



انظر نظرية توقيت السوق في قيمة الشركة

(بحث تحليلي لمجموعة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة

2010-2022)

The Effect Of Market Timing Theory On The Company's Value

(An analytical study of a sample of Iraqi industrial companies listed on the Iraq Stock Exchange for the period 2012-2022)

م. م. حاتم كريم محمد الغريباوي

h.mohammed@uowasit.edu.iq

المستخلص:

يهدف هذا البحث إلى اختبار تأثير نظرية توقيت السوق على قيمة الشركة باستخدام الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق الأوراق المالية العراقية كعينة. وسؤال البحث هو كيفية اختيار الطريقة المثلى لصياغة هيكل رأس المال من خلال المقارنة للتمويل الداخلي والخارجي لوضع خطة تعظيم قيمة الشركات الصناعية العراقية. أجريت هذه البحث على سوق الأوراق المالية العراقية وتحديدًا في القطاع الصناعي؛ إذ بلغ عدد الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق الأوراق المالية العراقية (21) شركة، وهو ما يمثل مجتمع البحث، أما عينة البحث فهي (4) شركات يحتوي على بيانات كاملة للفترة (2010-2022). وقد استخدم الباحث مقياس نظرية توقيت السوق المتمثل بـ (حجم الشركة – السيولة – الموجودات الملموسة – نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية – المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) والذي يمثل المتغير المستقل في البحث بينما كان المتغير التابع هو قيمة الشركة والذي تم قياسه من خلال (عدد الأسهم المصدرة * سعر الإغلاق).

وقد اعتمد الباحث على طريقة الانحدار الخطي البسيط من أجل اختبار تأثير المتغير المستقل في المتغير التابع، وظهرت النتائج الإحصائية أن هناك تأثيراً ذا دلالة معنوية لنظرية توقيت السوق في قيمة الشركة. وكانت أهم توصيات البحث بضرورة تشريع قانون يسمح للشركات العراقية بإعادة شراء أسهمها وبنسبة محددة في حالة انخفاض قيمتها السوقية دون القيمة الدفترية للحفاظ على قيمتها أسهمها السوقية.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، نظرية توقيت السوق، قيمة الشركة.

Abstract:

This research aims to test the effect of market timing theory on firm value using Iraqi industrial companies listed in the Iraqi Stock Exchange as a sample. The research question is how to choose the optimal method for formulating the capital structure by comparing internal and external financing to develop a plan to maximize the value of Iraqi industrial companies. This research was conducted on the Iraqi Stock Exchange, specifically in the industrial sector, as the number of Iraqi industrial companies listed in the Iraqi Stock Exchange reached (21) companies, which represents the research community, while the research sample is (4) companies containing complete data for the period (2010-2022). The researcher used the market timing theory scale represented by (company size - liquidity - tangible assets - market value to book ratio - weighted rate of external financing for market value to book ratio) which represents the independent variable in the research while the dependent variable was the company value which was measured by (number of issued shares * closing price). The researcher relied on the simple linear regression method in order to test the effect of the independent variable on the dependent variable and the statistical results showed that there is a significant effect of the market timing theory on the company value. The most important recommendations of the research were the necessity of enacting a law that allows Iraqi companies to buy back their shares at a specific rate in the event that their market value falls below the book value in order to maintain the market value of their shares.

Keywords: Capital Structure, Market Timing Theory , Company Value.

المقدمة:

يشير مصطلح هيكل رأس المال إلى الطريقة التي تمول بها الشركة عملياتها من خلال مزيج من حقوق الملكية والديون - وهو مزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل، بما في ذلك الأسهم العادية والأسهم المفضلة والسندات والقروض طويلة الأجل والأرباح المحتجزة. في حين يشير مصطلح "قيمة الشركة" إلى قيمة أسهم الشركة المتداولة في سوق الأوراق المالية، إلا أن هذه القيمة تتميز بالتغيرات السريعة والتقلبات العالية؛ لأنها تتأثر بالوضع المالي والعرض ومدى توفر الشركة المصدرة للأسهم. بالإضافة إلى الطلب على السهم والظروف الاقتصادية والسياسية، فإن زيادة القيمة السوقية عن القيمة الاسمية للسهم تسمح للمتداولين بتحقيق مكاسب رأسمالية، تماماً كما هو الحال عندما تتجاوز القيمة السوقية القيمة الدفترية عند بيعه. قيمة السهم وقت الشراء. ونظراً لأهمية هيكل رأس المال وقيمة الشركات بالنسبة

للشركات، فهو يرى أن مثل هذه الدراسات ضرورية؛ لأنها في حالة هذين الموضوعين تساعد على تنشيط الواقع الاقتصادي للسوق العراقي من خلال تشخيص المشاكل التي يواجهها.

وكان الهدف من اجراء هذه البحث هو اختبار اثر نظرية توقيت السوق في قيمة الشركة للشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2010-2022).

ومن هنا افترض الباحث وباعتماد على مشكلة وهدف البحث بأن هيكل رأس المال بإطار نظرية توقيت السوق لا يؤثر في قيمة الشركة.

وتم الاعتماد على التقارير المالية المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية في جمع البيانات الخاصة بالشركات عينة البحث للفترة (2010-2022). وتطلب تحقيق الهدف من البحث تقسيمه الى أربع مباحث، تناول المبحث الأول منها منهجية البحث، فيما تناول المبحث الثاني الجانب النظري من البحث بينما تناول المبحث الثالث الجانب العملي من البحث وكانت حصة المبحث الرابع التوصيات والاستنتاجات التي وصلت لها البحث.

المبحث الأول: منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث

ومن خلال مراجعة الباحث لبعض أدبيات الفكر المالي وجد أن متغيرات البحث الحالية المتمثلة في (نظرية توقيت السوق – قيمة الشركة) لا تزال في طور الصياغة والإطار المفاهيمي على المستويين النظري والتطبيقي. إن دراسة أفضل طريقة لصياغة هيكل رأس المال ومقارنة طرق التمويل الداخلي والتمويل الخارجي يمكن أن تساعد في صياغة وبناء هيكل رأس المال للمؤسسات الصناعية وتحديد مصادر التمويل المناسبة التي تتوافق مع الظروف المالية. والبيئة الاقتصادية والسياسية التي تعمل فيها، واستيعاب المكاسب الفكرية التي حققتها نظرية توقيت السوق لإيجاد هيكل رأس المال الذي يناسب طبيعة عمل الشركات العينة ومدى انعكاس ذلك على قيمة تلك الشركات.

وتطرح مشكلة البحث بعض التساؤلات التي تحاول الإجابة عليها من خلال عرض التساؤل الرئيس للدراسة وهو (هل تؤثر نظرية توقيت السوق على قيمة الشركة) ومن أجل الوصول الى الإجابة عن التساؤل الرئيس للدراسة الحالية وتعزيزه عملياً من خلال النتائج التي ستتوصل لها البحث ، تم عرض التساؤلات الآتية :

1. هل تتبع الشركات الصناعية عينة البحث نظرية توقيت السوق عند صياغة هيكل رأس المال؟
2. هل تؤثر صياغة هيكل رأس المال بإطار نظرية توقيت السوق على قيمة الشركة؟

ثانياً: أهمية البحث:

يُساهم القطاع الصناعي في تنمية الناتج المحلي الإجمالي لمختلف دول العالم، وان نمو هذا القطاع يُعد معياراً مهماً في قوة النشاط الاقتصادي داخل البلد وعاملاً يدفع الى تحقيق الرفاهية والاستقرار الاقتصادي في تلك المجتمعات وذلك من خلال قدرته على سد احتياجات المجتمع من السلع التي أصبحت تنمو بشكل سريع ومضطرد.

