

الأسواق المالية الكفوة وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية

دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019*

الباحثة : هبة عامر عيسى الجعفري

أ.د منتظر فاضل سعد البطاط

جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية

5155353hiba@gmail.com

المستخلص :

تؤدي الأسواق المالية الكفوة دورا مهما في تحقيق القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال انعكاس المعلومات بصورة آنية على الأسعار كون أن المعلومات متاحة للجميع ، ويوفر هذا السوق الكفوء الأموال اللازمة للبدء بالمشاريع الاستثمارية التي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة مما له دوراً كبيراً في دفع عجلة التنمية الاقتصادية المهمة للبلدان النامية ، إذ حاول هذا البحث توضيح العلاقة بين الأسواق المالية الكفوة والقيمة السوقية من خلال اختيار عينة تتألف من 16 مصرفاً مدرجاً في سوق العراق للأوراق المالية ، وقد توصل البحث اعتماداً على نموذج التأثيرات الثابتة ان المتغير الأكثر تأثيراً هو مؤشر السوق العام ISX 60 .

الكلمات المفتاحية :- الأسواق المالية ، سوق النقد ، سوق رأس المال ، السوق

المالي الكفوء ، القيمة السوقية ، مؤشرات السوق

* بحث مستل من رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة البصرة – قسم العلوم المالية والمصرفية

**Efficient financial markets and their impact on
market value - an application study in the Iraq Stock
Exchange for the duration of 2015-2019**

Researcher: Hiba Amer Issa Al Jaafari

Prof. Muntader Fadil Saad Al-Batat

University of Basra/College of Administration and Economics

Abstract :

The efficiency financial markets play an important role in achieving the real value of the financial paper through the reflection of information on prices as available to all, and this efficiency market provides funds to start investment projects that need huge capitals, which has a great role in pushing a wheel The important economic development of developing countries. This research tried to clarify the relationship between the efficiency of financial markets and market value by choosing a sample consisting of 16 banks on the Iraq Stock Exchange ISX 60 .

key words :- Financial Markets ,Money Market , Capital Market , Financial Market Efficiency, Market Value, Market Indicators .

المقدمة :-

تمثل الأسواق المالية المتطورة والكفوء إحدى أهم مظاهر تقدم اقتصادات العالم ، إذ لا تهدر هذه الأسواق المعلومات بل تعكسها بصورة فورية على أسعار الأوراق المالية وتكون المعلومات متاحة للجميع إذ ان هذا السوق الكفوء يوفر العدالة بين المشاركين في السوق ، إذ تكون هذه الأسواق المالية الكفوء بمثابة قناة تنتقل عبرها الأموال الفائضة من المدخرين إلى المستثمرين ولذلك تكون هذه الاسواق مهمة جداً في تحقيق التقدم للاقتصادات النامية ، سعى هذا البحث لدراسة السوق المالي الكفوء من حيث مفهومه وشروطه ووظائفه ثم ما للسوق المالي الكفوء من تأثير في القيمة السوقية للأوراق المالية بالاعتماد على عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

"منهجية البحث"

أولاً : أهمية البحث :-

- ١ تجبرز أهمية البحث من أهمية الأسواق المالية الكفوء ومدى تأثيرها في القيمة السوقية عبر متغيراتها العديدة المختلفة ، ومدى إمكانية الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الكفوء في تحديد القيمة السوقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .
- ٢ يمثل البحث إطاراً فكرياً وتطبيقياً عن كيفية تأثير مؤشرات السوق المالي الكفوء في القيمة السوقية .
- ٣ معرفة مدى إمكانية الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الكفوء في تحديد القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

ثانياً :- مشكلة البحث :-

تتص نظرية الأسواق المالية الكفاءة على أن أثر المعلومات ينتقل مباشرة على القيمة السوقية ويعكس بالتالي قيم الأوراق الحقيقية، إذ في ظل هذه الأسواق تكون حركة تداول الأوراق المالية فيه عالية ويكون السوق ذا نشاط كبير وفعال وتحكمه جهات رقابية كفوءة ، أما سوق العراق للأوراق المالية فيعاني من مشكلات عديدة تعد بمثابة معوقات أمام تحقيق الكفاءة في جميع قطاعاته ، ومن خلال ما ذكر أعلاه يمكن صياغة مشكلة البحث بالتساؤل الرئيس الآتي :-

هل يوجد أثر للسوق المالي الكفوء في القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية ؟

ومن السؤال الرئيس يمكن أن تصاغ الأسئلة الفرعية الآتية :-

- ١ هل لمؤشر السوق العام أثر في القيمة السوقية ؟
- ٢ هل لمؤشر عدد الأسهم أثر في القيمة السوقية ؟
- ٣ هل لمؤشر حجم التداول أثر في القيمة السوقية ؟
- ٤ هل لمؤشر عدد الشركات أثر في القيمة السوقية ؟

ثالثاً :- أهداف البحث :-

- ١ توضيح طبيعة العلاقة التي تربط ما بين السوق المالي الكفوء والقيمة السوقية وإمكانية تقديم التوصيات على ضوءها .
- ٢ تفسير ما لمؤشرات السوق المالي الكفوء من أثر في القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و بيان أي من مؤشرات الكفاءة أكثر تأثيراً من غيره في القيمة السوقية .

٣ توضيح الآثار الإيجابية التي يعكسها السوق المالي الكفوء في اقتصادات البلدان من خلال تفعيل الاستثمار وتحقيق التنمية الاقتصادية .

رابعاً :- فرضية البحث :- يقوم البحث على اختبار الفرضية الرئيسية الآتية :-

لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي للسوق المالي الكفوء في القيمة السوقية للأوراق المالية .

خامساً :- مجتمع وعينة البحث :-

١ - مجتمع وعينة الدراسة :- يشمل مجتمع الدراسة بسوق العراق للأوراق المالية أما عينة الدراسة فقد تمثلت ب (16) مصرفاً من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، تتمثل بالجدول الآتي :-

٢ - آلية اختيار عينة الدراسة :- أُختير عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019 ، وذلك لأهمية القطاع المصرفي في سوق العراق المالي من حيث الحجم والتأثير ، وقد استبعدت المصارف التي لم تتوفر فيها البيانات الفصلية لمدة الدراسة المذكورة .

٣ - متغيرات الدراسة :- اعتمد البحث المؤشرات الآتية :-

المتغيرات المستقلة :- اعتمدت الدراسة على أربعة متغيرات أساسية تمثلت بالآتي

المتغير الأول : مؤشر السوق العام X1

المتغير الثاني : مؤشر عدد الأسهم X2

المتغير الثالث : مؤشر حجم التداول X3

المتغير الرابع : مؤشر عدد الشركات X4

المتغير المعتمد :- يتمثل المتغير المعتمد للدراسة بالقيمة السوقية (Y) والتي تمثلت بسعر الاغلاق لأسهم الشركات المدرجة في القطاع المصرفي لسوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة .

٤ - الحدود الزمانية للدراسة :-

تمتد الحدود الزمانية لهذه الدراسة من شهر كانون الثاني 2015 لغاية شهر كانون الأول 2019 وذلك لتوافر البيانات الفصلية لمدة الدراسة المذكورة .

سادسا :- هيكلية البحث

الصفحة	الموضوع
2	المقدمة
٤ - ٢	منهجية البحث
٦ - ٥	الدراسات السابقة
١٤ - ٧	المبحث الأول: التأصيل النظري للأسواق المالية الكفؤة والقيمة السوقية
٢٧ - ١٤	المبحث الثاني: تحليل مؤشرات الأسواق المالية الكفؤة وآلية تطبيقها على المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
٢٨ - ٢٧	المبحث الثالث: الاستنتاجات والتوصيات
٣٢ - ٢٨	المصادر والمراجع

"دراسات سابقة"

١ - دراسة سميرة (2010)

عنوان الدراسة	كفاءة سوق رأس المال وأثرها في القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية
نوع الدراسة	أطروحة دكتوراه
اسم الباحث	نطرش سميرة
عينة الدراسة	الجمهورية الجزائرية
مشكلة الدراسة	تصاغ مشكلة الدراسة من خلال التساؤل الرئيس التالي : هل لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية ؟
الهدف من الدراسة	تهدف إلى محاولة توضيح أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	العمل على خلق ثقافة الاستثمار والادخار بالاستعانة بجميع الوسائل الإعلامية وتطوير سوق السندات وتعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار والتركيز على سلطة السوق ودورها في توفير وزيادة درجة الإفصاح في السوق لزيادة ثقة المستثمر في سوق رأس المال والعمل على تخفيض تكاليف المعاملات وكذلك تفعيل دور الرقابة على نشاط البورصة .

٢- دراسة الزيود والرقيبات (2013)

عنوان الدراسة	كفاءة سوق العراق للأوراق المالية عن المستوى الضعيف (2005-2011)
نوع الدراسة	بحث منشور
اسم الباحث	د.حسين علي الزيود و د.غازي عبد المجيد الرقيبات
عينة الدراسة	سوق العراق للأوراق المالية
مشكلة الدراسة	تصاغ مشكلة الدراسة في التساؤل التالي : هل أن أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تتصف بالاستقلالية في التغيرات التي تحدث في الأسعار اللاحقة على أسعار الأسهم السابقة ؟
الهدف من الدراسة	اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية عند المستوى الضعيف من خلال تحديد ما إذا كانت أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق تتصف بالاستقلالية أم لا
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	ان سوق العراق للأوراق المالية لا يتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف حيث إن البيانات والمعلومات المتوافرة عن أسعار الأسهم لا تنعكس بصورة صحيحة ومستقرة على أسعار الأسهم .

