

## تأثير محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة بتوسيط هيكل رأس المال دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية

أ.د هشام طلعت عبد الحكيم

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

الباحث أياد رحيم علي

[ayadali432@gmail.com](mailto:ayadali432@gmail.com)

### مستخلص البحث:

يهدف البحث الحالي الى تقديم أطار فلسفي وتطبيقي لمحددات نظرية رئيسة من النظريات الحديثة لهيكل رأس مال الشركة ألا وهي نظرية توقيت السوق، فضلاً عن السعي لبحث وتفسير نوع العلاقة التأثيرية بين محددات النظرية وبين قيمة المنشأة في ظل اعتماد هيكل رأس المال كمتغير وسيط بينهما. تبلورت مشكلة البحث الحالي حول تساؤل رئيسي يتمثل ببيان اتجاه ومدى تأثير محددات نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة، وذلك بغية استغلال هذه المحددات من إدارات الشركات الصناعية العراقية لتعظيم أقيامها السوقية، واعتمد البحث في جانبه التطبيقي (التحليلي) على مجموعة التقارير والكشوفات المالية لعينة قصدية من شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX) بواقع (10) شركات وبنسبة (50%) تقريباً من مجتمع البحث على ضوء توافر البيانات اللازمة للتحليل، حيث جرى استبعاد الشركات التي لديها بيانات مفقودة على مدى سلسلة زمنية سنوية امدها (10) سنوات تمتد للمدة من عام (2010 الى 2019)، واعتمد البحث على مجموعة من الاساليب والمؤشرات المالية وفق متغيرات البحث، ومجموعة من اساليب المعالجة الاحصائية المتقدمة لاختبار فرضيات البحث شروعا من أسلوب تحليل نماذج البيانات المقطعية الطولية ( Panel Data Models) لاسيما ان البيانات المعتمدة في البحث هي بيانات مقطعية لعدة شركات ولعدة مدد زمنية، واعتمد البحث الحالي على أسلوب تحليل المسار (Path Analyses) لغرض اختبار التأثير المباشر وغير المباشر للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع عبر المتغير الوسيط، واختبار (F-test) ومقياس معامل التحديد (R-squared)، باستعمال برامج التحليل الإحصائية (10EViews V.) و (26AMOS V.) و (26SPSS V.).

توصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات، إلا أن أهمها هي تلك التي اكدت على تأثير محددات نظرية توقيت السوق مجتمعة في قيمة المنشأة، وأن هيكل رأس المال كمتغير وسيط يعظم تأثير محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة.

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

أحتلت محددات نظريات هيكل رأس المال موقع الصدارة في أدبيات الفكر المالي المعاصر، وتعد من المواضيع الجدلية المهمة التي لم تكتشف بالكامل، إذ ما زال الجدل قائم حول كيفية تأثيرها في تشكيل المزيج الأنسب من مصادر التمويل المتاحة للشركة، ورسم طبيعة العلاقة التي تربط بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، خاصة في ظل ظروف عدم التأكد في عالم سريع التغير مع اختلاف الظروف الخاصة بكل بلد وكل شركة، لا سيما ان الشركات تعتمد على مزيج من حقوق الملكية والديون في هيكل رأس المال الخاص بها، إذ قد يؤدي هذا المزيج إلى زيادة التكلفة أو خفض التكلفة، وبالتالي يؤثر على سعر السهم، وبعد ذلك، قد يؤثر على قيمة المنشأة.

ومن هذا المبدأ تبني الكتاب والباحثون عددًا من النظريات تهدف الى اختيار المزيج الأفضل بين مصادر التمويل المقترض والممتلك ومدى تأثيرها في قيمة المنشأة، منذ أن قدم مودكلياني وميلر (1958) النظرية الحديثة لهيكل رأس المال التي تعتبر أساس النظريات المالية الحديثة التي تفسر العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة.

وحظيت نظرية توقيت السوق بأهمية واسعة في ادبيات الادارة المالية للإشكاليات المعرفية في الأطر الفلسفية لهذه النظرية وانعكاسها في قرار تمويل الشركة الذي يعد أحد أهم القرارات، نظرًا لتأثيراته المحتملة في موضوع غاية في الأهمية الا وهوة قيمة المنشأة، لاسيما، المسألة الحاسمة لتمويل الشركات هي تقلب أسعار الأسهم كمحرك للتغيرات الملحوظة في السلوكيات والقرارات المالية لمدراء الشركات، وأن زيادة تقلبات عوائد سوق الأوراق المالية وعائدات الأسهم الفردية تؤدي إلى انخفاض قيم السوق على مستوى الشركة، ووفقًا لنظرية توقيت السوق، تميل الشركات إلى إصدار الأسهم عندما تكون قيمها السوقية مرتفعة نسبيًا مقارنة بقيمها الدفترية والسوقية السابقة، ثم تعيد شراء أسهمها المصدرة عندما تكون قيمتها السوقية منخفضة، مما يؤثر بشكل مستمر على هيكل رأس مال الشركة. ومن هذا المنطلق فإن البحث الحالي يسلط الضوء على موضوعين مهمين هما محددات نظرية توقيت السوق بتوسيط هيكل رأس المال وقيمة المنشأة، إذ يحاول تفسير تأثير تلك المحددات على هيكل رأس المال وقياس وتحليل تأثيرها على قيمة المنشأة، إذ تعد قيمة المنشأة مؤشرًا مهمًا للمستثمرين، سواء كانوا مساهمين حاليين أو محتملين. وقد اختار الباحث في هذه البحث القطاع الصناعي لما له من أهمية متزايدة خاصة في العراق، وأيضا بسبب ضعف الشركات في استخدام مصادر التمويل نتيجة الممارسات غير الجيدة لتطبيقات هيكل رأس المال.

## المبحث الأول: - منهجية البحث والدراسات السابقة

## أولاً- مشكلة البحث:

تُعدُّ صياغة هيكل رأس المال بما يتناسب مع طبيعة منشآت الاعمال من المواضيع الاساسية التي يدور حولها جدل فكري في أدبيات الفكر المالي وشغلت حيزا كبيرا بين الكتاب والباحثين، وعلى الرغم من جميع الأبحاث الشاملة والإطار النظري الواسع، فإن النظام الرئيسي لتمويل الشركات لا يزال غير محسوم ويتميز برود متباينة، ويمتد هذا الجدل الفكري الى كيفية تحديد العلاقة بين محددات هيكل رأس المال ومحاولة فهم ماهية العلاقات التي تربط بين هذه المحددات وأثرها على قيمة المنشأة، ونتيجة عدم تجانس الأدلة التجريبية في الدراسات الحديثة ووجود مستوى معين من التناقضات، مما يشير الى أن موضوع محددات نظريات هيكل رأس المال لم يستكشف بالكامل وأن فهم الموضوع لا يزال بعيد المنال، وكذلك الخلاف قائم حول قوة وتأثير كل محدد من هذه المحددات على قيمة المنشأة من خلال هيكل رأس المال، ووفق تلك الرؤية تتجسد مشكلة البحث في بعدين فكري (مفاهيمي) وتطبيقي، يتجلى من الجانب التطبيقي بوضوح في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تسعى لبناء هيكل رأس المال يتناسب مع طبيعة أنشطتها وإعمالها وتعظيم قيمتها السوقية، في إطار مشكلة البحث الحالي تطرح مجموعة من التساؤلات التي يسعى البحث الإجابة عليها، ضمن سؤال رئيسي هو (هل تؤثر محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة بتوسيط هيكل رأس المال) ولتبسيط التساؤل الرئيسي للبحث ودعمه بالنتائج التطبيقية التي سوف تتوصل إليها البحث تطرح التساؤلات الآتية: -

- 1- هل لمحددات نظرية توقيت السوق تأثير في قيمة المنشآت المبحوثة؟
- 2- هل لمحددات نظرية توقيت السوق تأثير في هيكل رأس المال للمنشآت المبحوثة؟
- 3- هل يوجد تأثير لهيكل رأس المال في قيمة المنشآت المبحوثة؟
- 4- هل يتعاضد تأثير محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشآت المبحوثة بتوسيط هيكل رأس المال؟

## ثانياً- أهمية البحث:

- 1- تكمن أهمية البحث من كونه يتناول محددات نظرية اساسية في أدبيات الفكر المالي لها عمق معرفي يستحق المزيد من البحث، اذ يعد اصدار أسهم جديدة او اعادة شرائها هي أساس نظرية توقيت السوق، وهذا بدوره يعمل على تغير نسب هيكل راس مال المنشأة، ويعتبر ذلك قرارا تمويليا، وينعكس هذا القرار التمويلي على قيمة المنشأة الحالية والمستقبلية.
- 2- تأتي أهمية البحث الحالي في دعم القطاع الصناعي الذي يعد من أهم القطاعات والمحرك الاساس للاقتصاد، متمثل بالشركات الصناعية وخصوصا تلك المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- 3- يساهم البحث في توضيح العلاقة بين محددات نظرية توقيت السوق لمحاولة الوصول لصيغة متكاملة لسلوك هيكل رأس المال في الشركات عينة البحث، كذلك التعرف على الجدل الكبير حول محددات هيكل رأس المال كون الشركات تسعى لمعرفة المزيد عن المحددات لرسم صورة كاملة عن أنشطتها المالية.

## ثالثاً- اهداف البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث وأهميته يسعى البحث الى تقديم حلول للمشكلات التي تعاني منها الشركات الصناعية عينة البحث عن طريق التطبيق العملي، وبشكل أكثر تحديداً يهدف البحث الحالية الى تحقيق الآتي: -

1- التأطير النظري والفكري لموضوع البحث والإسهام في عرض الأدبيات الفكرية والفلسفية ذات الصلة بموضوعات محددات هيكل رأس المال وفلسفة نظرية توقيت السوق وقيمة المنشأة وتحليلها ومناقشتها.

2- تشخيص مدى تأثير محددات نظرية توقيت السوق منفردة ومجموعة في قيمة المنشآت المبحوثة.

