

العلاقة السببية بين حجم المديونية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المنشأة

أ.د. صبيحة قاسم هاشم / كلية الادارة والاقتصاد / جامعة بغداد
الباحث / مهدي عبد الحسين كريم

المستخلص

يهدف البحث الى التعرف على طبيعة العلاقة القائمة بين مستوى الديون المستخدمة والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في ظل تباين احجام تلك الشركات ، وقد تناول البحث المفاهيم النظرية المرتبطة بكل من التمويل بالدين والقيمة الاقتصادية المضافة وحجم المنشأة مع استخدامه الاساليب المالية في الجانب التطبيقي لقياس تلك المتغيرات ، وتمثل مجتمع البحث بالشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية مع اختيار عينة عمدية مكونة من 24 شركة مساهمة تمثل ما يقارب نسبة 27% من مجتمع البحث بعد تحقيقها لشروط معينة وللفترة الزمنية من (2013 - 2008) واستخدمت مجموعة من الاساليب الاحصائية في تحليل العلاقة بين المتغيرات واختبار فرضيات البحث هي نموذج الانحدار الخطي بنوعيه البسيط والمتعدد ، معامل ارتباط بيرسون ، معامل التحديد ، تحليل التباين الاحادي ANOVA فضلا عن اجراء كل من اختباري f و t بغرض تحديد المعنوية الاحصائية للعلاقة بين المتغيرات . وتوصلت نتائج البحث الى وجود تأثير معنوي لحجم الديون المستخدمة في القيمة الاقتصادية المضافة وان هذا التأثير يزداد مع دخول حجم المنشأة كمتغير ثالث في نموذج الاختبار الخاص بتلك العلاقة ، كما وظهرت النتائج ايضاً وجود اختلافات واضحة في القيمة الاقتصادية المضافة بين شركات العينة خلال السنوات الست للدراسة وبناء على ذلك اوصى البحث بضرورة اهتمام ادارة الشركات بالمناهج المستندة الى القيمة في قياس ارباحها المتحققة ، واهمية ادراكها للأثر الايجابي الناتج عن استخدام النسب الملانمة من الديون في تعظيم ثروة المساهمين والقيمة المضافة للشركة ككل .

المصطلحات الرئيسية للبحث : التمويل بالدين ، الرافعة المالية ، العسر المالي ، القيمة الاقتصادية المضافة ، ثروة المساهمين ، قيمة الشركة ، حجم المنشأة .



مقدمة

تعد طبيعة العلاقة بين نسب الديون المستخدمة والقيمة الاقتصادية المضافة لمنشآت الاعمال من المواضيع المهمة التي لاقت جدلاً واسعاً لدى المهتمين والباحثين في الفكر المالي إذ حاولت العديد من النظريات تجسيد تلك العلاقة بتحديد الآثار المحتملة لاستخدام التمويل بالدين في تحقيق الاهداف الاساسية للإدارة المالية في منشآت الاعمال والتمثلة بزيادة ثروة المساهمين وتعظيم قيمة الشركة ، وعدت حالة الجدول الواسع المثارة حول طبيعة العلاقة بين مستوى استخدام الدين والقيمة المضافة واحدة من اهم الدوافع لاختيار موضوع البحث . إذ يحاول هذا البحث تسليط الضوء على المفاهيم النظرية المتعلقة بكل من طبيعة التمويل بالدين ومنهج القيمة الاقتصادية المضافة وامكانية نقلها الى ارض الواقع بغرض نشر هذا المنهج وتعزيز استخدامه في عمليات تقييم الاداء المالي وقياس الارباح الفعلية المتحققة للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، ومقارنة النتائج المتحققة من استخدامه مع النتائج المسجلة حالياً من الاعتماد على المقاييس المحاسبية التقليدية كالعائد على الموجودات والعائد على الملكية ، فضلاً عن تحديد الاثر المحتمل لاستخدام الديون في القيمة المضافة للشركة.

وقد جرى تقسيم البحث على اربعة مباحث خصص الأول منها لاستعراض المنهجية العلمية وبعض الدراسات السابقة أما المبحث الثاني فقد تناول الجانب النظري للبحث ، واشتمل على ثلاثة اجزاء تناول الأول طبيعة التمويل بالدين وكل ما يتعلق باستخدامه من منافع ومخاطر وعوامل محددة ، أما الجزء الثاني فقد خصص لعرض مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة ، في حين يختص الجزء الثالث بحجم المنشأة من حيث المقاييس والتأثيرات ، وتضمن المبحث الثالث الجانب التطبيقي للبحث متجسداً بمحورين ، يختص الأول منهما بعرض نتائج التحليل المالي لمتغيرات البحث ، في حين يتناول المحور الثاني التحليل الإحصائي للعلاقة بين المتغيرات واختبار فرضيات البحث (تحليل وتفسير النتائج المالية للبحث) بينما يتناول المبحث الرابع والاخير أهم الاستنتاجات التي توصل إليها البحث والتي بنيت عليها مجموعة من التوصيات .

المبحث الأول / منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة

أولاً : منهجية البحث

1. مشكلة البحث

على الرغم من التأثيرات الايجابية المحتملة لاستخدام الديون في تحقيق القيمة الاقتصادية المضافة الا انها لم تحظ باهتمام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، كونها اعتمدت اساساً على الاساليب التقليدية في تقييم ادائها وقياس ارباحها ولم تتبع منهج القيمة الاقتصادية المضافة كأسلوب للتمييز بين الربح الحقيقي والربح المحاسبي ، ويمكن التعبير عن مشكلة البحث باعتماد شركات العينة على المقاييس التقليدية المستندة الى الربح في تحديد قيمتها واغفال تلك الشركات للتأثيرات المحتملة للتغير في نسب الدين المستخدمة على القيمة الاقتصادية المضافة للشركة ، ويمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلات الاتية :

- هل توجد علاقة ارتباط بين حجم المديونية والقيمة الاقتصادية المضافة ؟ وان وجدت فماهي طبيعة تلك العلاقة ؟

- الى أي مدى يمكن لحجم المنشأة ان يؤثر في العلاقة بين مستوى الديون المستخدمة والقيمة الاقتصادية المضافة ؟

2. اهمية البحث

تكمن اهمية هذا البحث بانه يسليط الضوء على احدى المواضيع المهمة والحيوية التي تلعب دوراً اساسياً في مجال الادارة المالية لمنشآت الاعمال ، كونه يرتبط بشكل وثيق مع هدف تعظيم قيمة المساهمين وقيمة المنشأة ككل ، والذي بات اليوم واحداً من اهم الاهداف التي تسعى منشآت الاعمال الى تحقيقها ، كما ويكتسب هذا البحث اهمية ولاسيما كونه يساهم في توضيح طبيعة العلاقة بين حجم الديون المستخدمة في الشركة والقيمة الاقتصادية المضافة لها على اعتبار ان هناك جدلاً كبيراً يدور في الادبيات المالية والدراسات التطبيقية حول وجود مثل تلك العلاقة من عدمه .

3. أهداف البحث

- ١- المساهمة في تقديم اطار نظري يعرض بعضاً من المفاهيم الاساسية المرتبطة بمتغيرات البحث .
- ٢- اختبار الأثر الذي يتركه استخدام الدين على ربحية الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية معبراً عنه بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لكل شركة .
- ٣- التوصل الى نتائج دقيقة تعكس بصورة واضحة الوضع المالي الحقيقي لشركات العينة ، وتبيان مدى قدرة تلك الشركات في تحقيق ارباح اقتصادية فعلية من عدمه .
- ٤- بيان الدور الذي يلعبه حجم منشآت الاعمال في التأثير على نسب استخدامها للديون في هيكلها المالي ومدى انعكاس ذلك في القيمة الاقتصادية المضافة لها .

4. فرضيات البحث

- أ - يكون لحجم المديونية تأثير ذو دلالة معنوية في القيمة الاقتصادية المضافة للشركة .
- ب - يمتلك حجم المنشأة تأثيراً ذا دلالة معنوية احصائيا في علاقة حجم المديونية بالقيمة الاقتصادية المضافة.
- ج - توجد فروقات معنوية بين شركات العينة في ما يتعلق بالقيمة الاقتصادية المضافة لكل واحدة منها .

5. مجتمع البحث وعينته

يتمثل مجتمع البحث بالشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها 88 شركة مدرجة في نهاية العام 2013 ، اما عينة البحث فقد تم اختيارها بصورة عمدية متمثلة بتلك الشركات التي لم تسجل اية خسائر خلال المدة الزمنية للبحث والتي بلغ عددها 24 شركة مساهمة اي ما يمثل حوالي نسبة 27% من مجتمع البحث .

6. الاساليب المالية والاحصائية المستخدمة في البحث

أ- نسبة الرافعة المالية: يمكن حسابها من خلال تحديد نسبة اجمالي مطلوبات الشركة الى اجمالي موجوداتها على وفق الصيغة الاتية (Lim, 2012 : 203)

$$\text{معادلة (1) } \dots \text{Total Debt to Total Assets} = \text{TD} / \text{TA}$$

ب- القيمة الاقتصادية المضافة / تمثل الدخل المتبقي بعد خصم تكلفة راس المال المستثمر من الارباح بعد الضريبة ويمكن حسابها على وفق الصيغة الاتية (Popa et al.,2009:170)

$$\text{معادلة (2) } \dots \text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{IC})$$

ج- المعدل الموزون لكلفة التمويل / يمثل التكلفة الاجمالية لراس المال المستثمر ويتضمن كل من كلفة الدين (الفوائد) وكلفة التمويل بالملكية وكما هو مبين في الصيغة الاتية (Ross et al.,2006:477)

$$\text{معادلة (3) } \dots \text{WACC} = \frac{\text{E}}{\text{E}+\text{D}} * \text{RE} + \frac{\text{D}}{\text{E}+\text{D}} * \text{RD} (1 - \text{Tc})$$

د- حجم المنشأة : يمكن قياس وتحديد حجم مختلف منشآت الاعمال بالاعتماد على القيمة الدفترية لأجمالي موجوداتها وذلك من خلال استخراج اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي تلك الموجودات وكما في الصيغة المبينة فيما يأتي (Oliver & Akhtar ,2009 :12)

$$\text{معادلة (4) } \dots \text{Firm Size} = \text{Ln} (\text{book value of Total Assets})$$

واستخدمت مجموعة من الاساليب الاحصائية في اختبار فرضيات البحث ، اذ جرى استخدام كل من تحليل الانحدار الخطي البسيط وتحليل الانحدار المتعدد المتغيرات وتحليل معامل ارتباط بيرسون فضلا عن اجراء اسلوب تحليل التباين الاحادي ANOVA وذلك من خلال الاستعانة بالبرنامج الاحصائي SPSS في تحليل بيانات البحث ، ومن ثم اختبار مدى معنوية النتائج الاحصائية المتحققة من خلال استخدام اختبائي (F) و (T) الاحصائيين .