٣- دراسة زريف وسلطاني (2014)

عنوان الدراسة	كفاءة الأسواق المالية وأثرها في القيمة السوقية للسهم دراسة حالة سوق الأسهم السعودي للفترة (2004-2013)
نوع الدراسة	رسالة ماجستير
اسم الباحث	لمياء زريف ومفيدة سلطاني
عينة الدراسة	سوق الأسهم السعودي
مشكلة الدراسة	يمكن صياغة إشكالية الدراسة من خلال التساؤل الرئيس التالي : ما مدى تأثير الأسواق المالية في القيمة السوقية للسهم ؟
الهدف من الدراسة	عرض مختلف نماذج تقييم الأسهم واختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي بالتعامل مع المعلومات المتاحة على المؤسسات المدرجة وذلك من خلال تقييم مدى توافر المقومات الكاملة للكفاءة والإلمام بنظرية السوق المالي الكفاء بوصفها مطلباً ضرورياً لأي محاولة لفهم آلية عمل السوق المالي
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	في ظل السوق الكفاء يتغير سعر السهم بسرعة تبعاً لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق وفي إطاره تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمه الحقيقية وفي حالة عدم كفاءة السوق المالي يكون هناك اختلاف بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمه السوقية وهناك ارتباط وثيق بين مفهوم الكفاءة وضرورة توافر المعلومات بوصفها المحور المركزي لمفهوم الكفاءة ولقد أثبتت نتائج التحليل أن سوق الأسهم السعودي كفاء في صيغته الضعيفة وغير كفاء في صيغته المتوسطة .

٤- دراسة Abdullah And Others, 2018

Impact of Payout Policy on Market Value	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
Md. Nayeem Abdullah And Others	اسم الباحث
Chittagong Stock Exchange (CSE) 198 شركة مدرجة في بورصة	عينة الدراسة
تبحث الدراسة في تأثير توزيعات الأرباح في القيمة السوقية للشركات	مشكلة الدراسة
تطبيق تقنية Generalized method of moments (GMM) لتقدير نماذج الانحدار باستخدام بيانات العينة لتوضيح العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية	الهدف من الدراسة
وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات والقيمة السوقية للشركات عينة الدراسة وأيضا تم رفض فرضية عدم ملاءمة توزيع الأرباح المقدمة من قبل Modigliani and Miller للشركات عينة الدراسة .	النتائج التي توصلت إليها الدراسة

٥- دراسة Plastun, 2014

Behavior of Financial Markets Efficiency During the Financial Market Crisis: 2007-2009	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
Alexey Plastun And Others	اسم الباحث
الأسواق المالية لبعض البلدان المتقدمة والنامية	عينة الدراسة
تصاغ مشكلة الدراسة من خلال التساؤل التالي : كيف يتم بيان سلوك كفاءة الأسواق المالية خلال أزمة السوق المالية للمدة الدراسة ؟	مشكلة الدراسة
تهدف الدراسة إلى عدة نقاط منها تصنيف الأسواق المالية لمختلف البلدان حسب مستوى كفاءتها وتعد أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية وتقديم بعض التوصيات حول حلها ومن ثم تحسين الكفاءة	الهدف من الدراسة
استخدام (FMH) كأساس لنمذجة سلوك السوق المالية وله تطبيق عملي في المستوى الجزئي (المشاركين في السوق الأفراد) والمستوى الكلي (المنظمين) .	النتائج التي توصلت إليها الدراسة

٦- دراسة Alom And Raquib, 2014

CAPITAL MARKET EFFICIENCY AND PORTFOLIO EQUITY INFLOWS IN BANGLADESH	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
Khairul Alom And Muhammad Raquib	اسم الباحث
the Dhaka Stock Exchange (DSE)	عينة الدراسة
تبحث هذه الدراسة في نموذج الاختبارات غير المعيارية لكفاءة الأسواق المالية "اختبارات وظيفة الارتباط التلقائي (ACF)"	مشكلة الدراسة
فحص الروابط المختلفة بين الاستثمار في محفظة الأسهم والأسواق المالية والنمو	الهدف من الدراسة
وجود ارتباط ذاتي ايجابي في عوائد سوق الأوراق المالية في بورصة Dhaka خلال مدة الدراسة وتنتج الدراسة أن أسواق الأوراق المالية ليست ضعيفة من حيث الكفاءة وأن السياسات واللوائح المالية المتعلقة بالإصدار وإلغاء التنظيم قد ولدت تناقضا واضحا وميلا إلى عدم الاستقرار .	النتائج التي توصلت إليها الدراسة

المبحث الأول : التأسيس النظري للأسواق المالية الكفوة والقيمة السوقية

أولاً :- الأسواق المالية Financial Markets

يعد النظام المالي من أهم الأنظمة الفرعية داخل النظام الاقتصادي ، إذ يتكون هذا النظام من عناصر عدة تمكن من التدفق السلس للموارد المالية وخصائصه الأساسية هي الديناميكية والانفتاح والتعقيد ، وأهم عناصر النظام المالي هي الأسواق المالية والمؤسسات المالية والجهات المالية الفاعلة ، ويعد السوق المالي جزءاً أساسياً لا ينفصل عن النظام المالي لكل اقتصاد ويمثل مكاناً ومساحة منظمة لتقديم الموارد المالية ، وتوفر الأسواق المالية بشكل رئيس قنوات لتخصيص المدخرات إذ يتم تحقيق النقل الفعال من أصحاب الموارد المعطلة إلى الذين لديهم حاجة ملحة إليها ومن خلال هذه الأسواق يتم تبادل المقرضين والمقرضين الأموال طويلة ومتوسطة الأجل ، وذلك لحل مشكلات احتياجهم للسيولة وبذلك أصبح موضوع الأسواق المالية ذا أهمية كبيرة في الدول النامية والمتقدمة للدور المهم الذي تقوم به في جمع المدخرات واستثمارها بالشكل الذي يدعم النمو الاقتصادي .

١ مفهوم الأسواق المالية The concept of financial markets

للسوق المالي مفاهيم متعددة ومتنوعة تم تداولها من قبل المصادر والمؤلفات لعدد كبير من الباحثين في المجالات المالية والاقتصادية وقد يصعب حصرها في تعريف دقيق وشامل ومن ثم سيتم التطرق إلى بعض هذه المفاهيم وعلى النحو الآتي ، إذ عرفها MISHKIN بأنها المكان الذي يتم فيه إصدار

الأصول المالية وتداولها ، إذ يتم تداول الاوراق المالية بتكاليف معاملات منخفضة وبأسعار تعكس العرض والطلب (Mishkin,2004:59) .
وعرفها الغالي بأنها الآلية التي من خلالها يمكن تجميع الادخارات سواء للشركات أم للحكومات أم للأفراد ثم توجيهها لمختلف أوجه الاستعمال سواء كانت إنتاجية أم غير إنتاجية (الغالي وعدنان، 2019:20) .

٢ أهمية الأسواق المالية The Importance Of Financial Markets

تكمن أهمية الأسواق المالية من خلال الطلب على الأموال و إعادة استثمارها من خلال عوامل عدة وأهمها ما يأتي :-

أ - تقوم الأسواق المالية بتحفيز المدخرين لتعبئة ورفع الموارد المالية لتمويل المستثمرين من اجل الاكتتاب في الاوراق المالية من أسهم وسندات (سلطان، 2015:14) .

ب تهتم الأسواق المالية بتحقيق مستوى مرتفع من الانضباط المؤسسي ، وذلك من خلال إلزام المؤسسات بعمليات الإفصاح للمعلومات وكذلك عمليات الرقابة لهيئات هذه الأسواق لضمان مناخ استثماري مناسب يمتاز بالشفافية وهذا سيجعل السوق المالي عاكسا لاقتصاد الدولة (احمد، 2017:25-24) .

ت إن الإدارة الكفؤة والمكاتب ذات التخصصات والخبرات في هذا المجال هي التي تتيح القابلية لتقديم النصائح والمعلومات للشركات التي تقوم بإصدار الأدوات المالية التي يتم تداولها (عبد الحق، 2017:9-8) .

ث تعد الأسواق المالية أحد أهم مجالات التسهيل في عملية التبادل للأصول الاستثمارية بين الأفراد والحكومات والشركات كأركان اقتصادية أساسية .

٣ - تصنيف الأسواق المالية Classification Of Financial Markets

تتمثل الأسواق المالية في المجتمع بالعديد من التعاملات المالية من خلال التصنيفات الآتية :-

أ - سوق النقد The Money Market

أسواق النقد هي المكان الذي يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية ذات آجال استحقاق سنة واحدة أو أقل وتمتاز هذه الأسواق عموماً بسيولة عالية إذ يمكن بيع الأوراق المالية في هذه الأسواق أم تداولها بسهولة مع خسارة قليلة في القيمة، وتتسم هذه الأوراق المالية قصيرة الأجل بكونها ذات عوائد ومخاطر منخفضة، بشكل عام (Melcher and Norton,2017:14-15) .

كما يرى **Hadjhamou** أن أسواق النقد هي الأسواق التي يتم فيها اقتراض الأموال أم إقراضها لفترات قصيرة (أقل من سنة واحدة) (Hadjhamou,2020:3) .

ومما تقدم يمكن القول أن سوق النقد هو سوق للتعاملات قصيرة الأجل التي لا تزيد مدة استردادها أكثر من سنة ، وذلك للحصول على التمويل قصير الأجل وتمثل أدوات مديونية تعمل في سد حاجة المؤسسات المالية من السيولة ، لذلك تكون بأسعار فائدة منخفضة وسيولة مرتفعة .