ومن خلال هذه البحث حاول الباحث ترسيخ فهم العلاقة بين صياغة هيكل رأس المال وقيمة الشركة وذلك من خلال بيان فلسفة (نظرية توقيت السوق) في صياغة هيكل رأس المال وانعكاسها على قيمة الشركات عينة البحث ويمكن توضيح أهمية البحث الحالية من خلال النقاط التالية:

1. تتناول البحث الحالية نظرية أساسية في الإدارة المالية وهي نظرية (توقيت السوق) إذ تحتوي هذه النظرية من المعرفة المالية ما يستحق من البحث والإغناء.
2. ركز المختصون في الفكر المالي الحديث على الاهتمام بالنظريات المعاصرة التي تعنى بهيكل رأس المال ومصادر التمويل التي تحاول تفسير قرارات هيكل رأس المال.
3. عرضت البحث الحالي أسلوب عمل نظرية توقيت السوق من خلال ما تقوم عليه فلسفة هذه النظرية.
4. بينت هذه البحث أهمية القرارات المالية التي يتخذها مديرو الشركات فيما يتعلق بهيكل رأس المال لشركاتهم لأنها تؤثر بشكل مباشر على مستقبل هذه الشركات.

ثالثاً: أهداف البحث

تهدف البحث الحالية وبشكل رئيس الى توضيح تأثير نظرية توقيت السوق على قيمة الشركة وتشكيل هيكل رأس المال بإطار نظرية توقيت السوق على عينة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. ويمكن تحديد مجموعة من الأهداف الأخرى التي تسعى البحث الى تحقيقها وهي كما يلي:

1. اختبار نظرية توقيت السوق للشركات عينة البحث.
2. التعرف على قيمة الشركات والعوامل المؤثرة فيها.
3. توضيح طبيعة العلاقة نظرية توقيت السوق وقيمة الشركة.

رابعاً: فرضية البحث

الفرضية الرئيسية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنظرية توقيت في قيمة الشركة.

خامساً: مجتمع وعينة البحث

مجتمع البحث الحالية هو الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) والبالغ عددها (21) شركة صناعية؛ إذ وقع الاختيار على هذا القطاع مجتمعاً للدراسة؛ وذلك لأهميته في بناء وتعزيز الاقتصاد الوطني، فضلاً عن أهميته في تعزيز الناتج القومي للبلاد، ومن ناحية أخرى، ومن الأسباب التي دعت لاختيار هذا القطاع مجتمعاً للدراسة التحديات والمعوقات التي تواجه عمل هذا القطاع التي تحد من إمكانية تقديم السلع الى الجمهور وتلبية متطلباته المتنامية ومحاولة البحث الخروج بتوصيات قد تساعد هذا القطاع الحيوي في تجاوز بعض مشاكله الجمة. أما عينة البحث فقد بلغت (4) شركات صناعية؛ وذلك بالاعتماد على توفر البيانات والكشوفات المالية للشركات خلال مدة البحث البالغة (13) سنة من عام (2010) الى عام (2022).

جدول (1) الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	الرمز	سنة التأسيس	رأس المال عند التأسيس (د.ع)	سنة الادراج	رأس المال عند الادراج (د.ع)	رأس المال الحالي (د.ع)	عنوان الشركة
1	الخطاطة الحديثة	IMOS	1988	6,000,000	2004	900,000,000	2,000,000,000	بغداد- الوزيرية
2	العراقية للسجاد والمفروشات	IITC	1989	5,000,000	2004	500,000,000	500,000,000	بغداد- الداوودي
3	انتاج الالبسة الجاهزة	IRMC	1976	10,500,000	2004	360,000,000	3,186,600,000	بغداد- المحمودية
4	بغداد للمشروبات الغازية	IBSD	1989	10,000,000	2004	10,000,000,000	204,335,333,333	بغداد- الزعرانية

المصدر: اعداد الباحث

سادساً: مقاييس متغيرات البحث

1- مقاييس نظرية توقيت السوق (Baker & Wurgler,2002)

- حجم الشركة: اللوغارتم الطبيعي للموجودات.

Firm Size: The Natural Log of Assets.

- الموجودات الملموسة: نسبة الموجودات الثابتة الى مجموع الموجودات.

Asset Tangibility = Fixed Assets /Total Assets.

- السيولة: نسبة الموجودات المتداولة الى المطلوبات المتداولة.

Liquidity= Current Assets / Current Liabilities.

- القيمة السوقية الى القيمة الدفترية: قيمة الشركة الى القيمة الدفترية للأسهم.

Market to Book = Market Value Of Shares / Book Value Of Shares.

- المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

External Finance Weighted Average Market-To-Book Ratio

$$EFWAMTB_{i,t-1} = \frac{\sum_{s=0}^{t-1} \frac{e_s + d_s}{\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r} \cdot \left(\frac{M}{B}\right)_s}{1}$$

2- مؤشر قيمة الشركة (Zach et al.,2020:4)

قيمة الشركة = سعر السوق للسهم (سعر الاغلاق) × عدد الأسهم

المبحث الثاني: الجانب النظري للدراسة

أولاً: هيكل رأس المال

1- مفهوم هيكل رأس المال: يشير مفهوم هيكل رأس المال إلى الطريقة التي تمول بها الشركة عملياتها من خلال عملية المزج بين الأسهم والديون، أي انه مزيج من المصادر التمويلية طويلة الاجل، من الأسهم العادية والأسهم الممتازة، السندات، القروض طويلة الاجل، والأرباح المحتجزة. في حين يشير رأس المال إلى العلاقة بين مصادر التمويل طويلة الاجل، مثل رأس المال الممتلك، ورأس المال الأسهم ورأس المال. ويعد تحديد هيكل رأس المال المطلوب والذي يتماشى مع سياسات الشركة، هو القرار المهم للإدارة المالية، لأنه يرتبط ارتباطاً وثيقاً بقيمة الشركة، وأن هيكل رأس المال، هو التمويل الدائم للشركة، الذي يأتي في المقام الأول الدين طويل الأجل وحقوق الملكية (Dhankar,2019:198). وإن الهيكل الامثل لرأس المال، يعتمد على مجموعة من العوامل التي تنطلق من خصائص الدين وخصائص الملكية وطريقة الموازنة بينهما وبين تكاليفهما، فإذا قامت الشركة بالحصول على التمويل عن طريق الدين فإن الدائنين يتوقعون أن تقوم الشركة بسداد الفوائد واقساط القروض في توقيتاتها المحددة والمتفق عليها، وان فشلت الشركة في السداد، فقد ينتج عن ذلك إجراءات قانونية من لدن الدائنين، لذلك يستوجب الاعتماد على القروض كمصدر للتمويل، وضرورة توفير إيرادات كافية تساعد في سداد حقوق الدائنين، فضلاً عن توفير أرباح كافية للمساهمين (Li&Singal,2019:125).

أما التمويل عن طريق الملكية، فإنه لا يمثل أي التزام على الشركة، وقيام الشركة بتوزيع جزء من ارباحها على المساهمين، ولا يعد توزيع الأرباح التزاماً على الشركة؛ لأن قرار توزيع الأرباح خاضع للشركة نفسها والسياسة المالية التي تتبعها في عملية توزيع الارباح، أما جزء منها أو ان لا توزع أية أرباح. وان عملية الحصول على التمويل من خلال الملكية تسهم في توسيع جمهور المساهمين، لكنها تؤثر على حق التصويت في مجلس الادارة، وقد يؤدي إلى التأثير على هيكل الملكية للشركة. وأما الفوائد المدفوعة على الدين، فأنها غير خاضعة الى ضريبة الدخل، وعليه فإن قيمة الفوائد تخضع من الربح الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى تقليل الضريبة المدفوعة، وهو ما يعرف بالدرع الضريبي الناتج عن

الدين. وفيما يتعلق بتوزيعات الأرباح على المساهمين، فلا تعد معفاة من الضريبة، لأنها لا تسبب أي وقاية أو وفورات ضريبة للشركة (Dhankar,2019:199).

