



نظرية توقيت السوق وتأثيرها في القرار الاستثماري دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية العراقية

أ. د. حاكم محسن محمد الربيعي
م. د. مهند حميد ياسر العطوي
كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الكوفة

المستخلص

يهدف البحث إلى التعرف على مستوى ممارسة الشركات الصناعية العراقية لنظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري ، كذلك بيان تأثير نظرية توقيت السوق كمتغير مستقل في القرار الاستثماري كمتغير تابع. وقد سعى البحث لاختبار عدد من الفرضيات المتعلقة بعلاقات التأثير بين متغيرات البحث، وتوصل البحث الى ان قيم توقيت السوق للشركات الصناعية العراقية في ارتفاع وانخفاض، الا ان بعض الشركات لا زالت تصدر اسهم جديدة رغم انخفاض اسهمها. و ان العائد على الاستثمار لبعض الشركات في حالة فشل في تحقيق ارباح، كما ان بعض الشركات العراقية المبحوثة لم تحقق عائد اعلى من المعدل الخالي من المخاطر. وان الشركات العراقية لاتمتلك موجودات ملموسة جيدة كضمان للحصول على دين. كما ان نظرية توقيت السوق لها تأثير في العائد على الاستثمار، وهذه فرصة للتحسين أي عند اهتمام الشركات بتوقيت سوق اسهمها سيؤدي الى تحسين العائد على الاستثمار، وان حجم الشركة يؤثر في القرار الاستثماري.

Abstract

This Paper aims to identify the level of Iraqi industrial companies' practice of market timing theory (MTT) and investment decision (ID), as well as the effect of MMT as a independent variable in investment decision as a dependent variable used in financial statements published on the Iraqi Stock Exchange website. It has sought to test a number of hypotheses related to the relationship of influence between the variables of research, and the research concluded that the timing values of the market for Iraqi industrial companies in rise and fall, but some companies are still issuing new shares, despite decline in shares. And that return on investment for some companies in case of failure to achieve profits, and some of the Iraqi companies investigated did not achieve a return higher than the risk-free rate. Iraqi companies do not have good tangible assets as collateral to obtain a debt. The timing of the market has an impact on return on investment. This is an opportunity for improvement, which is when companies are interested in the timing of a stock market. This will improve the return on investment and size of the company affects the investment decision, because investors take the size of the company into account.

المقدمة

تطورت وظيفة الادارة المالية من وظيفة تتعلق بإجراءات وتدابير توفير الاموال اللازمة لعمال الشركة الى وظيفة اتخاذ القرارات المالية كالقرارات التمويلية والاستثمارية، باستعمال الادوات والتقنيات اللازمة في صنع القرارات، اذ يكمن الهدف الاساسي من القرارات المالية هو تعظيم قيمة الشركة وادارة مخاطرها المالية، لذا تحاول ادارة الشركة الى ايجاد طرق جديدة وفاعلة في تحقيق هدفها، ومنها اعتماد نظرية توقيت السوق التي اصبحت اليوم اكثر شعبية لعدد كبير من الشركات على مستوى العالم، والتي تعتمد على تحركات



اسعار سوق الاسهم السابقة لغرض التنبؤ بتحركات اسعار الاسهم في المستقبل، وبذلك تعتمد ادارة الشركة على اتجاهات السوق في اصدار اسهم جديدة او اعادة شراء اسهمها طبقاً لأسعار اسهمها السائدة في سوق الاوراق المالية، اذا كانت مقومة بأكثر من قيمتها الدفترية ستصدر الشركة اسهم جديدة، اما اذا كانت اسعارها اقل من قيمتها الدفترية ستعيد شراء اسهمها، وفي كلا الحالتين سوف ترسل اشارة سلبية او ايجابية الى المستثمرين. كما تفترض النظرية المالية ان المستثمرين عقلانيين في تعظيم ثروتهم، ومتبعين القواعد المالية، وتستند استراتيجياتهم على اعتبارات العائد والمخاطرة كعوامل مؤثرة في قراراتهم الاستثمارية، كذلك النظرية الاقتصادية تفترض ايضا ان المستثمرين هم عقلانيين في اتخاذ قراراتهم بشكل موضوعي بالاستفادة من الفرص الاستثمارية، وان الاستقرار المالي للشركة والارباح الرأسمالية للاسهم وعائدها المتوقع هي اعتبارات استثمارية مهمة للمستثمرين، وبذلك تحتاج القرارات الاستثمارية تحليل دقيق لأوضاع الشركة والعوامل المؤثرة فيها لتقليل من حالة عدم التأكد. لذا المستثمرين يواجهوا صعوبة في اتخاذ القرار التي تحقق استثمار امثل، أي الاستثمار في اسهم الشركة المناسبة والوقت المناسب، كون الشركة تؤثر عليها مجموعة من العوامل منها السياسة المالية والقرارات التمويلية، والتي تؤثر على مدى نجاح الاستثمار، كما القرار التمويلي للشركة والقرار الاستثماري غير منفصلين عن بعضهما، وعند اتخاذ أي قرار مالي سوف يؤثر على القرار الاستثماري سواء بشكل ايجابي او السلبي.

وسيتضمن البحث اربع مباحث وهي: المبحث الاول سيهتم بمشكلة البحث واهميته واهدافه ومخطط البحث والفرضيات وعينة البحث، اما المبحث الثاني سيعرض الاطار الفكري للبحث بالتركيز على نظرية توقيت السوق، والقرار الاستثماري وعلاقة نظرية توقيت السوق بالقرار الاستثماري.

المبحث الاول - منهجية البحث

اولاً: مشكلة البحث

يعد القطاع الصناعي الركيزة الاساسية في تنمية ونمو الناتج المحلي الاجمالي لمختلف دول العالم، ويعد معياراً مهماً لاستخدام التكنولوجيا الحديثة، وانتاج سلع لسد حاجات المستهلك، فتواجه الشركات العاملة في اقتصاد معين وفي العراق تحديدا تحديات كبيرة خلال مسيرتها واستمرارها بنشاطها الاقتصادي سعياً لتحقيق الأهداف المحددة سواء على صعيد المساهمة في بناء وتطوير المجتمع او في تحقيق اهداف المالكين وتعظيم ثروتهم واهداف الإدارة والعاملين فيها، اذ يتوجب رعاية مصالح أصحاب المصالح. وان الاقتصاد العراقي بدأ يتدهور بعد عام (2003) بسبب اعتماد الدولة على الايرادات النفطية مع الأزمة المالية العالمية إذ انخفضت اسعار النفط الامر الذي أدى الى انخفاض الايرادات النفطية العراقية، وهذا يعني تأثر جميع المؤسسات عموماً والشركات خصوصاً من حيث انخفاض حجم السيولة، بسبب تأثير نشاط القطاعات الاقتصادية الناتج عن الكساد الاقتصادي مما عكس آثاره على المؤسسات والشركات عموماً عند البحث عن مصادر التمويل وبالتالي مطلوب منها ان تختار الوقت المناسب للسوق، اذ كانت مساهمة القطاع الصناعي الخاص والعام في (1960) يشكل (84%) من الناتج المحلي الاجمالي الى (1%) في عام (2008). كما هناك ظاهرة في اسواق الاوراق المالية العراقية وهي انخفاض قيمة السهم مثلاً كان سعر سهم شركة الكندي للقاحات البيطرية (13.25) دينار في عام (2005) انخفض الى



(2.5) دينار في (2014)، كما كان سعر سهم شركة بغداد للمشروبات الغازية في عام (2005) بلغ (19.31) دينار وانخفض الى (2.26) دينار في (2014). لذا يركز البحث بالإجابة عن التساؤلات الآتية:

1. ما مستوى نظرية توقيت السوق في الشركات المبحوثة؟
2. ما مستوى القرار الاستثماري للشركات المبحوثة؟
3. هل تؤثر نظرية توقيت السوق في القرار الاستثماري؟

ثانياً: أهمية البحث

كما تكمن أهمية البحث في الجانبين النظري والعملي وهما كما يلي:

1. الجانب النظري: يسعى هذا البحث الى تطوير فهم عميق للعلاقة بين القرار التمويلي والقرار الاستثماري، اذ ان عملية اصدار اسهم جديدة او اعادة شرائها هي صلب نظرية توقيت السوق، وهذا يؤدي الى تغير نسب هيكل راس المال، ويعد ذلك قرار تمويلي، كما ان لهذا القرار التمويلي انعكاسات على عائد المستثمر الحالي والمحتمل والذي يعد قرار استثماري.
2. الجانب العملي: يقترح البحث الحالي نموذجاً من خلاله يسترشد المستثمر في اتخاذ القرار بالإيجاب او الرفض في اسهم شركة معينة، كما سيتم التحقق من نظرية توقيت السوق التي تفضل بعدم الاستثمار في الشركات التي تكون اسعار اسهما مرتفعة كون الشركات ستصدر اسهم جديدة التي ستزيد من عرض الاسهم وتخفض اسعارها، مما يؤدي الى خسارة محتملة لأرباح رأسمالية، فضلاً عن أي زيادة في الاسهم القائمة سوف تنخفض ربحية السهم الواحد. وتقدم الدراسة الحالية معلومات محدثة الى المستثمرين والعاملين في سوق العراق للأوراق المالية وتقديم المساعدة لهم بقدر ما يتعلق بمتغيرات البحث.