ب - سوق رأس المال Capital market

ويعد سوق رأس المال مصدر تمويل للشركات وهو سوق بيع وشراء الأسهم وأدوات الدين ويعد محرك للنمو الاقتصادي ، وهو يؤدي دوراً مهماً للغاية كوسيط

بين المدخرين والشركات التي تسعى للحصول على تمويل إضافي لتوسيع أعمالها
(Abdullazade,2020:729) .

ويعرف سوق رأس المال بأنه سوق تمويل طويل الأجل مع مدة استحقاق تزيد
على عام واحد ويتعامل سوق رأس المال مع أسواق الأسهم التي توفر التمويل من
خلال اصدار الأسهم في السوق الأولية وتمكين التداول اللاحق في السوق الثانوية ،
وكذلك تتعامل أسواق رأس المال مع سوق السندات الذي يوفر التمويل من خلال
اصدار السندات في السوق الأولية ويتم تداولها لاحقاً في السوق الثانوية
(Rubani,2017:191).

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن سوق رأس المال هو ذلك السوق الذي يتم فيه
تبادل الأصول والالتزامات المالية متوسطة وطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات
وعادة ما تستعمل الحكومات والشركات والمؤسسات التجارية هذه الأسواق بهدف
تجميع المدخرات واستثمارها ولذلك تمتاز بارتفاع معدلات الفائدة وارتفاع معدلات
المخاطرة وانخفاض معدل السيولة .

٤ - مدخل تحليلي للأوراق المالية Analytical entrance

يوجد مدخلان أساسيان لتحليل الأوراق المالية لغرض اتخاذ القرار الاستثماري
المناسب وهما :-

أ - التحليل الأساسي Fundamental analysis

يعرف التحليل الأساس في أنه معرفة القواعد والخطوات للوصول إلى تحديد
القيمة الحقيقية للأسهم في سوق الأوراق المالية من خلال إطار عام لدراسة
التوقعات الاقتصادية، مما يؤدي إلى معرفة القطاعات ذات المبيعات والأرباح
العالية ومن ثم قياس قوة الشركات المالية وكفاءة الإدارة بناءً على البيانات المالية

التاريخية والظروف الحالية، ومن ثم تحديد القيمة العادلة للسهم ومن ثم مقارنتها بقيم السوق الناتجة عن تفاعلات العرض والطلب (**Wafi and others,2015:939-940**) ، وأن أهم افتراض في هذا التحليل هو أن سعر الورقة المالية في السوق يتحدد بقيمته الحقيقية التي تسببها عوامل الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي والعوامل المحددة لجهة الإصدار الخاصة (**Juozapaitis and Stasytyte,2015:6**) .

ويبدأ التحليل الأساس عادة بتحليل بيئة الاقتصاد الكلي ثم تحليل القطاعات ثم البيانات المالية لتحديد القيمة الحقيقية للشركة (**Baresa and others,2013:50**) ، ويقوم به المحللون الأساسيون إذ يقومون بالاهتمام بالمعلومات والبيانات التي تخص الظروف المالية والاقتصادية وذلك للتنبؤ بأرباح الشركة واتخاذ القرار الاستثماري المناسب عن طريق معرفة القيمة الحقيقية والمقارنة بينها وبين القيمة السوقية للأوراق المالية (**بن دهان،2013:38**) .

ب - التحليل الفني Technical Analysis

يعني هذا النوع من التحليل بتحليل السوق للأسهم من ناحية (**العرض والطلب**) والتركيز في حركة الأسعار لأسهم تخص شركة أو شركات عدة ويكون التركيز عليها أكثر من تحديد الأرباح المتوقعة ويعتقد الذين يفضلون هذا التحليل من المتخصصين أن التعاملات المالية وحركة الأسعار بالماضي تعد مقياساً للأسعار بالمستقبل (**الخيكاني والموسوي،2015:131**) ، ويعتمد نجاح المحلل الفني في تحقيق الأهداف بأسلوب التحليل في مستوى كفاءة السوق ومدى تدفق المعلومات عبر الأسواق وتأثيرها في أسعار الاوراق المالية وتوافر البيئة المناسبة للسوق المعني (**Mahdi and others,2020:691**) .

٥ - الأسواق المالية الكفوة Efficient financial markets

تعد فرضية الأسواق الكفوة (EMH) إحدى الركائز الأساسية للاقتصاد المالي الحديث منذ طرحها ، إذ كانت فرضية الأسواق الكفوة موضوعا مثيرا للجدل ومع ذلك لاتزال النظرية جزءا من الاقتصاد المالي الكلاسيكي (Kristoufek and others,2013:1).

كما يعرف السوق المالي الكفوء أيضا على أنه السوق الذي تكون فيه أسعار الأوراق المالية مساوية لقيمها الحقيقية إذ تكون هناك منافسة تامة في السوق في ظل ظروف يتمتع فيها جميع المشاركين بحرية الوصول إلى المعلومات المتعلقة بالتداول (Alajbeg and others,2012:55).

ويعني أيضا بأنه ذلك السوق الذي يسمح للمستثمرين بتحقيق مكاسب اعتيادية وبعبارة أخرى يمكن لجميع المستثمرين تأمين متوسط عوائد في السوق الكفوء واذا كان المستثمر يرغب في تحقيق عوائد اعلى من المتوسط فلا بد ان يتحمل عوائد أعلى من المتوسط وذلك لان أسعار الأسهم لا يمكن التنبؤ بها بل تتبع السير العشوائي (Dash and Dash,2017:176).

ومما سبق يمكن أن يعرف السوق المالي الكفوء بأنه السوق الذي تكون فيه أسعار الأوراق المالية بمثابة مرآة عاكسة للبيانات والمعلومات الواردة للسوق بحيث تتعكس بصورة آنية وفورية أي تمنع أي من المشاركين في السوق من تحقيق عوائد غير اعتيادية تفوق غيره ،مما يؤدي إلى أن القيمة السوقية للأوراق المالية تعكس القيمة العادلة (الحقيقية) لها .

ويوجد نوعان من الكفاءة للأسواق المالية ويمكن تلخيصهما بالآتي :-

أ - الكفاءة الكاملة Full efficiency :-

ويقصد بها عدم وجود فجوة زمنية بين المعلومات الواردة للسوق والوصول إلى نتائج محددة بوقت سريع بخصوص أسعار الأوراق المالية مما يؤدي إلى التغيير الفوري في أسعار هذه الأوراق المالية، ومن شروط تحقيق هذه الكفاءة عدم وجود تكاليف وضرائب في السوق ووجود عدد كبير من المشاركين في السوق الذين يتمتعون بالرشادة ويسعون إلى تحقيق عائد كبير وكذلك تماثل المعلومات والتوقعات لجميع المشاركين (الربيعي، ٢٠١٧: ١٤٥) .

ب الكفاءة الاقتصادية Economic efficiency :-

ويقصد بها وجود فجوة زمنية بين المعلومات الواردة للسوق والوصول إلى نتائج محددة بخصوص أسعار الأوراق المالية مما يعني وجود فرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأوراق المالية، فالمستثمر لن يحقق عوائد غير اعتيادية من وجود هذا الفرق بين القيمتين بسبب وجود تكلفة الحصول على المعلومات والضرائب وغيرها من التكاليف الاستثمارية، ومن شروط تحقيق الكفاءة الاقتصادية وجود كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل (مسعداوي، 2014: 125) .

وللوصول الى سوق مالي كفوء لابد ان تتحقق الشروط التالية :-

أ - كفاءة التسعير Pricing efficiency :

وتسمى أيضا بالكفاءة الخارجية وتعني أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق أي عدم وجود فجوة زمنية بين وصول تلك المعلومات

وانعكاسها على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وتتطلب هذه الكفاءة وجود شبكة تقوم بنشر المعلومات وتتميز بكفاءتها العالية في أداء أعمالها وذلك لضمان وجود منافسة تتساوى فيها الفرص لجميع المتعاملين في السوق مما يؤدي إلى عدم حصول احدهم على أرباح غير اعتيادية (الأزهر، 2013:17) .

ب - كفاءة التشغيل Operating efficiency :

تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية وتعني أن السوق قادر على خلق توازن بين جانبي العرض والطلب أي دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف سمسرة ومن دون أن يحقق التجار والمتخصصون هامش ربح ، كما أن الكفاءة الخارجية تعتمد على الكفاءة الداخلية إذ يجب أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمر قليلة لكي تعكس قيمة الأوراق المالية المعلومات المتاحة في السوق وهذا يؤدي إلى أن المتعاملين يبذلون الجهد والوقت للحصول على معلومات جديدة مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات في أسعار الأوراق المالية ، أذ كلما كانت تكاليف المعاملات مرتفعة فإن العائد الذي يحصل عليه المتعامل جراء البحث عن المعلومات الجديدة قليلا ولا يكفي لتغطية التكاليف التي تكبدها المتعامل (بن محياوي، 2015:57-58) .

ت - الكفاءة الهيكلية Structural efficiency :

وتعني عدد المشاركين في السوق إذ كلما أزداد عدد المشاركين ازدادت الكفاءة الهيكلية للسوق المالي "سواء كان المشاركون مستثمرين أو مقترضين" ويجب أن يكون هناك تنويع في الأوراق المالية وأن يكون عدد مرات تداول الأوراق المالية مرتفعاً وكذلك استقرار أسعار الأوراق المالية لتحقيق الكفاءة الهيكلية (ريمة، 2019:٤٨) .

ث - عدالة السوق Market fairness :

وتعني أن جميع المتعاملين في السوق لديهم نفس الفرص من حيث الوقت وتوافر المعلومات ، أذ تقوم لجنة معينة بمراقبة عمليات السوق وتقوم بتوزيع المعلومات على المتعاملين في السوق وفي حال عدم التوازن في العرض والطلب على ورقة مالية معينة تقوم اللجنة بإيقاف التعامل على تلك الورقة لمدة قصيرة وذلك من أجل إتاحة الفرصة لجميع المتعاملين لاستغلال الفرصة من عدم التوازن بين العرض والطلب (بن حاسين، 2013:71) .