ثانياً : بعض الدراسات السابقة

1. دراسة (Rayan , 2008) تحت عنوان " الرافعة المالية وقيمة الشركة " اجريت هذه الدراسة نتيجة الخلافات المستمرة لعدد من الباحثين والمفكرين حول قضية العلاقة الجدلية بين هيكل راس المال وقيمة الشركة ، اذ تمثل غرض الدراسة في تقييم ما اذا كان للزيادة في نسب استخدام الرافعة المالية تأثيرات ايجابية او سلبية على قيمة الشركات العاملة ضمن نطاق بيئة جنوب افريقية ، فضلا عن محاولة توضيح اثر التقلبات في اسعار الفائدة المحلية على هيكل راس المال ، والمقارنة بين هياكل راس المال عبر الصناعات المختلفة لتحديد الاختلافات في ما بينها وماهي آثار كل منها على قيمة الشركة . وضمت عينة الدراسة 113 شركة مدرجة في بورصة جوهانسبرغ (JSE) عاملة في مختلف الصناعات باستثناء صناعة المصارف والصناعات التعدينية وللمدة من 1999 – 2007 ، واستخدمت الدراسة نموذج تحليل الانحدار بغرض اجراء اختبارات الارتباط بين كل من الرافعة المالية وقيمة الشركة ، والارتباط بين هيكل راس المال ومعدلات الفائدة . اهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة هي ان الزيادة في نسب الرافعة المالية ترتبط سلبياً مع قيمة الشركة ، وان تأثير التقلب في معدلات الفائدة على هيكل راس المال لا تكون تأثيرات مهمة دائماً ، فضلا عن اكتشاف اختلافات كبيرة في هياكل راس المال الموجودة لدى الصناعات المختلفة .

2. دراسة (Chen & Chen 2011) بعنوان " تأثير الربحية على قيمة الشركة مع وجود هيكل

راس المال كمتغير وسيط وكل من حجم الشركة وطبيعة الصناعة كمتغيرات مسيطرة

ركزت هذه الدراسة على العلاقة المتداخلة بين ثلاثة متغيرات ممثلة بكل من الربحية وقيمة الشركة وهيكل راس المال بوجود تأثير لمتغيرين آخرين هما طبيعة الصناعة وحجم الشركة ، بهدف التأكد ما اذا كان للرافعة المالية دور وسيط في العلاقة بين الربحية وقيمة الشركة ، فضلا عن محاولة تحديد اثر الاختلاف في طبيعة الصناعة وحجم الشركة على العلاقة بين الربحية والرافعة المالية ، وتضمنت الدراسة عينة مكونة من (647) من الشركات التايوانية المدرجة في البورصة للمدة من (2005 – 2009) ووضحت نتائج الدراسة ان للربحية تأثيرات ايجابية على قيمة الشركة وتأثيرات سلبية في نسب الرافعة المالية ، وتمتلك نسب الرافعة المالية بدورها تأثيراً سلبياً على قيمة الشركة ويكون لها دور الوسيط في نقل تأثير الربحية على قيمة الشركة ، وبذلك فانه لا يمكن تجاهل التأثير السلبي للرافعة المالية لان ارتفاع نسب الديون قد يؤدي الى اخفاء الاثر الايجابي للربحية في قيمة المنشأة . واطهرت النتائج ايضاً امتلاك حجم الشركة تأثيراً معنوياً في العلاقة بين الربحية والرافعة المالية ، ففي الشركات الكبيرة مثلاً يكون التأثير السلبي للربحية في الرافعة المالية اكثر وضوحاً مقارنة مع حالة الشركات الصغيرة .

3. دراسة (Atiyet 2012) حملت عنوان " أثر قرار التمويل في تعظيم قيمة المساهمين "

الغرض من الدراسة هو تحديد هيكل رأس المال الأمثل الذي يساهم في تحقيق أقصى قدر ممكن من ثروة المساهمين ، فضلا عن محاولة تحديد اهم العوامل المؤثرة في تعظيم القيمة للمساهمين وشملت الدراسة عينة من الشركات الفرنسية المدرجة في بورصة باريس والمنتمية الى مؤشر SBF 250 . والبالغ عددها 88 شركة وللمدة الممتدة من (1999 – 2005) . واستخدام اسلوب لوحة البيانات كمنهج احصائي في تحليل بيانات الدراسة كونه يوفر للباحث عدد كبير من نقاط البيانات وزيادة في درجات الحرية والحد من العلاقات الخطية المتداخلة بين المتغيرات المستقلة الامر الذي يحسن من كفاءة التقديرات الاحصائية . واطهرت نتائج الدراسة بان استخدام التمويل بالدين يساهم في توليد تأثيرات ايجابية كبيرة في القيمة الاقتصادية المضافة ولكنه بالمقابل يؤثر سلبياً في القيمة السوقية المضافة للشركة ، وخلصت الدراسة الى ان تأثير العوامل المالية على قيمة المساهمين يعتمد على المقياس المستخدم في عملية التقييم وخيارات الهيكل المالي المضافة الى نموذج التحليل .

4. دراسة (Vijayalakshmi & Manohar an 2015) بعنوان " الرافعة المالية للشركة وتأثيرها في

كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة "

الهدف من هذه الدراسة معرفة مدى تأثير استخدام الديون في اثنين من اهم مقاييس قيمة المنشأة وهي القيمة الاقتصادية المضافة ، القيمة السوقية المضافة لشركات عاملة ضمن قطاعات مختلفة وللمدة من (1996 – 2010) ، اذ تم اختيار عينة عمدية تتكون من (7) شركات مدرجة في كل من بورصة نيويورك وبورصة بومباي، واستخدمت بعض النماذج الاحصائية في تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة كنموذج المربعات الصغرى ، نموذج الانحدار المتعدد ، واختبار مربع كاي، وكشفت النتائج ان استخدام الرافعة المالية يكون له تأثير كبير وذو دلالة معنوية في كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للمنشأة ، وبذلك توصلت الدراسة الى استنتاج اساسي هو ان استخدام نسب ملائمة من الديون سوف يكون له تأثيرات ايجابية في تعظيم قيمة المساهمين .

مجالات الافادة من الدراسات السابقة واهم ما يميز البحث الحالي عنها :

تبرز اهمية الدراسات المذكورة انفا في اظهار العديد من الجوانب التي اسهمت في اثراء البحث الحالي بجانيه النظري والتطبيقي ، كونها ساعدت الباحث على تكوين انطباعاته الاولى عن موضوع البحث ، كما وان اغلب الدراسات السابقة قد اتخذت من الاسواق المالية المختلفة مجالاً للتطبيق الامر الذي ساهم في اختيار سوق العراق للأوراق المالية كمجتمع تطبيقي للبحث الحالي .

ويتميز البحث الحالي عن الدراسات السابقة المعروضة بانه يربط بين ثلاثة متغيرات لم يتم استعمالها سوية في الدراسات السابقة ، اذ يتمثل موقع البحث من تلك الدراسات في تركيزه على العلاقة بين حجم المديونية والقيمة الاقتصادية المضافة بتأثير الاحجام المختلفة لمنشآت الاعمال ، فضلاً عن كونه يعد الدراسة الاولى من نوعها التي تتخذ من البيئة العراقية مجالاً للتطبيق والتمثلة بسوق العراق للأوراق المالية .

المبحث الثاني / الاطار النظري للبحث

اولاً : التمويل بالدين ، المفهوم والمضامين

1. طبيعة الديون

يعد تحديد مستويات الديون المستخدمة واحدة من القرارات المالية الرئيسية لإدارة الشركة ، ذلك لان اختيار المستوى المناسب من الديون يسهم في تقليص المعدل الموزون لكلفة راس المال المستمر الى ادنى حد ممكن الامر الذي يعكس في تعظيم قيمة المنشأة ، ويطلق على الشركات التي تستخدم الديون في زيادة رؤوس اموالها بالشركات المرفوعة ، ويتضمن التمويل بالدين اشكالاً عديدة مثل القروض المصرفية ، القروض من المؤسسات المالية الاخرى ، السندات المالية ، السندات القابلة للتداول والائتمان التجاري (Awan et al.,2010:90) ويحظى قرار استخدام الديون بأهمية كبيرة من قبل ادارة الشركات كونه يؤثر وبشكل كبير في كل من عوائد ومخاطر المساهمين فضلاً عن تأثيره في القيمة السوقية لاسهم الشركة لذلك تعد الديون واحدة من اهم مصادر التمويل لدى الشركات وخير دليل على هذا هو امتلاك الشركات الأمريكية الكبرى حوالي (10.9) ترليون دولار من الديون المستحقة في نهاية العام 2009 (Berk et al.,2012:439) ويسهم تحديد النسب الملائمة من الديون المستخدمة في تحقيق اقصى قدر ممكن من الارباح او التدفقات النقدية وتوفير السيولة الكافية للشركة فضلاً عن ادارة المخاطر التي تتعرض لها الشركة وغالباً ما يرتبط الاداء العالي لمنشآت الاعمال مع التخطيط السليم والمتكامل لهيكل مديونيتها ، اذ تتضمن عملية التخطيط للدين اعداد تنبؤات مالية موثوقاً بها عن كل من الارباح والتدفقات النقدية ومتطلبات راس المال ، التصميم الملائم لهيكل الديون القصيرة الاجل والطويلة الاجل ومن ثم محاولة الحفاظ على النسب الملائمة من الديون في الهيكل المالي للشركة (Benson,2005:1) وتختلف الديون اختلافاً كبيراً عن التمويل بالملكية وذلك لان الفائدة المدفوعة عن الدين تعتبر خصم مسموحاً به من الارباح قبل الضريبة في حين أن مدفوعات المقسوم لحملة الاسهم العادية والممتازة ليست بخصم مسموح به بل انها تمثل حصة من صافي الربح بعد الضريبة ، وتكون الفوائد واجبة الدفع للدائنين على العكس من مقسوم الارباح الذي يتم توزيعه على المساهمين فقط اذا اختار مجلس ادارة الشركة القيام بذلك (Watson & Head,2007:120)