2- مكونات هيكل رأس المال:

تسعى الشركات في مختلف الأوقات والظروف إلى تأمين الأموال اللازمة لتنفيذ عملياتها اليومية وتوسيع آفاق أنشطتها المستقبلية. ولإتمام هذه المهمة، يتوجب عليها المفاضلة بين خيارين رئيسيين للتمويل: إما اللجوء إلى اقتراض الأموال والذي يُعرف بالتمويل المقرض، أو عبر إصدار الأسهم العادية أو احتجاز الأرباح، والتي تُعرف بالتمويل المملوك، أو من خلال المزج بين الخيارين بنسب متنوعة تعتمد على مجموعة من العوامل المحددة. يُشكل هيكل رأس المال في الشركات، الذي يتكون من مصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة، العمود الفقري لأنشطة الشركة، حيث يشمل القروض طويلة الأجل، الأسهم العادية والأرباح المحتجزة. وتُعتبر توليفة هيكل رأس المال عن نسب حقوق الملكية إلى القروض (1: 2020, Camska) وفيما يلي توضيح للمكونات الرئيسية التي يتشكل منها هيكل رأس المال:

أ- حقوق الملكية: ان التمويل المتحقق من حقوق الملكية يمثل المصدر الاول للأموال بالنسبة لأية شركة جديدة. كما تشكل أموال حقوق الملكية القاعدة التي تمثل قدرة الشركة القائمة والتي تستند عليها للحصول على الاقتراض وعلى الاموال. وتوفر اموال حقوق الملكية فوائد كثيرة التي يمكن ان تحصل عليها الشركة ومنها الاستثمار الدائم فيها، وقسم من الاستثمار الطويل الأجل، فضلاً عن ذلك فإنها سوف تعطي وقاية للدائنين لكونها تُعد مصدراً داعماً لقدرة الشركة على الوفاء والالتزام بالديون. لذلك فان حقوق الملكية هي عبارة عن حقوق المساهمين في الشركة أو بصيغة أخرى هي اموال أصحاب المشروع وان أهم مكونات حقوق الملكية (الأسهم العادية – الأسهم الممتازة – الأرباح المحتجزة) (أل شبيب، 2010:177).

ب- التمويل طويل الاجل: هي تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة عن طريق الاقتراض لتمويل مشاريعها مثل الديون طويلة الأجل (القروض طويلة الأجل)، والسندات التي تصدرها الشركة كأحد انواع الاقتراض طويل الأجل وهي تستخدم كمصدر للتمويل لأنها ستوفر ميزات وخصائص للشركة مثل الوقورات الضريبية او ما يعرف بالدرع الضريبي وتشمل على (القروض طويلة الاجل – السندات) (Cornett et al, 2009:30).

ثانياً: نظرية توقيت السوق

1- مفهوم نظرية توقيت السوق: في السنوات الماضية تم توجيه الكثير من الاهتمام لنظرية توقيت السوق التي قدمها Baker and Wurgler (2002) اذ تشير هذه النظرية إلى أنه من المرجح أن تصدر الشركات حقوق الملكية عندما تكون قيمها السوقية أو أسعار الأسهم مرتفعة مقارنة بالقيم الأخيرة للسوق ومن الممكن إعادة شراء الأسهم عندما تكون قيم الأسهم في السوق منخفضة. ويمكن أن يكون العائد غير طبيعي وإيجابي قبل تاريخ إصدار الأسهم بسبب الإفراط في تفاؤل المستثمرين أو أن يكون الدافع وراء ذلك سوء التسعير من قبل المديرين (Domingos et al.,2017:93).

تنص نظرية توقيت السوق على أن هيكل رأس مال الشركة هو النتائج التراكمية لقرارات التمويل السابقة بناءً على ظروف السوق المتغيرة، وهو مصطلح يستخدم لتوقيت سوق الأسهم، ويشير مفهوم توقيت سوق الأسهم إلى أنه يجب على الشركة إصدار أسهم عندما تكون القيمة السوقية لأسهمها مرتفعة وإعادة الشراء عندما تكون القيمة السوقية منخفضة. ومن ناحية أخرى يشير توقيت سوق الدين إلى جذب المزيد من رأس مال الديون إذا كان سعر الفائدة الحالي

أقل من المعدل السابق ويقلل من رأس مال اذا كان سعر الفائدة الحالي اعلى من المعدل (Muhammad et al.,2020:2). ووفقاً (Bouake & Mabrouk,2020:108) فإن توقيت السوق هي أحد الجوانب الأساسية التي تشكل قرارات التمويل. ولا يبدو أن نموذج توقيت السوق يتعارض مع نظرية المبادلة، إذ يتنبأ كلا النموذجين بأن الشركات تصدر الأسهم عندما يكون أداؤها في السوق مرتفعاً كما تنص نظرية توقيت السوق على أن الشركات يكون لديها حوافز لإصدار حقوق الملكية عندما تكون تقييماتها للسوق مرتفعة نسبياً من قيمتها الدفترية أو قيم السوق السابقة. فيما ذهب (Syamala & Wadhwa,2018:1) الى ان نظرية توقيت السوق تشير إلى بيع حقوق الملكية عند المبالغة في تقديرها وإعادة شراء حقوق الملكية عندما تكون مقومة بأقل من قيمتها. والهدف هو الاستفادة من التقلبات المؤقتة في قيمة الأسهم حتى يتقارب السعر مع قيمته الأساسية (القيمة الجوهرية). وفقاً لنظرية توقيت السوق، هناك سببان وراء توجه الشركات إلى توقيت السوق: السبب الاول عن الفرص وإصدار الأسهم عندما تكون تقييمات السوق عالية والسبب الثاني عندما يتصرف المديرون بشكل انتهازى ويبيعون الأسهم بأسعار مبالغ فيها للمستثمرين المفرطين في التفاؤل بشأن الآفاق المستقبلية للشركة. ومع ذلك، فإن هذا الرأي لا يحظى بشعبية بين هؤلاء المستثمرين الذين يعتقدون أن أسواق رأس المال تتسم بالكفاءة وإنهم يعتقدون أن المديرين لا يمتلكون القدرة على توقيت السوق ولا يمكنهم بيع الأسهم ذات القيمة المبالغ فيها للمستثمرين غير العقلانيين أو غير المطلعين باستخدام المعلومات الداخلية. وفقاً لذلك، تصدر الشركات حقوق الملكية عندما يتوسع الاقتصاد، وتزايد الأسواق، ويزداد الطلب على رأس المال بسبب فرص النمو الأكبر والمشاريع الواعدة التي يمكن ان تستثمر بها الشركة.

2- **افتراضات نظرية توقيت السوق:** تمت صياغة نظرية توقيت السوق مبدئياً بواسطة Baker and Wurgler (2002) ويجادلان بأنه ليس هناك هيكل رأس مال مثالي ومن الأفضل فهم هيكل رأس المال على أنه التأثير التراكمي للمحاولات السابقة لتوقيت السوق. وان نظرية توقيت السوق لها افتراضان رئيسان هما:

أ- تعمل تقييمات السوق المرتفعة المقاسة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، على إعادة رفع الرافعة المالية على المدى القصير.

ب - يرتبط متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية المرتفعة للتمويل الخارجي (EFWAMTB) برافعة مالية أقل على المدى الطويل.