ثانياً:- القيمة السوقية Market value

أ مفهوم القيمة السوقية The concept of market value

وتعرف القيمة السوقية العادلة على أنها القيمة التي يتم من خلالها تبادل الأصول بين مشتريين وبائعين راغبين في الصفقة بشرط وجود سوق تتوافر فيه معلومات كافية وفيه حرية مطلقة لتبادل الأصول وعقد الصفقات (بن الضب، 2009:3) .

مما تقدم يمكن القول أن القيمة السوقية هي القيمة التي تحدد قيمة الشركة وتعد الطريقة الأكثر شيوعاً لحساب قيمة الشركة وهي قيمة الأسهم في الأسواق المالية ، إذ تتأثر القيمة السوقية بعوامل الاقتصاد ، وفي السوق المالي الكفوء الذي تتوافر فيه المعلومات لكافة لجميع المشاركين تتساوى فيه القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية للأسهم .

ب -العوامل المؤثرة في القيمة السوقية Factors affecting market value

هناك عوامل عدة تؤثر في القيمة السوقية للأوراق المالية تتحدد من خلالها قيمة الأوراق المالية في السوق ومن اهم هذه العوامل ما يأتي :-

(أولاً) المعلومات والبيانات المحاسبية (خصوصاً ما يتعلق بالأرباح) إذ تتأثر أسعار الأوراق المالية سلباً أو إيجاباً عند الإعلان عن الأرباح المعلنة وتنعكس هذه المعلومات بصورة سريعة على أسعار الأوراق المالية في السوق (شنگ، 2018:13)

(ثانياً) قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في المستقبل ومركزها المالي ،وكذلك توزيعات الأرباح المعلنة للشركة في نهاية العام (محمد، 2017:٣٣٩) .

(ثالثاً) العرض والطلب على الورقة المالية في السوق إذ تزداد قيمتها السوقية عند زيادة الطلب على العرض عليها وتنخفض قيمتها السوقية عند زيادة العرض على الطلب عليها (حمد، 2018:46) .

أ -قياس مؤشرات القيمة السوقية Measuring market value indicators

يتم قياس مؤشرات القيمة السوقية بأحد الطرائق الآتية :-

١ - طريقة اعلى سعر - ادنى سعر :- يتم قياس القيمة السوقية من خلال المعادلة التالية :

$$\text{القيمة السوقية} = \text{اعلى سعر} + \text{ادنى سعر} / ٢$$

وذلك بأخذ اعلى سعر وادنى سعر للسهم (مشكور وصادق، 2019:380) .

٢ - طريقة قياس السعر السوقي :- يحسب من خلال المعادلة التالية :

$$\text{السعر السوقي للسهم} = \text{نسبة الربح للسهم العادي} / \text{معدل العائد المطلوب}$$

إذ تعكس هذه المعادلة ربحية السهم الواحد للشركة ، اذ تزداد قيمته السوقية مع زيادة معدل أرباحه وتنخفض قيمته السوقية إذا تعرضت الشركة لخسارة (مشكور وصادق، 2019:381) .

٣ - القيمة السوقية المضافة :- وتحسب من خلال المعادلة التالية :

القيمة السوقية المضافة = القيمة البيعية للاسهم - القيمة الدفترية للاسهم

تعرف القيمة السوقية المضافة على أنها الفرق بين ما يحصل عليه المستثمرون من بيع الأسهم حسب الأسعار السائدة في السوق عند البيع وبين ما يستثمره حملة الأسهم داخل الشركة ، أي أنها توضح مدى قدرة إدارة الشركة على استعمال مواردها والرقابة على عملياتها والحفاظ على مركزها التنافسي في السوق فضلا عن ذلك تحدد القيمة السوقية المضافة مقدار الثروة الناتجة من رأس المال وتعكس هذه القيمة توقعات المستثمرين للإيرادات المستقبلية المتحصلة من الشركة ، وتكون الشركة قد حققت قيمة سوقية مضافة موجبة اذا حققت إيرادا يفوق تكلفة رأس مال المستثمر، أما إذا توقع المستثمرون عدم تحقيق الشركة لعائد مساوٍ لتكلفة رأس المال فإن الشركة لم تحقق قيمة سوقية مضافة (عبدالله، 2018:٥١) هناك احتمالان للسهم الذي تكون له قيمة سوقية مضافة موجبة وهما (عيسى، 2017:492) :

الاحتمال الأول : زيادة سيولة السهم نتيجة المضاربة التي يقوم بها المستثمر لتحقيق عوائد رأسمالية قصيرة الأجل .

الاحتمال الثاني : فقدان السهم لخاصية السيولة بسبب احتفاظ المستثمر بالسهم ولمدة طويلة يتحين الفرصة لتحقيق عوائد مناسبة . اذ ان طبيعة العلاقة بين سيولة السهم والقيمة السوقية المضافة تعتمد على كفاءة السوق المالي والاستراتيجيات التي يتبعها المستثمر للاحتفاظ بالسهم .

المبحث الثاني: تحليل مؤشرات الأسواق المالية الكفوة وآلية تطبيقها على

المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

أولاً :- تحليل بيانات مؤشرات الأسواق المالية الكفوة

جدول (1) مؤشر السوق العام ISX 60 لسوق العراق للأوراق المالية للمدة

(2019-2015)

مؤشر السوق العام ISX 60		
924.3	الفصل الأول	2015
946	الفصل الثاني	
873.3	الفصل الثالث	
744	الفصل الرابع	
3487.6		المجموع
871.9		المتوسط
631.7	الفصل الأول	2016
533.3	الفصل الثاني	
563.7	الفصل الثالث	
630	الفصل الرابع	
2358.7		المجموع
589.675		المتوسط
703.7	الفصل الأول	2017
600.7	الفصل الثاني	
580	الفصل الثالث	
573	الفصل الرابع	
2457.4		المجموع
614.35		المتوسط
619.3	الفصل الأول	2018
593.3	الفصل الثاني	
558.3	الفصل الثالث	
504.7	الفصل الرابع	
2275.6		المجموع
568.9		المتوسط
469.7	الفصل الأول	2019
485	الفصل الثاني	
476	الفصل الثالث	
488.3	الفصل الرابع	
1919		المجموع
479.75		المتوسط

المصدر : <https://www.cbi.iq>

إذ نلاحظ من الجدول (١) الذي يمثل مؤشر السوق العام ISX 60 لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2019-2015) أنه بلغ أقصى ارتفاع له في عام 2015 إذ كان 3487.6 نقطة ، ويشير الارتفاع الحاصل في مؤشر السوق العام إلى ارتفاع السوق بالكامل ، كما يوضح أن مؤشر السوق انخفض في عام 2017 إذ بلغ 2457.4 نقطة ، واستمر بالانخفاض إلى 23587 نقطة في عام

2016 ، وزاد التناقص في عام 2018 و 2019 على التوالي ، وهذا مؤشر على انخفاض الأسعار والسوق بأكمله .

جدول (2) مؤشر عدد الاسهم للقطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015-2019) (مليون سهم)

مؤشر عدد الاسهم للمدة (2015-2019)																					
ت	اسماء الشركات	2015				2016				2017				2018				2019			
		الفصل الأول	الثاني	الثالث	الرابع	الفصل الأول	الثاني	الثالث	الرابع	الفصل الأول	الثاني	الثالث	الرابع	الفصل الأول	الثاني	الثالث	الرابع	الفصل الأول	الثاني	الثالث	الرابع
1	المصرف التجاري العراقي	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
2	مصرف بغداد	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
3	المصرف العراقي الاماني	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
4	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
5	مصرف المستقبل العراقي	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
6	المصرف الاتحادي العراقي	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
7	مصرف سويش التجاري	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
8	مصرف بابل	178859	178859	178859	178859	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
9	مصرف الخليج التجاري	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000
10	مصرف الموصل	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500
11	مصرف كورنيلين	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000
12	مصرف تاور الخولي	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
13	مصرف المنتد للاستثمار	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
14	المصرف المتحد للاستثمار	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000
15	مصرف بيات الاماني	152000	200000	200000	200000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
16	المصرف الوطني الاماني	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000
20	المجموع	4132359	4132359	4132359	4132359	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800	4263800

المصدر : <http://www.isc.gov.iq>

نلاحظ من الجدول (٢) أن مؤشر عدد الأسهم كان منخفضاً في اجمالي الفصول لعام 2015 مقارنة بباقي سنوات مدة الدراسة وذلك بسبب قلة تداول الأسهم لبعض المصارف عينة الدراسة مثل مصرف ايلاف الإسلامي ومصرف بابل ، ويمكن ملاحظة الارتفاع الواضح في المؤشر في عام 2016 و 2017 و 2018 و 2019 إذ يعود سبب زيادة تداول الأسهم لبعض المصارف المدرجة نتيجة لزيادة فرض القوات الأمنية سيطرتها على الكثير من المناطق المحتلة من قبل داعش الإرهابي مما أدى إلى زيادة الامل لدى المستثمرين في السوق المالية ، وأن ارتفاع المؤشر هو دليل على ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي والعكس عند انخفاضه .

