

## *The role of capital structure indicators in abnormal stock returns*

Zainab A. Khalid<sup>\*1</sup>, Eatessam J. Al-Shakrchy<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup> Department of economics of investment and resources management, college of business economics,  
Al- Nahrain university, Baghdad, Iraq  
[anaszainab18@gmail.com](mailto:anaszainab18@gmail.com) ,[eatessam\\_shakrchy@nahrainuniv.edu.iq](mailto:eatessam_shakrchy@nahrainuniv.edu.iq)

### **Article information:**

Received: 19-05- 2025

Revised: 11-06- 2025

Accepted: 19-06- 2025

Published: 25-04- 2026

### **\*Corresponding author:**

Zainab A. Khalid

[anaszainab18@gmail.com](mailto:anaszainab18@gmail.com)



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

### **Abstract:**

Capital structure is considered a fundamental topic in the field of financial management due to its vital role in supporting corporate financial decisions and its direct impact on financial performance and returns. This study aims to analyze the role of capital structure indicators on abnormal stock returns, with a specific focus on industrial companies listed on the Iraq Stock Exchange, as these returns serve as important indicators of market efficiency and the influence of financial decisions.

The study addresses the relationship between the components of capital structures such as debt and equity—and deviations in stock returns from expected values. These deviations may reflect unexpected opportunities or additional risks borne by investors. The research problem was formulated through inquiries into the impact of the financing mix used by companies on abnormal returns, as well as the extent to which these returns are affected by financial risk and the environmental challenges faced by the Iraqi market. The significance of this study lies in its attempt to explain how changes in financial leverage influence abnormal returns. It also provides practical indicators that enhance the efficient use of financial resources and help investors gain a better understanding of how to evaluate their returns and expectations based on the components of capital structure. Furthermore, the study seeks to offer insights and recommendations that support financial decision-makers in choosing a balanced capital structure that contributes to growth and risk reduction. The study adopts an analytical approach that integrates theoretical foundations with empirical measurement of financial leverage indicators and abnormal returns, by analyzing data from a sample of listed industrial companies.

**Keywords:** Capital Structure, abnormal returns, financial leverage, Iraq stock exchange, industrial risk.

### **Conclusions:**

1. There is a noticeable disparity in the debt ratios of the sample companies during the period (2014–2023), due to differences in financing policies. Some companies relied heavily on debt financing, making them more exposed to high financial risks. In contrast, Baghdad Soft Drinks Company and the Iraqi Company for Carpets and Furniture showed relatively low levels of debt reliance, resulting in greater financial stability.
2. Companies with stable debt levels demonstrate a greater ability to adapt to economic changes and maintain financial stability and sustainable growth.
3. Emphasis was placed on the standard deviation indicator to measure the stability of debt ratios. A higher standard deviation indicates financial volatility and increased liquidity risk. On the other



hand, reliance on self-financing (equity) enhances a company's ability to achieve financial sustainability.

4. The analysis of the equity multiplier ratios for the sample companies during the period (2014–2023) revealed significant variation in returns. Some companies recorded higher average equity multipliers with limited standard deviations, indicating conservative investment strategies and more stable financial performance.
5. Companies with high equity multipliers often face greater fluctuations due to market volatility or changing investment policies. Conversely, companies with lower equity multipliers tend to achieve greater financial stability at the expense of high growth. Therefore, the equity multiplier is a critical indicator that helps investors balance the trade-off between return and risk, enabling them to select companies that align with their investment preferences—whether they favor high returns with higher risks or long-term financial stability.
6. The differences in financing strategies and capital structures have led to significant variation in equity ratios among the sample companies during the period (2014–2023). For instance, the Iraqi Company for Carpets and Furniture showed a notable reliance on self-financing, although with varying degrees of fluctuation, indicating a dynamic financial structure and investment strategy. On the other hand, Baghdad Soft Drinks Company demonstrated relative stability in equity ratios, with lower standard deviation indicating more conservative financing policies and a stable capital structure.
7. The results confirm that a high standard deviation in equity ratios may indicate potential financial instability, whereas a low standard deviation reflects the company's ability to maintain financial balance. Therefore, understanding equity ratio trends serves as an effective analytical tool for investors and financial analysts in making informed investment decisions regarding risk and return.

## دور مؤشرات هيكل رأس المال في تحقيق عوائد الاسهم غير الطبيعية

زينب انس خالد<sup>1\*</sup>، اعتصام جابر الشكرجي<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup> قسم إقتصاديات إدارة الاستثمار والأعمال، كلية إقتصاديات الأعمال، الجامعة النهرين، بغداد، العراق

[anaszainab18@gmail.com](mailto:anaszainab18@gmail.com), [eatessam\\_shakrchy@nahrainuniv.edu.iq](mailto:eatessam_shakrchy@nahrainuniv.edu.iq)

### المستخلص:

يعتبر هيكل رأس المال من الموضوعات الأساسية في مجال الإدارة المالية، نظرًا لدوره الحيوي في دعم القرارات المالية للشركات وتأثيره المباشر على الأداء المالي وتحقيق العوائد. تهدف هذه الدراسة إلى تحليل دور مؤشرات هيكل رأس المال على العوائد غير الطبيعية للأسهم، مع التركيز على الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، حيث تمثل هذه العوائد مؤشرات هامة على كفاءة السوق وتأثير القرارات المالية.

تناولت الدراسة العلاقة بين مكونات الهيكل التمويلي، مثل الديون وحقوق الملكية، والانحرافات في عوائد الأسهم عن القيم المتوقعة. هذه الانحرافات قد تعكس فرصًا غير متوقعة أو مخاطر إضافية يتحملها المستثمرون. وقد تم صياغة مشكلة الدراسة من خلال طرح تساؤلات حول تأثير مزيج التمويل المستخدم في الشركات على العوائد غير الطبيعية، بالإضافة إلى مدى تأثير هذه العوائد بالمخاطر التمويلية والتحديات البيئية التي يواجهها السوق العراقي.

كما تكمن أهمية هذه الدراسة في سعيه لتفسير كيفية تأثير التغيرات في الرافعة المالية على العوائد غير الطبيعية. كما يقدم مؤشرات عملية تعزز من كفاءة استخدام الموارد المالية، وتساعد المستثمرين على فهم أفضل لكيفية تقييم عوائدهم وتوقعاتهم بناءً على مكونات الهيكل التمويلي. بالإضافة إلى ذلك، تهدف الدراسة إلى تقديم رؤى وتوصيات تدعم صناع القرار المالي في اختيار هيكل رأس مال متوازن يسهم في تحقيق النمو وتقليل المخاطر.

اعتمدت الدراسة على منهج تحليلي يجمع بين الجوانب النظرية والقياسات العملية لمؤشرات الرافعة المالية والعوائد غير الطبيعية، مع تحليل بيانات مجموعة من الشركات الصناعية المدرجة. وقد أسفر ذلك عن مجموعة من النتائج التي توضح تأثير التمويل بالدين على تحقيق العوائد غير الطبيعية، مؤكدًا على أهمية تحقيق التوازن في اتخاذ قرارات التمويل بما يخدم الهدف الأساسي المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين.

**الكلمات المفتاحية:** هيكل رأس المال، العوائد غير الطبيعية، الرفع المالي، الشركات الصناعية.

### معلومات البحث:

- تاريخ استلام البحث: 2025-05-19
- تاريخ ارسال التعديلات: 2025-06-11
- تاريخ قبول النشر: 2025-09-19
- تاريخ النشر: 2026-04-25

### \*المؤلف المراسل:

زينب انس خالد

[anaszainab18@gmail.com](mailto:anaszainab18@gmail.com)



هذا العمل مرخص بموجب  
المشاع الإبداعي نسب المصنف 4.0 دولي  
(CC BY 4.0)

### المقدمة:

يعد موضوع هيكل رأس المال من المواضيع المهمة في الإدارة المالية والذي اكتسب أهمية كبيرة من خلال تأثير الهيكل وارتباطه بأهداف الإدارة المالية التي تتعلق بتعظيم الربح وتعظيم ربحية السهم ولغرض زيادة ثروة المساهمين، الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه أغلب الشركات. وتتمثل إحدى أهم القضايا التي يهتم بها المدير المالي هي الطرق التي تحصل بها الشركة على التمويل طويل الأجل الذي تحتاجه وتديره لدعم استثماراتها طويلة الأجل. فهيكل رأس مال الشركة هو مزيج محدد من الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية التي تستخدمها الشركة لتمويل أصولها وعملياتها. إذ يعد تحديد المبلغ الذي يجب على الشركة اقتراضه، أي مزيج الديون وحقوق الملكية مسألة حاسمة، وذلك لتأثير الخليط المختار على كل من مخاطر الشركة وقيمتها إلى جانب تحديد مصادر التمويل الأقل تكلفة للشركة لانعكاسه في مستوى الربحية، مما يحقق الهدف الأساسي وهو تعظيم الثروة للمساهمين أو الحصول على قيمة سوقية أكبر.

لقد ازداد حجم ديون الشركات بمرور الوقت مع نمو الشركات مع الاقتصاد. وفي بعض الأحيان كان الاستخدام المتزايد للديون يعود إلى توسع الأعمال في الصناعات كثيفة رأس المال مثل شركات الطيران والاتصالات. ولم تتمكن بعض الشركات من توليد القدر الكافي من الأموال الداخلية من العمليات لتمويل التوسع، لذا تعتمد الدين في تمويل عملياتها ونموها عبر الاقتراض المباشر أو إصدار السندات. كما تعتمد شركات أخرى إعادة الرسملة وإعادة شراء أسهمها العادية بأموال تم جمعها من الاقتراض أو السندات المصدرة.

الشيء الوحيد الذي لم يتغير هو اعتماد نسب الرفع المالي مع توسع الاقتصاد وانفتاح الاسواق المالية وتطور ادوات التمويل وتحركات أسعار الفائدة صعودا وهبوطا.