2. اهم المنافع والمحددات المرتبطة مع استخدام الديون

تتمثل الميزة الاساسية من استخدام الدين بالمنفعة الضريبية التي تحققها الديون ، اذ تتيح الفائدة عن الديون الافادة من ميزة الوفر الضريبي وما ينتج عنه من تقليص التكلفة الفعلية للتمويل بالدين ولاسيما اذا كان معدل العائد المكتسب من استثمار تلك الديون أكبر من تكاليف الفائدة مما يجعل من الدين مصدر تمويل منخفض التكلفة مقارنة مع التمويل بالملكية (Barakat,2014:56) كما وتعد الفوائد مصاريف ثابتة لا تتغير مع التغير في مستويات الارباح ، ما يعني تحقيق الشركات لقيمة اكبر عند زيادة ارباحها بالرغم من اعتمادها على نسب عالية من الديون وذلك لان الزيادة في مستوى ارباحها لا يؤدي الى زيادة في معدلات الفائدة التي تدفعها الشركة (Enekwe et al.,2014:17) على الرغم من من المزايا المرتبطة مع التمويل بالدين الا ان استخدام الديون لا يخلو من بعض المحددات فالشركة مع استخدامها للدين عليها الالتزام بدفع نفقات الفائدة بغض النظر عن تحقيقها للأرباح من عدمه الامر الذي يسهم في زيادة المخاطر المالية التي تتعرض لها ذلك لان نفقات الدين وعلى العكس من مقسوم الأرباح تكون مستحقة الدفع في تواريخ محددة (Lowenthal & Nyman,2013:7) وان زيادة استخدام الشركة للديون في هيكلها المالي قد يعرضها الى مخاطر العسر المالي والتي يمكن ان تؤدي في نهاية المطاف الى حالة الإفلاس ، وتظهر حالة العسر المالي Financial distress عندما تواجه الشركة صعوبة في الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين ، فضلا عن ذلك فان زيادة الاعتماد على الديون قد يؤدي إلى الحد من استقلالية الادارة كنتيجة مباشرة لتدخل اصحاب الدين في الشؤون الداخلية للشركة بسبب اهتمامهم بحجم المديونية التي تمتلكها تلك الشركة (Karma & Sander,2006:1340)

3. العوامل المؤثرة في المستويات المستخدمة من الدين

يمكن تصنيف العوامل المحددة لمستويات استخدام الدين الى ثلاث مجموعات من العوامل هي مجموعة العوامل المالية ، مجموعة العوامل الاقتصادية ومجموعة العوامل المتعلقة بخصائص الشركة وتتضمن العوامل المالية كل من (أ) ملموسية الموجودات : الممثلة بنسبة الموجودات الثابتة الى اجمالي موجودات الشركة والتي يؤثر ارتفاع نسبتها عن زيادة قدرة الشركة على الاستدانة ، ذلك لان الموجودات الثابتة تعد ضمانات جيدة للقروض كونها تساعد على الحد من مخاطر المقرضين (John,2011:276) (ب) سيولة الشركة : تشير الى سهولة وسرعة تحويل الموجودات الى نقد ويعبر عن السيولة بكمية النقد المتاحة لدى الشركة من اجل الاستثمار، وان امتلاك الشركة لكميات ضخمة من النقد سوف يساعدها على تقليص التزاماتها والتخفيف من مخاطر تخلفها عن السداد ما يعني زيادة توجهها نحو استخدام نسب عالية من الدين (Chaudhry,2014:41) ومع ذلك فان شركات اخرى ذات سيولة عالية قد تختار استخدام النقد المتاح لديها داخليا كمصدر لتمويل استثماراتها ما يولد تأثيرا سلبياً على نسب الديون المستخدمة (Viviani,2008:4) وبذلك يمكن القول بان عامل السيولة يمتلك تأثيراً مزدوجاً على قرارات التمويل لدى الشركة وذلك اعتمادا على سياسة التمويل الخاصة بكل شركة (ج) التدفقات النقدية الحرة الفائضة عن الاموال المطلوبة في تمويل جميع المشاريع المربحة للشركة ، وتتمثل المشكلة الاساسية في كيفية تحفيز المديرين على توزيع تلك الاموال الفائضة بدلاً من استثمارها في مشاريع غير مجدية اقتصادياً أو استخدامها في خدمة المنافع الشخصية للإدارة ، ويعد استخدام التمويل بالدين وسيلة فاعلة لمعالجة المشاكل الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة ، وذلك لان نفقات الفائدة وأصل الدين يجب ان تسدد في مواعيد استحقاقها ، كما ويحق لحاملي السندات اخذ الشركة الى المحاكم في حال لم تلتزم ادارتها في رد مبلغ الدين ، الامر الذي يضع ضغوطاً كبيرة على المديرين ويقيد من حريتهم بالتصرف في التدفق النقدي المتاح (Oliver & Akhtar,2009:7) لذلك يتوقع من الشركات ومع ارتفاع التدفقات النقدية الحرة لديها ان تتوجه نحو الاعتماد على مستويات اكبر من الديون في هيكلها المالي . (د) القدرة على الاستدانة : تتوقف قابلية الشركة في استخدام الديون على ثلاثة عوامل مهمة هي التعهدات بالديون الحالية ، التصنيف الائتماني للشركة ، معدل تغطية الفوائد ، اذ تعد تعهدات الشركة بالديون نصاً مدرجاً في عقود الدين التي ابرمتها الشركة والتي تقيد من أنشطة اقتراضها بعد اصدارها وبيعها للسندات لذا فان زيادة مثل تلك التعهدات قد يشكل عائقاً حقيقياً امام استخدام الشركة للمزيد من الديون ، كما ويعد التصنيف الائتماني للشركة من العوامل المهمة التي يستند اليها في تقييم الملاءة المالية للشركة وتحديد قدرتها على الاقتراض .

ويتسبب فشل الشركة في تلبية المستويات المستهدفة من التصنيف الائتماني في الحاق ضرراً مادياً كبيراً بتلك الشركة يتمثل بمحدودية وصولها الى سوق راس المال وصعوبة الحصول على المزيد من الديون الضرورية (Jankensgard,2008:9) اما العنصر الثالث في تقييم قدرة الشركة على الاقتراض فيتمثل بمعدل تغطية الارباح للفوائد ، اذ يستخدم هذا المعدل كمؤشر للحكم عن مدى كفاية الارباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب في تلبية التزامات الشركة من دفع رسوم الفائدة وأصل مبلغ الدين ، وان ارتفاع هذا المعدل يدل على ان لدى الشركة قدرة اكبر في الحصول على نسب عالية من الدين والعكس صحيح (John,2011:275)

اما مجموعة العوامل المتعلقة بخصائص الشركة فتشمل كل من طبيعة الصناعة وحجم الشركة وعمر الشركة ، فكل صناعة سماتها الخاصة التي تميزها عن غيرها من الصناعات والمؤثرة بشكل كبير على مستويات استخدامها للدين وتتمثل اهم تلك السمات بعوائق الدخول والخروج ، التغيرات التكنولوجية ، ديناميكيات الصناعة واختلاف طبيعة الموجودات والمخاطر المرتبطة معها من صناعة لأخرى (Ovtchinnikov,2010:252) الامر الذي يتسبب في ظهور اختلافات واضحة في متوسط نسب استخدام الدين لدى الصناعات المختلفة ، ومن اهم الامثلة على ذلك الاختلاف هو انخفاض مستويات الديون المستخدمة في كل من صناعات الادوية ، الصناعات الكهربائية والمطاعم ، مقابل ارتفاعها في صناعات اخرى كصناعة الورق ، النسيج ، الصلب ، الاسمنت وشركات الطيران التي تظهر مستويات مرتفعة من الدين المستخدمة في هيكلها المالي (Chechet & Olayiwola,2014:143) اما في ما يخص عامل حجم الشركة فقد تباينت وجهات النظر بشكل كبير عن طبيعة علاقته مع مستوى استخدام الديون ، لكن الافتراض السائد هو ان الشركات كبيرة الحجم تمتلك نسباً مرتفعة من الديون وذلك لما تتمتع به من تنوع كبير في محافظها المالية الذي يخفف من احتمالات تعرضها لمخاطر العسر المالي والافلاس ما يعني امتلاكها لقدرة اكبر على تحمل مصاريف الفائدة وتحقيق استفادة اكبر من مزايا الوفر الضريبي للتمويل بالدين (Karadeniz et al.,2009:598) في حين تتباين تأثيرات عمر الشركة على مستويات الديون المستخدمة اعتماداً على ثلاثة عناصر ممثلة بتكاليف الوكالة ، مخاطر التخلف عن السداد ، المعلومات غير المتماثلة الخاصة بكل شركة فمن المتوقع أن تواجه الشركات العريقة مستوى منخفض من تكاليف الوكالة المرتبطة مع الدين ومخاطر منخفضة في التخلف عن السداد بسبب الاستقرار الكبير في ارباحها ، وبالمقابل تتمتع تلك الشركات بانخفاض مستوى المعلومات غير المتماثلة لديها (Oliver & Akhtar,2009:6) ما يجعل من التمويل بالدين مفضل لدى الشركات العريقة في بعض الاحيان وغير مفضل في احيان اخرى اعتماداً على العناصر المذكورة . واخيراً تنطوي العوامل الاقتصادية المؤثرة في مستويات استخدام الدين على كل من الناتج المحلي الاجمالي ، نسبة التضخم ، المعدلات المفروضة على الشركة لكل من الفائدة والضريبة ، ويكون للزيادة في الناتج المحلي الاجمالي (GDP) تأثيراً ايجابياً على مستويات استخدام الديون اذ تعبر الزيادة في الناتج المحلي الاجمالي عن بيئة مستقرة للأعمال تعزز من قدرة الشركات على الاقتراض مستقبلاً (Olayinka,2011:6) وتنخفض مستويات الديون المستخدمة لدى جميع المنشآت مع معدلات التضخم العالية كما ويقلل ارتفاع اسعار الفائدة من رغبة الشركات في تمويل استثماراتها الجديدة من التمويل بالدين بسبب زيادة تكاليف الاقتراض التي تتحملها ، في حين ان المعدلات المرتفعة من الضريبة قد تشجع الاعتماد على المزيد من الديون نظراً لما تتمتع به تلك الديون من كونها مصروفات معفية من الضرائب (Bas et al.,2009:6)

