مع تصحيح الأخطاء المعيارية باستخدام مشابه Kraay-Driscoll للتعامل مع الارتباط التسلسلي وتفاوت التباين المتزامنَين المكتشفَين في مرحلة التشخيص:

جدول (4): نتائج نماذج الانحدار بالتأثيرات الثابتة مع تصحيح Driscoll (2019)–Kraay (2023)

المتغير	ROA Coef.	t-stat	Prob.	ROE Coef.	t-stat	NPM Coef.	Prob.
DER	-0.1423	-4.472	0.000***	0.0867	2.104**	-0.2051	0.000***
SIZE	0.0412	2.091	0.038**	0.0634	2.232**	0.0788	0.012**
LIQ	0.1189	2.811	0.006***	0.0943	2.424**	0.1562	0.001***
Constant	0.0218	1.143	0.254	0.0342	1.287	0.0391	0.198
R^2-within	0.4821	—	—	0.3914	—	0.5103	—
F-statistic	43.21***	—	—	31.47***	—	48.63***	—
N / Groups	150 / 30	—	—	150 / 30	—	150 / 30	—

*** معنوي عند مستوى 1%، ** معنوي عند مستوى 5% | N=150، Groups=30، Years=5 | المصدر: إعداد الباحث

3.5 اختبارات المتانة (Robustness Checks)

أُجريت اختبارات المتانة التالية:

للتحقق من موثوقية النتائج وإعادة اختبارها في ظروف مختلفة،

جدول (5): ملخص اختبارات التشخيص والمتانة

الاختبار	النموذج	الإحصاءة	القيمة الاحتمالية	القرار
Wooldridge (Serial Corr.)	ROA	F=9.341	0.0031	وجود ارتباط تسلسلي
Modified Wald (Heterosked.)	ROA	χ^2=47.12	0.0000	عدم تجانس التباين
Driscoll-Kraay SE	جميع النماذج	—	—	تصحيح تطبيقي مناسب
VIF (Multicollinearity)	جميع النماذج	Max=1.87	—	لا توجد مشكلة

المصدر: إعداد الباحث ببرنامج EViews 12

أثبتت اختبارات المتانة وجود ارتباط تسلسلي من الدرجة الأولى وعدم تجانس التباين في البيانات، مما استوجب تطبيق تصحيح Kraay-Driscoll للحصول على استدلال إحصائي سليم. فضلاً عن ذلك، أُجري اختبار إضافي بإدخال متغير وهمي لعام 2020 للسيطرة على أثر جائحة كوفيد-19، وأظهر هذا المتغير معاملاً سلبياً ومعنوياً عند مستوى 5% في نماذج ROA وNPM، بينما حافظت معاملات DER على اتجاهها ومعنويتها مما يُؤكد متانة النتائج الرئيسية.

3.6 تحليل نتائج الانحدار ومناقشتها

أولاً: أثر الرفع المالي (DER) على العائد على الأصول (ROA) – الفرضية H_1: أثبتت النتائج وجود أثر سلبي ومعنوي إحصائياً للرفع المالي على ROA (β_1 = -0.1423، t = -4.472، $p < 0.01$)، وهو ما يعني أن ارتفاع DER بمقدار وحدة واحدة يُفضي إلى تراجع في العائد على الأصول بمقدار (14.23) نقطة مئوية مع ثبات بقية المتغيرات. ويُقبل البحث الفرضية H_1. ويُعزى هذا الأثر السلبي إلى تصاعد أعباء الفائدة مع ارتفاع نسب الدين مما يُقلّص الربح الصافي قبل أي اعتبارات أخرى، فضلاً عن ارتفاع تكاليف الوكالة والرقابة المرافقة للاقتراض المرتفع.[7,8]

ثانياً: أثر الرفع المالي (DER) على العائد على حقوق الملكية (ROE) – الفرضية H_2: أظهر نموذج ROE أثراً إيجابياً ومعنوياً للرفع المالي (β_1 = 0.0867، t = 2.104، $p < 0.05$)، وهو ما يُقبل معه H_2 بإشارة إيجابية. وتُفسَّر هذه النتيجة بمفعول الرافعة المالية الكلاسيكي: طالما يتجاوز العائد على الأصول (ROA = 4.3%) تكلفة الدين، فإن استخدام الدين يُضاعف العائد المتاح للمساهمين. غير أن هذه العلاقة الإيجابية لا تعكس بالضرورة كفاءةً تشغيليةً حقيقيةً، بل هي في حدودها آليةٌ حسابية تزول حين ترتفع تكاليف الدين أو تتراجع ربحية الأصول.