ينصب الهدف المالي المعاصر لمعظم الشركات في تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي فإن قرارات المديرين بما في ذلك قرارات التمويل التي تؤثر على هيكل رأس المال يجب أن تهدف إلى تعظيم أسعار الأسهم وبالتالي تعظيم قيمة المنشأة خاصة في ضوء الجدل الذي لازال قائما والمتمثل في قدرة المديرين على خلق القيمة بمجرد تنويع مزيج التمويل من تختلف نظريات تمويل الديون والأسهم من حيث هيكل رأس المال في تفضيل تمويل الديون على تمويل الأسهم. كما تثبت دراسات عديدة في الرافعة المالية من أن زيادة المخاطر إضافية للمساهمين العاديين، وبالتالي يتطلب عائدًا أعلى كتعويض عن تحمل مخاطر إضافية بسبب الرافعة المالية. بالإضافة إلى ذلك، يتطلب سوق الكفالة عدم الحصول على أي تعويض من تحقيق عوائد غير متوقعة إذا كان لديه معلومات لا يمتلكها الآخرون حول أسعار الاسهم وقيمتها الحقيقية، وبالتالي يعد دليلاً على عدم كفاءة السوق كونه يمثل عائدات على استثمار أعلى أو أقل مما هو متوقع لقد ركزت معظم الدراسات في مجال التمويل على قياس أثر الرافعة المالية في أداء الشركات باستخدام مؤشرات الربحية المتمثلة في العائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية والربحية للسهم الواحد. لذا ركزنا في بحثنا على اختبار مدى تأثير التغيير في هيكل رأس المال في عوائد الأسهم غير الطبيعية. توضح الدراسة دور الهيكل المالي في تحقيق العوائد غير الطبيعية في ظل وجود تشريعات قانونية مفروضة على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

## المبحث الأول: منهجية البحث

### 1.1 مشكلة البحث:

يعد تحديد هيكل راس المال امرأ حاسماً في دعم القرارات المالية وانشطة الشركة وانعكاس ذلك في الاداء وتحقيق العوائد، الا انه لايزال هنالك جدلاً فكرياً حول طبيعة العلاقة والتأثير بين هيكل راس المال وسبل التمويل وكلفته وبين العوائد المتحققة ومنها العوائد غير الطبيعية. كما تواجه الشركات الصناعية تحديات في إدارة هيكل رأس المال بما يؤثر على استقرار العوائد غير الطبيعية لأسهمها، ولا يزال تأثير الرفع المالي على تقلبات هذه العوائد غير واضح بشكل كافٍ في السوق المحلية، مما يستدعي دراسة معمقة لسد هذه الفجوة وعليه يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال تساؤل رئيسي مفاده: (هل توجد تأثير ذو دلالة معنوية بين مؤشرات هيكل راس المال وعوائد الاسهم غير الطبيعية) ومن هذا التساؤل تنفرع الى تساؤلات اخرى

- هل هناك تأثير لمكونات هيكل راس المال في عوائد الاسهم غير الطبيعية؟
- هل تتأثر عوائد الاسهم غير الطبيعية بسبب المخاطر التي يتعرض لها هيكل راس المال؟

### 2.1 أهمية البحث:

تعتبر هذه الدراسة ذات أهمية كبيرة لأنها تقدم فهماً معمقاً لكيفية إدارة هيكل رأس المال لتحسين العوائد، مما يساعد الشركات الصناعية على اتخاذ قرارات تمويلية أكثر فاعلية ويعزز ثقة المستثمرين في السوق كما تركز الدراسة على تحليل واختبار دور استخدام الديون في الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في تحقيق العوائد غير الطبيعية التي تمثل الانحرافات بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة لأسهم الشركات. اذ يمكن تجسيدها بالآتي:

1. كما تبرز أهمية الدراسة من خلال تسليط الضوء على التحدي الأكبر في البيئة العراقية على الإدارة التمويلية وانعكاسه في عوائد الاسهم غير الطبيعية.
2. تعريف المستثمرين بماهية العوائد غير الطبيعية وهل تعبر عن كفاءة السوق ام انها من الحالات الشاذة بوصفه دليلاً على عدم كفاءة السوق. اذ ان المعرفة بكيفية تحقق العوائد غير الطبيعية واسبابها تسهم في تعزيز قدرات المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمار أكثر استنارة وربما يزيد من فرص النجاح في السوق.
3. فهم العلاقة بين هيكل راس المال وعوائد الأسهم غير الطبيعية في السوق العراقي مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر فاعلية؛ ويساهم في تحسين اداء الشركات وزيادة قيمتها السوقية.

### 3.1 أهداف البحث:

يعد استخدام الدين في هيكل التمويل أو ما يسمى بالرفع المالي أحد مصادر المخاطر التي تواجهها الشركات، لذا فإن هذا الدراسة يهدف إلى دراسة كيفية تأثير مستويات الدين في هيكل رأس المال، ومزيج الديون وحقوق الملكية التي تستخدمها الشركة لتلبية متطلبات الشركة في عوائد الاسهم غير الطبيعية. تهدف الدراسة الحالي الى تحقيق الآتي:

1. تحديد العلاقة بين نسب المديونية وعوائد الأسهم غير الطبيعية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
2. تحليل تأثير مضاعف حق الملكية في عوائد الأسهم غير الطبيعية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
3. دراسة العلاقة بين نسبة الديون الى حقوق الملكية وعوائد الأسهم غير الطبيعية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
4. تشخيص وتحليل العوامل والمحددات التي تؤثر في هيكل رأس المال، أي المزيج التمويلي الذي تحتاجه الشركة لتمويل اصولها وعملياتها

#### 4.1 فرضيات البحث

في ضوء طبيعة متغيرات الدراسة والابعاد التي تم تحديدها ولغرض معرفة علاقة الاثر والارتباط بين المتغيرات المستقلة (مؤشرات هيكل رأس المال) والمتغير التابع (العوائد غير الطبيعية). تلك المتغيرات تم صياغة الفرضيات الآتية:

##### 1.4.1 الفرضية الرئيسية الاولى

- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية وعوائد الأسهم غير الطبيعية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف حقوق الملكية وعوائد الأسهم غير الطبيعية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية وعوائد الأسهم غير الطبيعية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

##### 2.4.1 الفرضية الرئيسية الثانية

- توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية إحصائية لنسبة المديونية في عوائد الاسهم غير الطبيعية
- توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لنسبة مضاعف حق الملكية في عوائد الاسهم غير الطبيعية.
- توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية إحصائية بين نسبة الديون إلى حق الملكية وعوائد الاسهم غير الطبيعية.

#### 5.1 مجتمع وعينة البحث

تم اختيار عينة قصدية تكونت من (6) شركات من شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ تأسيسه في عام 2004، ويتم تداول اسهمها طيلة مدة الدراسة (2014-2023). وهي (بغداد للمشروبات الغازية، الصناعات المعدنية والدراجات، انتاج الالبسة الجاهزة، الخياطة الحديثة، بغداد لصناعة مواد التغليف، العراقية للسجاد والمفروشات)

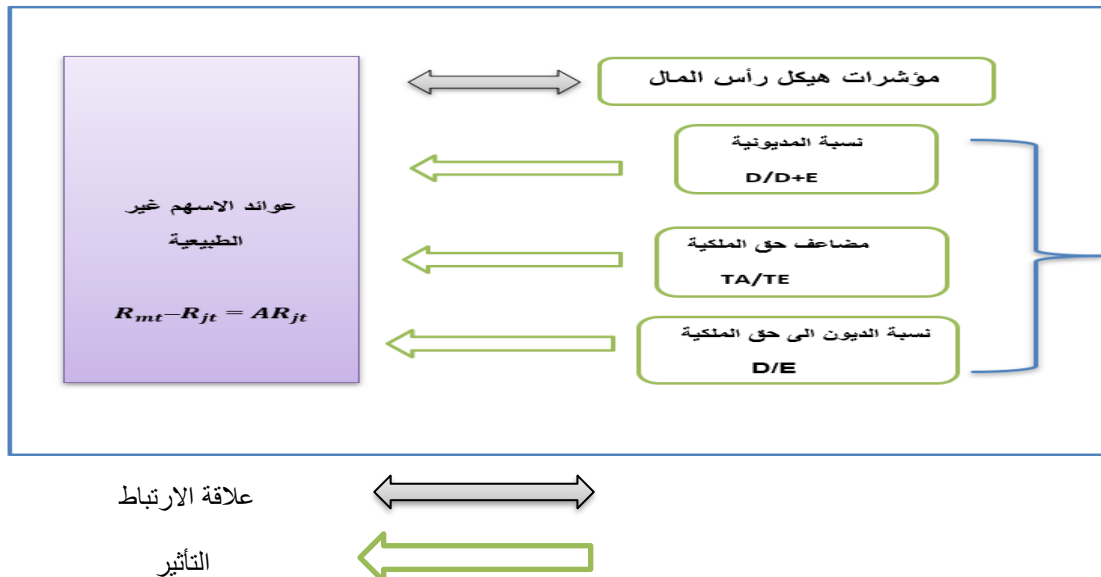
#### 6.1 منهج البحث

ان لطبيعة الدراسة والمتغيرات والمعطيات اثر في تحديد المنهج المعتمد، اذ اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي وذلك على النحو الآتي:

- **المنهج الوصفي:** وذلك من خلال تناول ما هو متوفر من مراجع وأدبيات ذات صلة بالموضوع واطر مقترحة في هذا المجال ودراسة الواقع الفعلي لتكوين البيانات الثانوية.
- **المنهج التحليلي:** وذلك من خلال استخدام الاساليب الرياضية والمالية لحساب مؤشرات هيكل رأس المال والعوائد غير الطبيعية لأسهم الشركات عينة الدراسة. كما تم استخدام التحليل الإحصائي اللازم لاختبار العلاقة والتأثير بين هيكل رأس المال والعوائد غير الطبيعية، وذلك باستخدام برنامج الرزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS)

#### 7.1 المخطط الفرضي للبحث

- المتغير المستقل (independent variable): هيكل راس المال (مؤشرات هيكل رأس المال)
- المتغير المعتمد (dependent variable): عوائد الاسهم غير الطبيعية



الشكل (1) المخطط الفرضي للبحث

المصدر: من إعداد الباحثة

## المبحث الثاني: الجانب النظري

### 1.2 مفهوم هيكل رأس المال

يشير مصطلح هيكل رأس المال إلى الأموال التي يقدمها المستثمرون والتي تشمل الديون والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ولا يتم تضمين الحسابات الدائنة والمستحقات لأنها لا يتم توفيرها من قبل المستثمرين، فهي تأتي من الموردين والعمال والسلطات الضريبية نتيجة للعمليات الطبيعية، وليس كاستثمارات يقدمها المستثمرون (Brigham & Houston, 2021:475-476). فعندما تحتاج الشركة إلى التمويل، يمكنها دعوة المستثمرين إلى تقديم أموال نقدية مقابل حصة من الأرباح، أو يمكنها أن تعد المستثمرين بسلسلة من المدفوعات الثابتة. في الحالة الأولى، يتلقى المستثمر أسهمًا صادرة حديثًا من الأسهم ويصبح مساهمًا ومالكًا جزئيًا للشركة. وفي الحالة الثانية، يصبح المستثمر مقرضًا ويجب سداؤه عند تاريخ الاستحقاق. أي إن هيكل رأس المال هو التمويل الدائم (Permanent financing) الذي يتكون من القروض طويلة الأمد والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة ويستبعد جميع مصادر التمويل قصيرة الأمد (Rao, 2006: 339 Abbadi & Abu-Rub, 2012, 92:).