ثالثاً: اهداف البحث

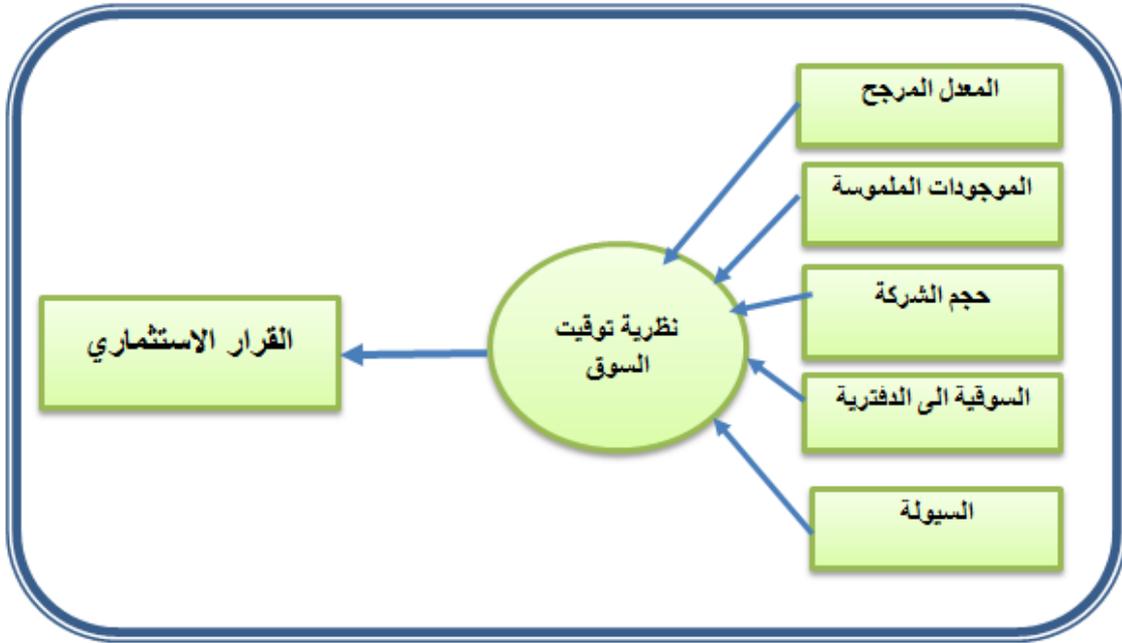
يهدف البحث الحالي الى تحقيق الآتي:

1. اختبار وتحليل نظرية توقيت السوق في الشركات المبحوثة.
2. التعرف على القرار الاستثماري من حيث العائد والمخاطرة في الشركات المبحوثة .
3. اختبار العلاقة بين نظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري ومعرفة نوع العلاقة بينهما في الشركات المبحوثة .

رابعاً: مخطط الدراسة الفرضي

بالاستناد إلى أدبيات نظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري، وفي ضوء مشكلة البحث وأهدافه قام الباحث بتوليف مخطط مطور فرضي للبحث والذي يجسد مخططاً للعلاقات بين هذه المتغيرات واتجاهاتها، اذ تم قياس المتغير المستقل (نظرية توقيت السوق) وفق مقياس معتمد من الباحثين (Bakar & Wurger, 2002) الذي يتكون من خمس ابعاد فرعية وهي المعدل المرجح للتمويل الخارجي (EFWAMB)، الموجودات الملموسة (AT)، حجم الشركة (Size)، القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية (M/B)،

السيولة (Liquidity))، اما المتغير التابع القرار الاستثماري (ID) تم قياسها بالاعتماد على مقياس (Copeland et al., 2005). وكما موضح في شكل (1).



شكل (1) مخطط البحث الفرضي

خامساً: فرضيات البحث

حسب الادبيات المالية التي اشارت للعلاقة بين نظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري يفترض الباحث التي: (توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية احصائية لنظرية توقيت السوق في القرار الاستثماري). وتتفرع من هذه الفرضية خمس فرضيات فرعية وهي المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى الدفترية (EFWAMB)، الموجودات الملموسة (AT)، وحجم الشركة (Size)، والسيولة (Liquidity)، والقيمة السوقية للملكية الى قيمتها الدفترية (MB)، لذا تفترض الدراسة الاتي:

1. توجد علاقة تأثير ذات دلالة احصائية للمعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى الدفترية في القرار الاستثماري.
 2. توجد علاقة تأثير ذات دلالة احصائية للقيمة السوقية الى القيمة الدفترية في القرار الاستثماري المال.
 3. توجد علاقة تأثير ذات دلالة احصائية للموجودات الملموسة في القرار الاستثماري.
 4. توجد علاقة تأثير ذات دلالة احصائية لحجم الشركة في القرار الاستثماري.
 5. توجد علاقة تأثير ذات دلالة احصائية للسيولة في القرار الاستثماري.
- فيمكن تمثيل العلاقة بين نظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري بمعادلة الاتجاه العام البسيطة وكالتالي:

$$ID = \beta_0 + \beta_1 EFWAMB + \beta_2 AT + \beta_3 Size + \beta_4 liquidity + \beta_5 MB + e_i$$



سادساً: مصادر جمع المعلومات

تم الاعتماد على مصدرين في جمع المعلومات للبحث وهما مصادر جمع معلومات الجانب النظري والعملية، كما يلي:

1. **مصادر المعلومات الجانب النظري:** سيتم الاعتماد على مصادر ادبيات الادارة المالية من كتب ومجلات ومقالات، ما توفره المكتبات العراقية، فضلا عن ما توفره مواقع شبكة الانترنت من كتب ومجلات الالكترونية ويتم الوصول لها عبر مواقع المجلات او المؤسسات الرسمية.
2. **مصادر المعلومات الجانب العملي:** هناك نوعان من البيانات التي ستجمع في الجانب العملي وهما البيانات الاولية والبيانات الثانوية، البيانات الاولية ستجمع من موقع سوق العراق للاوراق المالية، اما البيانات الثانوية التي ستجمع من خلال قيام الباحث بتلخيص وتحليل البيانات التي تتعلق بموضع البحث والتي ستسهل عملية تنفيذ مشروع البحث، كما ستوفر الوقت وجودة عالية للبيانات ونقل من تعقيدها.

سابعاً: عينة البحث

اختارت الدراسة العينة وفقا لمقتضيات البحث الحالي، والتي حددت القطاع الصناعي للشركات المساهمة سوق العراق للاوراق المالية التي عددها الكلي (18) شركة ، اذ تم اختيار (4) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الاوراق المالية العراقية التي تتوفر بياناتها المالية للفترة من (2005) الى (2015)، ويوضح جدول (1) الشركات الصناعية العراقية حسب اسم الشركة وتاريخ تأسيسها وتاريخ ادراجها في سوق الاوراق المالية ومقدار راس مال الشركة وعنوان الشركة.

جدول (1) الشركات الصناعية العراقية المبحوثة

ت	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	تاريخ الادراج	راس مال الشركة	عنوان الشركة
1	شركة الكندي للقاحات البيطرية	1990	2004	5,940,000,000	بغداد/ ابو غريب
2	شركة بغداد للمشروبات الغازية	1989	2004	133,000,000,000	بغداد/ الزعفرانية
3	شركة المنصور للصناعات الدوائية	1980	2004	6,469,000,000	بغداد/ المنصور
4	شركة الصناعات الالكترونية	1973	2004	18,000,000,000	بغداد/ حي بابل

ثامناً: الادوات المالية والاحصائية

1. **الادوات الاحصائية:** سيتم استخدام بعض الاساليب الاحصائية في التحليل المالي والاحصائي في المبحث الثالث، ومنها الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، ومعامل التأثير، اذ تم استخدام برنامج (SPSS) في استخراج النتائج، وهي كالآتي:
- أ. **الوسط الحسابي:** سيتم استخدام الوسط الحسابي في التحليل المالي للوصول الى العائد المتوقع لكل شركة، ويتم حسابة من خلال قسمة مجموع القيم الى عددها.
- ب. **الانحراف المعياري:** سيتم استخدامه في التحليل المالي في حساب مخاطرة كل شركة، ويتم

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{(x - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

حسابه وفق المعادلة التالية:



ت. **معامل التأثير:** سيتم استخراج معامل التأثير في التحليل الاحصائي، ويستخدم لمعرفة مقدار التأثير بين متغيرات الدراسة، واختبار الفرضيات ، وسيتم اعتماد مستوى المعنوية في قبول ورفض الفرضية، ويفترض الباحث مستوى معنوية (5%) كحد اعلى في قبول الفرضية.

2. **الادوات المالية:** تتكون الدراسة من متغيرين وهما المتغير المستقل نظرية توقيت السوق التي تتكون من المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى الدفترية، الموجودات الملموسة، وحجم الشركة، القيمة السوقية الى الدفترية، السيولة، والمتغير التابع القرار الاستثماري، وتم استخدام ادوات مالية بما تلائم كل متغير، وهي كالاتي:

1-2. نظرية توقيت السوق

أ. **المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى الدفترية :** سيتم احتساب مؤشر نظرية توقيت السوق حسب المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى الدفترية وفق المعادلة التالية:

$$EFWAMB = \frac{e_s + d_s}{e_r + d_r} * \frac{M_s}{B_s}$$

ب. **القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية M/B:** ويتم حسابها من خلال قسمة القيمة السوقية للاسهم الى قيمتها الدفترية.