3- تشخيص مدى تأثير محددات نظرية توقيت السوق منفردة ومجموعة في هيكل رأس المال للمنشآت المبحوثة.

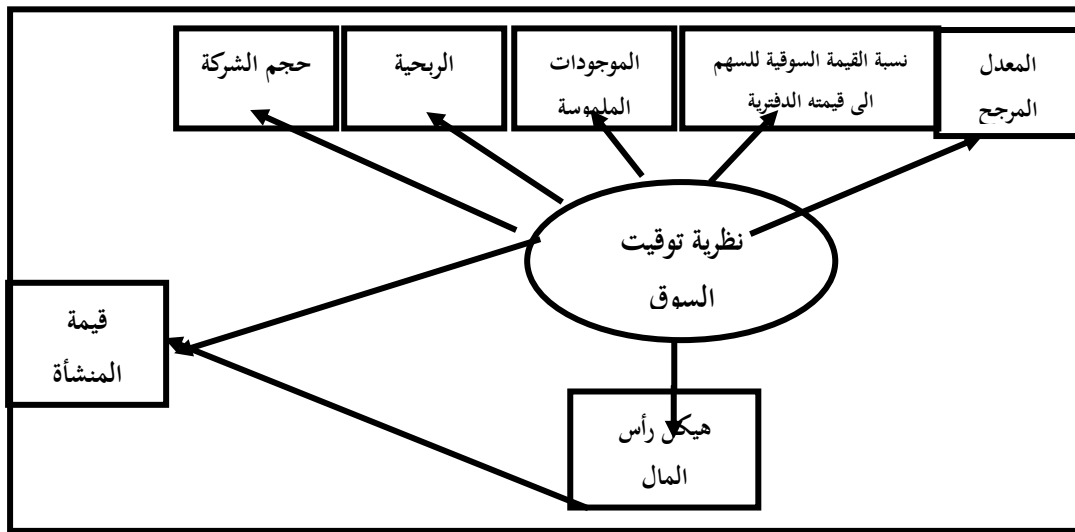
4- تحديد طبيعة تعاطم تأثير محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشآت المبحوثة بتوسيط هيكل رأس المال للخروج باستنتاجات عملية وتقديم التوصيات.

## رابعاً- منهجية البحث:

اعتمد منهج البحث على أساليب البحث العلمي المتعارف عليها، وبناء على ذلك فقد تبنى الباحث المنهج الوصفي التحليلي، لغرض التعرف على العلاقة والتأثير والوصول الى نتائج تثبت وجود رابط منطقي بين متغيرات البحث.

## خامساً - مخطط البحث الفرضي:

يمثل مخطط البحث الفرضي توضيحاً لموضوعات البحث والعلاقات والتكامل بين متغيرات البحث واتجاهاتها، وفي ضوء مشكلة البحث وأهدافه ولتحديد وتحليل العلاقات السببية بين المتغيرات قام الباحث بتوليف مخطط فرضي للبحث، ومن هنا فإن المتغير المستقل محددات نظرية توقيت السوق (المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية، الموجودات الملموسة، الربحية، حجم المنشأة)، والمتغير الوسيط هيكل رأس المال، اما المتغير التابع فهو قيمة المنشأة، وشكل (1) يوضح مخطط البحث الفرضي.



الشكل (1) مخطط البحث الفرضي

المصدر: - اعداد الباحث

## سادساً: - فرضيات البحث:

في ضوء أهداف البحث ومخططه الفرضي يمكن صياغة فرضيات البحث كالآتي:

## الفرضية الرئيسية الاولى:

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة) وتنبثق منها خمس فرضيات ثانوية على النحو الاتي :

1 - يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للمعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية في قيمة المنشأة.

2 - يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية في قيمة المنشأة.

3 - يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للموجودات الملموسة في قيمة المنشأة.

4 - يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للربحية في قيمة المنشأة.

5- يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لحجم المنشأة في قيمة المنشأة.

## الفرضية الرئيسية الثانية: -

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية توقيت السوق في هيكل رأس المال).

## الفرضية الرئيسية الثالثة:

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة).

## الفرضية الرئيسية الرابعة: -

(يتعاضد تأثير محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال).

## سابعاً- حدود البحث:

## 1-الحدود المعرفية

تتمثل الحدود المعرفية للبحث الحالي في ثلاث محاور هما:

**المحور الأول** يتضمن محددات نظريات هيكل رأس المال في الشركات وفقاً لطروحات فلسفة نظرية توقيت السوق.

**المحور الثاني** هيكل رأس المال للشركات وصياغته طبقاً لفلسفة نظرية توقيت السوق

أما **المحور الثالث** يتمحور حول قيمة المنشآت عينة البحث.

لاسيما ان جميع هذه المتغيرات تعود بأصولها الفكرية إلى علم الإدارة المالية .

## 2-الحدود المكانية

تتمثل الحدود المكانية للبحث في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق

للأوراق المالية لاختبار نموذج وفرضيات البحث حيث تمثل مجتمع البحث.

## 3-الحدود الزمانية

تتمثل الحدود الزمانية للبحث في الجانب التطبيقي للشركات عينه البحث ضمن سلسلة

زمنيه للمدة من سنة (2010) ولغاية سنة (2019) وامتدت مدة البحث من 2021 الى

2022 تخللها فترة الموافقات الرسمية للحصول على البيانات والحصول على البيانات

المالية من مصدرها بشكل مباشر وتحليلها.

ثامناً- مجتمع البحث وعينة البحث:

## 1- مجتمع البحث

يجري تشخيص مجتمع البحث قبل اختيار العينة اذ يتمتع بالخصائص والمفردات نفسها، ويجب أن يكون مجتمع البحث مطابق ومحقق لأهداف البحث، وبعدها يتم اختيار العينة منه، ويتمثل مجتمع البحث الحالي في كافة الشركات الصناعية المدرجة ضمن قطاع الصناعة في سوق العراق للأوراق المالية والمحقة لشروط الإدراج في السوق، والبالغ عددها (21) شركة مدرجة.

## 2- عينة البحث

جرى اختيار عينة قصدية (عمدية) وفقاً لمقتضيات البحث الحالي، والتي حددت شركات قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي عددها الكلي (21) شركة، اذ تم اختيار (10) شركات للمدة من (2010) الى (2019)، ونورد في جدول (1) معلومات عن الشركات الصناعية العراقية عينة البحث.

## جدول (1)

## معلومات عن الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	رمز الشركة	سنة التأسيس	رأس المال التأسيسي (د.ع)	رأس المال المدرج (د.ع)	سنة الإدراج
1	الكندي للقاحات البيطرية	IKLV	1990	15.000.000	5.940.000.000	2004
2	الخيطة الحديثة	IMOS	1988	6.000.000	1.000.000.000	2004
3	بغداد للمشروبات الغازية	IBCD	1989	70.000.000	133.333.333.333	2004
4	المنصور للصناعات الدوائية	IMAP	1989	8.000.000	6.469.267.350	2004
5	الوطنية للصناعات الكيماوية	INCP	1992	150.000	15.187.500.000	2004
6	الوطنية للصناعات المعدنية	IMIB	1964	250.000.000	5.000.000.000	2004
7	العراقية للمفروشات والسجاد	IITC	1989	5.000.000	500.000.000	2004
8	انتاج الالبسة الجاهزة	IRMC	1976	1.500.000	1.593.000.000	2004
9	الصناعات الكيماوية العصرية	IMCI	1946	149.500	180.000.000	2004
10	بغداد لصناعة مواد التغليف	IBPM	1962	250.000	1.080.000.000	2004

المصدر: إعداد الباحث استناداً الى البيانات المنشورة في تقارير سوق العراق للأوراق المالية.

تاسعا- أدوات البحث:

## 1- الأدوات والأساليب الإحصائية

يعول البحث في جانبها العملي على مجموعة من اساليب ومقاييس واختبارات المعالجة الاحصائية بهدف اختبار فرضيات البحث وعلى النحو الاتي: -

- أ- البرنامج الاحصائي (Analysis of Moment of Structures)
  - ب- البرنامج الاحصائي (Statistical Package for the Social Sciences)
  - ت- معامل الارتباط (Correlation coefficient)
  - ث- اختبار معالجة احصائية يشخص معنوية تأثير المتغيرات المستقلة والوسيط في المتغير التابع (F-TEST)
  - ج- مستوى المعنوية.
  - ح- معامل التحديد: R2 (Coefficient Of Determination)
  - خ- تحليل المسار (Path Analyses)
- 2- الأساليب المالية المستخدمة في البحث

أ- محددات نظرية توقيت السوق **Determinants Market timing theory**

استخدم في هذه البحث نموذج (Baker & Wurgler, 2002) لنظرية توقيت السوق لتمويل الشركات حيث يعد النموذج الأول الذي أختبر تأثير نظرية توقيت السوق وكذلك اعتمادا على دراسة (1).

ب- هيكل رأس المال **capital structure**

جرى احتساب نسبة هيكل رأس المال من خلال قسمة اجمالي مصادر التمويل طويلة الاجل على الموجودات الكلية.

$$C S = \frac{\text{Total Long Term Sources}}{\text{Total Assets}}$$

ت- قيمة المنشأة **firm value**

اعتمد احتساب قيمة المنشأة في هذه البحث من خلال عدد أسهم الشركة مضروبا في سعر السهم وفق الصيغة التالية(2).

$$FV = \text{the share price} * \text{number of shares}$$

عاشرا: - الدراسات السابقة

## 1- الدراسات الخاصة بنظرية توقيت السوق

<sup>1</sup> Kornher, G., & Stiernström, O. (2022). Market Timing Theory of Capital Structure: A Panel Data Regression Study of Swedish Real Estate Firms, Master Science Thesis, KTH Royal Institute of Technology in Stockholm, Swedish.

<sup>2</sup> 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, p,7.