لقد حظي مفهوم هيكل رأس المال باهتمام كبير بعد أن أوضح مود كيليانى وميلار (1958: 261) في بحثهما أن الاختيار بين الدين وحقوق الملكية ليس له أي آثار مادية على قيمة الشركة. ويُعرف اختيار الشركة لمقدار الدين الذي يجب أن تتحمله مقارنة بحقوق الملكية بقرار هيكل رأس المال، مثل هذا الاختيار له العديد من الآثار المترتبة على الشركة وهو لا يزال قضية غير محسومة سواء من الناحية النظرية أو العملية. فهيكّل رأس مال الشركة هو في الواقع انعكاس لسياسة الاقتراض الخاصة بها. ويعد تحديد حجم الديون المعتمدة في الهيكل المالي مسألة مهمة، فهو سلاح ذو حدين، فكلما زادت ديون الشركة وتصبح مثقلة بالدين، كلما زاد خطر الإفلاس. أما إذا استخدم الدين بشكل صحيح، يمكن أن يكون يزيد من العائد على حقوق المساهمين، لذا فإن تحقيق التوازن هو ما تدور حوله مسألة هيكل رأس المال وتحديد نسبة الدين إلى حقوق المساهمين، أي المزيج الأمثل بين الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية الذي تستخدمه الشركة لتمويل عملياتها والذي سيؤثر في مخاطرتها وقيمتها (Ross, et al., 2021:7).

ويشير كلا من (Brigham & Houston, 2021) إلى أن هيكل رأس المال الأمثل هو مزيج من الديون والأسهم المفضلة والأسهم العادية الذي يُرِيد من القيمة الجوهرية للسهم، والهيكل الذي يزيد القيمة الجوهرية إلى الحد الأقصى يقلل أيضًا من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. إن أفضل هيكل رأس مال يعتمد على عدة عوامل منها قدرة الشركة على تمويل أنشطتها بالدين إلى مستوى معين، وإن هذه القدرة تعتمد على استعداد الدائنين بإقراض الشركة وبالمقابل تلتزم الشركة التزاماً قانونياً بدفع الفائدة وأصل الدين ضمن فترات محددة مسبقاً، وإن تخلف الشركة عن التزامها يؤدي إلى ضائقة مالية

عندها تتخذ الشركة قرارات تحت ضغط الدائنين والتي لا تكون في مصلحة المالكين.

كما أوضح (Kumar et al., 2017:107) بأن هنالك خمسة عوامل مهمة تحدد هيكل رأس المال المناسب للشركة، تتمثل في التكلفة والمخاطرة والرقابة والمرونة والتوقيت. وإن أحد الجوانب المهمة في تكوين هيكل رأس المال هو التخطيط المالي عندما يقوم المدير بتحديد متطلبات الشركة المالية، ثم تحدد الخيارات إن كانت متوافرة في داخل الشركة أم يتم تلبيتها من خلال مصادر تمويل خارجية كالدين طويل أو قصير الأمد أو إصدار أسهم ممتازة أو أسهم عادية أو مصادر تمويلية أخرى.

إن هيكل رأس المال الأمثل هو الهيكل الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة، ولا بد من تحليل وضع الشركة والسعي لتحديد نسبة الدين التي تؤدي إلى ذلك. إلا أن تحديد هذه النسبة يعد أمراً بالغ التعقيد، لذا يحدد أولاً هيكل رأس مال المستهدف الذي يعرف على أنه مزيج من الدين والأسهم الممتازة والطبيعية الذي يُخطط لاستخدامه في المستقبل، وبذلك تزيد الشركة من إصدار الدين إذا كانت نسبة الدين أقل من النسبة المستهدفة وبالعكس تصدر الأسهم إذا كانت نسبة الدين مرتفعة وبهذا تستطيع الشركة من تعديل نسب التمويل بما ينسجم مع أهدافها المالية والاستراتيجية (Brigham & Houston, 2022: 359). ويضيف (Temimi et al., 2026:72) بأنه يمكن الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل من خلال الفوائد الهامشية من الدين عند إضافة وحدة واحدة من الديون إلى أن تعادل التكاليف الحدية. وأشار (Alipour et al., 2015: 54) إلى أن هيكل رأس المال الأمثل هو تحقيق مزيج من الدين والأسهم لغرض تمويل وتعظيم قيمة الشركة واستخدام قرارات التمويل المختلفة لأجل تحقيق الرفاهية المالية للشركة، وإن أي قرار خاطئ في هيكل رأس المال يؤدي إلى مشاكل مالية ثم نهاية المطاف إلى الإفلاس، إذ تحاول إدارة الشركة تحديد هيكل رأس المال بطريقة تزيد من قيمة الشركة. وتقوم الشركات بإعادة توازن هيكل رأس المال، حيث تبدأ بتحديد نسبة الرفع المالي المستهدفة ثم تعمل على إعادة التوازن كردة فعل على الانحرافات في هيكل رأس المال نتيجة الظروف الاقتصادية (Rastad, 2016: 6).

وبنفس الاتجاه يشير (Berk et al., 2022:526) بأنه عندما تقوم الشركات بجمع الأموال من مستثمرين خارجيين، يجب عليها اختيار نوع الأوراق المالية التي سيتم إصدارها ونوع هيكل رأس المال الذي يجب أن تمتلكه. والخيارات الأكثر شيوعاً هي التمويل من خلال حقوق الملكية وحدها والتمويل من خلال مزيج من الديون وحقوق الملكية. إذ تعد خيارات التمويل المختلفة بمبالغ مستقبلية مختلفة لكل حامل ضمان مقابل الأموال النقدية التي يتم جمعها اليوم. كما تحتاج الشركة أيضاً إلى النظر فيما إذا كانت الأوراق المالية التي تصدرها ستحصل على سعر عادل في السوق، أو أنها ستخضع إلى ضريبة معينة أو تنطوي على تكاليف معاملات، أو قد تلجأ إلى تغيير مستقبلها في فرص الاستثمار. كما يتأثر هيكل رأس مال الشركة أيضاً بالقرارات المتعلقة بجمع الأموال أو سداد

توصف الشركة التي تصدر الديون او تستخدم الديون في هيكلها المالي بأنها شركة ذات رافعة مالية ( a levered firm) ، ويزيد الدين من عدم اليقين بشأن النسبة المئوية لعوائد الأسهم. فإذا تم تمويل الشركة بالكامل من خلال حقوق الملكية، فإن الانخفاض بمقدار 50 ألف دولار في الدخل التشغيلي مثلاً يقلل من العائد على الأسهم بنسبة 5 نقاط مئوية. اما إذا أصدرت الشركة ديناً، فإن نفس الانخفاض بمقدار 50 ألف دولار في الدخل التشغيلي يقلل العائد على الأسهم بمقدار 10 نقاط مئوية. بمعنى آخر، تأثير الرافعة المالية هو مضاعفة حجم الاتجاه الصعودي والهبوط في العائد على أسهم الشركة (Whitehurst, 2021:430).

لقد اشار (Akan& Tevfik, 2021;193) الى ان الرافعة المالية تنشأ عندما يكون لدى الشركات تكاليف مالية ثابتة (مثل الفائدة). وان درجة الرافعة المالية (DFL) هي مقياس لاستجابة الشركة للتغيرات في الأرباح قبل الفوائد والضرائب والضريبة وتحسب وفق المعادلة الآتية:

الديون أو دفع أرباح الأسهم أو إجراء عمليات إعادة شراء الأسهم.

ووفقاً لـ (Brigham & Houston, 2022: 479) فإن هياكل رأس المال الفعلية للشركات تتغير بمرور الوقت، وذلك لسببين :

**1.1.2 الإجراءات المتعمدة:** إذا لم تصل الشركة حالياً إلى هدفها، فقد تقوم عن عمد بجمع أموال جديدة بطريقة تحرك هيكل رأس المال الفعلي نحو الهدف.

**2.1.2 تصرفات السوق:** يمكن أن تتكبد الشركة أرباحاً أو خسائر عالية تؤدي إلى تغيرات كبيرة في القيمة الدفترية لحقوق الملكية وإلى انخفاض سعر سهمها. وبالمثل، على الرغم من أن القيمة الدفترية لديونها لن تتغير على الأرجح، فإن تغيرات أسعار الفائدة بسبب التغيرات في المستوى العام للمعدلات و/أو التغيرات في مخاطر التخلف عن السداد للشركة يمكن أن تسبب تغيرات كبيرة في القيمة السوقية لديونها. مثل هذه التغيرات في القيمة السوقية للدين و/أو حقوق الملكية يمكن أن تؤدي إلى تغييرات كبيرة في هيكل رأس المال.

**2.2 الرافعة المالية ومؤشرات هيكل رأس المال**

$$(1) \quad DFL = \frac{EBIT}{EBIT - \text{interest}}$$

اذ ان:

EBIT : الأرباح قبل الفائدة والضريبة

Interest: مبلغ الفائدة

او حسب الصيغة ادناه:

$$(2) \quad DFL = \frac{\Delta \% EPS}{\Delta \% EBIT}$$

اذ ان:

EBIT : الأرباح قبل الفائدة والضريبة

EPS: ربحية السهم الواحد

معدل العائد المتوقع للمساهمين، اذ ان هنالك علاقة هامة وإيجابية مع عوائد الأسهم المتوقعة. الا ان زيادة الرافعة المالية تجلب ايضاً مخاطر إضافية للمساهمين العاديين، وبالتالي سيتطلبون عائداً أعلى كتعويض عن تحمل مخاطر إضافية بسبب الرافعة المالية (Ullah & Shah, 2014:4).

وفي نفس السياق يشير كلا من ( Arhinfull & Radmehr, 2023:2): بان هناك مخاطر كامنة مرتبطة بتمويل الديون، منها احتمال الخسارة المالية. ومن أهم مصادر المخاطر المالية نقص التدفق النقدي اللازم لتلبية متطلبات خدمة الدين، فإذا واجهت الشركة صعوبات مالية، فلن تتمكن من سداد ديونها. وعندما تكون أرباح الشركة لكل وحدة منخفضة، أو نقطة التعادل مرتفعة، أو تكون مبيعاتها عرضة للانكماش الاقتصادي، فقد تكون عالية الاستدانة، مما يزيد من احتمالية عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه الديون. اذ ان المؤسسات المالية قبل اصدار موافقتها على أي تمويل بالدين لشركة تجارية، يجب عليها تقييم قدرتها على الوفاء بالتزامات الدين. وتحدد نسبة التغطية ما إذا كانت الشركة قادرة على

يحدث التعشيق المالي Financial gearing او استخدام التمويل بالاستدانة (المعروف أيضاً باسم الرافعة المالية) عندما يتم تمويل الأعمال التجارية، جزئياً على الأقل، عن طريق الاقتراض (أو عن طريق صناديق أخرى ذات معدل عائد ثابت). فكلما ارتفعت نسبة الاقتراض، سعياً إلى الحصول على التمويل المقدم من المساهمين العاديين، كلما ارتفع مستوى الرافعة المالية. ويطلق مصطلح "الرفع المالي" لأن استخدام الأموال المقترضة سيؤدي إلى زيادة وتغييرات في الأرباح التشغيلية على عوائد المساهمين العاديين (Artil, 2020:58).