لقد قامت نظرية توقيت السوق بتحدي نظريات هيكل رأس المال الأخرى بسبب ما تذهب اليه من ميل المدير للاستفادة من توقيت السوق، لذلك فإن فرضية توقيت السوق وفقاً لنموذج (Baker & Wurgler) يمكن أن تصاغ على النحو التالي:

- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لها تأثير سلبي على الرافعة المالية الدفترية.
- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لها تأثير سلبي على الرافعة المالية للسوق.
- المتوسط المرجح لنسبة السوق إلى الدفتر للتمويل الخارجي له تأثير سلبي على الرافعة المالية للدفتر.
- إن المتوسط المرجح لنسبة السوق إلى الدفتر في التمويل الخارجي له تأثير سلبي على الرافعة المالية للسوق (AL- (mankhly,2018:5-6).

ثالثاً: قيمة الشركة:

1- مفهوم قيمة الشركة : تعدُّ قيمة الشركة من الأمور بالغة الأهمية التي يتطلع إليها المتعاملون بالأوراق المالية ومدراء المحافظ الاستثمارية لأنها تشمل جزءاً مهماً من العائد الذي قد يحصل عليه المستثمر على شكل أرباح رأسمالية التي قد تأخذ اهتمام أكبر من التوزيعات الدورية للأسهم بسبب قيمتها التي تتجاوز في كثير من الأحيان قيم الأرباح الموزعة ، لذلك فإن قيمة الشركة كانت دوماً موضع اهتمام من لدن الباحثين في التخصص المالي بسبب تأثيرها بعوامل كثيرة سواء اقتصادية عامة أو خاصة من داخل الشركة أو من السوق المالي بحيث أن هذه العوامل تؤدي دوراً كبيراً في تحديد قيمة الشركة والتنبؤ بها ، وبعض هذه العوامل يستند إلى قرارات إدارية خاصة بالشركة وكفاءتها مثل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية التي تعتمد على حجم حقوق الملكية ومضاعف سعر السهم الذي يعتمد على قيمة الشركة و نصيب السهم من الأرباح المحققة وبعضها الآخر يعتمد على عوامل قوى العرض والطلب مثل معدل دوران السهم وبعضها الآخر يعتمد على العوامل الاقتصادية العامة مثل المخاطرة النظامية وأسعار الفائدة (Terui,2020:67-69). وقد بين (العامري، 2013: 511) أن قيمة الشركة هي تمثيل للثروة النقدية عند نقطة زمنية محددة متأثرة بعوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، وأن أفضل مؤشرين لتوضيح العلاقة بين العرض والطلب هما: الأسعار السائدة وحجم تداول الأسهم خلال فترة زمنية محددة.

2- أهمية قيمة الشركة

تسعى الشركات بجهد إلى زيادة أرباحها من أجل تعزيز ثروة (قيمة) المساهمين. تُعتبر القيمة السوقية مقياساً لنجاح الشركة، حيث ترتبط بسعر السهم الذي يُعدّ تعبيراً عن القيمة الحقيقية لموجودات الشركة. وتحاول الشركات الحفاظ على سعر السهم مرتفعاً لجذب المستثمرين. إن انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة يؤدي إلى تراجع ثقة المستثمرين، مما يترك آثاراً سلبية على الشركة ويهدد استمراريتها (Darmawan et al., 2019:8).

وبين (Susant et al., 2020: 6591) يحتاج المديرون الماليون إلى العمل على تحقيق هدف زيادة قيمة الشركة من أجل زيادة ثروة المالكين. يمكن قياس قيمة الشركة من خلال القيمة السوقية للسهم، التي تعكس سعر السهم المتداول في الأسواق المالية. يتحدد سعر السهم بناءً على الطلب والعرض من قبل المستثمرين، مما يجعل سعر السهم مؤشراً على القيمة. وتعكس قيمة الشركة المرتبطة بسعر السهم توقعات المستثمرين حول مستوى نجاحها، بالإضافة إلى أن ارتفاع سعر السهم يؤثر بشكل كبير على قيمة الشركة. تستعزز القيمة العالية للشركة ثقة السوق، ليس فقط في أداء الشركة الحالي، ولكن أيضاً في آفاق أعمالها المستقبلية.

3- العوامل المؤثرة في قيمة الشركة

في بيئة أعمال متسارعة ومضطربة وتنافسية وتشهد تغيرات وتطورات بشكل متسارع تواجه الشركات مجموعة من التحديات والصعوبات والمعوقات التي يمكن أن تؤثر على أدائها وعلى نتائج أعمالها مما ينعكس ذلك على قيمة الشركة في السوق المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وهناك مجموعة من العوامل التي قد تكون مرتبطة بالوضع الداخلي للشركات، أو قد تكون خارج سيطرة الشركات لها تأثير على القيمة السوقية لأسهم الشركات وهذه العوامل هي ما يلي:

أ- **العائد المتوقع** : هو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل الحصول عليها من لدن المستثمر عند الاستثمار في الأوراق المالية وهي المبالغ التي يشعر المستثمر بأنه سيحصل عليها وفقاً لما يتوفر لديه من معلومات ، وهنا لابد من الإشارة إلى حالة عدم التأكد التي يصعب فيها إمكانية تحديد وتوقع عائد الاستثمار المتوقع بسهولة، إذ إن المستثمر يصعب عليه أن يحدد بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار، ولذلك فإن المستثمر يسعى دائماً إلى تقدير العائد؛ إذ إن ذلك يساعده في تقدير المخاطر التي يمكن أن تكون محيطة بهذا العائد. ويعرف العائد بأنه "هو المقابل الذي يأمل المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً مقابل استثماره لأمواله، فالمستثمر يتطلع دائماً إلى هذا العائد بهدف زيادة ثروته وتعظيم أملاكه (Suarka & wiagustini, 2019:3931).

ب- **المخاطر**: إن من أهم المتغيرات التي تكون محل اهتمام المستثمر هي العائد والمخاطرة؛ إذ إن المستثمر يتجه نحو الاستثمارات التي لها القدرة على تحقيق له أكبر عائد ممكن وأقل مخاطرة ممكن أن يتعرض لها استثماره لذلك يقوم بقياس عائد ومخاطرة الأوراق المالية قبل اتخاذ قرار الاستثمار الذي يتمثل ببيع أو شراء الورقة المالية.

ويمكن القول: إن المخاطرة تشير إلى احتمال ان النتائج الفعلية من الاستثمار سوف تختلف عن النتيجة المتوقعة ويمكن اعتبار المخاطر هو درجة التقلب في العائد وتكون المخاطر على نوعين هما: (Systematic & unsystematic Risk) المخاطرة النظامية وغير النظامية (Bansal , 2012 : 49).

ت- **العرض والطلب**: يرغب معظم المستثمرين التأكد من أن قيمة استثماراتهم سوف يكون نصيبها الارتفاع في المستقبل وهذا الارتفاع يمكن أن يتحقق بالإدارة الجيدة للاستثمار والاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة وتنظيم الأرباح وعملية توزيعها بالشكل الذي يساعد على جذب المستثمرين ويزيد من قيمة الشركة لكن في حالة إذا ما انخفض الطلب على الأسهم بسبب الإدارة غير الجيدة أو لأسباب أخرى فإن قيمة الشركة سوف تكون في انخفاض مستمر (Dlabay & Burrow, 2008: 8).

ث- **توزيع الأرباح**: تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في الشركات وذلك لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر أسهم الشركة في السوق المالية. وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار توزيع صافي دخل الشركة ما بين أرباح تدفع للمساهمين وأرباح يتم احتجازها من قبل إدارة الشركة، مع الأخذ بنظر الاعتبار أن سياسات توزيع الأرباح تتم في ضوء أهداف الشركة وبما يساعد في تعظيم ثروة المساهمين، وأن سياسة توزيع الأرباح هي الأسلوب العملي المتبع من قبل الشركات المصدرة للسهم والتي تتعامل مع الأرباح الموزعة كقرار يهتم المساهمين والأرباح المحتجزة كفائض مالي يمكن إعادة استثمارها لزيادة نمو الشركة (Waithaka et al., 2012: 642).