جدول (3) مؤشر حجم التداول للقطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (2019-2015) (مليون دينار)

مؤشر حجم التداول للمدة (2019-2015)																					
ت	اسماء الشركات	2015				2016				2017				2018				2019			
		الفصل الأول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع	الفصل الأول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع	الفصل الأول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع	الفصل الأول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع	الفصل الأول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع
1	المصرف التجاري العراقي	7692	10245.6	599.8	1149.1	750.2	4954.1	9770.7	985.4	2000	1302.3	5185.3	795.4	749	601.3	727.1	410	282.3	623.3	495	750.5
2	مصرف بغداد	8374.2	10287.8	5840.3	5698.4	7457.7	8392	5977.2	7961	6818.1	6027.1	5908.8	6642	11985.4	7060.2	7425.5	1691.2	3166.2	4483.7	2589.3	2068.9
3	المصرف العراقي المملوكي	1686	29359.4	53.1	7052.7	6319.7	15.4	71.6	28.2	329.5	599.3	62.4	182.8	8767.3	4486.4	5129.9	4481.4	289.5	105.6	16.4	31.7
4	مصرف العراق الأوسط للمصارف	2171.8	3843.9	1713	3595.2	1162.5	1338.1	2231.5	4208	22913.1	9390.6	1972.3	3001.6	3191.2	907.5	558.3	1490	1129.3	523.3	218.6	257.3
5	مصرف الائتماني العراقي	1667.7	3698.1	3251.8	867.3	1738.1	1580	915.6	1646.5	2270.7	1427.2	2083.7	818	7544.4	579.6	490.9	226.7	177.9	195.4	172.6	1242.7
6	المصرف الاقليمي العراقي	30404.6	11518.1	14.7	25.1	18.3	3.6	69.6	186.5	189.4	9.2	139.6	224.2	935.7	464.9	523.6	117.6	186.3	68.3	170.1	170.1
7	مصرف سويسر التجاري	529.4	1623	1695.6	1627	2463.8	4555.8	4373	3053.4	4375.4	3700.5	3034.3	2078.3	649.4	200.8	44.9	45.9	44	29.1	81.1	103.4
8	مصرف بابل	173.4	914.1	740.4	802.2	2660.4	2708.5	198.9	1377	3157.6	5772.6	469.7	211.8	181.9	92.5	19.6	-	53	32.9	12.8	76.1
9	مصرف الخليج التجاري	21732.7	18735.2	2565.1	2268.6	4863.2	3865.6	1494.2	5944.3	10369.5	3332.4	2029.7	2401.9	7813	4097.2	1599.1	912.3	645.5	535.2	190.1	694.5
10	مصرف الموصل	2459.5	2896.3	1379.9	1269.3	1078.1	4376.8	9787.6	60918.2	56035.9	1223.5	5583.8	16389.3	144	133.7	11027.9	450.5	332	132.7	51.1	138.1
11	مصرف نوريسمان	868.9	1926.7	269.5	223.8	678.9	1258.9	144.2	5671.7	5205.9	218.3	206.9	99.4	268.3	1146.2	4199.2	5528.2	1402.7	3299.3	178.7	38
12	مصرف النور الدولي	273.7	10526	267	4852.9	78.1	89.1	82.7	157.5	835.9	63.1	169.9	67	178.9	1619.4	391.4	6	182	6.1	13.7	28.7
13	مصرف النعمان للمستشار	2264.8	1755.9	328.2	1052.5	4670.3	3829.6	1772.9	1170	1538.9	1559.6	1050.6	1065	1345	115.7	756.1	646.2	1301.6	977.5	544.7	553.8
14	المصرف المنفذ للمستشار	1568.3	3038.7	16574.3	22626.8	285.9	20343.1	17550.9	533.8	1068.3	3622.1	17062.6	113.6	92	27.3	57.4	134.4	33.5	1322	182.6	531.6
15	مصرف ايلاند المملوكي	45.9	80.9	2	7.3	15082.1	10.5	16.8	8	33.6	16.9	3146	17.3	18.4	3.4	1.4	2.3	0.4	1.1	0.7	23.2
16	المصرف الوطني المملوكي	1038.9	3128.3	724.2	14545.1	9635.9	6.3	24.9	348.7	15	7272.8	25088.8	2	25088.8	691.5	10.5	1019.5	14476	1019.5	23.2	23.2
20	المجموع	82951.8	104356.9	49829.8	53742.4	58937.4	57342.1	54391.8	112462.6	98782.5	38459.9	52111.4	61240.5	43163.3	22713.4	32855.8	16558.3	10178.9	26908.8	6078.8	6709.3

المصدر : <http://www.isc.gov.iq>

نلاحظ من الجدول (٣) أن اقصى ارتفاع للمؤشر كان في عام 2015 ويعود سبب الارتفاع في اجمالي الفصل الثاني الذي بلغ 104356.6 مليون دينار الى زيادة التداول لبعض المصارف عينة الدراسة مثل المصرف العراقي الإسلامي والخليج التجاري ومصرف بغداد ، كما نلاحظ هبوطاً واضحاً للمؤشر في نهاية عام 2015 إذ بلغ 53742.4 مليون دينار ، كما استمر مؤشر حجم التداول في الانخفاض للأعوام 2016 و 2017 و 2018 و 2019 ويعود سبب هذا الانخفاض إلى قلة تداول بعض المصارف المدرجة عينة الدراسة وذلك لعدم افصاح بعض المصارف عن مركزها المالي مما يسبب ابتعاد المساهمين الجدد عنها وكذلك يعود

سبب الانخفاض الحاصل الذي تعرض له الاقتصاد العراقي إلى تأثره بأسعار النفط الخام التي تدهورت في المنطقة العربية فضلاً عن تأثره بالوضع الأمني والسياسي الذي أدت إليه مشكلات وعوائق أثرت في اقتصاد البلد ومن ثم أثرت في السوق المالي سلباً ، إذ إن انخفاض مؤشر حجم التداول دليل على قلة نشاط السوق وانخفاض سيولته .

جدول (٤) مؤشر عدد الشركات للقطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية

للمدة (2015-2019)

مؤشر عدد الشركات (2015-2019)			
المتداولة	المدرجة	الفصول	الستوات
16	22	الفصل الاول	2015
16	22	الفصل الثاني	
16	22	الفصل الثالث	
16	22	الفصل الرابع	
64	88		المجموع
16	22	الفصل الاول	2016
16	22	الفصل الثاني	
16	22	الفصل الثالث	
16	22	الفصل الرابع	
64	88		المجموع
16	22	الفصل الاول	2017
16	24	الفصل الثاني	
16	22	الفصل الثالث	
16	25	الفصل الرابع	
64	93		المجموع
16	25	الفصل الاول	2018
16	25	الفصل الثاني	
16	25	الفصل الثالث	
16	19	الفصل الرابع	
64	94		المجموع
16	19	الفصل الاول	2019
16	19	الفصل الثاني	
16	19	الفصل الثالث	
16	19	الفصل الرابع	
64	76		المجموع

المصدر : <http://www.isc.gov.iq> .

نلاحظ من الجدول (٤) أن مؤشر عدد الشركات المسجلة حسب عينة الدراسة كانت 16 شركة متداولة ، أما بالنسبة للشركات المدرجة فنلاحظ أنها تتفاوت في مدة الدراسة إذ تبين انها بلغت 88 شركة مدرجة في عامي 2015 و 2016 ، كما

يبين الجدول المذكورة آنفاً زيادة واضحة للشركات المدرجة عام 2017 و 2018 إذ بلغ 93 و 94 شركة مدرجة على التوالي ، والتناقص الملحوظ عام 2019 إذ بلغ 76 شركة مدرجة وذلك بسبب إيقاف الشركات عن العمل من قبل هيئة الأوراق المالية لعدم التزامها بتعليمات الإفصاح المالي مما يؤدي إلى انخفاض المؤشر وتدهور السوق المالي .

جدول (٥) مؤشر القيمة السوقية للقطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق للمدة (2019-2015) (مليون دينار)

مؤشر القيمة السوقية للمدة (2019-2015)																	ت	اسماء الشركات			
2019				2018				2017				2016				2015					
الربع	الثالث	الثاني	الأول	الربع	الثالث	الثاني	الأول	الربع	الثالث	الثاني	الأول	الربع	الثالث	الثاني	الأول	الربع	الثالث	الثاني	الأول		
115000	120000	115000	95000	117500	110000	110000	110000	122500	135000	105000	137500	120000	110000	105000	95000	102500	160000	187500	167500	1	المصرف التجاري العراقي
75000	75000	85000	60000	72500	102500	105000	155000	152500	282500	167500	237500	227500	190000	197500	202500	292500	375000	395000	317500	2	مصرف بغداد
100000	95000	105000	92500	100000	87500	107500	115000	125000	141250	150000	180000	150000	112500	100000	112500	127500	170000	182500	185000	3	المصرف العراقي الاماني
25000	25000	27500	27500	32500	45000	45000	67500	87500	105000	95000	140000	107500	82500	85000	82500	127500	127500	177500	117500	4	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار
67500	57500	60000	50000	70000	75000	97500	117500	105000	157500	135000	150000	150000	135000	125000	132500	170000	180000	237500	225000	5	مصرف الاستثمار العراقي
152500	160000	95000	77500	85000	75000	107500	145000	117500	118750	140000	135000	102500	80000	77500	105000	137500	157500	200000	212500	6	المصرف الاطلي العراقي
127500	127500	157500	175000	225000	225000	225000	225000	232150	225000	225000	225000	225000	225000	225000	225000	237500	237500	237500	237500	7	مصرف محور التجاري
27500	22500	30000	30000	47500	47500	47500	62500	75000	73522	80000	97500	82500	75500	50000	57500	72500	71544	91218	75235	8	مصرف بابل
140000	39000	48000	48000	75000	57000	63000	93000	117000	159000	108000	135000	135000	117000	117000	123000	153000	201000	28500	261000	9	مصرف الخليج التجاري
40400	32825	37875	40400	40400	42925	50500	63125	80800	88500	83325	106500	141400	76750	47975	45450	63125	96950	116150	88375	10	مصرف الموصل
435000	435000	440000	416000	440000	500000	516000	520000	512000	540000	440000	504000	504000	480000	436000	432000	580000	620000	800000	692000	11	مصرف كورستان
60000	55000	52500	47500	57500	62500	69000	67500	75000	103750	85000	105000	85000	70000	77500	82500	107500	137500	145000	145000	12	مصرف النور الوابي
167500	167500	172500	150000	157500	177500	212500	22500	197500	227500	182500	235000	247500	237500	240000	205000	217500	217500	237500	197500	13	مصرف الفصون الاستثمار
21000	15000	18000	24000	27000	63000	140000	60000	69000	105000	78000	105000	93000	69000	63000	821000	111000	141000	186000	174000	14	المصرف الهندستاني
45000	45000	47500	45000	55000	55000	57500	72500	75000	83750	65000	82500	72500	67500	65000	75000	80000	100000	120000	94240	15	مصرف بانه الاماني
251000	160640	158130	163150	225900	303710	301200	291160	303710	293670	263550	288650	276100	288650	251000	235940	248490	298690	301200	366460	16	المصرف الوطني الاماني
1850900	1633465	1649505	1541550	1828300	2029135	2250700	2187285	2440010	2844192	2402875	2863700	2719500	2395900	2262475	3032390	2828115	3290684	3643068	3556310	20	المجموع