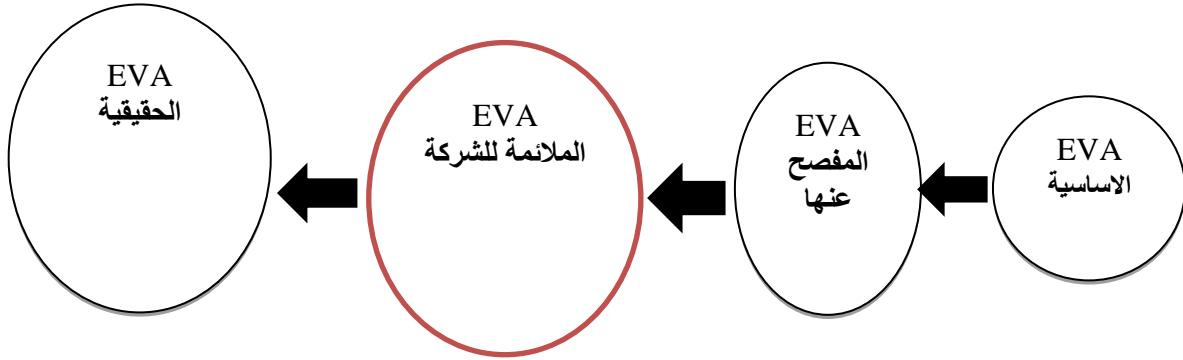
ثانياً : القيمة الاقتصادية المضافة

1. مفهوم وتطور نموذج القيمة الاقتصادية المضافة

تعود الجذور التاريخية لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة الى ثلاثة من اشهر رواد الاقتصاد الامريكي في القرن العشرين وهم Irving Fisher خلال العام 1930 و Modigliani & Miller منذ بداية العام 1950 وحتى نهايات العام 1960 وذلك بانهم قدموا المعنى المتكامل لمفهوم الربح الاقتصادي في تقييم الوضع المالي للشركة (Bosra et al.,2013:75) وقد اضحى نموذج القيمة الاقتصادية المضافة منذ العام 1990 موضوعاً مثيراً للاهتمام فانتشر على نطاق واسع وتناولته العديد من المؤلفات والبحوث المالية من وجهات نظر مختلفة ، وكانت بداية ظهور النموذج مع اقتراح شركة Stern & Stewart في العام 1989 هذا المفهوم كمقياس لتقييم اداء الشركة واداء مديريها بقولها "ان القيمة الاقتصادية المضافة تمثل الاداء الصحيح للشركة لأنها تعكس فقط القيم المضافة التي تحققتها الشركة بعد خصم اجمالي تكلفة رأسمالها المستثمر"

(Lee & Kim, 2009:439) هذا ونشرت الفكرة الأساسية لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة لأول مرة عام 1990 في مجلة فورستن تحت مقال "المفتاح الحقيقي لخلق الثروة" ، اذ يعود الفضل في نجاح تلك فكرة وانتشارها الواسع الى العمل الذي قدمته شركة Stern & Stewart للخدمات الاستشارية والإدارية في أواخر الثمانينيات من القرن الماضي كونها جاءت بطريقة معدلة لحساب الدخل المتبقي بعد اجراء التعديلات اللازمة على البيانات المحاسبية في ما يتعلق بتكاليف الاندثار والمخزون والبحث والتطوير من اجل تحديد صافي الأرباح ورأس المال المستثمر بصورة دقيقة ، ومن ثم قامت الشركة بعد ذلك بنشر هذا المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية خاصة بها تحت مسمى EVA® (Kislingerova,2000:38) وتوجد هناك اربعة انواع من القيمة الاقتصادية المضافة تمثل سلسلة لتطور هذا المفهوم ، ويستخدم عدد التعديلات او التسويات في كل من صافي الربح وتكاليف راس المال اساساً للتمييز بين الانواع الاربعة من القيمة الاقتصادية المضافة ، كونها تحاول سد الفجوة الكبيرة الموجودة بين الارباح المحاسبية والارباح الاقتصادية ، ويوضح الشكل الاتي تلك الانواع .

الشكل (1) سلسلة تطور انواع القيمة الاقتصادية المضافة



Source: Hoque, M. & Akter, M. & Shil , N. C. (2004), Value based Measure : An Application of EVA in Small Manufacturing Company in Bangladesh. Journal of the Institute of Bankers Bangladesh, 51(2) p. 139 .

تمثل القيمة الاقتصادية المضافة الأساسية نقطة البداية لهذه السلسلة وهي القيمة غير المعدلة التي لا تحتوي على اي نوع من انواع التعديلات ويمكن حسابها من البيانات الواردة في القوائم المالية ، اما القيمة الاقتصادية المضافة المفصح عنها فهي تلك التي استخدمت من قبل شركة Stern & Stewart والتي تضمن احتسابها اجراء (12) تسوية قياسية على البيانات المحاسبية المتاحة في القوائم المالية ، في حين تعد القيمة الاقتصادية الحقيقية (المتطرفة) هي القيمة الدقيقة التي تحتسب بعد اجراء جميع التسويات ذات الصلة بالبيانات المحاسبية ، واخيراً فان القيمة الاقتصادية المضافة الملازمة للشركة تمثل تلك القيمة التي يجب على كل شركة تطويرها واعتمادها من خلال القيام بالتعديلات الملازمة التي تناسبها وتتفق مع هيكلها التنظيمي ومزيج اعمالها وسياساتها الاستراتيجية والمحاسبية ، وتعد هذه القيمة هي الاكثر انتشاراً واستعمالاً في الوقت الحاضر (Shil , 2009:172) وقد اشار Ehrbar ايضاً الى هذا التصنيف ولكن مع وجود اختلاف بسيط في مسمياته لأنواع الاربعة وهي كالآتي : القيمة الاقتصادية المضافة الاولية الخالية من التعديلات والقيمة المعلن عنها في القوائم المالية والقيمة الصحيحة او الدقيقة التي تشمل اجراء جميع التعديلات الضرورية على البيانات المستخرجة من القوائم المالية مع استخدامها لتكلفة راس المال الحقيقي في كل قسم من اقسام الشركة واخيراً القيمة الاقتصادية المضافة المصممة الخاصة بكل وحدة اعمال والتي تمثل اختيار كل شركة للتعديلات اللازمة فيها من اجل استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بشكل ناجح .

وتتباين الانواع الاربعة للقيمة الاقتصادية المضافة في ما يتعلق ببساطة ودقة كل واحدة منها (Ehrbar & Stewart 1999: 23) في حين يضيف Shoghi نوع آخر الى الانواع الاربعة المذكورة وهي القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة Refined EVA والتي تسعى الى ايجاد كل من الربح المحاسبي والربح الاقتصادي بالاعتماد على القيمة السوقية لتكاليف رأس المال المستثمر محاولة منها لقياس القيمة المضافة للشركات بطريقة افضل من تلك التي تستخدم الانواع الاخرى من القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعتمد في جميعها على القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر (Shoghi, 2012:403)

2. القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المقاييس التقليدية للأداء

يهدف نموذج القيمة الاقتصادية المضافة الى التغلب على نقاط الضعف التي تعاني منها المقاييس التقليدية في تقييم الاداء المالي للشركات ، اذ تعد القيمة الاقتصادية المضافة المقياس الافضل من بين تلك المقاييس في تحديد قيمة الشركة وتحليل اداء مديرها كونها تتفوق عن غيرها من المقاييس في العديد من الجوانب من اهمها (Alihodzic,2013:11) (Berber et al.,2012:83)

أ - تعد المقياس الذي يعطي الصورة الاقرب عن التدفقات النقدية الحقيقية في منشآت الاعمال .
ب - استخدامها في أنظمة تعويض العاملين والمديرين يقود الى تنسيق المصالح بين الإدارة والمساهمين الامر الذي يقلص من السلوك الانتهازي للمديرين .
ج - تعبر عن الاداء المالي للشركة بقيم مطلقة (مبالغ) وليس بشكل نسبي كما هي الحال مع مقاييس معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على الملكية .
د - ترتبط بقوة مع عوائد الاسهم وبشكل اكبر من ارتباط المقاييس الاخرى مع تلك العوائد فضلاً عن ارتباطها الوثيق مع القيمة السوقية للشركة ما يجعل منها مؤشراً ممتازاً في التعبير عن قيمة المنشأة .
هـ - تعكس بطريقة دقيقة القيمة المضافة او المفقودة سنوياً من وجهة نظر المستثمرين .
و- تعد القيمة الاقتصادية المضافة قيمة تقريبية صحيحة للربح الاقتصادي الحقيقي ولا تتعرض للأخطاء التي تتعرض لها الارباح المحاسبية التي تستند الى قواعد تعسفية .

ويتميز مقياس القيمة الاقتصادية المضافة عن غيره من المقاييس كونه يعد واحداً من الاساليب الفاعلة في التنبؤ خلال مدة الأزمات المالية للشركات ، وذلك لان استخدامه قد يحسن من القدرة على تفسير نمو العوامل المالية وغير المالية فضلاً عن تحديد مناطق الضعف من اجل تطوير خطط أو استراتيجيات جديدة بغرض تحسين الكفاءة وتقليل المخاطر وتحقيق الزيادة في الابتكار (Stan et al.,2010:189) وقد اكدت شركة Stern & Stewart بان القيمة الاقتصادية المضافة تعد بمثابة المحرك الاساس للأسعار السوقية لاسهم الشركة ، اي بمعنى ان تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة سوف يسهم في زيادة القيمة السوقية لاسهم والعكس صحيح (Turvey et al., 2000: 402) وما يؤكد على صحة ذلك الارتباط هو ان تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في العديد من الشركات الكبرى مثل شركة كوكا كولا وشركة CSX قد لاقى نجاحاً واسعاً ونتجت عنه زيادة ملحوظة في القيمة السوقية لاسهم تلك الشركتين .
هذا وقد اشارت العديد من الاحصائيات الى ان مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كان قد استخدم بنجاح في (300) منظمة من جميع انحاء العالم خلال العام 1997 ومن اشهر تلك المنظمات هي شركات كوكاكولا ، جنرال الكتريك ، جنرال موتورز وشركة سيمنز (Bosra et al.,2013:76)

ثالثاً : حجم المنشأة ، المقاييس والتأثيرات

حظي موضوع الحجم باهتمام العلماء والباحثين منذ وقت مبكر اذ اظهرت الادبيات اهتمام علماء الاجتماع بالحجم منذ مطلع القرن العشرين ، كما وابتدت الدراسات والبحوث المتعلقة بالأدب الإداري بشكل عام وادبيات الإدارة المالية على وجه الخصوص اهتماماً متزايداً بمتغير الحجم منذ منتصف القرن العشرين بوصفه واحداً من الخصائص الأساسية لكل منشأة وما يمتلكه من تأثيرات مهمة في عدد من العوامل المرتبطة مع بقاء المنظمة واستمرارها في تحقيق النمو . ويعد مفهوم الحجم من المفاهيم المرنة التي تعكس رؤية واعتقاد مختلف الباحثين اعتماداً على الاختصاص الدراسي الذي ينتمون اليه . واصبح حجم المنشأة اليوم واحداً من المفاهيم الحساسة التي تستخدم كمتغير مؤثر في العديد من الدراسات التجريبية المتعلقة بمجال الإدارة المالية للشركات (Kurshev & Strebulaev,2005:2) وعادة ما تصنف الشركات من حيث الحجم الى ثلاث فئات هي : الشركات الصغيرة ، الشركات المتوسطة والشركات الكبيرة ، الا ان الفئات الاكثر انتشاراً واستخداماً هي الشركات الكبيرة والصغيرة الحجم .