## جدول (2)

أ- العطوي، 2017	
عنوان البحث	تحليل العلاقة بين نظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري من خلال هيكل رأس المال
منهج البحث	منهج وصفي تحليلي
مجال تطبيق الدراسة	اختبرت الدراسة في القطاع الصناعي العراقي والمصري للشركات المساهمة، (12) شركة صناعية في السوق العراقي للأوراق المالية، و(9) شركات صناعية في سوق القاهرة المصري للأوراق المالية.
هدف البحث	تهدف الدراسة إلى التعرف على مستوى ممارسة الشركات الصناعية المساهمة العراقية والمصرية لنظرية توقيت السوق، وتأثير هذه النظرية في القرار الاستثماري، من خلال هيكل رأس المال.
اهم النتائج	- تركز الشركات العراقية على اصدار أسهم جديدة في الحصول على الاموال، ولا تأخذ بنظر الاعتبار بان هذه السياسة تخفض سعر السهم من جهة، وتقلل من ربحية السهم من جهة اخرى، وهذه تؤكد الحاجة الى تطبيق نظرية توقيت السوق عند صنع القرار. - كانت الشركات المصرية المبحوثة تحافظ على اسعار اسهمها في حدود معينة ضمن سياسة حكيمة مستخدمة في ذلك افتراضات نظرية توقيت السوق
مدى الاستفادة من البحث	جرى الاستفادة من الدراسة في الأساليب المالية المستخدمة في البحث
ب- دراسة (Kornher & Stiernström, 2022)	
عنوان البحث	Market Timing Theory of Capital Structure: A Panel Data Regression Study of Swedish Real Estate Firms نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال: دراسة السلاسل الزمنية المقطعية لبيانات شركات العقارات السويدية
منهج البحث	منهج وصفي تحليلي
مجال تطبيق الدراسة	قامت الدراسة بقياس تأثيرات توقيت السوق على الشركات العقارية السويدية من خلال البيانات المالية الممتدة من (1991 حتى 2021)
هدف البحث	تقييم إمكانية تطبيق نظرية توقيت السوق على مستوى الشركات السويدية
اهم النتائج	- أثبتت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين إصدارات الأسهم والقيمة السوقية الى القيمة الدفترية، مما يشير إلى دعم تأثيرات نظرية توقيت السوق على المدى القصير. - تستخدم الدراسة متغير المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية لقياس ما إذا كانت تأثيرات توقيت السوق مستمرة بالفعل على المدى الطويل، على عكس نظرية توقيت السوق، لا تجد النتائج دعم للتأثيرات طويلة المدى، وبدلاً من ذلك، تشير النتائج إلى أنه من المحتمل أن تعيد الشركات توازن هيكل رأس المال بعد وقت قصير من محاولات توقيت سوق الأسهم.
مدى الاستفادة من البحث	جرى الاستفادة من الدراسة في الأساليب المالية المستخدمة في البحث وفي اغناء الجانب النظري.



## جدول (3)

أ- دراسة (مزه، 2020)	
عنوان البحث	تأثير الهيكل المالي في قيمة الشركة الصناعية على وفق نظريتي MM و BFO
منهج البحث	وصفي تحليلي
مجال تطبيق الدراسة	تتكون العينة القصدية من (10) شركات صناعية بواقع 5 شركات لكل من سوق العراق للأوراق المالية وبورصة عمان للمدة (2009-2018).
هدف البحث	تهدف الدراسة الى بيان مدى تأثير الهيكل المالي وكلفة التمويل في قيمة المنشأة بإطار نظرية M&M والنظرية الحديثة لهيكل وكلفة رأس المال (BFO)
اهم النتائج	ان تأثير هيكل رأس المال غير معنوي في قيمة المنشأة، وهذا يشير الى تأثير الهيكل المالي قد يكون بشكل غير مباشر عن طريق تغيير تكلفة التمويل التي بدورها لها تأثير مباشر ومعنوي في قيمة المنشآت الصناعية عينة الدراسة
مدى الاستفادة من البحث	اغناء الدراسات السابقة
ب - دراسة (Pertiw et al., 2023)	
عنوان البحث	Effect of Profitability, Firm Size and Liquidity on Firm Value With Capital Structure as Intervening Variable تأثير الربحية وحجم المنشأة والسيولة على قيمة المنشأة مع هيكل رأس المال كمتغير وسيط
منهج البحث	
مجال تطبيق الدراسة	دراسة حالة عن شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا للمدة (2017-2020) وضمت العينة (35) شركة.
هدف البحث	دراسة دور هيكل رأس المال في التوسط في تأثير الربحية وحجم المنشأة والسيولة على قيمة المنشأة.
اهم النتائج	تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن - الربحية لها تأثير سلبي على هيكل رأس المال، وحجم المنشأة تأثيره إيجابي على هيكل رأس المال، اما السيولة لها تأثير سلبي على هيكل رأس المال . - في الوقت نفسه، للربحية تأثير إيجابي على قيمة المنشأة، ولحجم المنشأة تأثير سلبي على قيمة المنشأة، في حين أن السيولة ليس لها تأثير على قيمة المنشأة . - هيكل رأس المال قادر على التوسط في تأثير الربحية وحجم المنشأة والسيولة على قيمة المنشأة. تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن السيولة والرافعة المالية لهما تأثير إيجابي وهام على ربحية الشركة، ولكن لهما تأثير سلبي على قيمة المنشأة، علاوة على ذلك، الربحية غير قادرة على التوسط في تأثير السيولة والرافعة المالية، في حين أن الربحية ليس لها تأثير معنوي على قيمة المنشأة.
مدى الاستفادة من البحث	جرى الاستفادة من الدراسة في الجانب النظري

## المبحث الثاني: - الجانب النظري

## أولاً- نظرية توقيت السوق: Market Timing Theory

## 1- مفهوم نظرية توقيت السوق Concept of market timing theory

تعد نظرية توقيت السوق من نظريات هيكل رأس المال الحديثة، إلا أن فكرة هذه النظرية قد تجذرت منذ مدة زمنية طويلة في الأبحاث والدراسات السابقة، تدعم بعض الدراسات المبكرة مثل ( Marsh, 1982; Lucas and McDonald, 1990 Ritter, 1991; ) (and Loughran et al. 1994) دراسة (Marsh) (1982) ان الشركات المبحوثة في المملكة المتحدة تتأثر بشدة بأوضاع السوق وتوقيت أسعار الأوراق المالية عند النظر بين مصادر التمويل، وقدم (Lucas and McDonald) (1990) نموذجاً للتنبؤ بأن إصدارات الأسهم في المتوسط يسبقها عائد إيجابي على السهم أو ارتفاع سعر السهم في السوق<sup>(3)</sup> يرى<sup>(4)</sup> أن هيكل رأس المال هو "نتيجة تراكمية للمحاولات السابقة لتوقيت سوق الأسهم وتأثيرات قيم السوق التاريخية على هيكل رأس المال طويلة الأمد"، طبقاً للافتراضات الآتية: 1. قد تختلف المعلومات غير المتماثلة في سوق رأس المال، وبالتالي، فإن معظم الإدارة العقلانية ستكون مترددة في إجراء أي تعديل على الرافعة المالية المستهدفة، 2. إن الإدارة على ثقة من تطبيق "التوقيت" على سوق الأسهم، هنا تمكن (Baker and Wurgler) (2002) من اشتقاق نموذج تجريبي لنظرية توقيت السوق. وأشار<sup>(5)</sup> ان نظرية توقيت السوق نشأت بسبب حقيقة أن السلوك المالي للشركات يتغير بمرور الوقت، وأن عدم كفاءة السوق يمكن أن يكون لها آثار مهمة على تمويل الشركات، وأضاف<sup>(6)</sup> أربعة براهين حول فاعلية نظرية توقيت السوق وعلى النحو الآتي-:

- أ- تميل الشركات إلى إصدار الأسهم كبديل للديون عندما يكون سعر السوق لأسهمها أعلى من القيمة الدفترية، ويخططون لإعادة شراء أسهمهم عندما تنخفض القيمة السوقية.
- ب- من خلال تطبيق تحليل تقدير الأرباح المحتملة وتقدير أسعار الأسهم الفعلية عند بيع الأسهم، تميل الشركات إلى بيع الأسهم في الوقت الذي يكون فيه المستثمرون متفائلين ومتحمسين للغاية في توقعاتهم للأرباح ومعدلات العائد، مما يفتح نافذة من الفرص للشركة التي يمكنها الحصول على التمويل من خلالها بإصدار أسهم بتكلفة منخفضة لرأس المال.
- ت- إذا كانت الشركة تعاني من ضائقة مالية، فإن أولوية التمويل ستكون من الديون، لأنه بموجب عقد السندات، ستكون إدارة الشركة أكثر مسؤولية وانضباطاً، إذا تم الإصرار على تطبيق توقيت السوق، فيمكن أن يكون تغيير الإصدار.

<sup>3</sup> Ater, D. K. (2017). Market timing and capital structure: A critical literature review. Research Journal of Finance and Accounting, p 88.

<sup>4</sup> Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. The journal of finance, p 1-32.

<sup>5</sup> Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., & Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. Research in international business and finance, p299.

<sup>6</sup> Setyawan, I. R. (2015). An empirical study on market timing theory of capital structure. International Research Journal of Business Studies, p109.

ث- يجب تطبيق نهج نظرية توقيت السوق في الوقت الذي تشهد فيه الشركة نموًا مرتفعًا خلال دورة حياة المنتج الخاصة بها حيث سيؤدي ذلك إلى جذب معنويات السوق. ويرى<sup>(7)</sup> أن نظرية توقيت السوق تشير إلى أن المدراء، اعتمادًا على تعريفهم لقيمة المنشأة، يميلون إلى إصدار الأسهم عندما يشعرون أن السوق يبالغ في قيمة الأسهم، وتصنف نظرية توقيت السوق في بعض الأحيان كجزء من أدبيات التمويل السلوكي، لأنها لا تفسر سبب وجود أي خطأ في تسعير الأصول، أو لماذا لا تكون الشركات أكثر قدرة على معرفة متى كان هناك سوء تسعير أكثر من الأسواق المالية، وبين<sup>(8)</sup> ان تاريخ الشركات يؤثر بقوة على هيكل رأس المال، نظرًا لتغير أسعار الأسهم والاختلال المالي مما يؤثر على تغيرات هيكل رأس المال، وهنا يتفق مع دراسة<sup>(9)</sup> التي تقدم أدلة تدعم نهج توقيت سوق الأسهم حيث تستفيد الشركات من ظروف السوق المواتية، وأن الشركات تمول بنسبة أكبر بالأسهم عندما تكون التكلفة النسبية للأسهم منخفضة، ويكون للقيم التاريخية لتكلفة الاسهم تأثيرات طويلة الأمد على هيكل رأس مال الشركة.