(Arhinfull & Radmehr, 2023:2):

إن الرافعة المالية تزيد من العائد المتوقع للمساهمين ولكنها تزيد أيضاً من المخاطر، فالمخاطر المالية هي المخاطر التي يتحملها المساهمون عندما تقوم الشركة بتمويل موجوداتها وعملياتها من خلال الدين. اذ يواجه حاملي الاسهم مستوى محدود من مخاطر الاعمال، وعندما تستخدم الشركة الرفع المالي يؤدي ذلك الى تركيز مخاطر الاعمال على المساهمين (الشمري ونعمة، 2014: 285). اي ان الرافعة المالية تزيد من

نسبة الاقتراض التي تبين مدى إسهام الدائنون في مجموع أموال المنشأة، وقد أخذ جميع الباحثون بهذه النسبة لقياس الرافعة المالية في بحوثهم، وتحسب بقسمة التمويل المقترض الى مجموع التمويل كما في الصيغة الآتية :

الرافعة المالية = المقترض / مجموع التمويل

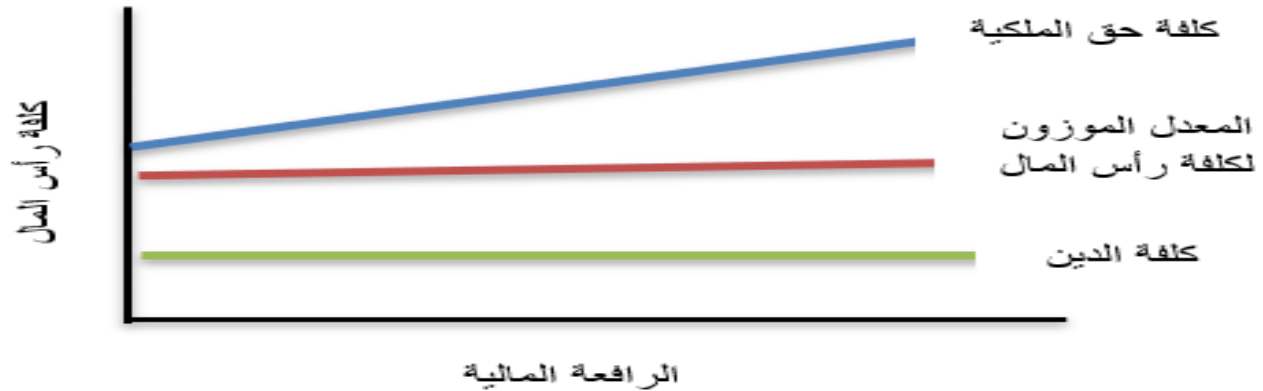
**2.2.2. أما النسبة الرئيسية الثانية لقياس الرافعة المالية فهي نسبة القروض الى التمويل الممتمك:**

نسبة القروض / التمويل الممتمك = (D / E)

وتحظى الرافعة المالية المحسوبة بهذه النسبة بأهمية كبيرة لكل من الإدارة المالية، الدائنين المالكين، كونها النسبة التي تحدد المخاطرة المالية للمنشأة، إذ ان هذه النسبة تدخل مباشرة في حساب المخاطرة المالية، وعليه فارتفاعها يؤدي الى ارتفاع المخاطرة المالية.

سداد ديونها. وتحدد نسبة تغطية الفائدة ما إذا كانت الشركة قادرة على تحقيق أرباح كافية لسداد فوائد ديونها. ويحدد التزام خدمة الدين ما إذا كانت الشركة قادرة على تحقيق أرباح كافية لسداد الفوائد وأصل الدين. ان الإفراط في استخدام الديون (الرافعة المالية الزائدة) قد يؤدي الى زيادة ارباح الشركة على المدى القصير، لكنه في الوقت نفسه يرفع من مخاطر الإفلاس، ويعرف هذا في الادبيات المالية بالرافعة المالية (Brigham & Ehrhardt Overleveraging, 2020:639).

هناك مجموعة من النسب التي تستخدم في قياس الرافعة المالية، ألا انه أهم اثنين من بينهما : (العامري، 2010: 171) **1.2.2 نسبة التمويل المقترض / مجموع التمويل (نسبة الاقتراض) :** النسبة الرئيسية الأولى لقياس الرافعة المالية هي



الشكل (2) تكلفة رأس المال والرافعة المالية (بافتراض عدم تأثير الضرائب)

Source: Keown, A.J., Martin, J.D. & Petty, J.W. (2020). Foundations of Finance: the logic and practice of financial management. (10th. ed., Global ed.) Boston, Mass.: Pearson, p.416.

ارتفاع الرافعة المالية إلى أن المزيد من الموجودات تم تمويلها من خلال حقوق الملكية والديون. أي، يتم تمويل عدد أقل من الموجودات من قبل المساهمين مقارنةً بالدائنين. وتعتبر نسب المضاعفات المنخفضة دائماً أكثر ملاءمة من النسبة الأعلى، لأن الشركة ذات النسبة المنخفضة تعني انخفاض الاعتماد على التمويل من خلال الديون، ولا تتحمل تكاليف خدمة ديون عالية. السيناريو المثالي للشركة هو موازنة كلٍّ من الديون وحقوق الملكية، حتى تتمكن من التفوق على منافسيها (Eliwa, et al. 2016:125). أي ان مضاعف حقوق الملكية يتعلق باستخدام الشركة للدين، ويعكس مدى استخدام الشركة للديون في تمويل موجوداتها، إذ يمكن الحصول عليه باستخدام عائد حقوق الملكية (ROE) والعائد على الموجودات (ROA)، فهو إجمالي الموجودات مقسوماً على حقوق الملكية الطبيعية (Brigham & Houston, 2022:127). وتتمثل صيغة مضاعف حقوق الملكية في الصيغة ادناه:

وتستخدم نسبة مضاعف حقوق الملكية Multiplier Equity أيضاً في تحليل ديوننت<sup>1</sup> Analysis Dupont لتوضيح تأثير الرافعة المالية في عوائد أسهم الشركة، إذ تؤدي نسب المضاعف الأعلى إلى تحقيق عوائد أعلى على حقوق الملكية وفقاً لتحليل ديوننت (Nemati et al., 2021:125) ، الذي يمثل الهدف الرئيسي للمساهم في تحقيق عائد مرتفع على حقوق الملكية مقارنةً بالمخاطر التي يتحملها. كما يساعد مضاعف حقوق الملكية في حساب مستوى الدين، ويستخدم التمويل لشراء الأصول ومواصلة عمليات الشركة. ومثل جميع نسب الرفع المالي، يُعد مضاعف حقوق الملكية مقياساً لمخاطر الشركة تجاه الدائنين. فالشركات التي تعتمد على تمويل الديون التي تتطوي على تكاليف خدمة ديون عالية، ستدعم زيادة التدفق النقدي لتسهيل عملياتها (Abraham et al., 2017:14). ومضاعف حقوق الملكية هو نسبة لقياس استراتيجية الشركة في تمويل حقوق الملكية والديون. ويشير

<sup>1</sup> يُعبر مؤشر DuPont عن العائد على حقوق الملكية باعتباره نتاجاً لهامش الربح، ومعدل دوران الموجودات، ومقياس الرافعة المالية (Berk, et al., 2022:51)

$$EM = (Total\ asset)/(Equity).....(3)$$

إلى زيادة خسائر الشركة بأكملها بنفس سرعة زيادة أرباحها  
(Lízalová and Kozákova, 2013: 385).  
يتأثر العائد على حقوق الملكية بعدد من العوامل، ولتفسير  
تأثيرها، استخدم المؤلفان ( Pavelková, Knápková, )  
(2009) الصيغة التالية:

$$ROE = \frac{EBIT}{S} * \frac{S}{A} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{A}{E} * \frac{NI}{EBT} \dots (4)$$

اذ ان:

EBIT: الارباح قبل الفائدة والضريبة

S: المبيعات

EBIT/S: الربح التشغيلي من المبيعات

S/A: دوران المبيعات

A: مجموع الموجودات

EPT: الربح قبل الضريبة

EPT/EBIT : عبء الفائدة

A/E: الرافعة المالية

E: حق الملكية

NI: صفي الربح

NI/EBT : عبء الفائدة الضريبية

يُقاس من خلال قسمة قيمة الشركة على القيمة السوقية لحقوق  
الملكية، فيشير إلى تضخم المخاطر المالية للمساهمين الناتج  
عن الرافعة المالية (Berk, et al., 2022:48).  
ولان من الصعوبة تحديد هيكل مالي امثل نتيجة اختلاف  
النظريات المالية واختلاف العوامل المؤثرة فيه، مثل قابلية  
الشركة على تحمل الديون وفقا لطبيعة عملها ونشاطاتها  
ومستوى المخاطر وتفضيلات المديرين، يمكن استخدام  
مضاعف الملكية مع مؤشرات اخرى لاتخاذ قرارات مالية  
اكثر دقة مع مراعاة طبيعة الصناعة وظروف السوق واهداف  
الادارة والمساهمين (Brigham & Ehrhardt, )  
(2020:1097).

### 3.2 مكونات وعناصر هيكل رأس المال

يتألف هيكل رأس المال من جميع موارد رأس المال  
طويلة الأجل التي تجمعها الشركة من مصادر مختلفة لإدارة  
أعمالها. اذ يتم جمع مكونات مختلفة من "هيكل رأس المال"  
من وقت لآخر لتلبية احتياجات الشركة .

#### 1.3.2 التمويل بالأسهم Equity Financing

يمثل التمويل بالملكية الاسهم العادية رأس مال الملكية  
للشركة ضمن مكونات هيكل رأس المال، وهو رأس المال  
الدائم الذي لا يمكن سحبه طالما كانت الشركة قائمة. ويتحمل  
المالكون المخاطر الحقيقية لكنهم يحصلون بالمقابل على  
المكافأة وعدد من الحقوق، وتقتصر مسؤوليتهم على رأس  
المال الذي ساهموا به في الشركة (Almanaseer, S.:  
(2024)). تحظى الاسهم العادية بشعبية كبيرة بين فئة  
المستثمرين. فمن خلال التمويل بالأسهم العادية، يمكنك تقليل  
أو زيادة نسبة الملكية من خلال تداول الاسهم (بيع أو شراء

يُميز عاملان من العوامل المذكورة أعلاه تأثير المديونية  
على العائد على حقوق الملكية. ويُحدد هذان العاملان بمؤشر  
عبء الفائدة ومؤشر الرفع المالي، ولهما تأثير معاكس. اذ  
تؤدي زيادة حصة الديون، أي المديونية، إلى زيادة مؤشر  
الرفع المالي، وتؤثر إيجاباً على العائد على حقوق الملكية. أما  
زيادة حصة استثمارات الديون، فلها تأثير معاكس على زيادة  
الفائدة، حيث تُقلل هذه الاستثمارات، على العكس، من حصة  
المساهمين في الأرباح، مما يؤدي إلى انخفاض مؤشر عبء  
الفائدة، وبالتالي أيضاً العائد على حقوق الملكية. يُعبر عن  
التأثير الناتج لعبء الفائدة والرافعة المالية على العائد على  
حقوق الملكية من خلال مضاعفهما، المعروف باسم تأثير  
الرافعة المالية على الربحية أو مضاعف حقوق المساهمين  
(مضاعف حقوق الملكية او مضاعف الملكية). يُحدد هذا  
المضاعف عدد مرات زيادة رأس المال عن الواحد، وبالتالي  
فإن زيادة حصة الديون في الهيكل المالي للشركة لها تأثير  
إيجابي على العائد على حقوق ملكية الشركة (Lízalová &  
Kozákova, 2013: 386). اذ يقيس مضاعف حقوق الملكية  
عبء ديون الشركة وتعادل هذه النسبة حاصل جمع واحد زائد  
نسبة الدين إلى حقوق الملكية، ويؤدي الاعتماد الكبير على  
الدين إلى ارتفاع مُضاعف حقوق الملكية (Akan &  
Tevfik, 2021:180).