ج- **التضخم** : التضخم هو حالة ارتفاع الأسعار العام للسلع والخدمات مما يسبب في انخفاض القوة الشرائية للمستهلكين، ويمكن أن يحدث التضخم بسبب انخفاض قيمة العملة، وهو حالة مرتبطة بالزيادة في مستوى الأسعار بشكل عام ومستمر خلال فترة معينة، ولا يمكن تسمية الزيادة في سعر سلعة أو سلعتين بمفردهما تضخماً ما لم يكن هناك ارتفاع شامل في مستوى جميع أسعار السلع والخدمات في البلد، وهو مرتبط بانخفاض قيمة العملة التي تتميز بارتفاع تكلفة جميع السلع والخدمات تقريباً، ولمعدل التضخم المرتفع آثار سلبية على معدل النمو الاقتصادي الحقيقي طويل الأجل (Nugraha et al., 2021: 65).

المبحث الثالث: الجانب العملي للدراسة

أولاً : التحليل المالي لمتغيرات البحث

تركز هذه الفقرة على وصف متغيرات البحث والمتمثلة بـ (نظرية توقيت السوق – قيمة الشركة) وتحليل هذه المتغيرات لعينة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها (4) شركات للفترة من (2012- 2022) بالاعتماد على الكشوفات المالية لهذه الشركات والصادرة من سوق العراق للأوراق المالية. اذ تتناول هذه الفقرة مؤشرات البحث وهي (حجم الشركة – السيولة – الموجودات الملموسة – نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية – المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية – قيمة الشركة) وهي كما يلي:

1- حجم الشركة

جدول (2) حجم الشركات عينة البحث للفترة (2012-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
9.24	9.06	8.11	8.09	8.78	8.96	8.05	8.14	8.24	8.27	8.2	الخطاطة الحديثة
2.22	2.219	2.176	2.117	2.13	2.115	2.11	2.107	2.009	2.115	2.149	العراقية للسجاد والمفروشات
3.84	4.96	8.47	7.97	8.12	7.43	3.86	4.44	4.04	7.31	7.34	انتاج الالبسة الجاهزة
4.76	3.11	4.11	3.9	4.77	1.74	1.74	2.1	1.9	1.2	1.9	بغداد للمشروبات الغازية
5.01	4.83	5.71	5.51	5.95	5.06	3.94	4.19	4.04	4.72	4.89	المتوسط
9.24	9.06	8.11	8.09	8.78	8.96	8.05	8.14	8.24	8.27	8.2	اعلى قيمة
2.22	2.219	2.176	2.117	2.13	1.74	1.74	2.1	1.9	1.2	1.9	اقل قيمة
3.00	3.03	3.07	2.98	3.09	3.67	2.89	2.85	2.96	3.58	3.33	الانحراف المعياري

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج اكسل

استطاعت شركة الخطاطة الحديثة تحقيق أكبر لوغاريتم طبيعي لمجموع الموجودات بين الشركات عينة البحث وذلك سنة (2022) والذي بلغ (9.24) ويرجع السبب الى احتفاظ الشركة بأكثر كمية من موجوداتها في هذه السنة. بنما بلغت اقل

قيمة لحجم الشركة هو حجم شركة بغداد للمشروبات الغازية في عام (2013) اذ كان اللوغاريتم الطبيعي لمجموع موجودات الشركة (1.2).

2- السيولة

جدول (3) سيولة الشركات عينة البحث للمدة (2012- 2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
4.05	4.08	4.25	4.77	4.35	4.11	3.84	4.96	4.04	7.31	7.34	الخطاطة الحديثة
3.18	3.14	2.88	3.11	3.2	2.77	3.27	3.4	3.62	3.41	3.63	العراقية للسجاد والمفروشات
7.5	2.89	1.88	3.72	1.66	3.56	12.89	13.75	8.91	12.8 8	3.4	انتاج الالبسة الجاهزة
6.23	6.66	7.1	7.7	4.4	6.93	6.13	0.3	11.53	1.24	12.34	د للمشروبات الغازية
5.24	4.192 5	4.027 5	4.825	3.4025	4.3425	6.5325	5.6025	7.025	6.21	6.6775	المتوسط
6.23	6.66	7.1	7.7	4.35	6.93	12.89	13.75	11.53	12.8 8	12.34	على قيمة
3.18	2.89	1.88	3.72	1.66	2.77	3.84	0.3	3.62	1.24	3.63	اقل قيمة
1.97	1.72	2.26	2.03	1.28	1.81	4.41	5.76	3.84	5.10	4.18	لانحراف لمعياري

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج اكسل

بلغت اعلى نسبة سيولة حققتها شركة انتاج الالبسة الجاهزة (13.75) وذلك في سنة (2015) بينما حققت شركة بغداد للمشروبات الغازية أدنى نسبة للسيولة بين الشركات في سنة (2015) وبمقدار (0.3).

3- الموجودات الملموسة

جدول(4) الموجودات الملموسة للشركات عينة البحث للمدة (2012-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
0.13	0.22	0.18	0.105	0.114	0.84	0.22	0.219	0.176	0.117	0.13	الخطاطة

الحديثة											
0.06	0.05	0.06	0.01	0.024	0.29	0.17	0.03	0.03	0.023	0.03	العراقية للسجاد المفروشات
0.13	0.32	0.8	0.67	0.51	0.29	0.17	0.15	0.13	0.15	0.19	انتاج الالبسة الجاهزة
0.66	0.62	0.5	0.59	0.66	0.7	0.7	0.84	0.49	0.46	0.51	بغداد شروبات لغازية
0.245	0.3025	0.385	0.34375	0.327	0.53	0.315	0.30975	0.2065	0.1875	0.215	متوسط
0.66	0.62	0.18	0.105	0.114	0.84	0.22	0.219	0.176	0.117	0.51	الى قيمة
0.06	0.05	0.05	0.01	0.024	0.7	0.7	0.03	0.03	0.023	0.03	القيمة
0.28	0.24	0.33	0.33	0.31	0.28	0.26	0.36	0.20	0.19	0.21	انحراف معياري

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج اكسل

حققت شركة الخياطة الحديثة اعلى نسبة ملموسية للموجودات وذلك سنة (2018) وبمقدار (0.114) ويعود السبب في ذلك الى ارتفاع مبالغ الموجودات الثابتة في هذه السنة، بينما حققت الشركة العراقية للسجاد سنة (2019) اقل نسبة للملموسية الموجودات اذ بلغت (0.01).

4- نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية

جدول(5) القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للشركات عينة البحث للمدة(2012-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
6.33	6.2	7.15	6.88	6.14	4.99	5.9	5.14	3.8	4.5	4.57	الخياطة الحديثة
6.13	5.45	10.1	8.85	7.98	7.1	5.65	5.28	5.25	5.14	5.6	العراقية للسجاد

											والمفروشات
0.89	1.1	0.95	0.64	0.69	0.73	0.76	0.76	0.84	0.9	1.15	انتاج الالبسة الجاهزة
3.22	2.18	4.15	4.29	3.69	2.68	2.5	3.94	2.36	2.99	1.49	بغداد مشروبات الغازية
1425	3.7325	5.5875	5.165	4.625	3.875	3.7025	3.78	3.0625	3.3825	3.2025	المتوسط
6.33	6.2	10.1	8.85	7.98	7.1	5.65	5.28	5.25	5.14	5.6	على قيمة
0.89	1.1	0.95	0.64	0.69	0.73	0.76	0.76	0.84	0.9	1.15	أقل قيمة
2.59	2.47	3.93	3.54	3.15	2.76	2.49	2.10	1.89	1.88	2.21	لأنحراف المعياري

المصدر: اعداد الباحث الاعتماد على برنامج اكسل

أن أعلى نسبة قيمة سوقية الى قيمة دفترية للسهم حققتها شركة العراقية للسجاد والمفروشات كانت في عام (2020) وقد بلغت (10.1)؛ وذلك بسبب ارتفاع سعر السهم السوقي للشركة في هذا العام ، في حين سجلت سنة (2013) أقل نسبة قيمة سوقية الى قيمة دفترية للأسهم وكانت (0.9) حققتها شركة انتاج الالبسة الجاهزة.

5- المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية (EFWAMTB)

جدول (6) المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية للشركات عينة البحث للمدة (2022-2012)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
8.1	7.11	7.88	6.27	3.5	4.51	4.09	2.8	3.13	3.1	3.59	الخيطة الحديثة
5.29	8.32	6.1	7.55	9.44	8.14	5.37	4.35	4.23	4.14	4.66	العراقية للسجاد والمفروشات
1.51	1.44	1.32	0.93	2.33	0.69	0.73	0.77	0.84	0.89	1.16	انتاج الالبسة الجاهزة

3.11	2.54	4.01	3.15	3.57	3.55	2.5	2.94	2.09	2.88	1.43	بغداد للمشروبات الغازية
4.5	4.9	4.8	4.5	4.7	4.2	3.2	2.7	2.6	2.8	2.7	المتوسط
8.1	8.32	7.88	7.55	9.44	8.14	5.37	4.35	4.23	4.14	4.66	اعلى قيمة
1.51	1.44	1.32	0.93	2.33	0.69	0.73	0.77	0.84	0.89	1.16	اقل قيمة
2.86	3.37	2.82	3.00	3.20	3.07	2.01	1.47	1.45	1.36	1.69	الانحراف المعياري

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج اكسل

بلغ اعلى معدل (EFWAMTB) وصلت اليه شركة انتاج الالبسة الجاهزة (8.32) وكان ذلك في عام (2021) ، فيما
كان اقل معدل (EFWAMTB) حققته نفس الشركة (0.69) في عام (2017).

6- قيمة الشركة

جدول (7) قيمة الشركات (مليون دينار عراقي) عينة البحث للمدة (2012-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
66320	6680	45920	1140	2520	3213	667	1480	1440	1620	1620	الخطابة الحديثة
5820	6600	5800	4425	3990	4050	2575	2140	2075	2450	2300	العراقية للسجاد والمفروشات
9822	9353	9251	6140	4140	4464	4334	4916	5434	5822	4240	انتاج الالبسة الجاهزة
6120	6780	6500	390	4952	1140	2800	3150	2520	3213	666	بغداد للمشروبات الغازية

22020.5	7353 .25	16867 .75	3023 .75	3900 .5	3216. 75	2593. 75	2921 .5	2867 .25	3276 .25	2206 .5	المتوسط
66320	9353	45920	6140	4952	4464	4334	4916	5434	5822	4240	اعلى قيمة
5820	6600	5800	390	2520	1140	667	1480	1440	1620	666	اقل قيمة
29589.0	1335 .2	19425 .4	2717 .8	1012 .7	1479. 1	1504. 2	1496 .5	1767 .6	1817 .6	1512 .3	الانحراف المعياري

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج اكسل

استطاعت شركة انتاج الالبسة الجاهزة تحقيق اعلى قيمة للشركة وذلك سنة (2018) وبلغت القيمة السوقية للشركة (6600) دينار عراقي فيما حققت شركة بغداد للمشروبات الغازية اقل قيمة للشركة وذلك سنة (2012) اذ بلغت القيمة السوقية للشركة (666) دينار عراقي.

ثانياً: التحليل الاحصائي لمتغيرات البحث

1- شركة الخياطة الحديثة

الفرضية الرئيسية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنظرية توقيت السوق في قيمة الشركة

تمثل المتغيرات المستقلة نظرية توقيت السوق (حجم الشركة، السيولة، الموجودات الملموسة، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، المعدل المرجح للتمويل)، وعددها (5) متغيرات. أما المتغير التابع فيمثل (القيمة السوقية للشركة)، وبعد قياس تأثير أبعاد نظرية توقيت السوق واختيار النموذج الأفضل للبيانات، تبين أن قيمة ($R^2 = 0.945$) مما يعني أن (معامل التحديد للنموذج الأفضل) يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر (94%) من تأثيرها على المتغير التابع، بينما يُعزى ما تبقى إلى الأخطاء العشوائية أو أخطاء غير معروفة، التي بلغت قيمتها (6%). لدراسة مدى ملائمة خط انحدار البيانات، يتم اختبار فرضية العدم التي تنص على (لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنظرية توقيت السوق في قيمة الشركة). اذ بلغ قيمة اختبار ($F=34.648$) بمستوى معنوية (0.000) وهو اقل من (0.05) مما يدل على عدم وجود فروق معنوية وأن الانموذج يمثل الظاهرة المدروسة تمثيلاً دقيقاً، وان خط الانحدار يلائم البيانات المعطاة، أي رفض الفرضية اعلاه بمعنى وجود تأثير ذي دلالة معنوية، كما يمكن قياس تأثير المتغيرات المستقلة، اذ بلغ تأثير متغير حجم الشركة (4.487) بعد اجتيازه اختبار (t) بمستوى معنوية اقل من (0.05) والبالغ (0.009) اي بمعنى أن قيمة الشركة تزداد بزيادة حجم الشركة بمقدار (4.487) للوحدة الواحدة، اما بالنسبة لتأثير متغير الموجودات الملموسة بلغ تأثيرها (60.815) بعد اجتيازها اختبار (t) بمستوى معنوية (0.008) اذ تزداد قيمة الشركة عند زيادة الموجودات الملموسة بمقدار (60.815) للوحدة الواحدة، اما بالنسبة لمتغير القيمة السوقية الى القيمة الدفترية بلغ تأثيرها (843.232) باجتيازها الاختبار بمستوى معنوية (0.000) عند ذلك يمكن ان تزداد القيمة السوقية بنفس التأثير للوحدة الواحدة، اذ بلغ تأثير المعدل المرجح للتمويل (9.728) بمستوى معنوية (0.007) بعد اجتيازه اختبار (t) اذ يمكن

ان تزداد قيمة الشركة بازدياد المعدل المرجح للتمويل وكما بلغ تأثير متغير السيولة على القيمة السوقية بعد اجتيازه اختبار (t) بمقدار (74.058) وكما موضح في الجدول رقم (8) :

جدول (8) معامل تحديد افضل انموذج وتحليل التباين واثار المتغيرات المستقلة لشركة الخياطة الحديثة

Model Summary						
Model	R	R Square ^b	Change Statistics			
			F Change	Sig. F Change		
1	.972 ^a	.945	34.648	.000		
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	حجم الشركة	4.487	113.578	.012	2.640	.009
	الموجودات الملموسة	60.815	1477.348	.005	3.041	.008
	القيمة السوقية الى الدفترية	843.232	138.791	.876	6.076	.000
	المعدل المرجح للتمويل	9.728	66.864	.017	4.145	.007
	السيولة	74.058	151.737	.118	6.488	.036

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS

2- الشركة العراقية للسجاد

الفرضية الرئيسية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنظرية توقيت السوق في قيمة الشركة.