من خلال ما تقدم يستنتج الباحث أن نظرية توقيت السوق تنص على أن هيكل رأس المال يتطور كنتيجة تراكمية للمحاولات السابقة لتوقيت سوق الأسهم، وهنا ستختار الشركات إصدار الاسهم عندما يكون لهذه الاسهم قيم سوقية عالية مقارنة بالقيمة الدفترية والقيمة السوقية السابقة، إذ يقلل من تكلفة حقوق الملكية للشركة ويفيد المساهمين الحاليين على حساب المساهمين الجدد، من ناحية أخرى، ستقوم الشركات بإعادة شراء الأسهم في حالة انخفاض قيمة أسهمها، وتنص هذه النظرية أيضًا على أن توقيت السوق لما يتعلق بالأسهم له تأثيرات كبيرة جدًا ومستمرة على نسبة الرافعة المالية، على وجه الخصوص، تؤدي التقلبات المؤقتة في قيم السوق إلى تغييرات دائمة في هيكل رأس مال الشركات.

## 2- العلاقة بين نظرية توقيت السوق وهيكل رأس المال Relationship between Market Timing theory and Capital Structure

تعرف نظرية توقيت السوق بأنها (نظرية للكيفية التي تقرر بها الشركات في تمويل استثماراتها باستخدام أدوات الدين أو حقوق الملكية)، ويؤكد (Baker & Wurgler (2002)) أن توقيت السوق هي على رأس قائمة العوامل التي تضعها الشركات في الاعتبار عند إصدار الديون أو الأسهم، ويشير هذا إلى أن الشركات تختار نوع التمويل الذي يبدو أنه ذو قيمة عالية من قبل الأسواق المالية، ولا تهتم كثيرًا بما إذا كانت تمول بالدين أو الأسهم، وتشير الدراسات التي تمت مراجعتها حول العلاقة بين توقيت السوق وهيكل رأس المال الى وجود علاقة سلبية قوية بين الرافعة المالية وقياس توقيت السوق، ويمكن اعتبار دراسة (Baker & Wurgler) (2002) حول التأثير المستمر لتوقيت السوق في هيكل رأس المال للشركات الأمريكية بمثابة نقطة البداية لمجموعة واسعة من

<sup>7</sup> Aljamaan, B. E. (2018). Capital structure: Definitions, determinants, theories and link with performance literature review. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, p61.

<sup>8</sup>- Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., & Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in international business and finance*, p 298-299.

<sup>9</sup> Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, p239.

الأبحاث في هذا المجال من هيكل رأس المال، ربما يمكن اعتبار غالبية الدراسات حول توقيت السوق وهيكل رأس المال بمثابة ردود فعل على نتائج دراسة (Baker & Wurgler) (2002) التي تفيد بأن توقيت السوق يؤثر على هيكل رأس المال بشكل مستمر، ويستمر هذا التأثير لأكثر من 10 سنوات، حيث أثبتوا أن الشركات التي جمعت رأس المال عندما كانت تقييماتها السوقية مرتفعة كانت ذات رافعة مالية منخفضة وتم قياسها بواسطة المعدل المرجح للتمويل الخارجي<sup>(10)</sup>. وأشار<sup>(11)</sup> من خلال دراسة أجراها لدراسة التأثير المستمر لتوقيت السوق على مزيج الديون - حقوق الملكية الى وجود تناقض لما توصل اليه (Baker & Wurgler) (2002) في وجود تأثير مستمر لتوقيت السوق على الرافعة المالية، وأن نتائج (Baker & Wurgler) (2002) لم تكن نتيجة لتوقيت سوق الأسهم ولكنها كانت في الأساس نتيجة لوجود فرص نمو في تلك الشركات، إذ أظهرت نتائج هذه الدراسة أن توقيت السوق أدى إلى انخفاض الرافعة المالية على المدى القصير جداً، وكان هذا التأثير السلبي لتوقيت السوق على الرافعة المالية منخفضاً للغاية، وهذا التأثير المستمر لتوقيت السوق على هيكل رأس المال اختفى تماماً بعد عامين من حدث الاكتتاب العام. في المقابل أكد<sup>(12)</sup> على توقيت السوق باستخدام الديون في دراسة أجريت في الصين باستخدام بيانات (3040) شركة أمريكية للمدة من (1970 إلى 2006)، لقد قاموا بالتحقيق فيما إذا كان المدراء يعتمدون على الاستراتيجيات النظرية عند إصدار الديون، والتي تتضمن المراهنه على حالة سوق الدين المستقبلية، أو أنهم قاموا بإصدار ديونهم استجابة لتغيرات ظروف السوق السائدة مقارنة بالماضي. بعبارة أخرى، سعوا إلى تحديد ما إذا كان توقيت السوق استشرافي (التنبؤ) أو النظر إلى الوراء استنادا إلى المعلومات السابقة (رد الفعل) يهيمن على قرارات طرح ديون المنشآت، أشارت النتائج المستخلصة من الدراسة إلى أن إصدار ديون الشركة يعتمد بشكل كبير على رد الفعل استنادا إلى المعلومات السابقة. وبالتالي، كان مدراء الشركات يميلون إلى إصدار الديون عندما كانت أسعار الفائدة منخفضة بشكل خاص مقارنة بالمستويات التاريخية، وجدت الدراسة دعماً لتوقيت السوق المبني على رد الفعل استنادا إلى المعلومات السابقة، كذلك استعرض<sup>(13)</sup> العلاقة بين هيكل رأس المال ونظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال في الأسواق الناشئة (كينيا)، وكشفت الدراسات التجريبية التي تمت مراجعتها أن توقيت السوق يؤثر على هيكل رأس المال وأداء الشركة.

<sup>10</sup> Kioko, E. N. (2019). An Investigation into the presence of market timing in configuration of capital structures by companies listed at the NSE (Doctoral dissertation, Strathmore University), p30-31.

<sup>11</sup> Altı, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure? *The Journal of Finance*, p1708-1709.

<sup>12</sup> Zhou, B., Guo, J. M., Chen, X., & Yang, T. (2012). Market timing of corporate debt issuance: prediction or reaction? *Applied Financial Economics*, p 1767

<sup>13</sup> Ater, D. K. (2017). Market timing and capital structure: A critical literature review. *Research Journal of Finance and Accounting*, p27.

### 3- محددات نظرية توقيت السوق: determinants of the market timing theory

بناء على الدراسات السابقة التي استخدمت نموذج (Baker & Wurgler) (2002) لنظرية توقيت السوق لتمويل الشركات حيث يعد النموذج الأول الذي أختبر تأثير نظرية توقيت السوق على القرارات المالية بشكل مباشر وصريح في السوق الأمريكية، اعتمد الباحث على المحددات المستخدمة في هذا النموذج من خلال تقديم نظرية توقيت السوق، وسوف يجري ذكر محددات نظرية توقيت السوق بالتفصيل.

أ- **المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (EFWAMB): External Finance Weighted Average Market-to-Book ratio**

يُعد المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية هو المتغير التفسيري لنظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال، والذي يمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية:

$$EFWAMB_t = \sum_{s=1}^{t-1} \frac{e_s + d_s}{\sum_{r=1}^{t-1} e_r + d_r} \times (M/B)_s$$

ويعني (EFWAMB) المعدل المرجح لسلسلة زمنية من النسب التاريخية للقيمة السوقية الى القيمة الدفترية، بدءًا من السنة الأولى، أي الملاحظة الأولى المتاحة في العينة، وتنتهي بنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (t-1)<sup>(14)</sup>، واستخدم (Baker & Wurgler) (2002) المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية لدراسة لمعرفة تأثير توقيت السوق بالفعل على هيكل رأس مال الشركة على المدى الطويل<sup>(15)</sup>.

ب- **نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية: Market-to-Book**

تمثل نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية الفرص لتوقيت السوق، أي التوقيت الذي يكون فيها إصدار الأسهم أكثر فائدة نظرًا لارتفاع سعر السوق للأسهم مقابل قيمتها الدفترية. وبالتالي، يمكن أن يشير هذا المتغير للمدراء إلى أفضل وقت لإصدار الأسهم، ومع ذلك، في أدبيات هيكل رأس المال، تُعرف نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية أيضًا بأنها تمثل فرص النمو (الاستثمار)<sup>(16)</sup>، تقاس القيمة السوقية الى القيمة الدفترية من خلال قسمة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية<sup>(17)</sup>.

$$\text{Market-to-Book } M/B = \frac{\text{Market Value}}{\text{Book Value}}$$

ت- **الموجودات الملموسة Asset Tangibility**

<sup>14</sup> Bruinshoofd, W. A., & de Haan, L. (2012). Market timing and corporate capital structure: a transatlantic comparison. Applied Economics, p369.

<sup>15</sup> Kornher, G., & Stiernström, O. (2022), p7-17, previous source p 8.

<sup>16</sup> Albanez, T., & De Lima, G. A. S. F. (2014). Effects of market timing on the capital structure of Brazilian firms. In Emerging market firms in the global economy. Emerald Group Publishing Limited, p321.

<sup>17</sup> Da Costa Gomes, M., Magnani, V. M., Albanez, T., & do Valle, M. R. (2019). Effects of market timing on primary share issues in the Brazilian capital market. The North American Journal of Economics and Finance, p22.