ويمكن ان يُقاس مضاعف حقوق الملكية الذي يعد مقبلاسا  
للرافعة المالية بالقيمة الدفترية من خلال قسمة إجمالي  
الموجودات على القيمة الدفترية لحقوق الملكية. اذ يُظهر هذا  
المقياس تضخم العوائد المحاسبية للشركة الناتج عن الرافعة  
المالية. أما مضاعف حقوق الملكية للقيمة السوقية، والذي

غير متوقع على انها مؤشر محتمل على عدم كفاءة السوق، او ربما أو مجرد نتائج عشوائية لا تعكس نمطا واضحا. يشير هذا المفهوم في جوهره الى الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع له ، مما يجعله عنصرا حاسما في تقييم اداء الاستثمارات، كما يمكن أن يكون لهذا الفرق تأثير ملموس على قرارات المستثمرين واستراتيجيتهم في السوق.

وفي هذا السياق يؤكد Fama (1970) بان العوائد غير الطبيعية تمثل انحرافاً عن العائد المتوقع، وقد تُستخدم كمؤشر على وجود فرص استثمارية غير عادية تنجم عن عدم كفاءة السوق.

ويمكن استعراض عدد من التعاريف:

- العوائد غير الطبيعية هي مفهوم حاسم في التمويل يشير إلى الفرق بين العائد الفعلي على الاستثمار والعائد المتوقع. وتمثل مقياس لأداء سهم معين أو محفظة بالنسبة للسوق الكلي وغالباً ما يتم استخدامه كمؤشر على كفاءة السوق. وقد تكون هذه العوائد ايجابية أو سلبية، ويمكن أن تعزى إلى مجموعة متنوعة من العوامل مثل الأحداث الخاصة بالشركة أو ظروف السوق أو حتى فرصة عشوائية. هناك أنواع مختلفة من العائدات غير الطبيعية، بما في ذلك ألفا، بيتا، والعوائد المتبقية Alpha هو العائد الزائد الذي يكسبه الاستثمار بعد التعديل لمخاطر السوق، في حين أن Beta هو مقياس لحساسية الاستثمار لحركات السوق (Sivaprasad and Gulnur, 2007)

- من جانب اخر يمكن توصيف العائدات غير الطبيعية بانها عائدات على استثمار أعلى أو أقل مما هو متوقع بناءً على أداء السوق الكلي (Qiuturn, 2014: 169) . يمكن أن تكون العوائد غير الطبيعية ايجابية أو سلبية، ويمكن أن تعزى إلى مجموعة متنوعة من العوامل مثل الأحداث الخاصة بالشركة أو ظروف السوق أو حتى فرصة عشوائية. هناك مدارس تفكير مختلفة فيما يتعلق بأهمية العوائد غير الطبيعية وأسبابها الأساسية (الشمري ، 2017 : 118).

الاسهم العادية من/الى فرد أو أكثر أو كيان مقابل مبلغ محدد من المال). تمثل الاسهم العادية المبلغ الذي استثمره جميع المساهمين العاديين في الشركة. والأهم من ذلك، يشمل هذا قيمة الاسهم العادية نفسها. ومع ذلك، فإنه يشمل أيضاً الأرباح المحتجزة ورأس المال المدفوع الإضافي.

### 2.3.2 التمويل بالدين Debt Financing

يشير رأس مال الدين في هيكل رأس مال الشركة إلى الأموال المقترضة المستخدمة في العمل. ويعتبر النوع الأكثر أمناً عموماً هو الديون طويلة الأجل، لأن الشركة امامها سنوات، إن لم يكن عقوداً، لسداد أصل الدين، مع دفع الفوائد فقط خلال السنوات ولحين نهاية مدة الاستحقاق (Aljamaan, 2018:54) ، و يُعد رأس مال سندات الدين جزءاً من رأس المال المقترض، ودانتو الشركة هم حاملي سندات الدين (Nawaz et al., 2011: 270) وتصدر أنواع مختلفة من سندات الدين لتسهيل الأمر على المستثمرين. كما يمكن للمؤسسات الحصول على قروض طويلة ومتوسطة الأجل من المصارف والمؤسسات المالية. ويمكن استخدام الودائع العامة كتمويل بالدين، وهي أي أموال تتلقاها شركة غير مصرفية عن طريق الإيداع أو القرض من الجمهور، بما في ذلك الموظفون والعملاء والمساهمون في الشركة، بخلاف الأسهم وسندات الدين. وعندما تقرر شركة ما استخدام التمويل بالدين لتمويل عملياتها، فإنها تواجه مخاطر مالية، ويُشار إليها باسم "الشركة ذات الرافعة المالية". وقد عرفت المخاطر المالية بأنها المخاطر الإضافية التي يتحملها المساهمون العاديون نتيجة قرار التمويل بالدين. وهي احتمال ألا تكون أرباح الشركة كما هو متوقع بسبب طريقة التمويل. كما تنشأ المخاطر المالية لأن الدين يترتب عليه التزام تمويلي ثابت، عادةً ما يكون على شكل فائدة، ويجب سداه عند استحقاقه قبل أن يتمكن المساهمون من المشاركة في الأرباح المحتجزة (Ross et al., 2022:551).

### 4.2 العوائد غير الطبيعية للاسهم الطبيعية: المفهوم والقياس

يعد مفهوم العوائد غير الطبيعية من المفاهيم المعقدة ومتعدد الأوجه ، ويتطلب توصيفه تحليلاً دقيقاً وفهما عميقاً. إذ يُنظر الى هذه العوائد سواء كانت مرتفعة او منخفضة بشكل

العائد غير الطبيعي = العائد الفعلي - العائد المتوقع

$$R_{mt} - R_{jt} = AR_{jt}$$

كما يمكن حساب العائد غير الطبيعي ((Abnormal Return) من خلال الفرق بين عائد السهم وعائد السوق ويقاس وفقاً لطريقة نموذج السوق المعدلة عبر المعادلة الآتية (Kassim et al,2017:13):

$$R_{mt} - R_{jt} = AR_{jt} \dots (6)$$

إذ إن:

$AR_{jt}$ : العائد غير الطبيعي

$R_{jt}$ : عائد السهم

$R_{mt}$ : عائد السوق

2. يمكن أن تكون العائدات غير الطبيعية علامة على عدم كفاءة السوق أن يخلق ذلك فرصاً للمستثمرين القادرين على تحديد هذه الأوجه واستغلالها.
3. عوائد غير طبيعية قد لا تستمر مع مرور الوقت. يجب أن يكون المستثمرون حذرين عند تفسير عوائد غير طبيعية والنظر في ما إذا كان من المحتمل أن يستمروا في المستقبل.
4. يمكن أن تتأثر العوائد غير الطبيعية بمجموعة متنوعة من العوامل.
5. يمكن أن يكون من الصعب التنبؤ بالعوائد غير الطبيعية. كما الشكل رقم (3)

**5.2 الآثار المترتبة على العوائد غير الطبيعية**  
من العادي ان تحقق العوائد غير الطبيعية كعائدات يسعى لها المستثمرين، بغض النظر عن مصادرها هي عائدات تختلف عن ما يمكن توقعه بناءً على حركة السوق. بغض النظر عن وجهة نظر الفرد، هناك آثار على عوائد غير الطبيعية يجب على المستثمرين مراعاتها، يمكن أن تؤثر هذه الآثار على عملية صناعة القرار للمستثمر وفي النهاية عوائدهم ( Shubiri : 2010 ، 240 ) وهي:

1. العوائد غير الطبيعية يمكن أن تشير إلى سوء تسعير الورقة المالية. يمكن للمستثمرين الذين يحددون سوء التأثيرات أن يستفيدون من خلال شراء الاوراق المالية المقومة بأقل من قيمتها أو تقصير الأثرية المبالغة.



شكل (3) الآثار المترتبة على العوائد غير الطبيعية

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد الشمري، جبر، شذى عبد الحسين سحر ناجي خلف، تحليل الموائد غير الطبيعية وعلاقتها بمعداء العائد على الاستثمار ومتوسط القيمة السوقية تبعا لربحية وحجم الشركة - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية كلية الادارة والاقتصاد / بغداد مجلة الادارية والاقتصادية، السنة الاربعون العدد 110 لسنة 2017

الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (IITC)Iraqi Industrial Tufted-Carpets Company هي شركة عامة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ يوليو 2004، وتعتبر واحدة من الشركات البارزة في مجال صناعة السجاد والمفروشات. تأسست الشركة في 10 فبراير 1989.

2.3: تحليل مؤشرات هيكل راس المال للشركات عينة الدراسة

1.2.3 تحليل نسبة المديونية للشركات عينة الدراسة

**المبحث الثالث: الجانب التطبيقي للبحث**  
1.3 نبذة تعريفية عن الشركات محل الدراسة  
1.1.3 شركة بغداد للمشروبات الغازية (IBSD):  
شركة بغداد للمشروبات الغازية Iraq Baghdad Soft Drinks (IBSD) Drinks، والتي تعرف باسم "بيبيسي"، وهي من الشركات العراقية الرائدة في صناعة المشروبات الغازية والعصائر، مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية منذ عام 2004. تأسست الشركة في 18/7/1989.

2.1.3 الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (IITC)

الجدول (1): نسبة المديونية لأسهم الشركات عينة الدراسة للمدة (2014-2023)

السنة	الفصل	بغداد للمشروبات الغازية	العراقية للسجاد والمفروشات
2014	1	0.025	0.409
	2	0.022	0.425
	3	0.025	0.404
2015	4	0.039	0.350
	1	0.026	0.335
	2	0.013	0.308

0.305	0.029	3	
0.286	0.045	4	
0.284	0.032	1	<b>2016</b>
0.330	0.029	2	
0.335	0.081	3	
0.315	0.099	4	
0.292	0.077	1	<b>2017</b>
0.447	0.085	2	
0.432	0.036	3	
0.331	0.048	4	
0.327	0.058	1	<b>2018</b>
0.188	0.091	2	
0.219	0.174	3	
0.316	0.049	4	
0.289	0.026	1	<b>2019</b>
0.335	0.070	2	
0.299	0.127	3	
0.317	0.092	4	
0.341	0.105	1	<b>2020</b>
0.271	0.104	2	
0.325	0.069	3	
0.332	0.108	4	
0.273	0.162	1	<b>2021</b>
0.267	0.114	2	
0.311	0.097	3	
0.279	0.105	4	
0.240	0.037	1	<b>2022</b>
0.236	0.115	2	
0.309	0.108	3	
0.220	0.112	4	
0.208	0.047	1	<b>2023</b>
0.233	0.053	2	
0.262	0.117	3	
0.250	0.130	4	
0.306	0.075		المتوسط
0.061	0.041		الانحراف المعياري

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

في الانحراف المعياري البالغ (0.687)، مما يعني أن الشركة تعرضت لتغيرات كبيرة في مستويات مديونيتها عبر السنوات، وهو ما قد يكون ناتجاً عن تقلبات في استراتيجيات التمويل ولديها عجز خلال الفترة المبحوثة .