اما في ما يتعلق بقياس حجم المنشأة فقد طرحت ثلاثة من النظريات الرئيسية متمثلة بالنظريات التنظيمية والتكنولوجية والمؤسسية اعتماداً على ما اذا كان تركيز الشركة منصب على تكنولوجيا الانتاج المستخدمة او الهيكل التنظيمي والعلاقات بين اصحاب المصلحة او ان يكون تركيزها متجهاً نحو البيئة القانونية والسياسية التي تعمل في اطارها (Kaen et al.,2010: 8-10) وتستخدم كل واحدة من تلك النظريات مجموعة مختلفة من المؤشرات في قياس حجم الشركة كأجمالي المبيعات ، عدد العاملين ، نسبة مبيعات العاملين ، اجمالي الموجودات ، الحصة السوقية للشركة ، القيمة المضافة للشركة ومستوى الاستثمار في مجال البحث والتطوير (Monteiro,2013:12) وغالباً ما تستخدم النظريات التكنولوجية التي تستند الى مبادئ اقتصاديات الحجم ارقام المبيعات والموجودات في قياس حجم المنشأة ، في حين تتبنى النظريات التنظيمية اسلوب القيمة المضافة في قياسها لحجم المنشأة كونه ينطوي على احتساب كلف الوكالة والمعاملات.

ويظهر تفاوت واضح في احجام المنشآت عبر البلدان المختلفة ، اذ ليس بالضرورة ان يكون حجم الشركة دالة لحجم البلد الذي تنتمي اليه وخير مثال على ذلك هي دولة فلندا التي تعد من البلدان الصغيرة نسبياً ، على الرغم من ذلك فأنها تمتلك واحدة من اكبر واهم الشركات العالمية في مجال صناعة الهواتف النقالة وهي شركة (Nokia) . ويمتلك حجم الشركة دوراً بارزاً في اتخاذ القرارات حول النسب المستخدمة من الديون في تمويل استثمارات الشركة وذلك استناداً الى الارتباط الوثيق بين الحجم وكلف الإفلاس ، وبما ان الشركات الكبيرة تكون اقل تعرضاً للإفلاس فأنها تمتلك قابلية عالية للاستدانة تمكنها من الاقتراض بأسعار فائدة منخفضة نسبياً مقارنة مع تلك الشركات صغيرة الحجم التي ترتفع لديها اسعار الفائدة على الاقتراض بشكل واضح كنتيجة مباشرة لارتفاع مخاطر الإفلاس التي تتعرض لها (Zurigat,2009:55) ويستند الباحثين في افتراضاتهم للعلاقة الإيجابية بين حجم الشركة ونسب استخدامها للدين على اساس تكاليف العسر المالي ومخاطر الإفلاس التي تتحملها الشركة وذلك بان الشركات الكبيرة تواجه تكاليف منخفضة للعسر المالي وبالتالي مخاطر اقل في التعرض لحالة الإفلاس ، نتيجة امتلاكها لمحافظ استثمارية متنوعة بشكل كبير وانخفاض في تقلب ارباحها فضلاً عن الشفافية الكبيرة التي تمتاز بها تلك الشركات الامر الذي يزيد من قدرتها على تحمل المزيد من التزامات الدين (Onofreia et al ,2015 :462) على العكس من الشركات الصغيرة التي غالباً ما تكون حديثة نسبياً وتفتقر الى سجلات حافلة من الربحية الامر الذي يجعلها تواجه صعوبات مالية كبيرة في إثبات قدرتها على سداد القروض وتقديم الضمانات المطلوبة كونها تعاني من مشاكل انتمائية كبيرة مقارنة مع الشركات الكبيرة التي تنجح في الحصول على قروض مصرفية ميسرة وبشكل اكبر (Gill et al.,2012:33-34) ويتضح مما ذكر عموماً بان قدرة الشركات على الاستدانة تزداد مع اتساع احجامها والعكس صحيح .

المبحث الثالث / الإطار العملي للبحث

يتناول هذا المبحث الجانب التطبيقي للبحث متجسداً بمحورين ، يختص الأول منهما بعرض نتائج التحليل المالي لمتغيرات البحث ، في حين يتطرق المحور الاخر الى نتائج التحليل الإحصائي للعلاقة بين تلك المتغيرات واختبار فرضيات البحث .

اولاً : نتائج التحليل المالي للمتغيرات

يعد تحليل النتائج المالية الخطوة الاولى والاساس من اجل اجراء التحليل الإحصائي واكتشاف العلاقة بين المتغيرات المختلفة ، اذ يعطي هذا النوع من التحليل (المالي) صورة اولية عن الوضع العام في المنشأة من خلال تقييم القابلية على الاستمرار في العمل والاستقرار في تحقيق الارباح . هذا وقد استخدمت ثلاثة من المؤشرات المالية في قياس متغيرات البحث هي : نسبة الرافعة المالية ، القيمة الاقتصادية المضافة ، اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي موجودات الشركة .

1. حجم المديونية

يتم تحديد نسب الديون المستخدمة في شركات العينة بالاعتماد على مؤشر نسبة اجمالي مطلوبات الشركة الى اجمالي موجوداتها المشار اليها مسبقاً في المعادلة (1) والتي غالباً ما تسمى بنسبة الرافعة المالية ويوضح الجدول رقم (1) المعروض فيما يأتي نتائج حساب النسب المستخدمة من الدين خلال السنوات الست للدراسة .



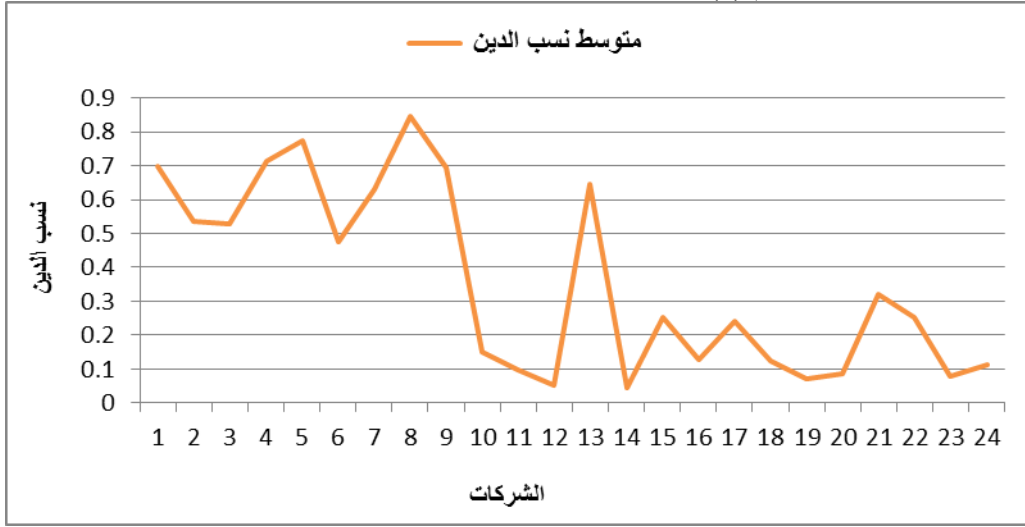
العلاقة السببية بين حجم المديونية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المنشأة

جدول (1) نتائج نسب الديون المستخدمة لشركات العينة

المتوسط	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الشركة
0.70	0.673	0.687	0.657	0.772	0.692	0.724	مصرف الائتمان العراقي
0.537	0.564	0.804	0.554	0.426	0.552	0.327	مصرف الاتحاد العراقي
0.53	0.412	0.512	0.453	0.536	0.596	0.672	المصرف التجاري العراقي
0.714	0.609	0.646	0.666	0.766	0.771	0.828	مصرف الخليج التجاري
0.774	0.803	0.828	0.763	0.829	0.754	0.667	مصرف الشمال للتمويل
0.477	0.351	0.363	0.50	0.450	0.568	0.630	مصرف اشور الدولي
0.632	0.51	0.631	0.606	0.702	0.671	0.6763	مصرف بابل
0.847	0.835	0.840	0.8405	0.876	0.863	0.828	مصرف بغداد
0.693	0.604	0.622	0.688	0.730	0.780	0.736	مصرف كردستان للتمويل والاستثمار
0.152	0.066	0.083	0.102	0.179	0.232	0.254	الامين للتأمين
0.097	0.065	0.089	0.142	0.087	0.069	0.135	الاهلية للتأمين
0.054	0.073	0.031	0.046	0.041	0.051	0.084	دار السلام للتأمين
0.646	0.409	0.613	0.666	0.671	0.853	0.668	بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية
0.045	0.20	0.055	0.0036	0.002	0.0026	0.01	المعمورة للاستثمارات العقارية
0.253	0.163	0.154	0.204	0.266	0.361	0.373	الموصل لمدينة الالعاب والسياحة
0.128	0.077	0.076	0.068	0.179	0.167	0.204	مدينة العاب الكرخ السياحية
0.24	0.008	0.013	0.20	0.761	0.229	0.229	الصناعات الكيماوية العصرية
0.123	0.028	0.028	0.182	0.207	0.145	0.149	العراقية للأعمال الهندسية
0.07	0.056	0.069	0.09	0.078	0.046	0.081	الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية
0.086	0.057	0.237	0.084	0.082	0.061	0	المنصور للصناعات الدوائية
0.32	0.248	0.232	0.364	0.364	0.407	0.308	الشرق الاوسط لإنتاج الاسماك
0.253	0.161	0.121	0.118	0.091	0.108	0.096	العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية
0.08	0.067	0.082	0.080	0.083	0.085	0.085	الزوراء للاستثمار المالي
0.113	0.063	0.090	0.099	0.049	0.155	0.226	الوطنية للاستثمارات السياحية
0.363							المتوسط العام

وتعد النتائج في الجدول المذكور انفا وجود تباين كبير بين الشركات من حيث نسب استخدامها للدين اذ يتراوح متوسط استخدام الدين خلال السنوات الست ما بين حوالي 85% كأعلى متوسط لنسب الديون المستخدمة والذي ظهر لدى مصرف بغداد ونسبة (4.5%) كأقل متوسط لنسب استخدام الدين في شركة المعمورة للاستثمارات العقارية ، في ما بلغ المتوسط العام لنسب استخدام الدين لدى جميع الشركات نسبة 36% وهي نسبة بعيدة جداً عن اعلى متوسط وادنى متوسط من نسب الديون المستخدمة ما يوشر وجود اختلافات واضحة بين الشركات ال (24) من حيث نسب الديون التي تعتمد عليها في تمويل استثماراتها وكما هو واضح في الشكل رقم (2) الموضح فيما يأتي والذي يمثل متوسط نسب الدين المستخدمة لدى جميع شركات العينة خلال للمدة من (2008-2013) .