الأساس المنطقي وراء الموجودات الملموسة هو أنه إذا كان لدى الشركة موجودات ملموسة في الغالب، فإنها تكون أكثر قدرة على تقديم الضمانات، ويضيف (Kornher, & Stiernström) في حالة الإفلاس والتصفية، وتحافظ هذه الموجودات على قيمتها وتكون بمثابة تعويض مناسب للدائنين، وتقاس الموجودات الملموسة من خلال الموجودات الثابتة مقسومة على الموجودات الكلية<sup>(18)</sup>

$$\text{Asset Tangibility AT} = \frac{FA}{TA}$$

### ث- الربحية Profitability

تؤثر ربحية الشركة على الرافعة المالية بشكل مختلف مع وجود حقائق داعمة قوية من خلال نظريات هيكل رأس المال، تعتقد نظرية المبادلة أن هناك ارتباطاً إيجابياً بين الربحية والرافعة المالية، على العكس من ذلك، تفترض نظرية الالتقاط أن ربحية المنشأة لها ارتباط عكسي بالرافعة المالية، الأساس المنطقي هو أن المنشآت ذات الربحية العالية ستستخدم أرباحها المحتجزة بدلاً من الديون عند تمويل استثمارات جديدة<sup>(19)</sup>، وتقاس ربحية الشركة من خلال الأرباح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الموجودات .

$$\text{Profitabilitas} = \frac{EBIT}{\text{Total Aset}}$$

### ج- حجم المنشأة Firm Size

خلص (Marsh) (1982) إلى أن اختيار هيكل رأس المال للشركة ما هو في الواقع الآ دالة على حجمها - من بين عوامل أخرى، لأن حجم الشركة يمكن أن يؤثر على خيارات هيكل رأس المال بعدة طرق، ويضيف (Kornher & Stiernström) أنه يمكن النظر إلى الحجم على أنه دليل عكسي لاحتمال الإفلاس، حيث تميل المنشآت الكبرى إلى أن تكون أكثر تنوعاً وبالتالي تكون أقل عرضة لمواجهة الإفلاس، ويقاس حجم الشركة من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإيرادات الشركة<sup>20</sup>  $\text{Size} = \text{Log}(\text{Revenues})$

### ثانياً: - هيكل رأس المال Capital Structure

يعد هيكل رأس المال جزءاً من الهيكل التمويلي للشركة الذي ينتج عن السياسة المالية المتبعة فيها، حيث تؤثر هذه السياسة على قرار التمويل المتعلق باختيار هيكل التمويل الامثل، أي تنوع مصادر التمويل والذي يساهم في تعظيم الربحية وتحقيق هدف الشركة المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم، ويعرف هيكل رأس المال على أنه مزيج من الديون، والأسهم الممتازة، والأسهم العادية التي ترغب الشركة امتلاكها، يُعرف أيضاً باسم التمويل الدائم المتمثل في الديون طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق المساهمين،

<sup>18</sup> Ali, S., Rangone, A., & Farooq, M. (2022). Corporate Taxation and Firm-Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from the UK and US Multinational Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, p8

<sup>19</sup> Kletch Lamptey, G. (2019). *Market Timing, Capital Structure and Performance of Listed Firms in Africa* (Doctoral dissertation, University of Ghana, p20.

<sup>20</sup> Karmila, I., & Musnadi, S. (2020). Pengaruh Market Timing Terhadap Leverage Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Melakukan Initial Public Offering (IPO) Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, p254.

باستثناء جميع أنواع الائتمان قصير الأجل<sup>(21)</sup>، وأوضح<sup>(22)</sup> ان هيكل رأس المال يعني نسبة عدد مصادر الأموال طويلة الاجل، ويمثل قيمة ونسبة الأموال المختلفة للشركة، وأشار<sup>(23)</sup> الى هيكل رأس المال وبين أنه مزيج من الديون وحقوق الملكية المستخدمة لتلبية احتياجات الشركة التمويلية، وعرف<sup>(24)</sup> هيكل رأس المال بأنه ذلك المزيج الأمثل من التمويل الممتمك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة هيكل رأس المال في الحد الأدنى، ويعظم ثروة المالكين ومعدل العائد على حق الملكية من خلال زيادة قابلية الشركة على ايجاد فرص استثمارية جديدة، وتحقيق منافع اجتماعية من الاستخدام الأمثل لموارد المجتمع، وبالتالي زيادة الثروة الكلية وزيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي، نستخلص مما سبق ان هيكل رأس المال هو الجزء الأهم من الهيكل المالي للشركة، يشمل هذا الجزء حقوق الملكية والاقتراض طويل الاجل، ويعبر عن هيكل رأس المال بنسبة الدين الى الملكية، ولهذه النسبة تأثير كبير على تعظيم ربحية الشركة وقيمتها السوقية، وهناك عناصر اساسية ومهمة تعمل على تحديد هيكل رأس المال الأمثل للشركة ومنها (التكلفة، التوقيت، المخاطرة، المرونة، الرقابة).

### ثالثاً: - قيمة المنشأة firm value

#### 1- مفهوم وأهمية قيمة المنشأة

#### The concept and importance of the firm value

تشير الأدبيات الى عدم وجود تعريف موحد لقيمة المنشأة، كونه مفهوم ليس من السهل احتوائه بشكل كامل، ويُعد مفهوم قيمة المنشأة من المفاهيم المهمة في الإدارة المالية كونها تُعد مؤشر على كيفية ادراك السوق المالي للمنشأة<sup>(25)</sup>، ويمكن تعريف قيمة المنشأة بأنها إدراك المستثمرين لقيمة نجاح المنشأة مرتبطة بسعر سهمها، فأن ارتفاع سعر السهم يجعل قيمة المنشأة مرتفعة أيضاً، ويزيد من ثقة السوق ليس فقط تجاه أداء عمل المنشأة ولكن أيضاً تجاه توقعات المنشأة في المستقبل، وعادة ما يشير سعر السهم المستخدم إلى سعر الإغلاق، وهو السعر الذي يحدث أثناء تداول السهم في السوق<sup>(26)</sup>، وتعرف أيضاً بمقدار

<sup>21</sup> Hacini, I., Mohammedi, K., & Dahou, K. (2022). Determinants of the capital structure of small and medium enterprises: Empirical evidence in the public works and hydraulics sector from Algeria. *Small Business International Review*, p4.

<sup>22</sup> Jiang, Jiaxu, Dong, Futang & Du, Bingxin. (2018). Analysis on the Factors Affecting the Capital Structure of Small and Medium-Sized Enterprises in China, *American Journal of Industrial and Business Management*, p157.

<sup>23</sup> Heydari, A., Hematfar, M., & Janani, M. H. (2021). Application of Nonlinear Mathematical Modeling in Panel data analyses of the pecking order theory in capital structure Using Multiple Regression: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Nonlinear Analysis and Applications*, p2384.

<sup>24</sup> العامري، محمد علي إبراهيم، (2013)، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ص 310.

<sup>25</sup> Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability, *International Journal of Economics and Business Administration*, Volume VII, Issue 1, p175.

<sup>26</sup> Hermuningsih, S. (2016). Profitability, growth opportunity, capital structure and the firm value. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, p4.

الفوائد التي يحصل عليها المساهمين من أسهمهم في المنشأة<sup>(27)</sup>، ويعرف<sup>(28)</sup> قيمة المنشأة بأنها تصور المستثمرين للمنشأة، والذي يرتبط بأسعار أسهمها، وأضاف ان الغرض الرئيسي للمنشأة، هو تعظيم ثروة أو قيمة المنشأة، الذي يعد أمراً مهماً للغاية، لأنه من خلال تعظيم قيمة المنشأة، تزداد ثروة المساهمين، وهو الهدف الرئيسي للمنشأة، وتنعكس قيمة المنشأة في القدرة التفاوضية للسهم، إذا كان للمنشأة احتمالات جيدة في المستقبل، فإن قيمة السهم ستكون عالية جداً، ويمكن رؤية قيمة المنشأة من خلال القيمة السوقية أو القيمة الدفترية للمنشأة من حقوق الملكية.

ويشير<sup>(29)</sup> الى أهمية قيمة المنشأة واعدتها بمثابة نجاح إداري لإدارة المنشأة من خلال ما تعكسه قيمة المنشأة من استجابة السوق للمنشأة، وان تعظيم قيمة المنشأة الذي يقاس من خلال سعر السهم تؤدي الى تعظيم ثروة المساهمين، وأضاف أن قيمة المنشأة تعتبر انعكاس للقيمة السوقية للمنشأة نتيجة لذلك كلما ارتفعت القيمة السوقية لأسهم المنشأة، ارتفعت قيمة المنشأة التي ستؤثر على حصة المنشأة، أيضا كلما زاد الطلب على أسهم المنشأة، ارتفعت قيمة المنشأة، ولتعظيم قيمة المنشأة يتطلب من الإدارة بذل جهد أمثل، لذلك مطلوب اتخاذ قرارات دقيقة ومتكاملة، وخاصة مثل قرارات الاستثمار، وقرارات التمويل وقرار توزيع الأرباح، التي تؤثر بشكل مباشر على قيمة المنشأة، وتشير معظم أدبيات الفكر المالي الى قيمة المنشأة بأسعار الأسهم في الأسواق المالية، وكأدوات للاستثمار تحمل الأسهم قيم مختلفة بالإضافة الى القيمة التي تصدر بها وكما يأتي: -

#### أ- القيمة الاسمية Par Value

تمثل القيمة المعلنة في شهادة تأسيس المنشأة للسهم الواحد، وتحدد من قبل المنشأة وليس لها علاقة بالسعر الحالي للسهم او القيمة الدفترية، ولا تمثل القيمة الحقيقية للسهم.<sup>(30)</sup>

#### ب- القيمة الدفترية Book Value

تمثل نصيب السهم الواحد من موجودات المنشأة، وتعتمد على التكلفة السابقة للأصل وليس على سعر السوق الحالي او قيمة المنشأة الحالية، وتعبّر عن صافي قيمة المنشأة في الميزانية العمومية<sup>(31)</sup>.

<sup>27</sup> Khan, Asad & Tanveer, Sarfaraz & Malik, Umbreen (2017), "An Empirical Analysis Of Corporate Governance And Firm Value: Evidence From Kse-100 Index", Accounting, p124.