1. الشركة العراقية للسجاد والمفروشات ITC: سجلت متوسط لنسبة المديونية عند (1.729)، مما يشير إلى أن الشركة تعتمد بشكل كبير على الديون في تمويل عملياتها مقارنة بحقوق الملكية. هذا الارتفاع في نسبة المديونية ينعكس أيضاً

المعياري المنخفض عند (0.041)، مما يدل على استدامة مالية عالية وانخفاض في المخاطر الائتمانية .  
2.2.3 تحليل نسبة مضاعف الملكية لشركات عينة الدراسة

2. شركة بغداد للمشروبات الغازية: IBSD فقد حققت مستوى لمتوسط نسبة المديونية عند (0.075)، وهو ما يشير إلى أن الشركة تعتمد بشكل أساسي على تمويل حقوق الملكية بدلاً من الدينون. هذا الاستقرار يظهر أيضًا في الانحراف

الجدول (2) نسبة مضاعف الملكية لأسهم الشركات عينة الدراسة للمدة (2014-2023)

العراقية للسجاد والمفروشات	بغداد للمشروبات الغازية	الفصل	السنة
1.690	1.025	1	2014
1.739	1.023	2	
1.678	1.025	3	
1.538	1.041	4	
1.504	1.027	1	2015
1.445	1.013	2	
1.439	1.030	3	
1.401	1.047	4	
1.396	1.033	1	2016
1.493	1.030	2	
1.503	1.088	3	
1.459	1.110	4	
1.412	1.084	1	2017
1.809	1.093	2	
1.759	1.037	3	
1.496	1.050	4	
1.487	1.061	1	2018
1.231	1.101	2	
1.274	1.212	3	
1.462	1.051	4	
1.408	1.027	1	2019
1.504	1.075	2	
1.295	1.146	3	
1.465	1.102	4	
1.517	1.127	1	2020
1.372	1.116	2	
1.481	1.074	3	
1.498	1.121	4	
1.375	1.193	1	2021
1.364	1.128	2	
1.452	1.108	3	
1.388	1.117	4	
1.316	1.048	1	2022
1.308	1.130	2	
1.437	1.121	3	
1.282	1.127	4	
1.263	1.049	1	2023

1.305	1.055	2	
1.355	1.132	3	
1.334	1.149	4	
1.448	1.083	المتوسط	
0.137	0.049	الانحراف المعياري	

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

1. الشركة العراقية للسجاد والمفروشات ITC: تمتلك مالي جيد نسبياً. الا ان الانحراف المعياري البالغ (0.049) متوسطاً يبلغ (1.448) مع انحراف معياري منخفض نسبياً يعكس استقرار هيكل راس المال. مما يشير إلى استقرار أدائها. (0.137)،  
2. أما شركة بغداد للمشروبات الغازية: IBSD فتظهر متوسط عائد قدره (1.083)، مما يعني أنها تحقق استقرار

3.2.3 تحليل نسبة الديون الى حقوق الملكية للشركات عينة الدراسة

الجدول (3) نسبة الديون الى حقوق الملكية للشركات عينة الدراسة للمدة (2014-2023)

العراقية للسجاد والمفروشات	بغداد للمشروبات الغازية	الفصل	السنة
0.690	0.025	1	2014
0.739	0.023	2	
0.678	0.025	3	
0.538	0.041	4	
0.504	0.027	1	2015
0.445	0.013	2	
0.439	0.030	3	
0.401	0.047	4	
0.396	0.033	1	2016
0.493	0.030	2	
0.503	0.030	3	
0.459	0.110	4	
0.412	0.084	1	2017
0.809	0.093	2	
0.759	0.037	3	
0.496	0.050	4	
0.487	0.061	1	2018
0.231	0.101	2	
0.274	0.212	3	
0.462	0.051	4	
0.408	0.027	1	2019
0.504	0.075	2	
0.295	0.146	3	
0.465	0.102	4	
0.517	0.127	1	2020
0.372	0.116	2	
0.481	0.074	3	
0.498	0.121	4	
0.375	0.193	1	2021
0.364	0.128	2	
0.452	0.108	3	
0.388	0.117	4	

0.316	0.048	1	2022
0.308	0.130	2	
0.437	0.121	3	
0.282	0.127	4	
0.263	0.049	1	2023
0.305	0.055	2	
0.355	0.132	3	
0.334	0.149	4	
0.448	0.082	المتوسط	
0.137	0.050	الانحراف المعياري	

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

قدره (0.050)، مما يعكس استقرارًا كبيرًا، لكنه يشير أيضًا إلى اعتمادها الكبير على التمويل بالدين بدلاً من التمويل الذاتي.  
3.3 تحليل معدلات العائد للشركات عينة الدراسة  
1.3.3 تحليل معدلات العائد الفعلي للشركات عينة الدراسة

1. الشركة العراقية للسجاد ومفروشات ITC حققت متوسطاً أقل عند (0.448)، مع انحراف معياري منخفض نسبياً عند (0.137)، مما يشير إلى استقرار أكبر في سياسات التمويل لديها  
2. شركة بغداد للمشروبات الغازية IBSD فقد بلغ متوسط نسبة حقوق الملكية (0.082)، وانحراف معياري

الجدول (4): معدلات العائد الفعلية لأسهم الشركات عينة الدراسة للمدة (2014-2023)

العراقية للسجاد والمفروشات	بغداد للمشروبات الغازية	الفصل	السنة
0.012-	0.034	1	2014
0.023-	0.010-	2	
0.015-	0.013-	3	
0.023-	0.017-	4	
0.039	0.094	1	2015
0.163	0.594	2	
0.143	0.033-	3	
0.044	0.500	4	
0.025	0.027-	1	2016
0.023	0.025-	2	
0.011	0.009	3	
0.030	0.000	4	
0.039-	0.109-	1	2017
0.014-	0.020-	2	
0.014	0.042-	3	
0.016-	0.051	4	
0.007	0.050	1	2018
0.019-	0.010-	2	
0.007-	0.068-	3	
0.101	0.006	4	
0.008	0.055	1	2019
0.077-	0.057	2	
0.049	0.031	3	

0.029	0.041-	4	
0.063	0.104-	1	2020
0.052-	0.151	2	
0.053	0.149	3	
0.026	0.179	4	
0.091	0.117-	1	2021
0.079	0.098	2	
0.013	0.061-	3	
0.000	0.132	4	
0.062	0.074	1	2022
0.018-	0.033-	2	
0.007-	0.020-	3	
0.010-	0.115-	4	
0.014	0.061-	1	2023
0.133	0.112	2	
0.054	0.096	3	
0.000	0.118	4	
0.024	0.042		المتوسط
0.0516	0.1407		الانحراف المعياري
0.163	0.594		اعلى قيمة
0.077-	0.117-		ادنى قيمة

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

2. وقد حققت الشركة العراقية للسجاد والمفروشات ITC متوسط عائد عند (0.024) مع أدنى انحراف معياري في العينة عند (0.0516)، مما يشير إلى استقرار كبير في أدائها المالي، وإن كان عند مستوى منخفض. سجلت أعلى قيمة عند (0.163) وأدنى قيمة عند -0.077، مما يدل على أن أدائها لم يشهد تقلبات حادة، وقد يعكس ذلك استقرار الطلب على منتجاتها أو اعتمادها على استراتيجيات تمويل أقل مخاطرة.

3.3 تحليل معدل العائد المتوقع للشركات عينة الدراسة

1. حققت شركة بغداد للمشروبات الغازية IBSD، متوسط عائد قدره (0.042) مع انحراف معياري قدره (0.1407)، مما يشير إلى أداء متوسط مع تقلبات أقل نسبيًا. ومع ذلك، فإنها سجلت أعلى قيمة عند (0.594) وأدنى قيمة عند - (0.117)، مما يعكس تفاوتاً في أرباحها على مدار السنوات. هذا التفاوت قد يكون مرتبطاً بالموسمية في استهلاك المشروبات الغازية وتأثيرات التغيرات الاقتصادية العامة على الطلب.

الجدول (5) معدلات العائد المتوقعة لأسهم الشركات عينة الدراسة للمدة (2014-2023)

السنة	الفصل	بغداد للمشروبات الغازية	العراقية للسجاد والمفروشات
2014	1	0.043	0.022
	2	0.043	0.014
	3	0.021	0.003
	4	0.027	0.015-
2015	1	0.001-	0.018-
	2	0.013	0.005-
	3	0.164	0.041
	4	0.159	0.080
2016	1	0.289	0.097
	2	0.259	0.093

0.059	0.104	3	
0.026	0.114	4	
0.022	0.011-	1	2017
0.006	0.031-	2	
0.003-	0.030-	3	
0.002-	0.043-	4	
0.014-	0.030-	1	2018
0.002-	0.010	2	
0.003-	0.012	3	
0.009-	0.006	4	
0.021	0.005-	1	2019
0.021	0.004-	2	
0.006	0.012	3	
0.020	0.037	4	
0.002	0.025	1	2020
0.016	0.014-	2	
0.022	0.009	3	
0.023	0.039	4	
0.022	0.094	1	2021
0.029	0.090	2	
0.062	0.077	3	
0.052	0.025	4	
0.046	0.013	1	2022
0.038	0.061	2	
0.014	0.028	3	
0.009	0.038	4	
0.007	0.023-	1	2023
0.005-	0.057-	2	
0.032	0.021-	3	
0.048	0.008	4	
0.022	0.039		المتوسط
0.028	0.074		الانحراف المعياري
0.097	0.289		اعلى قيمة
0.018-	0.057-		ادنى قيمة

(المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)

1. شركة بغداد للمشروبات الغازية **IBSD** بلغ متوسط العائد المتوقع عند **0.039**، وهو قريب جداً من المتوسط الفعلي (0.042)، مما يعكس دقة التوقعات لهذه الشركة. كذلك، كان الانحراف المعياري المتوقع عند (**0.074**) أقل بكثير من الانحراف الفعلي (0.1407)، مما يدل على أن السوق شهد تقلبات أكبر مما كان متوقعاً. كما أن أعلى قيمة متوقعة (0.289) كانت أقل من الفعلية (0.594)، وأدنى قيمة متوقعة (-0.057) لم تصل إلى الحد الأدنى الفعلي (-0.117)، مما يعكس أداءً أقوى من التوقعات في بعض الفصول وضعفًا أقل مما كان متوقعًا في الفصول السلبية.