ج. **الموجودات الملموسة:** تحسب من خلال قسمة الموجودات الثابتة على الموجودات الكلية.

د. **السيولة :** تحسب من خلال قسمة الموجودات المتداولة الى المطلوبات المتداولة.

هـ. **حجم الشركة:** تحسب من خلال الوغرم الطبيعي لايرادات الشركة.

1-2. **القرار الاستثماري:** ان القرار الاستثماري هو المتغير التابع في الدراسة الذي يتأثر بنظرية توقيت السوق، وسيتم استخراج العائد المتوقع للشركة وفق الوسط الحسابي، اما مخاطرة الشركة وفق الانحراف المعياري.

المبحث الثاني - الاطار الفكري لنظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري والعلاقة بينهما

أ. مفهوم نظرية توقيت السوق وعملياتها

اولا: مفهوم نظرية توقيت السوق Concept of Market Timing Theory

أن الشركات المساهمة تصدر اسهم جديدة عندما تكون قيمتها السوقية مرتفعة، وتعيد شرائها عندما تكون هذه القيمة منخفضة، وهذه العملية اطلق عليها (Baker & Wurger) عام (2002) بنظرية توقيت السوق التي تم دراسة تأثيرها على هيكل راس المال، وتوصلوا ضمن دراستهم الى ان نظريات هيكل راس المال التي هدفت لتحقيق النسبة الامثل لهيكل راس المال من خلال تعديل نسب الرفع المالي المستهدفة كالاعتماد على التمويل الداخلي بالنسبة لنظرية الالتقاط او الاعتماد على التمويل بالدين من خلال المفاضلة بين المميزات والتكاليف بالنسبة لنظرية المبادلة، اذ كان الهدف من هذه النظريتان هو الوصول الى تحقيق توازن في نسبة هيكل راس المال لتعظيم قيمة الشركة، الا ان نظرية توقيت السوق تقترح بان هيكل راس المال يتأثر بالقيمة السوقية التاريخية وهو ناتج او تابع عن محاولات توقيت السوق .



واشار (Chassart & Firer, 2004: 202) الى ان استخدام نموذج الاحتمالات البسيط وحساب العوائد الممكنة المتاحة في توقيت الاسواق المالية وفي مستويات مختلفة من قابليات التوقيت، المستثمرين في اسهم الشركات والسندات الحكومية، وجدوا ان توقيت السوق هو الحل الامثل من استراتيجيات الشراء والاحتفاظ بالاسهم، وتوقيت السوق سوف يقوم المستثمر بتحقيق عائد اعلى ومخاطرة اقل، كما اشار الى ان المستثمرين بحاجة الى التنبؤ بشكل صحيح ولحركة السوق، وهذه قابلية التوقيت لا يمكن لكل المستثمرين تحقيقها.

ويذكر (Mansson & Tonell, 2010: 17) ان المدراء العقلانيين يستفادوا من المغالاة في تسعير السهم في الاسواق المالية لطرح اسهم جديدة، كما هناك دراسات اثبتت ان المدراء العقلانيين يستفادوا من عنصر الزمن للسوق من اجل تعظيم قيمة ثروة المساهمين الحاليين.

ويرى (Elliott, 2008: 175) ان نظرية توقيت السوق هي قدرة المدراء على تحديد الوقت لاصدار الاسهم باقل كلفة بمقارنة مع مصادر التمويل الاخرى التي تغالي في تقييم السوق لاسهم الشركة، فالتوقيت الناجح هو الذي يخفض كلفة اصدار الاسهم وتحقيق فوائد للمساهمين الحاليين على حساب المساهمين الجدد، اذا كان المدراء قادرين على توقيت السوق.

كما اشار (Mansson & Tonell, 2010: 8) الى ان نظرية توقيت السوق لها تأثير على السلوك المالي للشركة بالاستناد على الافتراض ان الشركة تختار مصدر تمويلي عالي الكلفة المتمثل باصدار اسهم جديدة، لذا هناك حاجة لدراسة توقيت سوق الاسهم، وعندما تكون القيمة السوقية للاسهم على قيمتها الدفترية عالية تقوم الشركة باصدار أسهم جديدة، وعندما تكون هذه القيمة منخفضة تقوم الشركة بإعادة شراء الأسهم، لذلك هيكل رأس المال هو نتيجة التراكمات السابقة والاستفادة منها في التحكم باحتمالات السوق، كما تفترض نظرية التبادل بأنها تحدد رأس المال الأمثل من خلال تخفيض تكلفة راس المال، لكن هذه النظرية تحقق انحرافات في التكلفة منخفضة وقليلة فضلا عن تكلفة التكيف مع هذه النظرية عالية جدا، كما يذكر منتقدي نظرية التبادل بان لا يوجد هيكل راس مال امثل.

ان توقيت السوق هو التحول من الموجودات ذات المخاطر المرتفعة الى الموجودات الامنة تحسبا من هبوط اسعارها، كما يتمتع بمقبولية قوية وعالية لدى المدراء. اذ يمكن الاستفادة من توقيت السوق في عائد السهم والارباح الموزعة واسعار الفائدة. وكما يسهم توقيت السوق في المبادلة بين الاسهم والسندات طبقا للحالة الاقتصادية التي يمر بها البلد، في حالة الركود الاقتصادي فيمكن الاستثمار في السندات وفي نهاية مرحلة الركود الاقتصادي يمكن التحول الى الاستثمار في الاسهم (Pelaez, 2015: 1).

كما يذكر (Ekholm, 2012: 349) ان البحوث التجريبية منذ نصف قرن، بينت ان هناك عدد قليل من المستثمرين في المحافظ الاستثمارية حددوا خصائص النشاط الناجح عند تعديل الكلفة والفرصة، بالمقارنة مع جهود مكثفة من قبل المستثمرين في الكشف عن مخرجات المحفظة الاستثمارية، والكشف عن حجم نشاط المحفظة والاختيار الامثل للاوراق المالية، وفي الاونه الاخيرة كشف ادلة تجريبية ان الحفاظ على صناديق الاستثمار لا يمثل نشاط استثماري فعلي بالنسبة للمستثمر.



كما ان توقيت السوق هو قابلية المستثمرين في المحافظة على استباق عائد سوق الاسهم عن طريق زيادة أو انخفاض معين في محفظة الاوراق المالية (90: 2015, Saez).

ويرى (Alireza, 2004: 61) ان توقيت السوق هو استراتيجية لمراقبة اتجاه السوق وتحركاته للاموال الداخلة والخارجة منه، وفق ذلك ان توقيت السوق هو استراتيجية تحرك قيمة الاوراق المالية السوقية الى الاعلى او الى الادنى في ضوء الافق المستقبلي، ويشمل توقيت السوق عناصر عدة منها توجه المستثمر ومعدل العائد المطلوب. كما انه تحليل تقني لتدفق الاموال، وفق هدفين وهما: تجنب انخفاض اسعار الاسهم وتعظيم عوائد الاستثمار. وتحول الاستثمار من ورقة مالية الى اخرى، او من قطاع صناعي الى اخر، او من بلد الى بلد اخر.

ان توقيت السوق هو مهمة صعبة، ويمكن ان تكون فعالة اذا كان المستثمرون لديهم قدرات وخبرات في هذا المجال. ولكي تكون هذه العملية مربحة تتطلب مبالغ كبيرة من المال لاعادة شراء الاسهم. وعند توقيت السوق يجب توفر معرفة دقيقة عن الاسهم المحفوظ بها في المحفظة الاستثمارية، وهذه المعلومات غير متوفرة للمستثمر العادي على اساس يومي، كما يجب على المستثمر معرفة شبة تامة عن اخبار السوق اليومية لتحقيق توقيت السوق (76: 2004, Balsmerier & Broussard). أن اختلاف الوقت يخلق فرص يمكن استثمارها والتيتؤدي إلى اختلاف في الاداء من خلال توقيت السوق فانه اسلوب لتجميع محافظ ذات مميزات كامنة، بالواقع أن الاسهم ذات المخاطرة المنخفضة هي في العادة ذات (beta)منخفضة وبالتالي يميل الى أن تكون كلفة رأس المال منخفضة (Ardia et al, 2016: 39). ويشير (8: 2013, Arosa et al) إلى أن افتراض توقيت السوق له تأثير على المدى الطويل إلى حد معقول، وأن سعر السهم يتأثر بنسبة الدين إلى رأس المال والتغيرات الحاصلة فيه. كما اتفقت الدراسات على أن الرفع المالي للشركة يؤثر في عائد السهم، وبالتالي أن الزيادة في عدد الاسهم المصدرة ستؤثر على الرفع المالي للشركة وهذا يؤثر بشكل عكسي على عائد السهم.