<sup>28</sup> Khan, Y., Zafar, S., & Ayaz, M. B. (2022). The Effect of Firm Size, Investment Opportunity Set, and Capital Structure on Firm Value. International Journal of Social Science & Entrepreneurship, p58.

<sup>29</sup> Mursalim, M., Alamzah, N., & Sanusi, A. (2015). Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value: Study on Manufacturing Company Listed in Indonesian Stock Exchange. Information Management and Business Review, p72.

<sup>30</sup> Melicher, Ronald W.& Norton, Edgar A. (2017).(Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management), 16th ed, John Wiley & Sons, Inc., USA, p 36.

<sup>31</sup> Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Marcus, Alan J.(2018). (Fundamentals of Corporate Finance), 9th ed, McGraw-Hill Education, USA, p 61.



## ت- القيمة السوقية Market value

تمثل سعر تداول أسهم المنشأة المحدد من قبل السوق المالي بناء على عوامل العرض والطلب، وتتميز بعدم الاستقرار خلال التعاملات اليومية للسهم، وتشير القيمة السوقية الى المبالغ التي يرغب المستثمرين دفعها مقابل الحصول على أسهم المنشأة، اعتمادا على الأرباح المتوقعة والاستثمارات المستقبلية، ومن هذا المبدأ يهتم المستثمرين بالقيمة السوقية لارتباطها بالأرباح المحققة من قبل المنشأة<sup>(32)</sup>.

## ث- قيمة التصفية Liquidation Value

تمثل قيمة السهم التي يتوقع المساهمين الحصول عليها عند تصفية المنشأة نتيجة فشلها وإغلاقها وبيع أصولها، أي تسهيل موجودات المنشأة الأراضي والمباني وغيرها<sup>(33)</sup>.

## ج- القيمة الحقيقية Fair Value

تشير القيمة الحقيقية ببساطة إلى السعر الذي يجري الحصول عليه أو المبالغ المدفوعة لبيع أصل أو لنقل المسؤولية بين المشاركين في السوق في معاملة منظمة في تاريخ معين<sup>(34)</sup>.

## 2- العوامل المؤثرة في قيمة المنشأة Factors affecting the firm value

تتأثر قيمة المنشأة بمجموعة من العوامل المرتبطة بطبيعة ونشاط المنشأة، بعض العوامل تؤثر على جميع المنشآت في السوق وتتمثل بعوامل البيئة الخارجية وتكون خارج سيطرة إدارة المنشأة، والبعض الآخر من العوامل تكون خاصة بالمنشأة وتكون تحت سيطرة إدارة المنشأة، ونظرا لأهمية هذه العوامل المؤثرة سنتناول أبرزها وكما يأتي:-

## أ- هيكل رأس المال Capital Structure

يُعد هيكل رأس المال هو المفتاح لتحسين الإنتاجية وأداء المنشأة، وتوضح نظريات هيكل رأس المال أن السياسة المالية للمنشأة في تحديد هيكل رأس المال (المزيج بين الدين وحقوق الملكية) تهدف إلى تحسين قيمة المنشأة، ويجب على المدراء اختيار هيكل رأس المال الذي يعتقدون أنه سيولد أعلى قيمة للمنشأة لأن هيكل رأس المال هذا سيكون أكثر فائدة لمساهمي المنشأة، على النقيض يتمثل أحد العيوب في أنه إذا كانت المنشأة تمر بأوقات عصيبة وكان ربحها التشغيلي غير كافٍ لتغطية الفائدة، فإن المساهمين يضطرون إلى تغطية النقص، وإذا لم يتمكنوا من ذلك، فسوف تفلس المنشأة<sup>(35)</sup>.

## ب- سياسة مقسوم الأرباح Dividend Policy

سياسة توزيع الأرباح هي قرار صادر عن مجلس الإدارة يتعلق بكمية الأرباح التي يجب دفعها للمساهمين في شكل توزيعات أرباح ومقدار المبلغ الذي يجب الاحتفاظ به

<sup>32</sup> Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Marcus, Alan J.(2018), p203.

<sup>33</sup> Brealey, Richard A., Myers, Stewart C.& Allen, Franklin,(2017), (Principles of Corporate Finance), 12th ed, McGraw-Hill Education, USA, p79.

<sup>34</sup> Adegboyegun, A. E., Ben-Caleb, E., Ademola, A. O., Madugba, J. U., & Eluyela, F. D. (2020). Fair value accounting and corporate reporting in Nigeria: a logistics regression approach. International Journal of Financial Research, p202.

<sup>35</sup> Hirdinis, M. (2019), p176. previous source p 18.

كرأس مال إضافي للمنشأة لتمويل الاستثمارات في المستقبل<sup>(36)</sup>، وتعد سياسة توزيع الأرباح جزءاً مهماً من استراتيجيات المنشأة على المدى الطويل فيما يتعلق بالتمويل مع مراعاة أهداف المنشأة الرئيسية التي تؤثر بشكل مباشر في قيمة المنشأة<sup>(37)</sup>.

### ت- الربحية Profitability

وتعرف الربحية على أنها مستوى قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح، وتشير الأرباح المرتفعة إلى احتمالية جيدة للمنشأة، مما يحفز المستثمرين على المشاركة في زيادة الطلب على الأسهم، أي أن نمو ربحية المنشأة بشكل أفضل يعني أن آفاق الأعمال المستقبلية تعتبر جيدة من قبل المستثمرين، وأن زيادة في الطلب على أسهم المنشأة، سوف يؤدي إلى زيادة سعر السهم في سوق رأس المال، بحيث يمكن زيادة قيمة المنشأة، وستعكس هذه الربحية فعالية ونجاح الإدارة العامة في زيادة قيمة المنشأة، وفي المقابل إذا لم تكن المنشأة قادرة على تحقيق ربحية كافية، فلن تتمكن من الحفاظ على استمرارية أعمالها<sup>(38)</sup>.

### ث- حجم المنشأة firm Size

يعتبر حجم المنشأة من أهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على قيمة المنشأة، ويمثل مجموع الأصول التي تملكها المنشأة، فالأصول تعد مقياس لحجم المنشأة، ويوضح حجم المنشآت الكبيرة أن المنشأة تشهد نمواً، بحيث يستجيب المستثمرون بشكل إيجابي، وستزداد قيمة المنشأة، وكلما زاد إجمالي الأصول والمبيعات، زاد حجم المنشأة، وكلما زاد حجم المنشأة، كان من الأسهل على المنشأة الحصول على التمويل، داخلياً وخارجياً، وبالتالي، فإن حجم المنشأة يعكس حجم أو مقدار الأصول التي تمتلكها المنشأة وله تأثير على قيمة المنشأة<sup>(39)</sup>.

### ج- عمر المنشأة firm Age

يمثل المدة منذ تأسيس المنشأة (تاريخ الاكتتاب) الإصدار العام الأولي لأسهم المنشأة، حتى الوقت الذي يمكنها فيه الحفاظ على وجود المنشأة، ويعتبر عمر المنشأة مؤشر على وجود المنشأة وقدرتها على المنافسة، فالمنشآت الموجودة منذ مدة طويلة تمتلك الكثير من الخبرات وينعكس ذلك على قيمتها في السوق المالي<sup>(40)</sup>.

<sup>36</sup> Santosa, P. W., Aprilia, O., & Tambunan, M. E. (2020). The intervening effect of the dividend policy on financial performance and firm value in large Indonesian firms. *International Journal of Financial Research*, p408-409.

<sup>37</sup> Alfianita, A., & Santosa, P. W. (2022). The Effect of Dividend Policy, Capital Structure, Profitability, and Growth on Firm Value. *Journal of Accounting, Management, and Economics Research (JAMER)*, p2.

<sup>38</sup> Alfianita, A., & Santosa, P. W. (2022), p3

<sup>39</sup> Hirdinis, M. (2019), p176-177. previous source p 18.

<sup>40</sup> Waluyo, W. (2017). Firm size, firm age, and firm growth on corporate social responsibility in Indonesia: The case of real estate companies, *European Research Studies Journal* Volume XX, Issue, 363.

## المبحث الثالث: - التحليل الاحصائي

اختبار الفرضيات: -

أولاً: -الفرضية الرئيسية الاولى:

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة)

يلاحظ من الجدول (5) وعلى وفق معطيات تحليل نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (PANEL DATA) بأسلوب التأثيرات التجميعية صحة الفرضية التي مفادها ( يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة ) وبنسبة ثقة (90% وحتى عند 99%)، ولاسيما ان قيمة (F) المحتسبة سجلت ( 25.409 ) وهي معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (57%) بما تؤشر نسبة تفسير نظرية توقيت السوق للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.758) بما يؤكد وجود ارتباط طردي قوي بين محدّدات نظرية توقيت السوق وقيمة المنشأة.

1- تأثير المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية في قيمة المنشأة.

يلاحظ من الجدول (5) عدم صحة الفرضية التي مفادها ( يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للمعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية في قيمة المنشأة ) وبنسبة ثقة (90%)، لا سيما ان قيمة (F) المحتسبة سجلت ( 0.315 ) وهي غير معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.576) وهي أكثر من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ ( 0.10 )، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (3%) بما تؤشر نسبة تفسير المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.057) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف جداً بين المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية وقيمة المنشأة.

2- تأثير نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية في قيمة المنشأة.

يبين الجدول (5) رفض الفرضية التي مفادها ( يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية في قيمة المنشأة ) وبنسبة ثقة (90%)، ولاسيما ان قيمة (F) المحتسبة سجلت (0.398) وهي غير معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.530) وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (0.4%) بما تؤشر نسبة تفسير نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.064) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف بين نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية وقيمة المنشأة.

## 3- تأثير الموجودات الملموسة في قيمة المنشأة.

يوضح الجدول (5) قبول الفرضية التي مفادها ( يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للموجودات الملموسة في قيمة المنشأة ) وبنسبة ثقة ( 90% وحتى عند 99% )، ولاسيما ان قيمة (F) المحتسبة سجلت (40.224) وهي معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (29.1%) بما توشر نسبة تفسير الموجودات الملموسة للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.539) بما يؤكد وجود ارتباط طردي قوي بين الموجودات الملموسة وقيمة المنشأة.