الشكل رقم (2) متوسط نسب الديون المستخدمة لدى شركات العينة



وجاء هذا الشكل ليؤكد دقة النتائج المذكورة في الجدول المذكورة ، اذ يلاحظ ان النقطة رقم (8) والتي يقابلها مصرف بغداد في الجدول المذكور قد سجلت اعلى متوسط من نسب الديون المستخدمة والتي بلغت % 85 ، في ما اظهرت النقطة رقم (14) الممثلة بشركة المعمورة في الجدول ذاته ادنى متوسط لنسب الدين المستخدمة وهي النتائج نفسها التي اشار اليها الجدول (1) تماماً ويتضح من الشكل ايضاً ارتفاع نسب الدين بشكل واضح لدى منشآت القطاع المصرفي الممثلة بالأرقام من 1- 8 عن تلك النسب المسجلة لدى المنشآت العاملة ضمن القطاعات الاخرى .

2. القيمة الاقتصادية المضافة

يمكن حساب القيم الاقتصادية المضافة او المفقودة لدى شركات العينة خلال سنوات الدراسة الست باستخدام المعادلة رقم (2) المشار اليها مسبقاً في منهجية البحث والتي تمثل نموذج القيمة الاقتصادية المضافة الاساسية .

$$\text{معادلة ... (2) } EVA = NOPAT - (WACC * IC)$$

اذ يتم البدء باستخراج القيم الاقتصادية المضافة بعد ايجاد العناصر الثلاثة الاساسية في النموذج المذكور انفا وذلك بالحصول على صافي الارباح بعد الضرائب واجمالي راس المال المستثمر من القوائم المالية الخاصة بكل شركة وتحديد المعدل الموزون لكلفة راس المال المستثمر . ويستعرض الجدول رقم (2) نتائج متوسطات القيم الاقتصادية المضافة مع اعلى وادنى متوسط للقيم المضافة لدى الشركات عينة البحث للسنوات المدروسة .

الجدول (2) المتوسطات ، اعلى ، ادنى متوسط للقيم الاقتصادية المضافة

ت	الشركة	المتوسط	اعلى قيمة	اقل قيمة
1	مصرف الائتمان	-361669129	7791083060	-5147285494
2	مصرف الاتحاد	1921927445	10893352611	-7843093391
3	المصرف التجاري	155368618	9735120462	-6017912449
4	مصرف الخليج	27786525288	147829000	115963665
5	مصرف الشمال	13803908256	43348493466	1153451499
6	مصرف اشور	-1869564633	4757372092	-24985759257
7	مصرف بابل	-3328179283	1564346431	-12128057230
8	مصرف بغداد	6290705670	15769488138	-178687977
9	مصرف كردستان	-190243512	15638979181	-18370409768
10	الامين للتأمين	-191067881	245655561	-1038431373
11	الاهلية للتأمين	-132689248	23982508	-577798887
12	دار السلام للتأمين	-280869565	186244534	-644716439



العلاقة السببية بين حجم المديونية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المنشأة

-34922186	4049272610	134005506	بغداد العراق للنقل العام	13
-8388982156	921608347	-1938968109	المعمورة للاستثمارات العقارية	14
140733683	636347151	342679278	العاب الموصل	15
-35831077	152589290	58969241	العاب الكرخ	16
-206205250	51128372	-15757824	الصناعات الكيماوية العصرية	17
-297578704	-11080978	-164899276	العراقية للأعمال الهندسية	18
-87976440	915080312	265202770	الكندي لإنتاج اللقاحات	19
-1585426522	90084498	-469537053	المنصور لصناعة الادوية	20
-471578745	636686810	-99968580	الشرق الاوسط لإنتاج الاسماك	21
-130151834	150232405	22031369	العراقية لإنتاج المنتجات زراعية	22
-390211036	-37100997	-135269178	الزوراء للاستثمار المالي	23
-1585300511	817433675	-282635436	الوطنية للاستثمارات السياحية	24

** يشير اللون الغامق في المربعات الخاصة بتسلسل الشركات الى تحقيق الشركة لقيمة اقتصادية مضافة

يتضح من النتائج الظاهرة في الجدول (2) ان 10 فقط من اصل 24 شركة كانت قد حققت متوسط قيمة اقتصادية مضافة خلال السنوات الست اي ما يمثل نسبة %42 من اجمالي شركات العينة موزعة بواقع 5 منشآت من القطاع المصرفي ، 3 منشآت من قطاع الخدمات ومنشأة واحدة فقط في كل من القطاعين الزراعي والصناعي ، بينما لم تحقق اي من المنشآت العاملة ضمن القطاعات الاخرى كالتأمين والاستثمار والسياحة متوسط قيمة مضافة خلال تلك فترة ، ويعتبر القطاع الخدمي القطاع الاكثر كفاءة في تحقيق القيمة الاقتصادية المضافة وذلك لان ثلاثة من اصل اربع شركات عاملة ضمن هذا القطاع كانت قد حققت متوسط قيمة اقتصادية مضافة اي بنسبة نجاح وصلت الى 3/4 ما يعادل %75 ، ومن ثم يليه القطاع المصرفي في ذلك بنسبة نجاح بلغت 5/8 اي حوالي %62.5 . وعلى الجانب الاخر بلغت نسبة الشركات التي لم تحقق متوسط قيم اقتصادية مضافة للسنوات الست حوالي %58 ممثلة ب 14 شركة موزعة على جميع القطاعات كالآتي : 4 مصارف ، 3 شركات تأمين ، 3 شركات صناعية ، وشركة واحدة لكل من قطاع الخدمات ، الزراعة ، الاستثمار والقطاع السياحي . هذا وقد سجل اعلى متوسط للقيمة الاقتصادية المضافة والبالغ قيمته (27786525288) دينار لدى مصرف الخليج التجاري في حين ظهر اعلى متوسط من القيمة الاقتصادية المفقودة لدى مصرف بابل بواقع قيمة مفقودة قدرت بحوالي (-3328179283) دينار .

3. حجم المنشأة

يوجد العديد من المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في تحديد احجام منشآت الاعمال كأجمالي المبيعات ، اجمالي الموجودات ، عدد العاملين ، عدد الاسهم المصدرة ، وقد استعمل متغير اجمالي الموجودات في هذا البحث كمؤشر في قياس حجم المنشأة وذلك باستخراج اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي الموجودات الخاصة بكل شركة ولكل سنة من سنوات الدراسة وذلك وفقاً للمعادلة رقم (3) المذكورة مسبقاً ولأغراض التوضيح فقد تم تصنيف شركات العينة وفقاً لمؤشر الحجم اللوغاريتمي الى ثلاثة اصناف من الحجم هي الشركات الكبيرة والمتوسطة والصغيرة الحجم ، اذ تصنف الشركات التي تسجل حجم لوغاريتمي اكبر من 10 لمجموع موجوداتها بانها شركات كبيرة الحجم ، اما الشركات التي لديها مؤشر لوغاريتمي اقل او يساوي 10 فأنها تصنف من ضمن الشركات المتوسطة والصغيرة الحجم ، ولهذا الغرض يستعرض الجدول رقم (3) ترتيب شركات العينة بحسب حجمها من الاكبر الى الاقل حجماً وفقاً لمتوسط قيم الحجم اللوغاريتمي لأجمالي موجوداتها خلال السنوات الستة للدراسة .

الجدول (3) ترتيب احجام الشركات وفقاً لأحجامها

الشركة	متوسط الحجم اللوغاريتمي لموجودات الشركة	ترتيب الشركة	حجم الشركة
مصرف بغداد	11.98	1	كبيرة
مصرف الشمال للتمويل والاستثمار	11.93	2	كبيرة
مصرف كردستان للاستثمار والتنمية	11.74	3	كبيرة
مصرف الائتمان العراقي	11.66	4	كبيرة
مصرف الخليج التجاري	11.54	5	كبيرة
المصرف التجاري العراقي	11.38	6	كبيرة
مصرف بابل	11.33	7	كبيرة
مصرف اشور الدولي	11.29	8	كبيرة
مصرف الاتحاد العراقي	11.22	9	كبيرة
المعمورة للاستثمارات العقارية	10.1	10	كبيرة
الوطنية للاستثمارات السياحية	9.7	11	متوسطة
الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية	9.6	12	متوسطة
المنصور للصناعات الدوائية	9.59	13	متوسطة
دار السلام للتأمين	9.54	14	متوسطة
الاهلية للتأمين	9.41	15	متوسطة
الامين للتأمين	9.39	16	متوسطة
بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية	9.28	17	صغيرة
الصناعات الكيماوية العصرية	9.24	18	صغيرة
العراقية للأعمال الهندسية	9.14	19	صغيرة
الزوراء للاستثمار المالي	9.11	20	صغيرة
الشرق الاوسط لإنتاج الاسماك	9.07	21	صغيرة
العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية	9.05	22	صغيرة
الموصل لمدن الالعاب والاستثمارات السياحية	9	23	صغيرة
مدينة العاب الكرخ السياحية	8.5	24	صغيرة

ويتضح من التصنيف الموضح في الجدول المذكور انفا بان 9 من اصل 10 منشآت صنفت بوصفها منشآت كبيرة الحجم كانت منشآت مصرفية وذلك نظراً لما امتلكته تلك المنشآت من مبالغ ضخمة في اجمالي الموجودات السنوية المسجلة لديها ، فضلاً عن منشأة واحدة فقط غير عاملة ضمن القطاع المصرفي ممثلة بشركة المعمورة للاستثمارات العقارية والتي على الرغم من تصنيفها ضمن شريحة المنشآت كبيرة الحجم الا ان حجمها المقدر بالمؤشر اللوغاريتمي يقل بكثير عن احجام المنشآت المصرفية المقدره بذلك المؤشر نفسه وانه يقترب كثيراً من متوسط الحجم لدى بقية الشركات الاخرى المصنفة كونها شركات متوسطة الحجم .