ويمثل المتغير المستقل أبعاد نظرية التوقيت السوق (حجم الشركة، السيولة، الأصول الملموسة، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، المتوسط المرجح للتمويل) والبالغ عددها (5) متغيرات، في حين مثل المتغير التابع (قيمة الشركة)، بعد قياس تأثير أبعاد نظرية التوقيت السوق واختيار أفضل نموذج للبيانات ($R^2 = 0.999$) أي (المعامل لتحديد النموذج الأفضل)، أي أن المتغير المستقل يفسر (99%) مما يؤثر على المتغير التابع، أي أن الباقي يعتبر ناتج عن خطأ عشوائي أو خطأ مجهول والذي بلغت نسبته (1%)، لفحص مدى صلاحية خط الانحدار للبيانات وفرضية العدم والتي نصها

(لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنظرية توقيت السوق في قيمة الشركة)، إذ بلغ قيمة اختبار ($F=2306.591$) بمستوى معنوية (0.000) وهو أقل من (0.05) مما يدل على عدم وجود فروق معنوية وأن الانموذج يمثل الظاهرة المدروسة تمثيلاً دقيقاً، وأن خط الانحدار يلائم البيانات المعطاة، أي رفض الفرضية اعلاه بمعنى وجود تأثير ذات دلالة معنوية كما يمكن قياس تأثير المتغيرات المستقلة إذ بلغ تأثير متغير حجم الشركة (34.534) بعد اجتيازه اختبار (t) بمستوى معنوية أقل من (0.05) والبالغ (0.018) أي بمعنى أن قيمة الشركة تزداد بزيادة حجم الشركة بمقدار (34.534) للوحدة الواحدة، أما بالنسبة لتأثير متغير الموجودات الملموسة بلغ تأثيرها (444.517) بعد اجتيازها اختبار (t) بمستوى معنوية (0.033)، إذ تزداد قيمة الشركة عند زيادة الموجودات الملموسة بمقدار (444.517) للوحدة الواحدة، أما بالنسبة لمتغير القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بلغ تأثيرها (86.878) باجتيازها الاختبار بمستوى معنوية (0.033) عند ذلك يمكن أن تزداد قيمة الشركة بنفس التأثير للوحدة الواحدة، إذ بلغ تأثير المعدل المرجح للتمويل (491.679) بمستوى معنوية (0.000) بعد اجتيازه اختبار (t) إذ يمكن أن تزداد قيمة الشركة بازدياد المعدل المرجح للتمويل وكما بلغ تأثير متغير السيولة على قيمة الشركة بعد اجتيازه اختبار (t) بمقدار (74.058) وكما موضح في الجدول رقم (9):

جدول (9) معامل تحديد افضل نموذج وتحليل التباين واثار المتغيرات المستقلة للشركة العراقية للسجاد

Model Summary						
Model	R	R Square ^b	Change Statistics			
			F Change	Sig. F Change		
1	1.000 ^a	.999	2306.591	.000		
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	حجم الشركة	34.534	23.249	.109	1.485	.018
	الموجودات الملموسة	444.517	688.554	.013	.646	.033
	القيمة السوقية الى الدفترية	86.878	85.458	.080	1.017	.033
	المعدل المرجح للتمويل	491.679	29.045	.978	16.928	.000

	السيولة	74.058	151.737	.118	6.488	.036
--	---------	--------	---------	------	-------	------

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS

3- شركة انتاج الالبسة الجاهزة

الفرضية الرئيسية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنظرية توقيت السوق في قيمة الشركة.

ويمثل المتغير المستقل أبعاد نظرية التوقيت السوق (حجم الشركة، السيولة، الأصول الملموسة، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، المتوسط المرجح للتمويل) والبالغ عددها (5) متغيرات، في حين مثل المتغير التابع (قيمة الشركة)، بعد قياس تأثير أبعاد نظرية التوقيت السوق واختيار أفضل نموذج للبيانات ($R^2 = 0.882$) أي (المعامل لتحديد النموذج الأفضل)، أي أن المتغير المستقل يفسر (88%) مما يؤثر على المتغير التابع، أي أن الباقي يعد ناتجاً عن خطأ عشوائي أو خطأ مجهول الذي بلغت نسبته (12%)، لفحص مدى صلاحية خط الانحدار للبيانات وفرضية العدم والتي نصها (لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنظرية توقيت السوق في قيمة الشركة)، إذ بلغ قيمة اختبار ($F=14.969$) بمستوى معنوية (0.000) وهو أقل من (0.05) مما يدل على عدم وجود فروق معنوية، وأن النموذج يمثل الظاهرة المدروسة تمثيلاً دقيقاً، وأن خط الانحدار يلائم البيانات المعطاة، أي رفض الفرضية أعلاه بمعنى وجود تأثير ذات دلالة معنوية كما يمكن قياس تأثير المتغيرات المستقلة؛ إذ بلغ تأثير متغير حجم الشركة (237.123) بعد اجتيازه اختبار (t) بمستوى معنوية أقل من (0.05) والبالغ (0.012)، أي بمعنى أن قيمة الشركة تزداد بزيادة حجم الشركة بمقدار (237.123) للوحدة الواحدة، أما بالنسبة لتأثير متغير الموجودات الملموسة بلغ تأثيرها (3694.358) بعد اجتيازها اختبار (t) بمستوى معنوية (0.002) إذ تزداد قيمة الشركة عند زيادة الموجودات الملموسة بمقدار (3694.358) للوحدة الواحدة، أما بالنسبة لمتغير القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بلغ تأثيرها (11.781) باجتيازها الاختبار بمستوى معنوية (0.045) عند ذلك يمكن أن تزداد قيمة الشركة بنفس التأثير للوحدة الواحدة، إذ بلغ تأثير المعدل المرجح للتمويل (1825.705) بمستوى معنوية (0.048) بعد اجتيازه اختبار (t) إذ يمكن أن تزداد قيمة الشركة بازدياد المعدل المرجح للتمويل، وكما بلغ تأثير متغير السيولة على القيمة السوقية، بعد اجتيازه اختبار (t) بمقدار (542.410)، وكما موضح في الجدول رقم (10):

جدول (10) معامل تحديد أفضل نموذج وتحليل التباين وأثر المتغيرات المستقلة لشركة انتاج الالبسة الجاهزة

Model Summary					
Model	R	R Square ^b	Change Statistics		
			F Change	Sig. F Change	
1	.939 ^a	.882	14.969	.000	
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.

		B	Std. Error	Beta		
1	حجم الشركة	237.127	277.093	.416	.856	.012
	الموجودات الملموسة	3694.358	4217.750	.249	.876	.002
	القيمة السوقية الى الدفترية	11.781	165.750	.021	.071	.045
	المعدل المرجح للتحويل	1825.705	1487.560	.506	1.227	.048
	السيولة	542.410	1460.312	.160	.371	.018

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS

4- شركة بغداد للمشروبات الغازية

الفرضية الرئيسية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنظرية توقيت السوق في قيمة الشركة

ويمثل المتغير المستقل أبعاد نظرية التوقيت السوق (حجم الشركة، السيولة، الأصول الملموسة، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، المتوسط المرجح للتمويل) والبالغ عددها (5) متغيرات، في حين مثل المتغير التابع (قيمة الشركة)، بعد قياس تأثير أبعاد نظرية التوقيت السوق واختيار أفضل نموذج للبيانات ($R^2 = 0.991$) أي (المعامل لتحديد النموذج الأفضل)، أي أن المتغير المستقل يفسر (99%) مما يؤثر على المتغير التابع، أي أن الباقي يعد ناتج عن خطأ عشوائي أو خطأ مجهول والذي بلغت نسبته (1%)، لفحص مدى صلاحية خط الانحدار للبيانات وفرضية العدم والتي نصها (لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنظرية توقيت السوق في قيمة الشركة)، إذ بلغ قيمة اختبار ($F=212.222$) بمستوى معنوية (0.000) وهو أقل من (0.05) مما يدل على عدم وجود فروق معنوية وان الانموذج يمثل الظاهرة المدروسة تمثيلاً دقيقاً وان خط الانحدار يلائم البيانات المعطاة اي رفض الفرضية اعلاه بمعنى وجود تأثير ذات دلالة معنوية كما يمكن قياس تأثير المتغيرات المستقلة اذ بلغ تأثير متغير حجم الشركة (20124.568) بعد اجتيازه اختبار (t) بمستوى معنوية أقل من (0.05) والبالغ (0.037) أي بمعنى ان قيمة الشركة تزداد بزيادة حجم الشركة بمقدار (20124.568) للوحدة الواحدة، أما بالنسبة لتأثير متغير الموجودات الملموسة بلغ تأثيرها (64370.035) لكن تأثيرها غير معنوي (0.596)، أما بالنسبة لمتغير القيمة السوقية الى القيمة الدفترية بلغ تأثيرها (3281.285) باجتيازها الاختبار بمستوى معنوية (0.000) عند ذلك يمكن ان تزداد قيمة الشركة بنفس التأثير للوحدة الواحدة، كما بلغ تأثير المعدل المرجح للتمويل (218006.599) بمستوى معنوية (0.000) إذ ان تأثيرها معنوي، كما بلغ تأثير متغير السيولة على قيمة الشركة بعدم اجتيازه اختبار (t) بمقدار (1919.575) وهو تأثير غير معنوي وكما موضح في الجدول رقم (11) :