2. الشركة العراقية للسجاد والمفروشات **HTC** سجلت متوسط عائد متوقع عند (**0.022**)، وهو قريب جداً من متوسطها الفعلي (0.024)، مما يعكس دقة التوقعات لهذه

شركة بغداد للمشروبات الغازية **IBSD** بلغ متوسط العائد المتوقع عند **0.039**، وهو قريب جداً من المتوسط الفعلي (0.042)، مما يعكس دقة التوقعات لهذه الشركة. كذلك، كان الانحراف المعياري المتوقع عند (**0.074**) أقل بكثير من الانحراف الفعلي (0.1407)، مما يدل على أن السوق شهد تقلبات أكبر مما كان متوقعاً. كما أن أعلى قيمة متوقعة (0.289) كانت أقل من الفعلية (0.594)، وأدنى قيمة متوقعة (-0.057) لم تصل إلى الحد الأدنى الفعلي (-0.117)، مما يعكس أداءً أقوى من التوقعات في بعض الفصول وضعفًا أقل مما كان متوقعًا في الفصول السلبية.

3.3.3 تحليل معدل العائد غير الطبيعي للشركات عينة الدراسة

الشركة. كما أن الانحراف المعياري المتوقع كان منخفضاً جداً عند (0.028).

الجدول (6) معدلات العائد غير الطبيعية لأسهم الشركات عينة الدراسة للمدة (2014-2023)

العراقية للسجاد والمفروشات	بغداد للمشروبات الغازية	الفصل	السنة
-0.034	-0.008	1	2014
-0.037	-0.053	2	
-0.018	-0.034	3	
-0.008	-0.044	4	
0.058	0.095	1	2015
0.168	0.581	2	
0.102	-0.197	3	
-0.037	0.341	4	
-0.072	-0.315	1	2016
-0.070	-0.283	2	
-0.048	-0.095	3	
0.004	-0.114	4	
-0.061	-0.099	1	2017
-0.020	0.012	2	
0.017	-0.012	3	
-0.014	0.094	4	
0.021	0.081	1	2018
-0.017	-0.020	2	
-0.003	-0.080	3	
0.109	0.000	4	
-0.013	0.060	1	2019
-0.097	0.061	2	
0.043	0.018	3	
0.009	-0.078	4	
0.061	-0.129	1	2020
-0.068	0.165	2	
0.031	0.140	3	
0.002	0.140	4	
0.068	-0.211	1	2021
0.050	0.008	2	
-0.050	-0.138	3	
-0.052	0.107	4	
0.016	0.061	1	2022
-0.056	-0.093	2	
-0.021	-0.047	3	
-0.019	-0.154	4	
0.007	-0.038	1	2023

0.139	0.169	2	
0.021	0.117	3	
-0.048	0.110	4	
0.002	0.003	المتوسط	
0.059	0.161	الانحراف المعياري	
0.168	0.581	اعلى قيمة	
-0.097	-0.315	ادنى قيمة	

(المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)

المعياري عند (0.059) هو الأدنى في العينة، مما يعكس تقلبات منخفضة. سجلت أعلى قيمة عند (0.168) وأدنى قيمة عند - (0.097)، مما يشير إلى أن نطاق التذبذب كان ضيقاً نسبياً، وهو ما يجعلها خياراً أكثر استقراراً للمستثمرين الذين يفضلون العوائد المتوقعة.

#### 4.3 التحليل الاحصائي واختبار فرضيات الدراسة

##### 4.4 شركة بغداد للمشروبات الغازية

1. حساب قوة الارتباط بين المتغير المعتمد (معدلات العائد غير الطبيعية)  $y$ ، والمتغيرات المستقلة (نسبة المديونية الفصلية)  $X1$ ، و (نسبة مضاعف الملكية الفصلية)  $X2$ ، و (نسبة حقوق الملكية الفصلية)  $X3$ :

1. شركة بغداد للمشروبات الغازية **IBSD** سجلت متوسط عائد غير طبيعي عند (0.003)، وهو قريب جداً من الصفر، مما يعني أن أدائها الفعلي كان متماشياً مع العوائد المتوقعة في معظم الفترات. ومع ذلك، فإن الانحراف المعياري عند (0.161) يدل على وجود مستوى معين من التقلب، حيث سجلت أعلى قيمة عند (0.581) وأدنى قيمة عند (-0.315) يشير ذلك إلى أن الشركة تعرضت لمفاجآت في العوائد.

2. الشركة العراقية للسجاد والمفروشات **IITC** فقد أظهرت استقراراً نسبياً مقارنة بباقي الشركات، حيث بلغ متوسط العائد غير الطبيعي (0.002)، وهو تقريباً صفر، مما يعني أن أدائها كان متوافقاً مع التوقعات في معظم الأحيان. كما أن الانحراف

#### الجدول (7): تحليل العلاقة بين معدلات العائد غير الطبيعية والمتغيرات المالية لشركة بغداد للمشروبات الغازية (2014-2023)

Y	Pearson Correlation	X1	X2	X3
		1	-0.176	-0.183
Sig. (2-tailed)		.277	.259	.317

(-0.183)، و (-0.162) على التوالي. ورغم هذا الارتباط السلبي، فإن القيم الدالة إحصائياً (Sig.) كانت أعلى من (0.05)، مما يشير إلى أن هذه العلاقات ليست ذات دلالة إحصائية، أي أنها قد تكون ناتجة عن عوامل عشوائية وليست مؤثرة بشكل جوهري على العائد غير الطبيعي.

يوضح الجدول تحليلاً للعلاقة بين معدلات العائد غير الطبيعية لشركة بغداد للمشروبات الغازية والمتغيرات المالية الثلاثة المختارة: نسبة المديونية ( $X1$ )، نسبة مضاعف الملكية ( $X2$ )، ونسبة حقوق الملكية ( $X3$ ). بناءً على تحليل الارتباط، يتضح أن جميع المتغيرات المستقلة تمتلك ارتباطاً سلبياً مع العائد غير الطبيعي، حيث بلغت معاملات الارتباط (-0.176)،

#### 2. الجدول (8) حساب تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد من خلال معادلة الانحدار الخطي المتعدد مع عامل التحديد ومعامل التحديد المصحح

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.235 <sup>a</sup>	.055	-.023	.1625398

a. Predictors: (Constant), X3, X1, X2

(0.023)، مما يعكس ضعف قدرة النموذج التنبؤية. كما أن الخطأ المعياري للانحدار كان مرتفعاً نسبياً (0.162)، مما يشير إلى عدم دقة النموذج في التنبؤ بمعدلات العائد غير الطبيعية.

#### 4.4 الشركة العراقية للسجاد والمفروشات

عند تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد، يتضح أن معامل التحديد (R Square) بلغ (0.055)، وهو ما يدل على أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لا تفسر سوى 5.5% فقط من التغيرات في العائد غير الطبيعي، بينما يشير معامل التحديد المصحح (Adjusted R Square) إلى قيمة سالبة (-)

1. حساب قوة الارتباط بين المتغير المعتمد (معدلات العائد غير الطبيعية)  $y$ ، والمتغيرات المستقلة (نسبة المديونية الفصلية)  $X1$ ، و (نسبة مضاعف الملكية الفصلية)  $X2$ ، و (نسبة حقوق الملكية الفصلية)  $X3$ :

الجدول (9) تحليل العلاقة بين معدلات العائد غير الطبيعية والمتغيرات المالية للشركة العراقية للسجاد والمفروشات

Y	Pearson Correlation	Y	X1	X2	X3
		1	-.071	-.097	-.097
Sig. (2-tailed)			.662	.551	.551
N		40	40	40	40

Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed) (2023-2014)

الطبيعي ومضاعف الملكية فقد كان (-0.097) مع قيمة دلالة (0.551)، مما يعكس عدم وجود تأثير واضح لهذا العامل. كما أن نسبة حقوق الملكية سجلت نفس الارتباط (-0.097) مع دلالة (0.551)، مما يعني أيضاً عدم وجود علاقة معنوية. هذه النتائج تشير إلى أن التغيرات في العائد غير الطبيعي لا تتأثر بشكل ملحوظ بأي من المتغيرات المالية المدروسة.

تحليل بيانات الشركة العراقية للسجاد والمفروشات يكشف عن ضعف الارتباط بين العائد غير الطبيعي (Y) والمتغيرات المستقلة الثلاثة: نسبة المديونية الفصلية (X1)، مضاعف الملكية الفصلية (X2)، ونسبة حقوق الملكية الفصلية (X3). معامل الارتباط بين العائد غير الطبيعي ونسبة المديونية بلغ - (0.071) مع مستوى دلالة (0.662)، مما يشير إلى عدم وجود علاقة معنوية بينهما. أما الارتباط بين العائد غير

2. الجدول (10) حساب تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد من خلال معادلة الانحدار الخطي المتعدد. معاملي التحديد ومعامل التحديد المصحح:

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.153 <sup>a</sup>	.023	-.030	.0597102

a. Predictors: (Constant), X3, X1, X2

2. الشركات ذات المديونية المستقرة تمتلك قدرة على التكيف مع التغيرات الاقتصادية وتحافظ على استقرارها المالي ونموها المستدام.

3. التركيز على مؤشر الانحراف المعياري لقياس مدى استقرار نسب المديونية حيث ان ارتفاعه يؤدي الى حدوث تقلبات تمويلية ومخاطر مرتفعة في السيولة. كما ان الاعتماد على التمويل الذاتي (حقوق الملكية) يعزز من قدرات الشركة على الاستدامة المالية.

4. ان الشركات ذات مضاعف الملكية المرتفع تواجه غالباً تذبذبات اكبر وذلك نتيجة للتقلبات السوقية او بسبب السياسات الاستثمارية المتغيرة، من ناحية اخرى الشركات التي يكون فيها مضاعف الملكية منخفض تميل الى تحقيق استقرار اكبر على حساب النمو المرتفع. ولذلك لمؤشر مضاعف الملكية اهمية كبيرة حيث يساعد المستثمرين على تنسيق العلاقة بين العائد من جهة والمخاطر من جهة اخرى، واختيار شركات تتناسب مع متطلباتهم الاستثمارية سواء ما ان كانوا يفضلون العائد المرتفع مع تقبل المخاطر المترتبة عليه او تفضيلهم للاستقرار المالي للمدى الطويل.