ثالثاً: عمليات نظرية توقيت السوق

ان عمليات توقيت السوق التي اشار لها (Baker & Wurgler, 2002) هي عملية اصدار اسهم جديدة، واعادة شراء الاسهم بالاستناد الى القيمة السوقية، وتشير الادبيات الى ان عملية اصدار اسهم جديدة هي زيادة اضافية في عدد الاسهم الحالية للشركة، لكن في حالة اعادة شراء الاسهم سيتم الاحتفاظ بها ضمن اسهم الخزنة وتجمد ولا تستحق أي توزيعات ارباح، ويمكن للشركة اما الغاءها او اعادة اصدارها مرة اخرى، ويدفع ثمنها من حقوق المساهمين الحاليين.

قد تقوم الشركة باصدار الاسهم فقط لاجل الربح باعتقاد المدراء الاستفادة من سوء التسعير، وليس لسبب بداعي استثمار فرص نمو او حاجة الى تمويل، ويعتقد المدراء ان القيمة الحقيقية الحالية السالبة للمشاريع الجديدة تعود الى كلفة راس المال المرتفعة، اما القيمة الحقيقية الموجبة للمشروع بسبب قيمة الشركة السوقية العالية، وهذا يؤدي الى تمويل مكلف جدا (19: 2010, Mansson & Tonell).

لم تضع الادبيات قاعدة اساسية حول تأثير اصدار الاسهم على اسعارها، لذلك هناك ثلاث افتراضات يمكن ان تفسر العلاقة بين اصدار الاسهم واسعارها وهي: لا يوجد تأثير لاصدار الاسهم في اسعارها، بدائل



التمويل الأخرى، افتراضات الأسواق الكفوءة. كما هناك تأثيرات سلبية وإيجابية لعملية اصدار الاسهم وهي (Asquith & Mullins, 1986:61):

1. تأثير الاسعار السلبي: يمكن ان تؤثر بالتالي:

- أ- انخفاض الطلب على اسهم الشركة مما يؤدي الى انخفاض اسعار الاسهم.
- ب- افتراضات هيكل رأس المال وتأثير إعادة التوزيع في المستويات بين الدين والملكية، وتأثير المعلومات المتعلقة بالرفع المالي.
- ت- تأثير المعلومات المتعلقة ببيع الاسهم من قبل الباعة على حد سواء الشركات والمستثمرين.
- ث- تكاليف المعاملات الكبيرة المرتبطة باصدار الاسهم.

2. تأثير السعر الايجابي: قد يتفق مع الاتي:

- أ- تأثير المعلومات الايجابية مع استثمارات الشركة.
 - ب- تخفيض الرفع المالي والذي قد يسبب انخفاض التوقعات بافلاس الشركة والضائقة المالية.
- كما يذكر (Brown & Oday, 2005: 11) ان هناك اثنان من الدوافع وراء قيام الشركات باعادة شراء اسهمها وهي: فرضية المعلومات والاخرى فرضية التدفقات النقدية الحرة، فان فرضية المعلومات تشير الى عدم تماثل المعلومات الموجودة بين المدراء والمستثمرين، كما تستند هذه الفكرة على استخدام المدراء لعملية اعادة الشراء للإشارة الى ان اداء الشركة المستقبلي جيد، كما يتفاعل السوق بشكل ايجابي في حالة الاعلان عن عملية الشراء، اما فرضية التدفق النقدي الحر فان عملية اعادة الشراء هي اليات لتوزيع التدفق النقدي الفائض وخفض تكاليف الوكالة وهذا يتوقع بان الشركات التي لها تدفق نقدي فائض تقوم بعملية الشراء.

وتدعى الاسهم المعاد شراءها ب(اسهم الخزانة treasury stocks) ويظهر كقيمة سالبة على كشف الميزانية العمومية، وتطرح اسهم الخزانة من الاسهم القائمة، وي طرح السعر المدفوع لاعادة شراء الاسهم عند تحديد حقوق الملكية (بريكهاموايرهاردت، 2009: 900). كما ان اسهم الخزانة هي الاسهم التي اعيد شراؤها في وقت سابق من قبل الشركة، والتي خرجت من الخدمة، وهذه الاسهم لا تتمتع بحقوق التصويت ولا يدفع لها أي مقسوم ارباح، ويمكن للشركة الغائها او اعادة اصدارها للجمهور (Asquith & Mullins, 1986:7).

ب. مفهوم القرار الاستثماري وطبيعته واهدافه وطرق قياسه

اولا: مفهوم القرار الاستثماري وطبيعته

ان طبيعة الاستثمار في حد ذاته نشاط محفوف بالمخاطر، والتي هي صفة فطرية للنشاط البشري وقديمة قدمه، ومن دون المخاطر يكون الاحتمال ضئيل بتحقيق العائد، ولذلك نحن بحاجة الى المخاطر باعتبارها عنصر حاسم في عملية الاستثمار وبوجه عام لكل الاستثمارات سواء كانت فردية او محافظ (Maginn et al., 2007: 579).

وأشار الباحث (Frank) الى ضرورة ان يكون هنالك وضوح لجعل أي استثمار او قرار تمويل ان يتم وفق مقارنة التكاليف مع العوائد المتوقعة بعد تحليل المخاطر التي ترافق عملية الاستثمار، فتحديد العائد



بعد ذاته لا يعطي القرار الصائب من دون تحديد المخاطر التي تنتوع حسب النشاط والتي يمكن ان تصنف الى مخاطر التدفقات النقدية، مخاطر العمل، مخاطر المبيعات، مخاطر التشغيل ، مخاطر التخلف عن السداد، مخاطر اسعار الفائدة، مخاطر العملية ومخاطر المحفظة (Frank,2003:257).

ان مصطلح الاستثمار يرتبط بأنشطة مختلفة، ولكن الهدف الاساسي هو توظيف المال خلال فترة زمنية لتعزيز ثروة المستثمر، كما هناك نوعان من الاستثمار احدهما الاستثمار الحقيقي والاخر مالي، فالاستثمار الحقيقي هو الاستثمار في الموجودات المادية كالأرض، المعدات والمصانع، اما الاستثمارات المالية هي الاستثمار في الاوراق المالية كالأسهم والسندات والعقود (Levisauskaite, 2010:7).

ويذكر (Herzog, 2005: 3) ان الاستثمار في الموجودات المالية هو تخصيص الاموال في العقود المالية لغرض زيادة قيمتها بمرور الوقت. وهناك عنصرين تتصف بها الاوراق المالية وهي الفائدة او العائد من جهة ومن جهة اخرى المخاطرة، وان اعلى عائد على الاستثمار ترافقه مخاطر مرتفعة، وبالتالي يرتفع معدل العائد المطلوب بسبب اضافة علاوة المخاطر، كما ان هناك نوعان من العائد الاول هو العائد الاستثمار الخالي من المخاطر والاخر العائد على الاستثمار المحفوف بالمخاطر، فالاستثمار الخالي من المخاطر هو الاستثمار في السندات الحكومية، اما الاستثمار المحفوف بالمخاطر هو الاستثمار في الاوراق المالية التي تصدرها الشركات الخاصة.

ويعرف (Pentheny, 2009: 12) القرار الاستثماري بانه القرار الذي يحقق الارباح واستقرارها ويحقق امان للمستثمر، ويستند على دراسة وتحليل اتجاهات السوق للاوراق المالية.

ويرى (Maginn et al., 2007: 3) ان القرار الاستثماري هو خدمة مهنية لادارة الاستثمار المالي، والذي اصبح جزءاً هاماً من قطاع الخدمات المالية في جميع اقتصاديات الدول.

كما يذكر (Inderst et al. , 2012: 13) ان القرار الاستثماري يعني تخصيص المال او راس المال في الاعمال التجارية او المشاريع او العقارات وغيرها وتوقع المستثمر من الحصول على دخل اضافي جراء استثماره.

ويذكر (Cardoso & Pereira, 2015: 2) ان القرار الاستثماري ضمن النظرية المالية هو القرار الامثل الذي يهدف فيه المستثمر في تعظيم قيمة ثروته، وان يكون صاحب القرار يمتلك القدرة في تقييم الفرص الاستثمارية والتحكم في المتغيرات الذاتية او الشخصية في اتخاذ القرار، وان لا يكون المستثمر خاضع للعوامل الداخلية او السلوكية في تنفيذ استثماره، وبهذا يمكن ان يتجنب الانحرافات في الهدف الذي يطمح لتحقيقه. ويضيف (Eisdorfer et al., 2013:550) ان النظرية المالية تقترح على المدراء مراجعة المشاريع بشكل مستمر وتنفيذ المشاريع التي تزيد من قيمة الشركة، فيكون لدى المدراء حوافز تدفعهم لتحقيق هذه السياسة، اولها: هو ادارة مصالح المساهمين واتخاذ الاجراءات التي تزيد من قيمة اسهمهم، وليس بالضرورة القيمة الاجمالية للموجودات الثابتة، وثانيها: هناك مجموعة من المصالح للمدراء التي تؤثر في قراراتهم الاستثمارية وفي مقدمتها اهتمامهم بسمعتهم، ومصالح بناء امبرواطوريتهم والحوافز الادارية الاخرى كالتعويضات.