## 4- تأثير الربحية في قيمة المنشأة.

يبين الجدول (5) قبول الفرضية التي مفادها ( يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للربحية في قيمة المنشأة ) وبنسبة ثقة ( 90% وحتى عند 99% )، ولاسيما ان قيمة F المحتسبة سجلت (10.313) وهي معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.002) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد ( 9.5% ) بما توشر نسبة تفسير الربحية للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.309) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف بين الربحية وقيمة المنشأة.

## 5- تأثير حجم المنشأة في قيمة المنشأة.

يلاحظ من الجدول (5) قبول الفرضية التي مفادها ( يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لحجم المنشأة في قيمة المنشأة ) وبنسبة ثقة ( 90% وحتى عند 99% )، ولاسيما ان قيمة F المحتسبة سجلت (118.60) وهي معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P-Value =0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد ( 54.8% ) بما توشر نسبة تفسير حجم المنشأة للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.740) بما يؤكد وجود ارتباط طردي قوي بين حجم المنشأة وقيمة المنشأة.

جدول (5)  
معطيات اختبار الفرضية الرئيسية الاولى

نتيجة الاختبار	اختبار (F)		معامل التحديد (R <sup>2</sup> %)	تفسير قيمة معامل الارتباط	معامل الارتباط بين المتغيرين	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
	القيمة الاحتمالية	قيمة (F) المحسوبة					
رفض الفرضية الثانوية الاولى المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الاولى عند مستوى (0.10)	0.576	0.315	0.3%	ارتباط طردي ضعيف جداً بين المتغيرين	0.057	قيمة المنشأة	المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية
رفض الفرضية الثانوية الثانية المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الاولى عند مستوى (0.10)	0.530	0.398	0.4%	ارتباط طردي ضعيف جداً بين المتغيرين	0.064	قيمة المنشأة	نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية
قبول الفرضية الثانوية الثالثة المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الاولى عند مستوى (0.10)	0.000	40.224	29.1%	ارتباط طردي قوي بين المتغيرين	0.539	قيمة المنشأة	الموجودات الملموسة
قبول الفرضية الثانوية الرابعة المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الاولى عند مستوى (0.10)	0.002	10.313	9.5%	ارتباط طردي ضعيف بين المتغيرين	0.309	قيمة المنشأة	الربحية
قبول الفرضية الثانوية الخامسة المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الاولى عند مستوى (0.10)	0.000	118.60	54.8%	ارتباط طردي قوي بين المتغيرين	0.740	قيمة المنشأة	حجم المنشأة
قبول الفرضية الرئيسية الثانية عند مستوى (0.10)	0.000	25.406	57%	ارتباط طردي قوي بين المتغيرين	0.758	قيمة المنشأة	محددات نظرية توقيت السوق

المصدر : اعداد الباحث على وفق نتائج التحليل الإحصائي اعتماداً على معطيات برنامج EViews V10

ثانياً: - الفرضية الرئيسية الثانية: -

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية توقيت السوق في هيكل رأس المال)

يؤكد الجدول (6) وعلى وفق معطيات تحليل نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (PANEL DATA) بأسلوب التأثيرات التجميعية صحة الفرضية التي مفادها (يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لمحددات نظرية توقيت السوق مجتمعة في هيكل رأس المال) وبنسبة ثقة (90% وحتى عند 99%)، ولاسيما ان قيمة (F) المحسوبة سجلت (2.604) وهي معنوية بسبب كون القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت

(P-Value =0.030) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10) ، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (12.2%) بما تؤشر نسبة تفسير محدّدات نظرية توقيت السوق للتغيرات التي تطرأ في هيكل رأس المال، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين

المتغيرين (0.349) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف نوعاً ما بين محددات نظرية توقيت السوق مجتمعة وهيكل رأس المال.

## جدول (6)

## معطيات اختبار الفرضية الرئيسية الثانية

نتيجة الاختبار	اختبار F		معامل التحديد R <sup>2</sup> %	تفسير قيمة معامل الارتباط	معامل الارتباط بين المتغيرين	المتغير الوسيط	المتغير المستقل
	قيمة F المحسوبة	القيمة الاحتمالية					
قبول الفرضية الرئيسية الثانية عند مستوى (0.10)	2.604	0.030	12.2%	ارتباط طردي ضعيف نوعاً ما بين المتغيرين	0.349	هيكل رأس المال	محددات نظرية توقيت السوق

المصدر: - اعداد الباحث على وفق نتائج التحليل الإحصائي اعتماداً على معطيات برنامج EVIEWS V10

## ثالثاً: - الفرضية الرئيسية الثالثة:

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة).

يستفيد الباحث من استعمال اختبار (F - TEST) عن طريق تحليل نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (PANEL DATA) بأسلوب التأثيرات التجميعية إلى برهنة قبول أو رفض الفرضية الرئيسية الثالثة التي مفادها (يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة) وبنسبة ثقة (90% وحتى 99%)، وكما مبين في الجدول (7) إذ ان قيمة (F) المحسوبة سجلت (6.707) وهي معنوية لان القيمة الاحتمالية المناظرة لها سجلت (P Value =0.011) وهي أكثر من مستوى المعنوية المعتمد بالدراسة والبالغ (0.10)، بينما بلغت قيمة معامل التحديد (6%) بما تؤشر نسبة تفسير هيكل رأس المال للتغيرات التي تطرأ في قيمة المنشأة، وبلغت قيمة معامل الارتباط بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة (0.253) بما يؤكد وجود ارتباط طردي ضعيف نوعاً ما بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة.

جدول (7)  
معطيات اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة

نتيجة الاختبار	اختبار F		معامل التحديد R <sup>2</sup> %	تفسير قيمة معامل الارتباط	معامل الارتباط بين المتغيرين	المتغير التابع	المتغير المستقل
	القيمة الاحتمالية	قيمة F المحسوبة					
قبول الفرضية الرئيسية الثالثة عند مستوى (0.10)	0.011	6.707	6%	ارتباط طردي قوي بين المتغيرين	0.253	قيمة المنشأة	محددات نظرية توقيت السوق

المصدر: - اعداد الباحث على وفق نتائج التحليل الإحصائي اعتماداً على معطيات برنامج EViews V10  
رابعا: - الفرضية الرئيسية الرابعة: -

(يتعاضم تأثير محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال). يستدل من نتائج تحليل المسار لبيان تأثير محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال على وفق البيانات المقطعية للمدة من (2010 – 2019) ولعشرة شركات اعتماداً على معطيات البرنامج الإحصائي المتقدم (Amos V26) والموثقة في الجدول (8) ان قيمة معلمة الاختبار لتأثير المتغير المستقل لمحددات نظرية توقيت السوق في المتغير الوسيط هيكل رأس المال (4.2%) توشر بذلك تأثيراً معنوياً دالاً احصائياً وبقية درجة حرجة سجلت (5.322) وهي أكبر من قيمة (Z) الجدولية البالغة (1.96) وبمستوى معنوية سجل (0.000) وهو أقل من مستوى المعنوية (0.10) بما يؤكد وجود تأثير معنوي مباشر لمحددات نظرية توقيت السوق في هيكل رأس المال على وفق معطيات تحليل المسار. يستخلص من الجدول (8) ان قيمة معلمة الاختبار لتأثير المتغير الوسيط هيكل رأس المال في المتغير التابع قيمة المنشأة (2548.4%) وبدرجة حرجة سجلت (4.369) وهي أكبر من قيمة (Z) الجدولية البالغة (1.96) وبمستوى معنوية سجل (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، بما يؤكد وجود تأثير معنوي مباشر لهيكل رأس المال في قيمة المنشأة. ويؤكد الجدول (8) ان قيمة معلمة الاختبار لتأثير المتغير المستقل محددات نظرية توقيت السوق في المتغير التابع قيمة المنشأة (368.89) بما يوثق وجود تأثير مباشر معنوي دال احصائياً وبقية درجة حرجة سجلت (5.369) وهي أكبر من قيمة (Z) الجدولية البالغة (1.96) وبمستوى معنوية سجل (0.000) وهو دون مستوى المعنوية (0.10) بما يؤكد وجود تأثير معنوي مباشر لمحددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة على وفق معطيات تحليل المسار. وبذلك تؤكد نتائج تحليل المسار لبيان تأثير محددات نظريتي الالتقاط وتوقيت السوق في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال على وفق البيانات المقطعية والمعروضة في الجدول (8) قبول الفرضية الرئيسية السابعة بما يحقق تعاضم تأثير محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال.

## جدول (8)

## نتائج اختبار تحليل المسار (Path analyses)

علاقات التأثير	(Estimate) معلمة الاختبار	S.E.	(C.R.) القيمة الدرجة	القيمة الاحتمالية ( مستوى الدلالة )	الدلالة الاحصائية
M <--- X	00.42	0.011	5.322	0.000	دال
Y <--- M	254838.03	59694.37	4.369	0.000	دال
Y <--- X	36889.549	6871.42	5.369	0.000	دال
					X نظرية توقيت السوق
					M هيكل رأس المال
					Y قيمة المنشأة
					تعليق الباحث جميع النتائج تؤكد وجود تعظيم تأثير محددات نظرية وتوقيت السوق في قيمة المنشأة بتوسط هيكل رأس المال

المصدر: - نتائج التحليل الاحصائي على وفق اختبار تحليل المسار اعتماداً على مخرجات البرنامج التحليلي ( Amos V26 )

## المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

## أولاً: - الاستنتاجات

- 1- من الصعب القول بأن قرارات تمويل الشركات يتم اتخاذها وفقاً لنظرية فريدة لهيكل رأس المال، بدلاً من ذلك، من المعقول أن نفترض أنها تتأثر بعوامل مختلفة، داخلية (أي العجز المالي) وخارجية (أي تقييمات السوق) التي تتطلب مزيداً من التحقيق.
- 2- تشير النتائج انه هناك عدد من محددات نظرية توقيت السوق ليس لها تأثير معنوي على قيمة المنشأة مثل المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية ونسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية.
- 3- ان الشركات الصناعية عينة الدراسة تمتلك موجودات ملموسة جيدة لتقديمها كضمانات للحصول على دين، لاسيما ان الموجودات الملموسة ترتبط بقيمة المنشأة ارتباط طردي قوي وذات تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية في قيمة المنشأة.
- 4- بيت النتائج ان حجم الشركة وربحيتها لهما تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية في قيمة المنشأة.
- 5- توصلت نتائج الدراسة الى ان هيكل رأس المال كمتغير وسيط يعظم تأثير محددات نظرية توقيت السوق في قيمة المنشأة



6- النتائج التي توصلت إليها الدراسة لها تأثير أكاديمي وعملي، إذ توفر لواضعي السياسات المالية ومدراء الشركات فهماً أفضل لما يدفع ويؤثر على قيمة المنشأة.