ثالثاً: أثر الرفع المالي (DER) على صافي هامش الربح (NPM) – الفرضية H_3: كشفت النتائج عن أثر سلبي ومعنوي للرفع المالي على NPM (β_1 = -0.2051، t = -3.791، $p < 0.01$)، مما يُؤكد قبول الفرضية H_3. ويُشير الأثر الأكبر حجماً مقارنةً بـROA إلى أن الدين يُخفّض هامش الإيرادات بشكل أعمق مما يُخفّض ربحية الأصول، وهو مؤشر على أن إيرادات الشركات العراقية عينة البحث ليست كافيةً لاستيعاب تكاليف التمويل بالكامل.

رابعاً: أثر المتغيرات الضابطة – الفرضية H_4: أبدى حجم الشركة (SIZE) أثراً إيجابياً ومعنوياً في الأداء المالي بجميع مقاييسه ($p < 0.05$)، مما يتوافق مع نظرية وفورات الحجم وقدرة الشركات الكبيرة على انتزاع شروط تمويلية أفضل. وكذلك ارتبطت السيولة (LIQ) إيجابياً بالأداء المالي ($p < 0.01$ في نموذجَي ROA وNPM)، مما يُشير إلى أن الشركات التي تحتفظ بسيولة كافية تتجنب تكاليف الضائقة المالية قصيرة الأجل وتحافظ على مرونة تشغيلية أعلى. وتُقبل الفرضية H_4.

رابعاً: الاستنتاجات

في ضوء نتائج التحليل الإحصائي ومناقشته، يتوصل البحث إلى الاستنتاجات الجوهرية التالية:

1. يُمارس الرفع المالي أثراً سلبياً ومعنوياً في ربحية أصول الشركات المساهمة العراقية (ROA) وفي صافي هامش ربحها (NPM)، مما يُرجّح أن تكاليف الضائقة المالية وتكاليف الوكالة تتجاوز المنافع الضريبية للدين في سياق السوق العراقية، وهو ما ينسجم مع مقتضيات نظرية المقايضة حين تتجاوز الشركاتُ نسبة الدين المثلى.
2. إن الأثر الإيجابي المُلاحظ للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية (ROE) هو في جوهره أثر حسابي للرافعة المالية، لا مؤشرٌ على تحسن حقيقي في الكفاءة التشغيلية. فحين يزداد الدين تنخفض قاعدة حقوق الملكية، فيرتفع ROE بصورة آلية حتى وإن تراجعت الأرباح المطلقة.
3. تميل الشركات العراقية عينة البحث إلى مستويات رفع مرتفعة (متوسط DER = 1.082) مقارنةً بما توصي به النظريات المالية، وهو ما يعكس اعتماداً شبه كامل على التمويل المصرفي في غياب بدائل تمويلية فعّالة (سندات شركات، صكوك).
4. تُشكّل السيولة الكافية وحجم الشركة محددَين إيجابيَّين للأداء المالي، مما يُشير إلى أن الشركات الكبيرة ذات السيولة الجيدة تتمتع بقدرة تنافسية أعلى في الحصول على شروط تمويلية مواتية وتحقيق أداء مستدام.
5. أُكّدت النظريتان التمويليتان الكبريان بدرجات متفاوتة؛ إذ تُفسّر نظرية التسلسل الهرمي وتكاليف الوكالة الأثرَ السلبي

للرفع على ROA وNPM، بينما يُفسّر المفعول الكلاسيكي للرافعة المالية الأثرَ الإيجابي على ROE.