المصدر : <http://www.isc.gov.iq>

نلاحظ من الجدول (٥) أن اقصى ارتفاع للقيمة السوقية كان في عام 2015 بسبب ارتفاعها لبعض المصارف عينة الدراسة مثل مصرف كوردستان ومصرف بغداد وبدأ بالانخفاض الملحوظ في كل من عام 2016 و 2017 واستمر التناقص

في عامي 2018 و 2019 ويعود سبب الانخفاض في القيمة السوقية لاسباب عدة منها :-

- رفع رؤوس أموال الشركات المدرجة من قبل البنك المركزي إلى 250 مليار دينار بالوقت الذي يفنقد به المستثمرون للسيولة في السوق المالي ، مما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية .

- الانهيار الذي تعرض له الاقتصاد العراقي لتأثره بأسعار النفط الخام التي تدهورت في المنطقة العربية فضلا عن تأثره بتدهور الوضع الأمني والسياسي للبلد وانخفاض مؤشر القيمة السوقية يدل على صغر حجم السوق من حيث عدد الشركات وعدد الأسهم وقلة السيولة وانخفاض الأسعار لصغر حجم المعاملات المالية في سوق العراق للأوراق المالية .

ثانياً:- توصيف النموذج القياسي للدراسة

من أجل التحقق من فرضيات الدراسة التي تم وضعها من قبل الباحثة لابد من اختبار وتحليل هذه الفرضيات وعليه تم قياس أثر المتغيرات المستقلة { مؤشر السوق العام (x_1)، مؤشر عدد الاسهم (x_2) ، مؤشر حجم التداول (x_3)، مؤشر عدد الشركات المتداولة (x_4) } على المتغير المعتمد { القيمة السوقية للأوراق المالية y } اذ سوف يتم استعمال اسلوب الانحدار المتضمن أسلوب الدمج بين بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية والذي يسمى (Panel data) وهي عبارة عن مجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، إذ إن البيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك

مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة. وعليه فان المقصود بـ (Panel data) هو المشاهدات المقطعية ، مثل (الدول، المدن ، الشركات، الأسر، البنوك...) التي تم رصدها عبر مدة زمنية معينة وبصورة ادق هي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية في آن واحد ، ويتميز اسلوب (Panel data) عن الانحدار الاعتيادي بانها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء وأن من أهم ما يميزها ما يلي : (عطية،2016:٩٨)

١- ان استعمال اسلوب Panel data يمكننا من التحكم في التباين الفردي والذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي بدوره يؤدي إلى نتائج متحيزة.

٢ - إن بيانات (Panel data) تحتوي على معلومات أكثر من تلك الموجودة في المقطعية أو الزمنية، وعليه يمكن الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى وأفضل ، كذلك فأن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية،

٣- تتميز بيانات (Panel data) عن غيرها بامتلاكها عدد أكبر من درجات الحرية و كذلك تكون أكثر كفاءة و أفضل.

٤- إن استعمال هذه النماذج يمكننا من منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ (Heteroscedasticity) الشائعة الظهور.

ليكن لدينا N من المقاطع العرضية مقاسة في T من الفترات الزمنية فان نموذج panel data يأخذ الشكل التالي:

$$Y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \epsilon_{it} \quad , \quad i = 1, 2, \dots, N \quad , \quad t = 1, 2, \dots, T$$

اذ ان Y_{it} هو متغير الاستجابة (المتغير المعتمد) عند المشاهدة i والفترة الزمنية t وان $X_{J(it)}$ هو المتغير التفسيري J عند المشاهدة i والفترة الزمنية t وان K هو عدد المتغيرات التفسيرية او المستقلة.

$B_{0(i)}$ هي نقطة التقاطع في المشاهدة i

B_J هي ميل خط الانحدار للمتغير J وأن ϵ_{it} هو الخطأ العشوائي عند المشاهدة i والمدة الزمنية t

وهناك ثلاثة نماذج رئيسة للبيانات الطولية وهي : (العشعوش، 2017، 176)

١- نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression model:

إذ يُعد هذا النموذج من ابسط انواع (Panel data) إذ تكون فيه جميع المعاملات ثابتة ولجميع الفترات الزمنية اي ان $B_{0(i)}$ و B_J ثابتة لجميع الفترات الزمنية (أي يهمل أي اثر للزمن)

٢- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) Fixed Effects Model:

إذ إن هذا النموذج يسمح بدراسة تغير سلوك الوحدات عبر الزمن للبيانات المجمعة كما ويتم دراسة سلوك الوحدات والزمن باستخدام هذا النموذج من خلال العنصر الثابت في نموذج الانحدار.

٣- نموذج التأثيرات العشوائية (REM) Random Effects Model:

يقوم هذا النموذج على افتراض ان المقطع الثابت لكل من البيانات الزمنية او المقطعية اوفي كليهما يتغير عشوائياً ضمن وسط حسابي ثابت.

تقدير نموذج الانحدار (panel data) و اختبار فرضيات الدراسة :

من أجل اختبار فرضية الدراسة الرئيسية التي تنص على أنه لا يوجد تأثير معنوي واضح لكفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للأوراق المالية والتي تصاغ الى فرضيات فرعية وهي لا توجد علاقة تأثير معنوي بين كل من { مؤشر السوق العام (X_1) ، مؤشر عدد الاسهم (X_2) ، مؤشر حجم التداول (X_3) ،

مؤشر عدد الشركات المتداولة (X_4) و بين القيمة السوقية للأوراق المالية باستعمال نماذج البيانات الطولية الثلاثة (PRM) ، (FEM) ، (REM) وتم التوصل الى النتائج الموضحة بالجدولين التاليين :

جدول (٦) نتائج تقدير اثر المتغيرات المستقلة (X_4, X_3, X_2, X_1) على المتغير

المعتمد Y

المتغيرات		النموذج		
		PRM	FEM	REM
الحد الثابت	قيمة الثابت C	848.106	1449.138	848.106
	قيمة t المحتسبة	5.38	٦.45	5.91
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000
المتغير X_1	قيمة معامل X_1	0.00059	0.00109	0.00059
	قيمة t المحتسبة	8.23	١٠.93	9.05
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000
المتغير X_2	قيمة معامل X_1	-0.00142	-0.00409	-0.00142
	قيمة t المحتسبة	-6.29	-5.90	-6.92
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000
المتغير X_3	قيمة معامل X_1	0.00109	0.00340	0.00420
	قيمة t المحتسبة	3.84	٣.19	4.23
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000

المتغير x_4	قيمة معامل x_4	2.73951	4.56561	2.73951
	قيمة t المحتسبة	0.32	.58	0.53
	القيمة الاحتمالية p	0.752	0.653	0.729
معامل التحديد R^2		0.21	0.38	0.21
قيمة $D.W$		0.31	0.67	0.31
قيمة F		21.41	9.73	21.42
احتمالية Fisher		0.000	0.000	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview. 7

قبل تحليل النماذج الثلاثة والمفاضلة بينها نلاحظ من الجدول السابق وجود مشكلة الارتباط الذاتي في كل النماذج ومن أجل التخلص منها قامت الباحثة بإضافة قيم y_{t-1} للنموذج وتم الحصول على النتائج الآتية :

جدول (٧) نتائج التقدير بعد اضافة المتغير المتباطيء Y_{t-1}

المتغيرات		النموذج		
		PRM	FEM	REM
الحد الثابت	قيمة الثابت C	195.699	354.307	195.699
	قيمة t المحتسبة	2.93	2.76	2.91
	القيمة الاحتمالية p	0.004	0.000	0.004
المتغير x_1	قيمة معامل x_1	0.0001	0.0019	0.00009
	قيمة t المحتسبة	7.72	3.69	2.697

	القيمة الاحتمالية p	0.007	0.000	0.007
المتغير x_2	قيمة معامل x_2	-0.0002	-0.0008	0.0002
	قيمة t المحتسبة	-2.04	-2.55	-2.02
	القيمة الاحتمالية p	0.004	0.002	0.004
المتغير x_3	قيمة معامل x_3	0.0015	0.0017	0.0015
	قيمة t المحتسبة	3.21	3.21	3.18
	القيمة الاحتمالية p	0.002	0.002	0.002
المتغير x_4	قيمة معامل x_4	-2.694	-2.054	-2.694
	قيمة t المحتسبة	-0.76	-0.57	-0.75
	القيمة الاحتمالية p	0.449	0.568	0.453
المتغير y_{t-1}	قيمة معامل y_{t-1}	0.784	0.752	0.784
	قيمة t المحتسبة	34.56	29.97	34.30
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000
	معامل التحديد R^2	0.843	0.837	0.843
	قيمة D.W	1.834	1.834	1.834
	قيمة F	306.48	75.99	306.48
	احتمالية Fisher	0.000	0.000	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview. 7