جدول (11) معامل تحديد أفضل نموذج وتحليل التباين وأثر المتغيرات المستقلة لشركة بغداد للمشروبات الغازية

Model Summary						
Model	R	R Square ^b	Change Statistics			
			F Change	Sig. F Change		
1	.995 ^a	.991	212.222	.000		
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	حجم الشركة	20124.568	8391.157	.601	2.398	.037
	الموجودات الملموسة	64370.305	117585.841	.108	.547	.596
	القيمة السوقية الى الدفترية	3281.285	2076.165	.082	1.580	.145
	المعدل المرجح للتمويل	218006.599	14044.688	1.372	15.522	.000
	السيولة	1919.574	6748.091	.016	.284	.782

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

- 1- وجود مرونة في صياغة هيكل رأس المال بالنسبة للشركات عينة البحث وذلك من خلال تباين قيم السوق من سنة الى أخرى ومن شركة الى أخرى.
- 2- لا تقوم الشركات العراقية بصياغة هيكل رأس المال الخاص بها وفق نظرية توقيت السوق وذلك بسبب التذبذب المستمر في السوق العراقي فضلاً عن عدم إجازة المشرع العراقي بإمكانية الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق.
- 3- هناك تأثير واضح لمجموعة من العوامل في قيمة الشركة واهم هذه العوامل هي العرض والطلب على أسهم الشركة.

4- استمرار الشركات عينة البحث في اصدار الأسهم العادية عند الحاجة الى التمويل على الرغم من المحاذير التي تسببها هذه الطريقة في التمويل.

ثانياً: التوصيات

- 1- ضرورة تشريع قانون يسمح للشركات العراقية بإعادة شراء اسهمها حفاظاً على قيمة اسمها السوقية.
- 2- تعزيز الرافعة المالية للشركات عينة البحث في حالة الحاجة الى مزيد من التمويل بسبب التوسع في اعمال الشركات وعدم الاعتماد على اصدار الأسهم العادية عند الحاجة الى التمويل.
- 3- أهمية قيام الشركات عينة البحث بالاهتمام بمؤشر قيمة الشركة وذلك من اجل تقييم وتقويم أداء الشركة.
- 4- ضرورة تعزيز الشركات العراقية لخبراتها ومعرفتها في مجال توقيت السوق وذلك من خلال تبادل الخبرات مع الشركات الأخرى التي تتيح لها قوانين بلدها بإعادة شراء أسهمها.

المصادر

أولاً: المصادر العربية

1. التقارير المالية السنوية المنشورة لشركة الخياطة الحديثة للأعوام من 2006 – 2020 .
2. التقارير المالية السنوية المنشورة للشركة العراقية للسجاد والمفروشات للأعوام من 2006 – 2020 .
3. التقارير المالية السنوية المنشورة لشركة انتاج الالبسة الجاهزة للأعوام من 2006 – 2020 .
4. التقارير المالية السنوية لمنشورة لشركة بغداد للمشروبات الغازية للأعوام من 2006 – 2020 .
5. آل شبيب، دريد كامل (2010)، إدارة مالية الشركات المتقدمة ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن .
6. العامري، محمد علي ابراهيم (2013)، الادارة المالية الحديثة، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن.

ثانياً: المصادر الأجنبية

1. Baker Malcomlm And Wurgler (2002), Market Timing And CapitalStructure, The Journal Of Finance, Vol.1.7, No.1.
2. Zach, F. J., Nicolau, J. L., & Sharma, A. (2020), Disruptive innovation, innovation adoption and incumbent market value: The case of Airbnb. Annals of Tourism Research, 80, 102818.
3. Dhankar, R. S. (2019), Optimal Capital Structure and Investment Decisions. In Capital Markets and Investment Decision Making (pp. 197- 210).
4. Li, Y., & Singal, M. (2019), Capital structure in the hospitality industry: The role of the asset-light and fee-oriented strategy. Tourism Management, 70, 124-133.

5. Čámská, D. (2020), **Capital Structure of Insolvent Companies in the Czech Republic. International Advances in Economic Research**, 26(3), 319-320.
6. Cornett ,Marcia . Troy, A.Jr. & Nofsinner, John,.(2009) , " Finance applications & theory" , Irwin Mc Graw-Hill. New York, U.S.A.
7. Domingos, S.R.M., Ponte, V.M.R., Paulo, E. and Alencar, R.C. (2017),“Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações”,*Revista Contemporânea de Contabilidade*, Vol. 14 No. 31, pp. 89-107.
8. Muhammad, M., Yet, C. E., Tahir, M., & Nasir, A. M. (2020), **Capital structure of family firms: the effect of debt and equity market timing. Journal of Family Business Management**.
9. Mabrouk, L., & Boubaker, A. (2020), **Investigation of the association between entrepreneurship life cycle, ownership structure and market timing theory: Empirical evidence from Tunisian and French context. Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship**.
10. Wadhwa, K., & Syamala, S. R. (2018), **Market timing and pseudo market timing: an empirical examination of IPOs in India. Managerial Finance**.
11. Dlabay, L. and L. Burrowjames (2008), **Business Finance. ThomsonSouthwestern,USA**.
12. Terui, Nobuhiko (2020), **Forecasting dynamic market share relationships, marketing intelligence and planning**,18,2 .
13. Darmawan, I. P. E., Sutrisno, T., & Mardiaty, E. (2019), **Accrual Earnings Management and Real Earnings Management: Increase or Destroy Firm Value?. International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding**, 6(2), 8-19.
14. Suarka S.W.,&WiagustiniN.L.(2019), **Pengaruh inflasi, rofitabilitas, struktur modal, dan earning per share terhadap harga saham perusahaan consumer goods. E-jurnal manajemen**, vol. 8, no. 6.
15. Susanti, N., Widajatun, V. W., Aji, M. B., & Nugraha, N. M. (2020), **Implications Of Intellectual Capital Financial Performance And Corporate Values. International Journal of Psychosocial Rehabilitation**,24(07).
16. Bansal, Sandeep (2012), **Risk return relationship : study of selected mutual funds, international journal of research in finance and marketing**,vol.2,(5).
17. Waithaka, S. M. ; J. K. Ngugi ; J. K. Aiyabei, J. K. Itunga and P. Kirago (2012), **Effects of dividend policy on share prices: A case of companies in Nairobi Securities**

Exchange. Prime Journal of Business Administration and Management (BAM) Vol. 2(8): 642-648.

- 18. Nugraha, N. M., Ramadhanti, A. A., & Amaliawati, L. (2021), Inflation, Leverage, and Company Size and Their Effect on Profitability. Journal of Applied Accounting and Taxation, 6(1), 63-70.**