ويضيف (Tracy,2002:191) ان اغلب المستثمرين يكونوا محفظة الاصول بشكل مستمر بهدف تحقيق الارباح، اذ ان رأس المال بحاجة الى الاستثمار في الموجودات والاعمال المتنوعة لتحقيق افضل عائد للمستثمر.

ويرى الباحث ان القرار الاستثماري هو قيام المستثمر بالدراسة والتحليل والمقارنة بين الفرص الاستثمارية من حيث العائد والمخاطرة، والتضحية المالية التي يخصصها لأجل تعظيم ثروته خلال فترة معينة. لذا سيتم التركيز في دراستنا الحالية على الاستثمار في الموجودات المالية فقط.

ثانياً: اهداف القرار الاستثماري

ان الارباح التي يحصل عليها المستثمر تنقسم الى نوعان وهي الارباح الملموسة وغير الملموسة، فالارباح الملموسة هي التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر جراء استثماره، اما الارباح غير الملموسة هي الخبرة الادارية المكتسبة والسمعة التي لا يمكن قياسها بقيمة حقيقية لكنها موجودة (Niktin, 2003: 46). وان أي قرار استثماري يبني على هدفين وهما: العائد والمخاطرة، اذ يعتمد التحليل على المبادلة بين العائد والمخاطرة، فعند تحديد المخاطر المتوقعة يستطيع المستثمر ان يحدد العائد المتوقع. ويذكر (Maginn et al., 2007: 12) اهداف القرار الاستثماري بالاتي:

1. هدف تقليل المخاطرة: يعد هدف تقليل المخاطرة العنصر الاول في اطار سياسة الاستثمار، وعندما يحدد المستثمر نسبة الانحراف المعياري على سبيل المثال (15%) فيتم وضع هدف العائد على الاستثمار وفق هذه النسبة، ويتم ذلك على اساس الاجابة على السؤالين وهما:

- أ- كيف يمكن قياس المخاطر؟ اذ ان قياس المخاطر هي مسألة مهمة في سياسة الاستثمار، وهناك عدة اساليب لقياس المخاطر منها الانحراف المعياري والتباين للعائد.
- ب- ما هو استعداد المستثمر لتحمل المخاطر؟ اذ يختلف المستثمرين بتقبل المخاطر وذلك بسبب العوامل الشخصية او السلوكية.

2. هدف تعظيم العائد: وهو العنصر الثاني في سياسة الاستثمار والذي يجب ان يكون متسق مع هدف المخاطرة، وغالباً ما يكون هناك توتر بين المستثمرين بسبب رغبتهم وقدرتهم في تحديد هدف المخاطرة، ويتطلب قرار هدف تعظيم العائد المطلوب وفق هدف تقليل المخاطر، وفي صياغة هدف العائد يحتاج المستثمر الاجابة على سؤالين وهما:

- أ- كيف يتم قياس العائد؟ ومن اكثر المقاييس المعتادة للعائد هو العائد الاجمالي او دخل الاستثمار. ويمكن تحديد العائد المطلوب على سبيل المثال (10%)، كما لا بد من التمييز بين العائد الاسمي والعائد الحقيقي، فالعائد الاسمي هو العائد غير معدل بنسبة التضخم، اما العائد الحقيقي هو العائد الذي تم تعديله بنسبة الخصم السنوي.

ب- ما هو معدل العائد الذي يرغب به المستثمر؟ هناك معدلات للعوائد المطلوبة وتختلف حسب رغبة المستثمرين واهدافهم ومنها تكون واقعية واخرى غير واقعية، وقد يطلب المستثمر عائد اعلى من عائد القطاع الصناعي، وهنا يقيم مدير المحفظة الاستثمارية مدى تحمل المستثمر للمخاطر.



ثالثاً: مقاييس القرار الاستثماري

سيتم قياس القرار الاستثماري من خلال العائد على الاستثمار ، والمخاطرة من خلال الانحراف المعياري وهي كالآتي:

1. معدل العائد المتوقع على الاستثمار Expected Rate of ROI

معدل العائد المتوقع على الاستثمار هو معدل العائد الدوري الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في الاستثمار في موجودات مالية، وتهتم الشركات بالعائد المتوقع من الاموال المستثمرة بغية مقارنته مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فاذا كان العائد المتوقع اكبر من معدل العائد المطلوب في السوق المالي فان ذلك يعني ان القرارات المالية للشركة سليمة ونتائج نشاطها مربحة، وان احد الطرق لحساب معدل العائد المتوقع على الاستثمار وفق طريقة الوسط الحسابي وكالاتي (العامري، 2013: 277):

$$\bar{R}j = \sum_{i=1}^n R/n$$

حيث ان :

$\bar{R}j$: معدل العائد المتوقع على الاستثمار.

R: معدل العائد السنوي المتحقق على الاستثمار.

N: عدد السنوات

2. الانحراف المعياري Standard Deviation

يتم تعريف المخاطر بانها الانحراف المعياري في العوائد المتوقعة للمحفظة، فالانحراف المعياري هو مقياس لتقلب العائد في المحفظة، فالعائد الاقل قابلية للتنبؤ يكون اكثر مخاطرة على العكس تماماً من العائد الاكثر قابلية للتنبؤ الذي يكون اقل مخاطرة، كما ان هنالك حقيقة يجب ان يفهما المستثمر بأن العائد المرتفع ترافقه خطورة مرتفعة (Bhatawedekhae & Jacobson, 2005: 62)

وتقاس المخاطر المرتبطة بالموجود المالي بالانحراف المعياري، وهو يقيس التشتت لمجموعة من المشاهدات عن وسطها الحسابي، وكلما زاد التشتت في المشاهدات كلما زاد الانحراف المعياري وبذلك تكون مخاطر الاستثمار مرتفعة والعكس بالعكس، ويتم حاسبه وفق الاتي للموجودات الفردية (Kierkegard, 2006: 10):

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{(x - \bar{x})^2}{n-1}}$$

ج. العلاقة بين نظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري:

يستخدم المستثمرون افضل الاستراتيجيات في استثماراتهم في سوق الاسهم ويتم من خلال شراء الاسهم والاحتفاظ بها. كما تفترض معظم ادبيات الاستثمار ان المستثمر سوف يحافظ على الاوراق المالية التي توفر عائد متوقع معين ضمن مخاطرة محددة، ومن الحكمة ان يستخدم المستثمرين قراراتهم اذا كانت الاوراق المالية تعمل على تعظيم ثروتهم، كما لا ينبغي على المستثمرين ان يستخدموا نظرية توقيت السوق اذا ما كانت الاسواق كفؤة وهذا رد على الانتقادات الموجهة نحو انتقادات نظرية توقيت السوق، اذ يجد



المستثمرين صعوبة في تطبيق هذه النظرية لكن لم يكونوا في افضل حال اذا لم يحاولوا (Shen, 2002: 3).

ان استراتيجيات توقيت السوق اعتمدت على نطاق واسع في الممارسات المالية والتي تشير الى استراتيجية التحول في الاستثمار في المحافظ المالية والتي تجمع الموجودات ذات المخاطر والخالية من المخاطر بعد الملاحظة والتنبؤ بظروف السوق مرتكزة على عائد السهم المتوقع (Gao et al, 2015: 91).

كما قدم (Merton) في عام (1981) نموذج يوصف العلاقة بين توقيت السوق والاستثمارات في الاسهم والسندات، ويوضح هذه العلاقة بافتراض ان نظرية توقيت السوق تاخذ اشكال بسيطة جدا، اما سوق الاسهم تحقق عائد متوقع افضل من السندات او سوق السندات ستحقق عائد متوقع افضل من الاسهم، وان الاعتماد على كمية الاسهم التي تصدرها الشركة لا تحقق افضل استثمار، لذا يتطلب تحقيق افضل استثمار بالاعتماد على نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية فضلا عن البيانات التاريخية لتوزيع عوائد الشركة، وبذلك يمكن التخلي عن افتراضات نموذج تسعير الموجودات الراسمالية (Merton, 1981: 365).

أن افتراضات نسبة الدين إلى الملكية نجد أن هناك تأثير لتوقيت السوق في الاستثمار الحقيقي وهذا يرجى الى سببين مهمين:

1. يعتمد المدراء على المعلومات الداخلية في السوق في حين أن هناك نسبة اختلاف كبيرة في عوائد الاسهم المستقبلية، بسبب ان المدراء ليس لديهم القدرة على التنبؤ المعقول عن المستقبل، والخيارات حول عوائد الاسهم المستقبلية لا تكون كافية لأخذ المحاولات الادارية في السوق.
2. اذا كانت بعض خصائص الشركة ترتبط بشكل ايجابي مع عائد الاسهم المستقبلية، والخيار بين الملكية والدين سيتم اغفاله في نموذج عائد الاسهم المستقبلية والذهاب بشكل متحيز الى استخدام توقيت السوق الناجح.