نلاحظ من الجدول (٧) ما يلي :

أ- نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM):

نلاحظ من نموذج PRM المقدر في الجدول أعلاه بأن قيمة الحد الثابت c للنموذج ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.01) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغ (0.004) كانت أقل من مستوى المعنوية (0.01) وعليه نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج أن معامل المتغير (x_1) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_1 والبالغة (0.007) أقل من 0.01 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام على القيمة السوقية للأوراق المالية، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام على القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ أن إشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على أنه كلما زاد مؤشر السوق العام زادت القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نستنتج أن معامل المتغير (x_2) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_2 والبالغة (0.004) أقل من 0.01 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الأسهم على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الاسهم على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ

أن اشارة المعلمة السالبة لا تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على أنه كلما زاد مؤشر عدد الأسهم زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، وايضا نستنتج أن معامل المتغير (x3) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_3 وبالغة (0.002) أقل من 0.01 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ أن اشارة المعلمة الموجبة يتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر حجم التداول زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، وكذلك نستنتج ، معامل المتغير (x4) ليس ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_4 وبالغة (0.449) أكبر من ٠,٠٥ و 0.01 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الشركات المتداولة على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما يتفق مع الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الشركات المتداولة على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ ان اشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر عدد الشركات زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، وكذلك نستنتج ان معامل المتغير المتباطيء (yt-1) ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامله قد بلغت (0.000) وهي أقل من ٠,٠٥ و 0.01, كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى

معنوية (0.05) وذلك لأن القيمة الاحتمالية لها بلغت (0,000) وهي أقل من (0.01) وهذا يعني أن النموذج المقدر ككل معنوي ، كما أن قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.84) وهذا يعني إن قيمة ما يفسره مؤشر سوق العمل قد بلغ (84%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (16%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي ، وكما نلاحظ انه يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء إذ إن قيمة (D.W=1.834) وهي تقع بين ٢ و DU.

ب- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM):

نلاحظ من نموذج FEM المقدر في الجدول أعلاه بان قيمة الحد الثابت c للنموذج ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.01) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغ (0.000) كانت أقل من مستوى المعنوية (0.01) وعليه نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج أن معامل المتغير (x_1) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_1 والبالغة (0.000) أقل من 0.01 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ أن إشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على أنه

كلما زاد مؤشر السوق العام زادت القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x2) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_2 وبالغة (0.002) أقل من 0.01 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الاسهم على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الأسهم على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ أن اشارة المعلمة السالبة لا تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على أنه كلما زاد مؤشر عدد الأسهم زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، وايضا نستنتج أن معامل المتغير (x3) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_3 وبالغة (0.002) أقل من 0.01 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ أن اشارة المعلمة الموجبة يتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر حجم التداول زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، وكذلك نستنتج أن معامل المتغير (x4) ليس ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لأختبار t لمعامل x_4 وبالغة (0.568) أكبر من 0.05 و 0.01 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الشركات المتداولة على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما يتفق مع الفرضية

الفرعية الرابعة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الشركات المتداولة على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ أن اشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر عدد الشركات زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، وكذلك نستنتج أن معامل المتغير المتباطيء (yt-1) ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامله قد بلغت (0.449) وهي اقل من 0.05 و 0.01 ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحسوبة تحت مستوى معنوية (0.01) ، وذلك لأن القيمة الاحتمالية لها بلغت (0.000) وهي اقل من (0.01) وهذا يعني أن النموذج المقدر ككل معنوي ، كما أن قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.84) وهذا يعني أن قيمة ما يفسره مؤشر سوق العمل قد بلغ (84%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (16%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي، وكما نلاحظ أنه يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء إذ إن (D.W=1.834) وهي تقع بين 2 و DU.

ج- نموذج التأثيرات العشوائية (REM):

نلاحظ من نموذج PRM المقدر في الجدول أعلاه بأن قيمة الحد الثابت c للنموذج ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.01) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغ (0.000) كانت أقل من مستوى المعنوية (0.01) وعليه نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج أن معامل المتغير (X_1)

ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_1 وبالغة (0.007) أقل من 0.01 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الفرعية الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ أن اشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على أنه كلما زاد مؤشر السوق العام زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_2) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_2 وبالغة (0.004) أقل من 0.01 ، لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الاسهم على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الاسهم على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ أن اشارة المعلمة السالبة لا تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر عدد الاسهم زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، وايضا نستنتج ان معامل المتغير (x_3) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_3 وبالغة (0.002) اقل من 0.01 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية

لمتغير مؤشر حجم التداول على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ أن إشارة المعلمة الموجبة يتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر حجم التداول زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، وكذلك نستنتج ان معامل المتغير (x4) ليس ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x4 وبالغاة (0.453) اكبر من 0.05 و ٠,٠١ لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الشركات المتداولة على القيمة السوقية للأوراق المالية ، وهذا ما يتفق مع الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الشركات المتداولة على القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ ان إشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على أنه كلما زاد مؤشر عدد الشركات زادت القيمة السوقية للأوراق المالية ، وكذلك نستنتج ان معامل المتغير المتباطيء (yt-1) ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.01 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامله قد بلغت (0.000) وهي اقل من ٠,٠٥ و 0.01 ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحسبة تحت مستوى معنوية (0.01) ، وذلك لأن القيمة الاحتمالية لها بلغت (٠,٠٠٠) وهي اقل من (0.01) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي ، كما أن قيمة معامل التحديد (R²) قد بلغت (0.84) وهذا يعني إن قيمة ما يفسره مؤشر سوق العمل قد بلغ (84%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (16%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي ، وكما نلاحظ أنه يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء إذ إن (D.W=1.834) وهي تقع بين ٢ و DU.

وأخيراً بالنسبة لاختبار الفرضية الرئيسية التي تنص على عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لكفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية فأنا ومن خلال ملاحظة نتائج الجدول السابق نستنتج رفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لكفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية و نقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة معنوية لكفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية.

وبما ان متغير عدد الشركات غير مؤثر لذا تم حذفه من النموذج وتم التوصل إلى النتائج الآتية :

جدول (٨) نتائج التقدير بعد حذف المتغير x4

المتغيرات		النموذج		
		PRM	FEM	REM
الحد الثابت	قيمة الثابت C	150.571	323.644	150.572
	قيمة t المحتسبة	4.98	2.78	4.95
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.006	0.000
المتغير x ₁	قيمة معامل x ₁	0.0001	0.0019	0.00009
	قيمة t المحتسبة	2.75	3.73	2.73
	القيمة الاحتمالية p	0.006	0.000	0.007
المتغير x ₂	قيمة معامل x ₂	-0.0002	-0.0009	-0.0002
	قيمة t المحتسبة	-2.06	-3.26	-2.05
	القيمة الاحتمالية p	0.040	0.001	0.042
المتغير x ₃	قيمة معامل x ₃	0.0015	0.0015	0.0015

	قيمة t المحتسبة	3.26	3.26	3.24
	القيمة الاحتمالية p	0.001	0.001	0.001
المتغير y_{t-1}	قيمة معامل y_{t-1}	0.783	0.751	0.783
	قيمة t المحتسبة	34.62	30.07	34.38
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000
	معامل التحديد R^2	0.837	0.843	0.837
	قيمة D.W	1.835	1.835	1.835
	قيمة F	383.50	80.17	383.50
	احتمالية Fisher	0.000	0.000	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview. 7

د- اختيار النموذج الملائم :

بعد أن تم إيجاد النماذج الثلاثة السابقة سنقوم بتحديد النموذج الأكثر ملاءمة من بينها إذ سنجري اختبارين وعلى مرحلتين، تتضمن المرحلة الأولى المقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة أيهما أفضل ، فإذا ما دلت نتيجة الاختبار الأول إلى أن النموذج التجميعي أكثر ملاءمة للبيانات نتوقف عند هذه المرحلة ونعد النموذج التجميعي هو الأكثر ملاءمة ، أما إذا أشارت النتائج لأفضلية أو ملاءمة نموذج التأثيرات الثابتة على النموذج التجميعي فإننا سننتقل للمرحلة الثانية أو إلى الاختبار الثاني وهو التفضيل أو المقارنة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية . وسيتم تطبيق المرحلة الأولى أو الاختبار الأول من

التقييم بين النماذج باستعمال اختبار F المقيد الذي يأخذ الصيغة الرياضية

الموضحة فيما يلي : (شروقي، 2018: 110)

$$F = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PRM}^2)/(N - 1)}{(1 - R_{FEM}^2)/(NT - N - K)} \approx F(N - 1, NT - N - K)$$

اذ ان :

N : عدد المقاطع وهنا عدد البنوك

T : طول المدة الزمنية

K : عدد المتغيرات المستقلة

R_{FEM}^2 : معامل التحديد (R^2) للنموذج غير المقيد (نموذج FEM)

R_{PEM}^2 : معامل التحديد (R^2) للنموذج المقيد (نموذج PEM)

فإذا تم مقارنة قيمة F المحسوبة مع قيمة F الجدولية بمستوى معنوية (0.05)

ودرجة حرية البسط ($N - 1$) والمقام ($NT - N - K$) فإذا كانت نتيجة F

المحسوبة اكبر من قيمة F الجدولية فاننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة

اي ان النموذج الافضل هو نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) والعكس صحيح .