5. ادى اختلاف استراتيجيات التمويل وهيكلي راس المال المعتمد الى وجود تباين كبير في نسب حقوق الملكية بين الشركات عينة الدراسة للمدة (2014-2023) فقد اظهرت بعض اعتماداً ملحوظاً على التمويل الذاتي ولكن مع تفاوت في

عند النظر إلى تحليل الانحدار، نجد أن معاملي التحديد ( $R^2$ ) يوضح أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر 2.3% فقط من التغيرات في العائد غير الطبيعي، وهي نسبة منخفضة جداً، مما يدل على أن العوامل المالية المدروسة ليس لها تأثير يذكر على أداء الشركة من حيث العوائد غير الطبيعية. كما أن معاملي التحديد المصحح كان (-0.030)، مما يعني أن النموذج لا يحقق أي تحسن عند ضبطه لعدد المتغيرات. أما قيمة الخطأ المعياري فقد بلغت (0.0597)، مما يشير إلى أن التقديرات غير دقيقة نسبياً وأن هناك تبايناً كبيراً في القيم الحقيقية للعائد غير الطبيعي حول القيم المتوقعة من النموذج.

## المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

### 1.4: الاستنتاجات

1. وجود تفاوت بشكل ملحوظ بين نسب مديونية الشركات عينة الدراسة خلال المدة (2014-2023) بسبب اختلاف السياسات التمويلية المتبعة بين الشركات، حيث ان بعض الشركات اعتمدت على التمويل بلدين بشكل كبير مما يجعلها اكثر عرضه لمواجهة مخاطر مالية مرتفعة في حين اظهرت شركة بغداد للمشروبات الغازية والشركة العراقية للسجاد والمفروشات اعتمادها على الدين عند مستويات منخفضة نسبياً حيث تكون اكثر استقراراً من الناحية المالية.

والتوسع على المدى الطويل دون الوقوع في خطر الاعتماد على مصدر تمويلي واحد .

6. من الضروري دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة بعناية قبل اتخاذ القرار ، وذلك لان العائد المرتفع غالباً ما يكون مرتبط بتقلب مرتفع ايضاً . اذ يمكن ان تسهم هذه الدراسات في تحديد مدى تناسب العوائد المتحققة من المخاطر .

7. نوصي المستثمرين بضرورة تنوع المحفظة الاستثمارية في الشركات ذات مضاعف الملكية المرتفع والمنخفض لتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة مما يساعد في تقليل اثر التقلبات السوقية على الاداء الكلي للمحفظة .

8. نوصي الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية العمل على تنوع مصادر تمويلها بين رأس المال الذاتي والديون بشكل يعزز استقرارها المالي ويقلل من مخاطر التركيز على مصدر واحد فقط كما ان مصدر الدين ممكن ان يرفع من العائد على حق الملكية.

### توافر البيانات:

تم تضمين البيانات المستخدمة لدعم نتائج هذه الدراسة في المقالة.

### تضارب المصالح:

يعلن المؤلفون أنه ليس لديهم تضارب في المصالح.

### موارد التمويل:

لم يتم تلقي اي دعم مالي.

### شكر وتقدير:

لا أحد.

## References:

1. Abbadi, S., & Abu-Rub, A. (2012). The effect of capital structure on the performance of Palestinian financial institutions. *British Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 3(2).
2. Abraham, R., Harris, J., & Auerbach, J. (2017). Earnings yield as a predictor of return on assets, return on equity, economic value added and the equity multiplier. *Modern Economy*, 8(1), 10–24. <https://doi.org/10.4236/me.2017.81002>
3. Akan, M., & Tefvik, A. T. (2021). *Fundamentals of Finance [Elektronisk resurs]*. De Gruyter..
4. Al-Amiri, Mohammed Ali Ibrahim. (2001). *Financial Management (1st ed.)*. College of Administration and Economics, University of Baghdad.

درجات التذبذب مما دل على ديناميكية في هيكلها المالي واستراتيجيتها الاستثمارية .

6. من ناحية اخرى اظهرت شركات اخرى استقرار نسبي في نسب حقوق الملكية ، حيث ان اخفاض الانحراف المعياري يشير الى سياسات تمويل اكثر تحفظ وثبات في الهيكل الرأسمالي .

7. تؤكد النتائج ان ارتفاع الانحراف المعياري لنسب حقوق الملكية يعد مؤشراً على عدم استقرار مالي محتمل ، في حين ان الانخفاض فيه يعكس قدرت الشركة على الحفاظ على اتزانها المالي ، لذلك فهم توجهات نسب حقوق الملكية هو بمثابة اداة تحليلية فعالة للمستثمرين ومحللين الاداء المالي حيث تساهم في اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة فيما يتعلق بالعائد او المخاطر

8. ان ظهور تأثير لهيكل راس المال على العوائد غير الطبيعية لشركات معينة دون الاخرى يعود لعدة اسباب منها اسباب داخلية مثل الاختلاف في الهيكل التمويلي ، تفاعل السوق مع الاخبار المالية ، طبيعة الصناعة ومنها اسباب خارجية مثل ظروف السوق ، البيئة الاقتصادية ، الاداء التشغيلي ، قرارات ادارية .

### 2.4 : التوصيات

1. من المهم أن تقوم الشركات بتطوير استراتيجيات تمويلية مدروسة تراعي التوجهات المستقبلية للسوق العراقي وتساعد في تلافي التغيرات المفاجئة في أسعار الفائدة أو التقلبات الاقتصادية التي قد تؤثر سلباً على العوائد غير الطبيعية للأسهم.

2. على الشركات تحسين مستوى الشفافية والإفصاح المالي في تقاريرها السنوية، بما في ذلك توضيح استراتيجياتها التمويلية وكيفية تأثير هيكل رأس المال على أدائها. ذلك يساعد في بناء ثقة المستثمرين ويشجعهم على الاستثمار في الأسهم التي تقدم عوائد غير طبيعية.

3. بالإمكان تطبيق الدراسة ليس فقط على القطاع الصناعي بل يمكن تطبيقها على القطاعات الاخرى بمختلف مجالاتها وهذا ما تتميز به دراستنا .

4. ينصح الشركات بالعمل على تحقيق توازن بين استخدام رأس المال والديون، حيث أن استخدام نسبة معتدلة من الديون يمكن أن يؤدي إلى تحسين العوائد غير الطبيعية، في حين أن الإفراط في الاعتماد على الديون قد يزيد من المخاطر المالية لذا نوصي الشركات بالتوازن لأسباب استراتيجية ومالية ومن اجل تحقيق استقرار مالي وتقليل المخاطرة ، حيث ان الاعتماد على الدين بشكل مفرط يعتبر مخاطرة مالية يجعل الشركة اكثر عرضه للإفلاس في حالة الازمات كما قد تؤثر الديون المرتفعة في قدرة الشركة في الحصول على تمويل مستقبلي ، كذلك قلة الاعتماد على الدين يتسبب بتقويت فرصة الرافعة المالية حيث ان التمويل بلدين يمكن ان يعزز من العائد على حقوق المساهمين اذا استخدم بفاعلية.

5. نوصي الشركات التي تعتمد بشكل كبير على حقوق الملكية او الديون بإعادة هيكلية الميزج التمويلي لتحقيق اكبر مرونة ممكنه لمواجهة التحديات الاقتصادية ولضمان استدامة النمو

13. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). *Financial Management: Theory and Practice* (16th ed.). Cengage Learning.
14. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2022). *Fundamentals of Financial Management* (16th ed.). Cengage Learning.
15. Eliwa, Y., Haslam, J., & Abraham, S. (2016). The association between earnings quality and the cost of equity capital: Evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 48, 125–139.  
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.09.012>
16. Fama, Eugene F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
17. Kassim, N. S., Ramlee, R., & Kassim, S. (2017). Impact of inclusion into and exclusion from the Shariah Index on a stock price and trading volume: An event study approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 40–51.
18. Keown, A. J., Martin, J. D., & Petty, J. W. (2020). *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management* (10th ed.). Pearson Education, Inc.
19. Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: A review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106–132.  
<https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
20. Lízalová, L., & Kozáková, P. (2013). Effect of the equity multiplier indicator in companies according to the sectors. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 61(2), 385–392.  
<https://doi.org/10.11118/ACTAUN201361020385>
21. Luke, Qiuturn. (2014). Earning announcement and abnormal return of S&P 500 companies. Washington University St. Louis.
5. Al amaan, B. E. (2018). Capital structure: definitions, determinants, theories and link with performance literature review. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 6(2), 49–72.j
6. Alipour, M., Seddigh Mohammadi, F., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53–83.  
<https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2013-0004>.
7. Almanaseer, S. (2024). The Impact of Equity Financing on Financial Performance: Evidence from Jordan. *Foundations of Management*, 16(1), 157–176. <https://doi.org/10.2478/fman-2024-0010>
8. Al-Shammari, J., Abdul Hussein, S., & Khalaf, S. N. (2017). Analysis of abnormal returns and their relationship with return on investment rates and average market value according to profitability and company size: An applied study in the Iraq Stock Exchange. *Journal of Administration and Economics*, 40(110), College of Administration and Economics, University of Baghdad
9. Al-Shammari, Sadiq Rashid, & Naama, Nagham Hussein. (2014). *Fundamentals of Financial Management: Approaches and Applications*. Al-Kitab Press, Baghdad
10. Al-Shubiri, F. N. (2010). Capital structure and value firm: An empirical analysis of abnormal returns. *Economia. Seria Management*, 13(2), 240–
11. Arhinful, R., & Radmehr, M. (2023). The impact of financial leverage on the financial performance of the firms listed on the Tokyo Stock Exchange. *SAGE Open*, 13(4).  
<https://doi.org/10.1177/21582440231204099>
12. Berk, J. B., DeMarzo, P. M., & Harford, J. V. T. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance* (5th ed.). Pearson.

- Electronic Journal.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.948393>
27. Temimi, A., Zeitun, R., & Mimouni, K. (2016). How does the tax status of a country impact capital structure? Evidence from the GCC region. *Journal of Multinational Financial Management*, 37, 71–89.  
<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2016.10.001>
28. Ullah, I., & Shah, A. (2016). The effect of capital structure on abnormal stock returns: Evidence from Pakistan.  
<https://www.researchgate.net/publication/30860413>
29. Marisetty, N., & Babu, M. S. (2021). Stocks Abnormal returns and rate of dividend announcements. *International Journal of Business and Management*, 16(11), 33.  
<https://doi.org/10.5539/ijbm.v16n11p33>.
30. Muradoglu, G., & Sivaprasad, S. (2007). An empirical analysis of capital structure and abnormal returns. Cass Business School, London.
22. Nemati, N. D. a. R., Javed, N. T., & Sidiqui, N. M. U. (2021). Impact of asset growth and equity multiplier on the financial performance of microfinance banks of Pakistan. *International Journal of Management Research and Emerging Sciences*, 11(3).  
<https://doi.org/10.56536/ijmres.v11i3.154>
23. Luke Qiuturn, 2014 "Earning Announcement and Abnormal Return of S&P 500 Companies" Washington University St. Louis
24. Rastad, M. (2016). Capital structure pre-balancing: Evidence from convertible bonds. *Journal of Corporate Finance*, 41, 43–65.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.08.007>
25. Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw Hill.
26. Sivaprasad, S., & Muradoglu, Y. G. (2009). An empirical analysis of capital structure and abnormal returns. SSRN