ان العلاقة بين توقيت السوق والاستثمارات تولد توقعات مختلفة حول ما يتعلق باداء الاسهم لاحقا، بالاختيار ما بين اصدار اسهم جديدة او التمويل بالدين وذلك لان توقيت السوق يميل الى اصدار ملكية اكبر من الدين اذا كانت الاسهم مقيمة اكبر من قيمتها الدفترية لذلك يفترض توقيت السوق باصدار ملكية تكسب اكبر عوائد غير طبيعية التي تكون اكثر سلبية لمصدري الدين، وفي المقابل تعزوا نظرية الاستثمار لتحقيق تمويل من خلال عوائد غير طبيعية لتمويل أنشطة الشركة الاستثمارية، ولا حاجة الى اصدار ديون دون المستوى المطلوب (Lewis & Tan, 2016: 1).

ويمكن القول ان المستثمرين لم يكونوا بافضل حال من دون استراتيجية توقيت السوق، لان الاعتماد على استراتيجية شراء الاسهم والاحتفاظ بها، قد يفوت المستثمر فرص كثيرة ومعلومات تحركات السوق قد تكون هناك سنوات استثنائية للشركات. كما ان هناك ادلة تجريبية اشارت الى تأثير قدرة توقيت السوق ليس فقط في المحافظ الاستثمارية لكن تشمل الاسهم الفردية، ووجدت بعض الدراسات في المقارنة بين توقيت السوق للاسهم شركات صغيرة واخرى كبيرة، ووجدوا ان اسهم الشركات الصغيرة تحقق فرص مربحة اكبر من



الشركات الكبيرة، ويعزوا ذلك الى تكاليف المعاملات وحساسيتها في الشركات الكبيرة (Alireza, 2004: 63).

المبحث الثالث

الجانب العملي للبحث

يهتم المبحث الثالث بتحليل بيانات الشركات المبحوثة للفترة من (2005-2015) وهي: شركة الكندي للقاحات البيطرية، وشركة بغداد للمشروبات الغازية، وشركة المنصور للصناعات الدوائية، وشركة الصناعات الالكترونية. على مستوى متغيرات البحث، وهي المتغير المستقل نظرية توقيت السوق ، اما المتغير التابع هو القرار الاستثماري. اما الجانب الاحصائي سيختبر العلاقة بين نظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري وهي كالآتي:

اولا: تحليل بيانات البحث

أ. تحليل نظرية توقيت السوق للشركات المبحوثة

1. تحليل المعدل المرجح للتمويل الخارجي لنسبة القيمة السوقية الى الدفترية (EFWAMB) للشركات المبحوثة :

حسب جدول (2) المتعلق بنتائج (EFWAMB) للشركات العراقية المبحوثة للفترة من (2005 - 2015) ل(4) شركة مساهمة في السوق العراقي للاوراق المالية، اذ يتضح ان المعدل العام للشركات المبحوثة قد بلغ (2.08)، كما ان المعدل المرجح لشركة الكندي للقاحات البيطرية حققت معدل اعلى من المعدل العام، تليها شركة الصناعات الالكترونية، ثم شركة المنصور للصناعات الدوائية، وفي الترتيب الاخير كانت شركة بغداد للمشروبات الغازية، كما يلاحظ ان افضل معدل مرجح في عام (2005).

جدول (2) نتائج (EFWAMB) للشركات المبحوثة للفترة من 2005 الى 2015

المعدل	شركة الصناعات الالكترونية	شركة المنصور للصناعات الدوائية	شركة بغداد للمشروبات الغازية	شركة الكندي للقاحات البيطرية	الشركة / السنة
5.42	3.69	2.16	6.53	9.3	2005
1.54	1.21	1.73	0.95	2.25	2006
1.21	0.89	1.05	1.19	1.69	2007
1.62	1.49	1.31	1.2	2.46	2008
2.44	3.79	2.35	1.2	2.4	2009
0.12	3.38	3.08	8.38	2.41	2010
1.75	0.75	3.02	0.19	3.43	2011
2.72	1.13	1.15	1.43	7.17	2012
1.55	0.6	0.91	2.88	1.8	2013
1.03	-0.34	0.86	2.09	1.51	2014
3.54	9.28	0.73	2.94	1.22	2015
2.08	2.35	1.67	1.08	3.24	المعدل



2. القيمة السوقية للاسهم الى قيمتها الدفترية (M/B) للشركات العراقية المبحوثة :

يتم حساب القيمة السوقية من خلال ضرب عدد الاسهم في سعر السهم السوقي ثم قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية. وحسب جدول (3) المتعلق بنتائج القيمة السوقية الى الدفترية للشركات المبحوثة للفترة من (2005-2015) ل(4) شركة مساهمة في سوق العراق للاوراق المالية، اذ بين جدول (3) المعد العام الذي بلغ (2.14) وحققت شركة الكندي للقاحات البيطرية اعلى من معدل العام، اما شركة بغداد للمشروبات الغازية وشركة الصناعات الالكترونية حققت معدل اقل من المعدل العام وتأتي بالترتيب الثاني لتساوي معدلها معد المعدل العام، اما شركة المنصور للصناعات الدوائية هي اقل الشركات المبحوثة، وكذلك عام (2005) افضل معدل للشركات المبحوثة.

جدول (3) نتائج (M/b) للشركات المبحوثة للفترة من 2005 الى 2015

المعدل	شركة الصناعات الالكترونية	شركة المنصور للصناعات الدوائية	شركة بغداد للمشروبات الغازية	شركة الكندي للقاحات البيطرية	الشركة السنة
4.66	3.65	2	5	8	2005
1.39	1.05	1.5	0.95	2.05	2006
1.40	1.35	1.25	1.2	1.8	2007
1.55	1.4	1.1	1.2	2.5	2008
2.35	3.37	2.6	1.26	2.15	2009
2.53	3.37	2.76	1.1	2.89	2010
2.74	2.48	2.82	1.54	4.11	2011
1.98	1.28	1.21	1.49	3.95	2012
1.95	1.4	0.9	2.99	2.5	2013
1.50	1.6	0.84	2.26	1.28	2014
1.45	0.99	0.76	2.94	1.11	2015
2.14	1.99	1.61	1.99	2.94	المعدل

3. نسبة الموجودات الملموسة للشركات المبحوثة :

يتم حساب نسبة الموجودات الملموسة من خلال قسمة الموجودات الثابتة الى الموجودات الكلية. وحسب جدول (4) المتعلق بنتائج الموجودات الملموسة للشركات العراقية المبحوثة للفترة من (2005-2015) ل(4) شركة مساهمة في سوق العراق للاوراق المالية، اذ بين جدول (4) نسبة الموجودات الثابتة الى الموجودات الكلية كمعدل عام (0.29)، وان شركة بغداد للمشروبات الغازية متميزة في نسبة الموجودات الملموسة لتتبعها شركة الكندي للقاحات البيطرية، ثم شركة المنصور للصناعات الدوائية التي حققت نسبة اقل من المعدل العام، وفي الترتيب الاخير شركة الصناعات الالكترونية، وان افضل عام بنسبة الموجودات الملموسة هي في عام (2006).



جدول (4) نتائج (AT) للشركات المبحوثة للفترة من 2005 الى 2015

المعدل	شركة الصناعات الإلكترونية	شركة المنصور للصناعات الدوائية	شركة بغداد للمشروبات الغازية	شركة الكندي للقاحات البيطرية	الشركة السنة
0.30	0.03	0.29	0.53	0.34	2005
0.37	0.03	0.36	0.7	0.39	2006
0.35	0.03	0.3	0.72	0.36	2007
0.31	0.03	0.26	0.64	0.31	2008
0.27	0.01	0.26	0.63	0.19	2009
0.31	0.05	0.3	0.61	0.29	2010
0.29	0.03	0.27	0.54	0.32	2011
0.26	0.03	0.2	0.51	0.3	2012
0.23	0.04	0.15	0.46	0.26	2013
0.24	0.05	0.14	0.49	0.29	2014
0.25	0.05	0.11	0.55	0.27	2015
0.29	0.03	0.24	0.58	0.30	المعدل

4. نسبة السيولة للشركات العراقية المبحوثة :

يتم حساب نسبة السيولة من خلال قسمة الموجودات المتداولة الى المطلوبات المتداولة. وحسب جدول (5) المتعلق بنتائج السيولة للشركات المبحوثة للفترة من (2005 - 2015) ل(4) شركة مساهمة في سوق العراق للاوراق المالية، اذ بين جدول (5) نسبة الموجودات المتداولة الى المطلوبات المتداولة. لقد بلغ المعدل الصناعي العام (2.51)، وان اعلى نسبة سيولة تحتفظ بها شركة المنصور للصناعات الدوائية، تليها شركة الكندي للقاحات البيطرية، اما شركة الصناعات الالكترونية حققت نسبة سيولة اقل من المعدل العام تليها شركة بغداد للمشروبات الغازية، اما اعلى نسبة سيولة كانت في عام (2015).