ثانياً : نتائج التحليل الاحصائي للعلاقة بين المتغيرات

يتضمن هذا المحور اختبار الفرضيات الثلاث الخاصة بالبحث وذلك باستخدام مجموعة من نماذج الاختبارات الاحصائية كنموذج الانحدار الخطي بنوعيه البسيط والمتعدد ومعامل ارتباط بيرسون واختبار تحليل التباين الاحادي ANOVA ، فضلاً عن الاستعانة بكل من اختبائي F و T الاحصائيين لتحديد مدى معنوية العلاقة بين متغيرات البحث .

أ. اختبار الفرضية الأولى

من أجل اختبار الفرضية التي تنص " يكون لحجم المديونية تأثيراً ذو دلالة معنوية في القيمة الاقتصادية المضافة للشركة " ويستلزم إجراء تحليل الانحدار الخطي البسيط لمعرفة طبيعة تلك العلاقة وتبيان مدى صحة الفرضية من عدمها .

نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط

يستعرض الجدول (5) نتائج اختبار تأثير حجم المديونية في القيمة الاقتصادية المضافة

المتغير المستقل	قيمة الثابت	قيمة معامل بيتا β	قيمة معامل التحديد R^2	قيمة f المحسوبة	معنوية الاختبار
حجم المديونية	5.82	0.45	0.20	36.34	وجود تأثير معنوي عند (0.05)

قيمة F الجدولية عند مستوى دلالة 0.05 ودرجة حرية (1 ، 143) = 3.88

تشير نتائج تحليل الانحدار الى امتلاك حجم المديونية تأثيراً معنوياً في القيمة الاقتصادية المضافة للشركة ، إذ بلغت قيمة f المحسوبة (36.34) وهي اكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى دلالة (0.05) والبالغة (3.88) ما يدل على المعنوية الاحصائية لمعامل الانحدار ، وبما ان معامل انحدار بيتا يحمل اشارة موجبة فهذا يعني ان التأثير هو ايجابي ، اما معامل التحديد فقد بلغت قيمته (0.20) ما يعني ان (20%) من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة يمكن تفسيرها بتأثير حجم المديونية اما النسبة المتبقية من التغيرات فيمكن ان تفسرها عوامل اخرى خارجة عن اطار التحليل ، هذا وقد بلغت قيمة معامل انحدار بيتا (0.45) وهي قيمة موجبة ، ما يعني بان زيادة وحدة واحدة من حجم المديونية سوف يسهم بزيادة مقدارها (45%) في القيمة الاقتصادية المضافة . وتدل تلك النتائج على صحة الفرضية الاولى .

ب. اختبار الفرضية الثانية

لغرض اختبار الفرضية التي تنص " يمتلك حجم المنشأة تأثير ذات دلالة معنوية احصائيا في علاقة حجم المديونية بالقيمة الاقتصادية المضافة " يتم استخدام نموذج تحليل الانحدار المتعدد .

الجدول (6) يعرض نتائج تحليل الانحدار المتعدد

المتغيرات المستقلة	المتغير المعتمد	قيمة الثابت	قيمة معامل بيتا	قيمة t المحسوبة	قيمة معامل التحديد R^2	قيمة f المحسوبة	الدلالة الاحصائية
حجم المديونية	القيمة الاقتصادية المضافة	- 6.23	0.34	3.11 *	0.28	19.15	تأثير معنوي عند (0.05)
حجم المنشأة				1.33			

قيمة f الجدولية عند مستوى دلالة 0.05 ودرجة حرية (2 ، 142) = 3.03 ، قيمة t الجدولية عند مستوى دلالة 0.05 ودرجة حرية 142 = 1.98 ، * دال عند مستوى دلالة (0.05)

يتضح من النتائج ان قيمة معامل التحديد في نموذج الانحدار المتعدد قد بلغت (0.28) ما يعني بان (28%) من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة يمكن تفسيرها من خلال التغيرات التي تحدث في كل من نسب المديونية وحجم المنشأة ، وعند مقارنة قيمة معامل التحديد هذا مع قيمته الموضحة في نتائج الانحدار البسيط ، سوف نلاحظ حدوث زيادة ولو بشكل طفيف إذ بلغت قيمته (0.20) عند تأثير حجم المديونية في القيمة الاقتصادية المضافة ، واصبحت عند (0.28) مع دخول عامل حجم المنشأة كمتغير ثالث في العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع ، وعلى الرغم من التأثير المنخفض لحجم المنشأة في العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع الا انه يعد تأثيراً ذات معنوية يعزز من صحة الفرضية الثانية .

ج. اختبار الفرضية الثالثة

اظهرت نتائج التحليل المالي لهذا البحث وجود اختلافات واضحة في القيم الاقتصادية المضافة بين الشركات العاملة ضمن القطاعات المختلفة ، ولكنها لا تعد اختلافات معنوية اذا لم يتم اختبارها احصائياً ، وعلى هذا الاساس تمت صياغة الفرضية الثالثة التي نصت على " وجود فروقات معنوية بين شركات العينة في ما يتعلق بالقيمة الاقتصادية المضافة لكل منها" واستخدم نموذج تحليل التباين الاحادي في اختبار هذه الفرضية كونه يساهم في تحديد الاختلافات بين الاوساط الحسابية لقيم المتغير التابع .

ويخصص الجدول (7) نتائج اختبار الفروقات بين متوسطات القيمة الاقتصادية المضافة باستخدام تحليل التباين الاحادي ANOVA

معنوية الاختبار	درجة الحرية df	قيمة f المحسوبة	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	القيمة الاقتصادية المضافة
(0.05) معنوي عند مستوى	143	1.96	3913635705	1721666864	

* قيمة F الجدولية عند مستوى دلالة (0.05) ودرجة حرية (143) = 1.61

يلاحظ من نتائج الجدول المذكور انفا بان قيمة F المحسوبة قد بلغت (1.96) وهي اكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى دلالة (0.05) ودرجة حرية (143) وهو ما يدل على وجود فروقات معنوية بين القيم الاقتصادية المضافة المسجلة لدى شركات العينة خلال السنوات المدروسة ، وتعد هذه النتيجة تأكيداً على صحة الفرضية الثالثة للبحث .

المبحث الرابع / اهم الاستنتاجات والتوصيات

اولاً : الاستنتاجات

1. وجود علاقة تأثير ايجابية لمستوى الديون المستخدمة في القيمة الاقتصادية المضافة لدى الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولكنها ليست بالقوة الكافية ، اذ ان التغير في نسب الدين يفسر نسبة معينة فقط من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة للشركة اما النسبة المتبقية من التغيرات في القيمة المضافة فانها تعود الى تأثير عوامل اخرى ، وبذلك فانه يمكن تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة للشركة ولو بمبالغ زهيدة مع الاعتماد على نسب اكبر من التمويل بالدين .
2. اعتماد منشآت القطاع المصرفي على نسباً عالية من الدين مقارنة مع المنشآت العاملة ضمن القطاعات الاخرى ، وهو ما قد يفسر تحقيق اغلب المنشآت المصرفية لقيمة اقتصادية مضافة خلال تلك السنوات .
3. تتأثر العلاقة بين حجم المديونية والقيمة الاقتصادية المضافة بالأحجام المختلفة لمنشآت الاعمال ، اذ يفسر مستوى الديون المستخدمة نسبة محددة من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة للشركات بغض النظر عن احجام تلك الشركات ، وتزداد القدرة التفسيرية للتغير في نسب الدين مع اخذ التأثيرات المحتملة لحجم المنشأة بعين الاعتبار ودخوله كطرف ثالث في العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع .
4. وجود تأثير نسبي لحجم المنشأة في نتائج القيمة الاقتصادية المضافة لشركات العينة خلال السنوات الست المدروسة ، لا سيما ان بعض الشركات المصنفة بانها منشآت متوسطة وصغيرة الحجم كانت قد حققت متوسط قيمة اقتصادية مضافة لم تنجح منشآت اخرى اكبر حجماً في تحقيقها .

ثانياً: التوصيات

1. لا بد للشركات أن تتبنى فكراً مالياً حديثاً يهتم بإدخال المناهج الحديثة المستندة الى القيمة في عمليات تقييم الاداء مع العمل على تطوير تلك المناهج باستمرار والسعي الى اكتشاف مناهج اخرى جديدة اكثر دقة في تحديد قيمة المنشأة ، ويبدأ هذا النوع من التفكير مع تحديد مناطق الضعف في اداء الشركة كخطوة اولى ومن ثم البحث عن المقاييس المناسبة لمعالجتها .

2. الزام الشركات بتقديم ملاحق سنوية ترفق مع القوائم المالية المفصح عنها تتضمن نتائج قياس القيمة الاقتصادية المضافة للشركة مع توضيح التغيرات السنوية الحاصلة فيها ، الامر يمكن الادارة من تقديم نتائج افضل وادق الى المستثمرين عن الارباح الفعلية المتحققة في الشركة .
3. العمل بصورة مستمرة على تحسين القيمة الاقتصادية المضافة وذلك بزيادة الدخل التشغيلي للموجودات عن طريق تخفيض التكاليف أو زيادة المبيعات ، تخفيض المعدل الموزون لكلفة رأس المال المستثمر بإحداث التغييرات الملائمة في المزيج التمويلي ، تقليص مبالغ رؤوس الاموال المستثمرة في المشاريع القائمة دون تأثير كبير على الدخل التشغيلي ويتم ذلك عن طريق تقليص الاستثمار في رأس المال العامل وبيع الموجودات غير المستغلة .
4. ينبغي على الشركات وضع الخطط السليمة لعملية الاقتراض وذلك بدراسة وتقييم هيكلها المالي بهدف تحديد النسبة الملائمة من الديون التي يمكن استخدامها في تحقيق الاثر الايجابي على الاداء المالي والقيمة السوقية لتلك الشركات ، كما وينبغي على الشركات المصنفة بانها منشآت كبيرة التوجه نحو استخدام نسب اعلى من الديون وذلك لما تمتاز به تلك الشركات من سمعة جيدة وانخفاض تعرضها لمخاطر الافلاس ما يمكنها من الحصول على مبالغ اكبر من الديون مع اسعار فائدة منخفضة نسبياً وبشروط اقتراض تعد مناسبة مقارنة مع الشركات الاخرى الاصغر حجماً منها .