#### ثانياً: - التوصيات

- 1- ضرورة اعتماد الشركات على النظريات الحديثة لتفسير سلوك هيكل رأس المال مثل نظرية توقيت السوق، ودراسة محدداتها لتعظيم قيمة الشركة وتقليل كلف التمويل.
- 2- ضرورة الاعتماد على فهم فلسفة محددات نظريات هيكل رأس المال في تقييم الاسهم وتوقيت اصدارها واعادة شرائها وانعكاسها في تعظيم قيمة المنشأة والتمثلة في المعدل المرجح للقيمة السوقية الى القيمة الدفترية ونسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية.
- 3- الاخذ بنتائج الدراسة الحالية وإجراء دراسات إضافية للشركات في القطاعات النشطة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتي لم تتم تغطيتها في الدراسات السابقة وكذلك استخدام محددات اخرى والبحث عن محددات جديدة لنظريات هيكل رأس المال لدراسة تأثيرها على قيمة المنشأة.
- 4- البحث عن متغيرات وسيطة مؤثرة، حيث من الممكن أن يكون هناك متغير معنوي يتوسط محددات نظريات هيكل رأس المال وقيمة المنشأة.
- 5- توصي الدراسة بضرورة المشاركات المستمرة للشركات الصناعية في النشاطات والندوات والمؤتمرات التي تنعقد في المؤسسات التعليمية لمواكبة التطورات الحديثة والاستفادة من المستجدات والخبرات والكفاءات العلمية على صعيد الإدارة المالية.

#### المصادر:

1. العامري، محمد علي إبراهيم، (2010)، "الإدارة المالية المتقدمة"، اثناء للنشر والتوزيع، عمان.
2. العطوي، مهند حميد (2017)، " تحليل العلاقة بين نظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري من خلال هيكل راس المال"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة.
3. مزهر، حسين عبد الأمير (2020)، "تأثير الهيكل المالي في قيمة الشركة الصناعية على وفق نظريتي MM وBFO"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
4. Adegboyegun, A. E., Ben-Caleb, E., Ademola, A. O., Madugba, J. U., & Eluyela, F. D. (2020). Fair value accounting and corporate reporting in Nigeria: a logistics regression approach. *International Journal of Financial Research*, 11(2), 301-310.
5. Albanez, T., & De Lima, G. A. S. F. (2014). Effects of market timing on the capital structure of Brazilian firms. In *Emerging market firms in the global economy*. Emerald Group Publishing Limited, 11, 307-351.
6. Alfianita, A., & Santosa, P. W. (2022). The Effect of Dividend Policy, Capital Structure, Profitability, and Growth on Firm Value.

Journal of Accounting, Management, and Economics Research (JAMER), 1(1), 1-18.

7. Ali, S., Rangone, A., & Farooq, M. (2022). Corporate Taxation and Firm-Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from the UK and US Multinational Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(2), 55.

8. Aljamaan, 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.

9. Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., & Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in international business and finance*, 44, 297-308.

10. Alti, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure? *The Journal of Finance*, 61(4), 1681–1710.

11. Ater, D. K. (2017). Market timing and capital structure: A critical literature review. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(6), 81-94.

12. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.

13. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Marcus, Alan J.(2018). (Fundamentals of Corporate Finance), 9th ed, McGraw-Hill Education, USA.

14. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C.& Allen, Franklin,(2017), (Principles of Corporate Finance), 12th ed, McGraw-Hill Education, USA.

15. Bruinshoofd, W. A., & de Haan, L. (2012). Market timing and corporate capital structure: a transatlantic comparison. *Applied Economics*, 44(28), 3691–3703.

16. Da Costa Gomes, M., Magnani, V. M., Albanez, T., & do Valle, M. R. (2019). Effects of market timing on primary share issues in the Brazilian capital market. *The North American Journal of Economics and Finance*, 49, 361-377.

17. Hacini, I., Mohammedi, K., & Dahou, K. (2022). Determinants of the capital structure of small and medium enterprises: Empirical evidence in the public works and hydraulics sector from Algeria. *Small Business International Review*, 6(1), e408.

18. Hermuningsih, S. (2016). Profitability, growth opportunity, capital structure and the firm value. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 16(2), 115-136.
19. Heydari, A., Hematfar, M., & Janani, M. H. (2021). Application of Nonlinear Mathematical Modeling in Panel data analyses of the pecking order theory in capital structure Using Multiple Regression: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Nonlinear Analysis and Applications*, 12(2), 2383-2401.
20. Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability, *International Journal of Economics and Business Administration*, Volume VII, Issue 1, pp. 174-191.
21. Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 44(2), 237-271.
22. Jiang, Jiaxu, Dong, Futang & Du, Bingxin. (2018). Analysis on the Factors Affecting the Capital Structure of Small and Medium-Sized Enterprises in China, *American Journal of Industrial and Business Management*, Vol. 8, No. 1, pp. 156-162.
23. Karmila, I., & Musnadi, S. (2020). Pengaruh Market Timing Terhadap Leverage Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Melakukan Initial Public Offering (IPO) Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*.
24. Khan, Asad & Tanveer, Sarfaraz & Malik, Umbreen (2017), "An Empirical Analysis Of Corporate Governance And Firm Value: Evidence From Kse-100 Index", *Accounting*, Vol.3, No.1.
25. Khan, Y., Zafar, S., & Ayaz, M. B. (2022). The Effect of Firm Size, Investment Opportunity Set, and Capital Structure on Firm Value. *International Journal of Social Science & Entrepreneurship*, 2(2), 32-46.
26. Kioko, E. N. (2019). An Investigation into the presence of market timing in configuration of capital structures by companies listed at the NSE (Doctoral dissertation, Strathmore University).
27. Kletch Lamptey, G. (2019). Market Timing, Capital Structure and Performance of Listed Firms in Africa (Doctoral dissertation, University of Ghana).
28. Kornher, G., & Stiernström, O. (2022). Market Timing Theory of Capital Structure: A Panel Data Regression Study of Swedish

Real Estate Firms, Master Science Thesis, KTH Royal Institute of Technology in Stockholm, Swedish

29. Melicher, Ronald W. & Norton, Edgar A. (2017). (Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management), 16th ed, John Wiley & Sons, Inc., USA.

30. Mursalim, M., Alamzah, N., & Sanusi, A. (2015). Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value: Study on Manufacturing Company Listed in Indonesian Stock Exchange. *Information Management and Business Review*, 7(2), 72-78.

31. Pertiwi, S., Rahmawati, I. Y., Darmawan, A., & Innayah, M. N. (2023). Effect of Profitability, Firm Size and Liquidity on Firm Value With Capital Structure as Intervening Variable. *Media Ekonomi*, 22(2), 37-58.

32. Santosa, P. W., Aprilia, O., & Tambunan, M. E. (2020). The intervening effect of the dividend policy on financial performance and firm value in large Indonesian firms. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 408-420.

33. Setyawan, I. R. (2015). An empirical study on market timing theory of capital structure. *International Research Journal of Business Studies*, 4(2).

34. Waluyo, W. (2017). Firm size, firm age, and firm growth on corporate social responsibility in Indonesia: The case of real estate companies, *European Research Studies Journal* Volume XX, Issue, 363.

35. 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.

36. Zhou, B., Guo, J. M., Chen, X., & Yang, T. (2012). Market timing of corporate debt issuance: prediction or reaction? *Applied Financial Economics*, 22(21), 1753–1769.

## The effect of the determinants of market timing theory on the firm value Moderated by capital structure

### Abstract:

The present study aims to provide a philosophical and applied framework for two key theoretical determinants of the company's capital structure: market timing theory, as well as its endeavour to examine and interpret the type of influential relationship between the determinants of the two theories and the firm value under the adoption of the financial structure as an intermediate variable between them.

The problem of the present study has evolved around a key question of the direction and extent to which the determinants of the market timing theory of the capital structure influence the firm value, in order to exploit these determinants from the management of Iraqi industrial companies to maximize market value, In its applied (analytical) aspect, the study relied on the collection of reports and financial disclosures of an intentional sample of industrial sector companies listed on the Iraqi securities market (ISX) by (10) companies and by approximately (50%) of the study community in light of the availability of data for analysis Companies with lost data were excluded over a 10-year annual time series from (2010 to 2019), The study relied on a set of financial methods and indicators according to the study variables, and a set of advanced statistical processing methods to test the study hypotheses from Panel Data Models, Especially the data used in the study are data for several companies and for several periods of time, The present study relied on (Path Analyses) For the purpose of testing the direct and indirect impact of independent variables in the dependent variable via the intermediate variable and (F-test), (R- squared), Using statistical analysis programmes (EViews V.10), (AMOS V.26) and (SPSS V26).

The study reached a set of conclusions, the most important of which were These are the ones that emphasized the impact of the determinants of the market timing theory on the firm value, and that the capital structure as an intermediate variable maximizes the impact of the determinants of the market timing theory on the firm value.

**Key words:** Market timing theory, firm value, and capital structure.