جدول (5) نتائج (السيولة) للشركات المبحوثة للفترة من 2005 الى 2015

المعدل	شركة الصناعات الإلكترونية	شركة المنصور للصناعات الدوائية	شركة بغداد للمشروبات الغازية	شركة الكندي للقاحات البيطرية	الشركة السنة
1.22	1.49	1.83	0.65	0.89	2005
1.36	1.8	1.56	0.65	1.42	2006
1.54	1.59	2.13	0.61	1.84	2007
3.54	1.72	9.2	1.37	1.85	2008
2.20	1.59	2.5	1.52	3.18	2009
2.17	1.51	3.07	2.37	1.71	2010
2.42	1.64	4.3	2.46	1.27	2011
1.90	1.67	2.19	2.1	1.64	2012
2.69	1.87	4.86	1.84	2.2	2013
3.18	2.35	4.16	1.58	4.64	2014
5.44	2.55	4.66	1.37	13.17	2015
2.51	1.80	3.68	1.50	3.07	المعدل



5. حجم الشركة للشركات العراقية المبحوثة :

يتم حساب حجم الشركة من خلال استخراج اللوغارتم الطبيعي لإيرادات الشركة. وحسب جدول (6) المتعلق بنتائج حجم الشركات المبحوثة للفترة من (2005-2015) ل(4) شركة مساهمة في سوق العراق الاوراق المالية، اذ بين جدول (6) اللوغارتم الطبيعي لكل شركة عراقية مبحوثة. لقد بلغ المعدل الصناعي العام (8.88) ، ويلاحظ ان شركة بغداد للمشروبات الغازية اكبر حجم من الشركات الاخرى، تليها شركة الصناعات الالكترونية، اما شركة المنصور للصناعات الدوائية في الترتيب الثالث من حيث الحجم تليها شركة الكندي للقاحات البيطرية.

جدول (6) نتائج (حجم الشركة) للشركات المبحوثة للفترة من 2005 الى 2015

الشركة السنة	شركة الكندي للقاحات البيطرية	شركة بغداد للمشروبات الغازية	شركة المنصور للسناعات الدوائية	شركة الصناعات الالكترونية	المعدل
2005	6.46	10.55	6.79	8.86	8.17
2006	6.65	11.3	6.61	8.52	8.27
2007	6.75	10.89	7.13	9.41	8.55
2008	6.67	11.31	7.62	8.42	8.51
2009	7.22	11.79	7.72	8.72	8.86
2010	7.57	12.05	7.29	9.24	9.04
2011	7.86	12.19	7.65	9.01	9.18
2012	8.1	12.33	8.16	9.25	9.46
2013	8.67	12.35	8.01	8.82	9.46
2014	6.65	12.24	7.82	8.64	8.84
2015	6.12	12.39	10.25	8.52	9.32
المعدل	7.16	11.76	7.73	8.86	8.88

ب. تحليل القرار الاستثماري (ID) للشركات المبحوثة

يمثل جدول (7) نتائج العائد على الاستثمار للشركات المبحوثة للفترة من (2005-2015) ل(4) شركة مساهمة في سوق العراق الاوراق المالية، اذ بين جدول (7) المعدل العام للعائد على الاستثمار قد بلغ (0.07)، بمخاطرة (0.03)، ويلاحظ ان اعلى عائد حققته شركة المنصور للصناعات الدوائية بمخاطرة (0.12)، تليها شركة الكندي للقاحات البيطرية بعائد متوقع (0.10) بمخاطرة (0.07)، ثم شركة بغداد للمشروبات الغازية بعائد (0.06) ومخاطرة (0.08)، واول عائد لشركة الصناعات الالكترونية ب(0.03) ومخاطرة (0.13)، اما افضل عام تحقق في عام (2015).



جدول (7) نتائج (ID) للشركات المبحوثة للفترة من 2005 الى 2015

المعدل	شركة الصناعات الإلكترونية	شركة المنصور للصناعات الدوائية	شركة بغداد للمشروبات الغازية	شركة الكندي للقاحات البيطرية	الشركة السنة
0.06	0.024	0.138	-0.007	0.086	2005
0.05	0.116	0.036	0.006	0.024	2006
0.07	0.106	0.156	-0.06	0.07	2007
0.08	0.164	0.13	0	0.02	2008
0.05	-0.064	0.13	0.004	0.124	2009
0.04	-0.11	0.027	0.05	0.195	2010
0.04	-0.066	0.026	0.024	0.195	2011
0.10	0.028	0.073	0.112	0.178	2012
0.11	0.175	0.038	0.128	0.104	2013
0.10	0.192	0.052	0.112	0.04	2014
0.12	-0.226	0.477	0.237	0.011	2015
0.07	0.03	0.12	0.06	0.10	العائد المتوقع
0.03	0.13	0.12	0.08	0.07	المخاطرة

ثانياً: اختبار وتحليل علاقات التأثير لمتغيرات البحث

تم استعمال تحليل الانحدار المتعدد في الاختبارات الخاصة بالتعرف على تأثير (نظرية توقيت السوق) في (القرار الاستثماري)، كما تم اعتماد على معامل (Beta) لمعرفة التغير المتوقع في المتغير التابع (القرار الاستثماري) بسبب التغير الحاصل في وحدة واحدة من المتغير المستقل (نظرية توقيت السوق)، وتم الاعتماد على معامل التحديد (R^2) للتعرف على قدرة النموذج على تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقل والمتغير التابع، كما ان مقارنة بين قوة تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة قد قيست من خلال (t-test) والذي يشير الى معنوية النتائج، فضلا عن استعمال اختبار (f) للتعرف على معنوية نموذج الانحدار، وقد اعتمد البحث على مستوى معنوية (0.05) للحكم على مدى معنوية التأثير، حيث تم مقارنة مستوى معنوية المحتسبة مع مستوى المعنوية المعتمدة (0.05) وتعد تأثيرات ذات دلالة معنوية اذا كان مستوى المعنوية المحتسبة اصغر من مستوى المعنوية المعتمدة والعكس بالعكس. وقد وضعت خمس فرضيات التي نصت على وجود تأثير ذات دلالة معنوية لمتغيرات نظرية توقيت السوق في القرار الاستثماري، وهي كالآتي:

جدول (8) تحليل التباين (ANOVA) للعلاقة بيننظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري

مصدر التباين	درجة الحرية	مجموع المربعات	متوسط المربعات	R^2	قيمة F المحسوبة	مستوى الاحصائية
الانحدار	5	.094	.019	.23	2.433	0.050
الخطأ	42	.324	.008			
المجموع	47	.418				



جدول (9) معاملات العلاقة لمتغيرات نظرية توقيت السوق في القرار الاستثماري

القرار الاستثماري			المتغير التابع	
مستوى المعنوية	T المحسوبة	معامل β	قيمة (a)	المتغيرات المستقلة
.085	.089		.008	الثابت
.026	-1.965	-.243	-.151	EFWAMB
.018	2.453	.458	.033	M/B
.031	-1.925	-.224	-.122	AT
.864	-.172	-.027	-.001	Size
.634	.479	.084	.004	Liquidity

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

جدول (9) يوضح ان المعدل المرجح له علاقة تأثير في القرار الاستثماري اذ بلغت قيمة معامل β (-) 0.24 وهذا يعني ان زيادة وحدة واحدة في المعدل المرجح سينخفض العائد على الاستثمار بنسبة (-0.24)، كما ان مستوى المعنوية المتحققة هي (0.026) وهي اقل من مستوى المعنوية التي افترضها الباحثين ب(0.05)، لذا تقبل هذه الفرضية.

كما ان القيمة السوقية الى الدفترية لها علاقة تأثير في القرار الاستثماري اذ بلغت قيمة معامل β (0.46) وهذا يعني ان زيادة وحدة واحدة في القيمة السوقية الى الدفترية سيزداد العائد على الاستثمار بنسبة (0.46)، كما ان مستوى المعنوية المتحققة هي (0.018) وهي اقل من مستوى المعنوية التي افترضها الباحثين ب(0.05)، لذا تقبل هذه الفرضية.

اما الموجودات الملموسة لها علاقة تأثير في القرار الاستثماري اذ بلغت قيمة معامل β (-) 0.22 وهذا يعني ان زيادة وحدة واحدة في الموجودات الملموسة سينخفض العائد على الاستثمار بنسبة (-0.22)، كما ان مستوى المعنوية المتحققة هي (0.031) وهي اقل من مستوى المعنوية التي افترضها الباحثين ب(0.05)، لذا تقبل هذه الفرضية.

ان حجم الشركة له علاقة تأثير في القرار الاستثماري اذ بلغت قيمة معامل β (-) 0.03 وهذا يعني ان زيادة وحدة واحدة في حجم الشركة سينخفض العائد على الاستثمار بنسبة (-0.03)، كما ان مستوى المعنوية المتحققة هي (0.854) وهي اكبر من مستوى المعنوية التي افترضها الباحثين ب(0.05)، لذا ترفض هذه الفرضية.

كما ان السيولة لها علاقة تأثير في القرار الاستثماري اذ بلغت قيمة معامل β (0.08) وهذا يعني ان زيادة وحدة واحدة في السيولة ستزيد من العائد على الاستثمار بنسبة (0.08)، كما ان مستوى المعنوية المتحققة هي (0.634) وهي اكبر من مستوى المعنوية التي افترضها الباحثين ب(0.05)، لذا ترفض هذه الفرضية.