المصادر

- 1 - Alihodzic, Almir (2013), Possibility Of Applying Economic Value Added In The Capital Market Of The Republic of Serbia, Singidunum Journal, Vol.10, N.2
- 2- Atiyet, Ben Amor (2012), The Impact of Financing Decision on the Shareholder Value Creation, Journal of Business Studies Quarterly 2012, Vol. 4, No. 1 .
- 3 - Awan, Hayat & Bhatti , Ishaq & Ali, Raza & Qureshi, Azeem (2010), How growth opportunities are related to corporate leverage decisions ?, Investment Management and Financial Innovations, Volume 7, Issue 1
- 4 - Barakat, Abdallah (2014), The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.1
- 5 - Bas, Tugba & Muradoglu, Gulnur & Phylaktis, Kate (2009), Determinants of Capital Structure in Developing Countries, Second draft , Cass Business School , London .
- 6- Berk, Jonathan & De Marzo, Peter & Harford, Jarrad (2012) ,Fundamentals Of Corporate Finance, Second Edition , Prentice Hall , Boston
- 7 - Berber, Nemanja & Pasula , Milan & Radosev , Milan (2012), Economic value added In Function Of Determining Incentive Compensation Systems, Journal Of Engineering Management and Competitiveness (JEMC) , Vol. 2 , No. 2 .
- 8 - Benson, Robert C. (2005), Making the Most of Financial Leverage, American Business Advisors, South Dayton Street, Suite 210 Greenwood Village .
- 9 - Bosra, Fatemeh Rezanezhad & Azad, Rahmatolla & Emamgholipour, Milad (2013), The Relationship between Economic Value Added and Refined Economic Value Added with Stock Returns in the Companies Listed in Tehran Stock Exchange, World of Sciences Journal, Volume: 1 , Issue: 9 .
- 10 - Chaudhry, Hassan Fayyaz (2014) , Financial Leverage and Service Sector Firms, IOSR Journal of Mathematics, Volume 10, Issue 1 .



- 11 - Chechet, Ishaya Luka & Olayiwola, Abduljeleel Badmus (2014), Capital Structure and Profitability of Nigerian Quoted Firms: The Agency Cost Theory Perspective, American International Journal of Social Science Vol. 3 No. 1
- 12 - Chen, Li Ju & Chen, Shun Yu (2011), The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators, Investment Management and Financial Innovations, Volume 8, Issue 3 .
- 13- Ehrbar, Al. & Bennett Stewart (1999), The EVA Revolution , Journal of Applied Corporate Finance , Vol.12 , N.2 .
- 14 - Enekwe, Chinedu & Agu, Charles & Eziedo , Nnagbogu (2014), The Effect of Financial Leverage on Financial Performance: Evidence of Quoted Pharmaceutical Companies in Nigeria, IOSR Journal of Economics and Finance, Volume 5, Issue 3
- 15 - Gill, Amarjit Singh & Mand, Harvinder Singh & Sharma, Suraj & Mathur, Neil (2012), Factors that Influence Financial Leverage of Small Business Firms in India, International Journal of Economics and Finance Vol. 4, No. 3 Published by Canadian Center of Science and Education .
- 16- Hoque, M. & Akter, M. & Shil , N. C. (2004), Value based Measure : An Application of EVA in Small Manufacturing Company in Bangladesh. Journal of the Institute of Bankers Bangladesh, 51(2) p. 139 .
- 17 - Jankensgard, Hakan (2008), Cash Flow-at-Risk and Debt Capacity, Lund Institute of Economic Research ,Working Paper Series, Lund University .
- 18 - John, Franklin (2011), Determinants of Financial Leverage in Indian Pharmaceutical Industry, International Journal of Applied Engineering Research, Din Digul Volume 2, No. 1
- 19 - Kaen, Fred & Becker-Blease, John & Etebari, Ahmad & Baumann, Hans (2010), Employees, firm size and profitability in U.S. manufacturing industries, Investment Management and Financial Innovations, Volume 7, Issue 2 .
- 20 - Karma, Otto & Sander, Priit (2006), The impact of financial leverage on risk of equity measured by loss-oriented risk measures: An option pricing approach, European Journal of Operational Research 175 , Estonia .
- 21 - Karadeniz, Erdinc & Kandir, Serkan Yilmaz & Balcilar, Mehmet & Onal, Yildirim Beyazit (2009), Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies International Journal of Contemporary Hospitality Management Vol. 21 No. 5 , Emerald Group Publishing Limited .
- 22 - Kislingerova, Eva (2000), Using of the Economic Value Added Model for Valuation of A Company, Prague University of Economics , Narodna Bank of Slovenia .
- 23 - Kurshev, Alexander & Strebulaev, Ilya (2005), Firm Size and Capital Structure, seminars at Arizona State University, Stanford GSB, and the European Finance Association 2005 meeting in Moscow .
- 24 - Lee, Seoki & Kim, Woo Gon (2009) , EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry , International Journal of Hospitality Management 28 .
- 25- Lim, Thian Cheng (2012), Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China, International Journal of Economics and Finance Vol. 4, No. 3 .



العلاقة السببية بين حجم المديونية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المنشأة

- 26 - Lowenthal, Simon & Nyman, Henry (2013), Do Firms Balance Their Operating and Financial Leverage? The Relationship Between Operating and Financial Leverage in Swedish, Listed Companies, Department of Business Studies Bachelor Thesis .
- 27 - Monteiro, Tatiana Maria Correia (2013), Relationship between Firm Size and Export Performance: overtaking inconsistencies, Master in International Business, University of Porto .
- 28- Shoghi, Hossein (2012), A Study of Refined Economic Value Added Explanatory Power Associated with MVA & EPS in Tehran Stock Exchange, Interdisciplinary journal of Contemporary Research In Business, Vol 3, No 9 .
- 29 - Olayinka, Akinlo (2011), Determinants of capital structure: Evidence from Nigerian panel data, African Economic and Business Review Vol. 9, No. 1 .
- 30 - Oliver, Barry & Akhtar , Shumi (2009), Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and Domestic Corporations, Journal compilation, International Review of Finance Ltd, Vol. 9, N 1-2 .
- 31 - Onofreia, Mihaela & Tudoseb, Mihaela & Durdureanub, Corneliu & Antona Gabriel (2015), Determinant factors of firm leverage: An empirical analysis at Iasi county level, 7th International Conference on Globalization and Higher Education in Economics and Business Administration GEBA 2013, Procedia Economics and Finance 20, Science Direct .
- 32- Ovtchinnikov, Alexei (2010). Capital structure decisions: Evidence from deregulated industries, Journal of Financial Economics, 95 .
- 33- Popa, Gabriela & Caragea, Codin (2009), EVA – Advanced method for performance evaluation in banks , The Ninth International Conference Investments and Economic Recovery, Vol.12, N. 1 special , Economic serial Management .
- 34- Rayan, Kuben (2008), Financial leverage and firm value, Master of Business Administration, Gordon Institute of Business Science , University of Pretoria .
- 35- Ross, Stephen & Wester field, Randolph & Jordan , Bradford (2006), Fundamentals Of Corporate Finance, 7 th edition , McGraw-Hill Irwin Companies
- 36 - Shil, Nikhil Chandra (2009), Performance Measures: An Application of Economic Value Added, International Journal of Business and Management , Vol. 4, No. 3 .
- 37 - Stan, Elena Roxana & Radneantu, Nicoleta & Gabrovanu, Emilia (2010), Is EVA an important forecasting tool for knowledge-based organizations in Economic crises time? , Romanian Economic and Business Review, Vol. 5, No. 1 .
- 38 - Turvey, Calum & Lake, Linda & Van Duren, Erna & Sparling, David (2000), The Relationship Between Economic Value Added and the Stock Market Performance of Agribusiness Firms, Agribusiness , Vol. 16, No. 4 , John Wiley & Sons, Inc .
- 39- Vijayalakshmi & Manoharan (2015), Corporate leverage and its impact on EVA and MVA, International Journal of Multidisciplinary Research and Development ,Vol. 2, N 2 .
- 40 - Viviani, Jean Laurent (2008), Capital Structure Determinants: An Empirical Study of French Companies in the Wine Industry , International Journal of Wine Business Research Volume 20, Issue 2 .
- 41 - Watson, Denzil & Head, Antony (2007), Corporate Finance Principles & Practice, fourth edition, Prentice Hall, Bilbao .
- 42 - Zurigat, Ziad (2009), Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure, Doctor of Philosophy, Heriot-Watt University, School of Management and Languages .



The causal relationship between debt size and Economic value added With contrast of the Firm Size

Abstract

The research aims to identify the nature of the relationship between the level of debt used and economic value added of companies listed on the Iraq Stock Exchange under the Contrast sizes of these companies , The research addressed the theoretical concepts associated with each of the debt financing , economic added value and Organization size With the use of financial techniques in the practical side to measure these variables, The research community Represent of the shareholding companies listed on the Iraq Stock Exchange with a choice of intentionally sample of 24 joint stock companies representing approximately 27% of the research community after achieving to certain conditions and for the period of time from (2013-2008) , and Used a set of statistical methods in analysis relationship between the variables and test research hypotheses are linear regression model both types simple and multiple, Pearson correlation coefficient, coefficient of determination , analysis variance one -way ANOVA as well as conducting all of a test (t) and (f) in order to identify the moral statistical relationship between the variables .

Concluded the research results to the existence of a significant effect of level of the debt used in the economic value added , and this effect increases with entry the Organization size as a third variable in the test sample that relationship , The results also showed there are clear differences in the economic value added between the sample companies during the six years of the study . Consequently the research recommended need to the attention of corporate management of approaches based on the value in the measurement of profits earned , and The Importance a realization of the positive impact resulting from use of appropriate ratios of debt in maximize shareholder wealth and value added for the firm .

Key words : Debt financing , financial leverage , financial distress , Economic value added , shareholder wealth, Firm value , Firm size .