خامساً: التوصيات

بناءً على الاستنتاجات السابقة، يُوصي البحث بالآتي:

1. ينبغي على الشركات العراقية العمل على تقليص نسب الدين إلى المستويات المثلى الموصى بها في أدبيات هياكل رأس المال (DER في حدود 0.5–0.8)، والتوجه نحو سياسات تمويلية هجينة تجمع بين التمويل الذاتي والديون طويلة الأجل محدودة التكلفة، بدلاً من الاعتماد على الديون المصرفية قصيرة الأجل ذات الكلفة المرتفعة.
2. يُوصى هيئة الأوراق المالية العراقية وبنك العراق المركزي بتطوير أسواق الدين المحلية عبر إطلاق آليات لإصدار سندات الشركات والصكوك الإسلامية وتوفير الحوافز الضريبية اللازمة، مما سيُنوّع مصادر التمويل أمام الشركات المدرجة.
3. يُوصى ببورصة بغداد للأوراق المالية باشتراط نشر نسب هياكل رأس المال ضمن الإفصاح الفصلي والسنوي إلى جانب تقارير المخاطر المالية الموحدة، مما سيُعزز قدرة المستثمرين على اتخاذ قرارات مستنيرة.
4. ينبغي للشركات اعتماد أنظمة إنذار مبكر تُحدد الحد الأعلى لنسب الدين الآمنة استناداً إلى القدرة التوليدية للتدفقات النقدية وليس فقط للأصول أو الإيرادات، وذلك في إطار استراتيجية متكاملة لإدارة المخاطر المالية.
5. يُوصى الباحثين بتوسيع نطاق الدراسة ليشمل قطاعات اقتصادية إضافية (الاتصالات، الفنادق، الزراعة) وإدراج مقاييس قيمة سوقية عند توافر بيانات موثوقة، فضلاً عن دراسة محددات هيكل رأس المال واستحداث نماذج ديناميكية (Dynamic GMM) للتقدير.

المصادر

[1] Modigliani F, Miller MH. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. Am Econ Rev. 1958; 48(3):261–297.

[2] Modigliani F, Miller MH. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. Am Econ Rev. 1963; 53(3):433–443.

[3] Myers SC, Majluf NS. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. J Financ Econ. 1984; 13(2):187–221.

[4] Jensen MC, Meckling WH. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. J Financ Econ. 1976; 3(4):305–360.

[5] Ross SA. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. Bell J Econ. 1977; 8(1):23–40.

[6] Myers SC. Determinants of corporate borrowing. J Financ Econ. 1977; 5(2):147–175.

[7] Abor J. The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. J Risk Finance. 2005; 6(5):438–445.

[8] Zeitun R, Tian GG. Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. Australas Account Bus Finance J. 2007; 1(4):40–61.

[9] Berger AN, Bonaccorsi di Patti E. Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. J Bank Finance. 2006; 30(4):1065–1102.

[10] Salim M, Yadav R. Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. Procedia Soc Behav Sci. 2012; 65:156–166.

[11] Al-Taani K. The relationship between capital structure and firm performance: Evidence

from Jordan. J Finance Account. 2013; 1(3):41–45.

[12] Tailab MMK. The effect of capital structure on profitability of energy American firms. Int J Bus Manag Invent. 2014; 3(12):54–61.

[13] Yinusa O, Asaleye AJ. Capital structure and firm performance in Nigeria: Evidence from panel data analysis. J Appl Econ Sci. 2016; 11(6):1054–1062.

[14] Hausman JA. Specification tests in econometrics. Econometrica. 1978; 46(6):1251–1271.

[15] Driscoll JC, Kraay AC. Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. Rev Econ Stat. 1998; 80(4):549–560.

[16] Wooldridge JM. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data. 2nd ed. Cambridge: MIT Press; 2010.

[17] Baltagi BH. Econometric Analysis of Panel Data. 6th ed. Cham: Springer; 2021.

[18] الجبوري، عمر حسين محمد. هياكل رأس المال وأثرها في الأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية العراقية. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. 2021؛ 18(3):115–138.

[19] سوق العراق للأوراق المالية. التقارير السنوية والبيانات المالية للشركات المدرجة [قاعدة بيانات إلكترونية]. بغداد: هيئة الأوراق المالية؛ 2019–2023. متاح على: iq.net-https://www.isx