حسب جدول (8) يؤثر معامل التحديد المعدل (R^2) من أن نسبة المفسر لنظرية توقيت السوق في القرار الاستثماري بلغت (23%) وهي نسبة مقبولة تدل على أن (23%) من الاختلافات الكلية في القرار الاستثماري يتحدد من خلال نظرية توقيت السوق والنسبة المتبقية (77%) تمثل نسبة مساهمة المتغيرات غير الداخلة في أنموذج البحث أو متغيرات عشوائية لا يمكن السيطرة عليها. فضلاً عن ذلك فقد بلغت



قيمة (F) المحسوبة (2.433) وهي معنوية عند مستوى (0.05) وهذا يدل على أن نموذج الانحدار (معادلة الانحدار) مقبولة يفسر العلاقة بين نظرية توقيت السوق والقرار الاستثماري.

المبحث الرابع - الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

1. توصل البحث الى ان قيم توقيت السوق للشركات الصناعية العراقية في ارتفاع وانخفاض، الا ان الشركات لا زالت تصدر اسهم جديدة.
2. ان العائد على الاستثمار لبعض الشركات المبحوثة منخفضاً جداً.
3. ان الشركات العراقية لاتمتلك موجودات ملموسة جيدة كضمان للحصول على دين.
4. ان نظرية توقيت السوق لها تأثير في العائد على الاستثمار، وهذه فرصة للتحسين أي عند اهتمام الشركات بتوقيت سوق اسهما سيؤدي الى تحسين العائد على الاستثمار.
5. ان حجم الشركة يؤثر في القرار الاستثماري، ويعود ذلك بان يأخذ المستثمرين حجم الشركة بنظر الاعتبار.

ثانياً: التوصيات

1. من الضروري جداً ان تاخذ الشركات الصناعية العراقية المبحوثة بعين الاعتبار مجموعة من الامور المهمة قبل اصدار اسهم جديدة، كتحديد الحاجة للتمويل، وتقييم وضع سعر السهم وفق نظرية توقيت السوق، واستخدام الاموال في الاستثمارات الحقيقية الايجابية، والمقارنة بين مصادر التمويل من حيث الكلفة والفائدة، وان لا تصدر الشركة اسهم جديد عند انخفاض سعر السهم عن قيمته الحقيقية، ووضع اليات في توفير الاموال لاعادة شراء السهم في حال انخفاض سعر السهم الى ادنى مستوى له، والاخذ بنظر الاعتبار المعلومات التي ترسل الى المستثمرين عند اصدار اسهم جديدة.
2. ان لا يؤدي اعادة شراء الاسهم الى ارتفاع مفرط في سعر السهم، ووضع بند في الميزانية العمومية لتبويب الاسهم المعاد شراؤها ضمن اسهم الخزنة، وعلى ان لا يؤثر اصدار اسهم جديدة في حملت الاسهم الحاليين.
3. ان عدم قدرة الشركات العراقية المبحوثة من توليد ارباح تشغيلية فانه يضر في سمعة الشركة، وهذا يؤدي الى عزوف المستثمرين من تداول اسهمها.
4. لا بد لبعض الشركات العراقية ان تتوقف من اصدار اسهم جديدة لان اسعار اسهمها منخفضة عن القيمة الدفترية، اذ تتبع السهم باقل من دينار ويسجل في الميزانية العمومية دينار.
5. لا بد للشركات العراقية ان تبحث عن مصادر تمويل طويلة الامد، بمساعدة ومساندة الجهات المختصة وذو الاختصار لأتاحه الفرصة امام الشركات العراقية ان تأخذ الدور الريادي في الاقتصاد العراقي.



6. قد يكون فشل الشركات العراقية في تحقيق اهداف المستثمرين، من حيث العائد العالي والمخاطرة المحدودة، يرجع الى عدم قدرة هذه الشركات من تحقيق الهدف المالي الذي يعد هدف طويل الامد الذي يتحقق من خلال تظافر مجموعة من الجهود ومنها الموارد البشرية التي قد لا تمتلك القابليات الجيدة في تدعيم العمليات الانتاجية ثم لم تستطع الشركات ان تقدم منتج يلبي متطلبات الزبون وتحقيق رضاه، ثم يؤدي ذلك الى الفشل في تحقيق ارباح تشغيلية.



المصادر

1. بريكهام، اوجين وابرهاردتو ميشيل ، تعريب سرور، سرور علي ابراهيم (2009) الإدارة المالية، دار المريخ للنشر.
2. العامري ، محمد علي ابراهيم (2013) الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الاولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ،الأردن.
3. [AlirezaTourani](#) (2004) "**A Tale of Three Stock Markets: Timing Between Hong Kong, Shanghai and Shenzhen**", *Managerial Finance*, Vol. 30 Iss: 7, pp.60 – 77.
4. Ardia David, Kris Boudt, MarjanWauters (2016) **The Economic Benefits Of Market Timing The Style Allocation Of Characteristic-Based Portfolios**, *North American Journal Of Economics And Finance* 37, 38–62.
5. Arosa Clara, Maria VerduchNivine And Richie Peter W.(2014) **The Impact Of Culture On Market Timing In Capital Structure Choices**, *Research In International Business And Finance*.
6. Asquith Paul And Mullins David W., Jr (1986) **Equity Issues And Offering Dilution**, *Journal Of Financial Economics* 15.
7. Baker Malcomlm And Wurgler (2002) **Market Timing And Capital Structure**, *The Journal Of Finance*, Vol.1.7, No.1.
8. Balsmeier Phillip W. And BroussardJames S. (2004) **The Potential For Market Timing Abuse For Mutual Funds Investing In The United Kingdom**, *Management Research News*.
9. Bhatawedekhae D., Jacobson H,(2005, "**Vault Guide To Finance Interviews**" Contact Vault Inc, United States Of America
10. Brown Christine And O'day James (2005) **The Relationship Between Share Repurchases And Dividends In An Imputation Tax Environment** , *Conference Of University Of Melbourne*.
11. Chassart Marc Dumont De And Firer Colin (2004) **Risks Associated With Market Timing Underdi Erent Market Conditions** , *International Journal Of Management Science* .
12. Copland Thomas, Weston Fred and ShastriKuldeep (2005) ***Financial Theory and Corporate Policy***, Publishing as Pearson Addison Wesley.
13. EisdorferAssaf , Carmelo Giaccotto, Reilly White (2013) **Capital Structure, Executive Compensation, And Investment Efficiency**, *Journal Of Banking & Finance*.
14. Ekholm Anders G. (2012) **Portfolio Returns And Manager Activity: How To Decompose Tracking Error Into Security Selection And Market Timing**, *Journal Of Empirical Finance*.
15. Elliott William B. , Johanna Koöter-Kant And, Richard S. Warr (2008) **Market Timing And The Debt–Equity Choice**, *J. Finan. Intermediation* 17 ;175–197.
16. Frank ,M.Z., &Goyal, V.K.(2003). **Testing The Pecking Order Theory Of Capital Structure** . *Journal Of Financial Economics*, 67(2),217-248.
17. GaoNing Jason Everett Brooks, (2015), "**Capital Structure And Outcome Of Proxy Contest Targets**", *Managerial Finance*, Vol. 36 Iss 4 Pp. 294 – 321.
18. Herzog, F.. (2005), **Numerical Solution Of The Hamilton-Jacobi-Bellman EquationIn Stochastic Optimal Control**. *Working Paper, Ifa, Eth Zurich*.



19. Inderst, R. (2012), "**Consumer Protection And The Role Of Advice In The Market For Retail Financial Services**", *Journal Of Institutional And Theoretical Economics*, Vol. 167 No. 1, Pp. 4-21.
20. Kierkegaard Kristian (2006) **Practical Application Of Modern Portfolio Theory**, Unpublished Thesis Within Business Administration.
21. Levisauskait Kristina (2010) **Investment Analysis And Portfolio Management**, Unpublished Thesis Degree Of Master, Vytautas Magnus University Kaunas, Lithuania.
22. Lewis Craig M. And Tan Yongxian (2016) **Debt-Equity Choices, R&D Investment And Market Timing**, *Journal Of Financial Economics*.
23. Maginn John L., [Donald L. Tuttle](#), [Jerald E. Pinto](#), And [Dennis W. Mcleavey](#), (2007) **Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process**, Third Edition, [Cfa Institute Investment Books](#).
24. Månsson Elise And Tonell Jonas (2010) **Market Timing And Capital Structure**, Unpublished Thesis Degree Of Master, Lund University .
25. Merton, Robert (1981) On **Market Timing And Investment Performance**, *Journal Of Business*.
26. Nikitin Sergei (2003) **Investment Climate Parameters In Transition Economies: The Case Of Russia**, Unpublished A Thesis Submitted To The Graduate School Of Social Sciences Of Middle East Technical University
27. Peláez Rolando F. (2015) **Market-Timing The Business Cycle**, *Review Of Financial Economics*.
28. Pentheny Graham (2009) **Analysis Of Stock Market Investment Strategies**, Unpublished Thesis Degree Of Master, Faculty Of Worcester Polytechnic Institute.
29. Sáez Juan Carlos (2015) **A note on market timing: Interim trading and the performance of holdings-based and return-based measures**, [International Review of Economics & Finance, Volume 35](#).
30. Shen , G.(2002) , **The Determinant Of Capital Structure In Chinese Listed Companies**. Published Doctoral Dissertation , University Of Ballarat . Australia.
31. Tracy John (2002), "**The Fast Forward Mba In Finance**", Second Edition John Wiley & Sons, Inc, United States Of America.