المبحث الثالث : الاستنتاجات والتوصيات

اولا : الاستنتاجات

١ - توفر الأسواق المالية الآلية المناسبة لنقل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز المالي مما يؤدي إلى توفير السيولة المطلوبة للمشروعات الاستثمارية طويلة الأجل .

٢ - في ظل السوق الكفوء تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الحقيقية وهذا على العكس من السوق المالي غير الكفوء إذ سيكون هناك اختلاف بين القيمة السوقية والحقيقية .

٣ - تعد القيمة السوقية المرآة العاكسة لقيمة الشركة وتعتمد هذه القيمة على الظروف الاقتصادية العامة للبلد وكذلك الخاصة بالشركات ، إذ تحتل القيمة السوقية الجانب الأكبر من الاهتمام لكونها تمثل الأساس لنمو وتطور الشركات .

٤ - من خلال اختبار فرضية البحث اعتمد نموذج الانحدار الذي يستعمل اسلوب الدمج بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية Panel data بنماذجه الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM) تم التوصل إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لمعرفة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير المعتمد .

٥ - اثبتت نتائج النموذج الملائم FEM ان قيمة (R^2) بلغ ٠,٨٤ من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية اما النسبة المتبقية التي بلغت 0.16 فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج وموجودة ضمن الخطأ العشوائي .

٦ - من خلال نتائج نموذج FEM أثبتت أن المتغير الأكثر تأثيراً في القيمة السوقية هو مؤشر السوق العام والمتغير الذي لم يؤثر في القيمة السوقية هو مؤشر عدد الشركات المتداولة عينة الدراسة .

ثانيا : التوصيات

١- تحفيز الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي غير المباشر لجذب رؤوس الأموال إلى سوق العراق للأوراق المالية ، وكذلك ضرورة الاهتمام بكفاءة الإدارة لسوق العراق للأوراق المالية لضمان التنظيم الصحيح للسوق .

٢- ضرورة توافر نظم حديثة للاتصالات ونشر معلومات وكذلك وجود مؤسسات وساطة مالية كفؤة لسوق العراق للأوراق المالية .

٣- العمل على زيادة الإفصاح والشفافية للمعلومات والبيانات التي تخص الشركات داخل سوق العراق للأوراق المالية ، وذلك من خلال ضرورة الزام الشركات بنشر بيانات فصلية ودورية كاملة والتوجه نحو نشرها من خلال شبكة الانترنت لسهولة التعامل والتعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة .

٤- إقامة الندوات والمحاضرات التعريفية للسوق المالي واهمية الاستثمار بالشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية مما يسهم في زيادة الوعي الاستثماري للأفراد في البلد مما يؤدي الى زيادة رؤوس الأموال المتاحة في السوق.

٥- إجراء دراسات مكتملة تتضمن باقي مؤشرات الأسواق المالية الكفؤة التي لم يتم ذكرها في نموذج هذه الدراسة وذلك لقياس اثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية.

المصادر والمراجع

أولا :- المصادر العربية

أ- الكتب العلمية :

١ - احمد، ازهري الطيب الفكي ،٢٠١٧، اسواق المال ، الطبعة الأولى ، دار الجنان للتوزيع والنشر ، الاردن .

٢ - الخيكاني ، نزار كاظم ، الموسوي، حيدر يونس،٢٠١٥، السياسات الاقتصادية : الاطار العام واثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ، عمان ، الأردن .

٣ - الغالي، بن ابراهيم ، عدنان ، بن ضيف محمد،،٢٠١٩، الاسواق المالية الدولية ، تقييم الأسهم والسندات ، دار علي بن زيد للطباعة والنشر ، الطبعة الأولى.

ت الرسائل والاطاريح الجامعية :

١ -الأزهر ، بن دحان الیاس ،٢٠١٣، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي دراسة حالة : " الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي " ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نول شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص: اقتصاد دولي ، جامعة محمد خيضر - بسكرة - كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية قسم العلوم الاقتصادية .

٢ -بن حاسين ، بن اعمر ،٢٠١٣، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية- أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نفود،

بنوك ومالية ، جامعة أبي بكر بلقاوي - د تلمسان - كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير .

٣ بن الضب ، علي، ٢٠٠٩، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة : دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للاوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٨، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص : مالية المؤسسة ، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية - قسم علوم التسيير .

٤ بن محىاوي، سميرة، ٢٠١٥، دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية : دراسة حالة بعض الدول العربية ، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية ، تخصص: تجارة دولية ، جامعة محمد خيضر - بسكرة -كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية قسم العلوم الاقتصادية .

٥ حمد ، عذراء خليفة، ٢٠١٨، تأثير تركيبة الهيكل المالي في القيمة السوقية للمصارف العراقية الخاصة (دراسة تطبيقية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية) رسالة تقدمت بها إلى مجلس الكلية التقنية الادارية -بغداد وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير التقني في تقنيات المالية والمحاسبية ، الجامعة التقنية الوسطى الكلية التقنية الادارية - بغداد .

٦ ريمة ، برارمة، ٢٠١٩، اثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحفظة الاستثمارية : دراسة حالة بورصة باريس ولندن ، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية ، تخصص: بنوك وتأمينات ، جامعة

فرحات عباس سطيف ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم
التسيير .

٧ -سلطان ، مونية ، ٢٠١٥، كفاءة الاسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد
الوطني ، دراسة حالة بورصا ماليزيا ، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور
الثالث LMD في العلوم الاقتصادية ، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك
والأسواق المالية،جامعة محمد خيضر بسكرة - قسم العلوم الاقتصادية .

٨ -تميرة ، لطرش، ٢٠١٠، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية
للشهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية ، أطروحة
مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، جامعة منتوري - قسنطينة -
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير .

٩ -شنگ ، أسامة محمد ، ٢٠١٨، العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار
السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان
(دراسة اختبارية) ، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة
الماجستير في المحاسبة ، قسم المحاسبة كلية الأعمال جامعة الشرق الأوسط .

١٠ - عبد الحق ، احمد شيشي ، محمد ، بن زية ، ٢٠١٧، دور الأسواق المالي في
تمويل التنمية الاقتصادية - دراس حالة بعض الدول العربية ، مذكرة مقدمة ضمن
متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ، تخصص : مالية ونقود
،جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم
التسيير،قسم علوم اقتصادية .

١١ - عبد الله ، وليد عبد الحميد محمد ، ٢٠١٨، دور تطبيق نظام إدارة الجودة
الشاملة في خلق قيمة سوقية مضافة للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة

فلسطين ، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة من كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الأزهر - غزة .
١٢ - عطية ، عبدالسلام ، ٢٠١٦ ، اثر الصادرات النفطية على النمو الاقتصادي (دراسة قياسية لدول منظمة الاوبك خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٤) ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في الاقتصاد القياسي ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة - الجزائر .

١٣ - الكندي ، حسين هادي عباس ، 2019 (استخدام عقود الخيارات في تخفيض المخاطر) دراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة القادسية وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة القادسية كلية الإدارة والاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية .

١٤ - مفيدة ، سلطاني، لمياء ، زريف ، ٢٠١٤ ، كفاءة الاسواق المالية وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة سوق الاسهم السعودي للفترة الممتدة من - 2004 ٢٠١٣ ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير فرع علوم مالية : تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - قسم علوم التسيير .

ج - الدوريات والبحوث :

١ -الزبيد،حسين علي عريعت، كفاءة سوق العراق للاوراق المالية عند المستوى الضعيف ٢٠٠٥-٢٠١١ ،المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مجلد ٣٥ - عدد ٢ ، ٢٠١٣.شروقي ، زين الدين ، ٢٠١٨، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية ، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة ، العدد ٣ .

- ٢ - العشعوش ، ايمن ، ٢٠١٧، اختبارات جذر الوحدة لبيانات البائل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق عملي على عينة من الدول النامية ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية ، المجلد ٣٩ ، العدد ٥ .
- ٣ - عيسى ، جبار صحن ، ٢٠١٧، أثر بعض مؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (٢٠٠٨-٢٠١٣) ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد ٥٠ .
- ٤ - محمد ، بنية ، ٢٠١٧، نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات "دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البتروكيمياوية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للمدة من ٢٠١٠-٢٠١٤ ، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية ، المجلد ٧ - العدد ٢ .
- ٥ - مسعداوي ، يوسف، ٢٠١٤، كفاءة الاسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد 42 .

د- - شبكة الانترنت :

- ١ - الموقع الرسمي لهيئة العراق للأوراق المالية <http://www.isc.gov.iq> .
- ٢ - الموقع الرسمي للبنك المركزي العراقي <http://cbiraq.org> .

ثانياً :- المصادر الاجنبية

A-The scientific books:

- 1- Jordan, Bradford D, Ross, Stephen A, **2017, Essentials of Corporate Finance**, 9th, University of Southern California .
- 2- Melicher , Ronald W, Norton , Edgar A , **2017 , Introduction to Finance Markets, Investments, and Financial Management** , 16th , University of Colorado at Boulder .
- 3- Mishkin, , **2004, Frederic S, The economics of money ,banking, and financial markets**, 7th , Columbia Universit .

B- Doctor dissertations and master thesis:

- 1-Aadullazade , Zaur , **2020, Corporate Disclosure and Capital Markets** , Master of science in finance Master of arts in economics , certified linternal auditor, BAKU ENGINEERING UNIVERSITY DEPARTMENT OF ACCOUNTING, BAKU, AZERBAIJAN .
- 2-Hadjhamou , Sarah, **2020, What role do financial markets play in the US economy?** California University of business and technology In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Doctor of Education.

C - Periodicals:

1- Abdullah, Mohammad Nayeem , Syed Manzur Quader ,
2018, Impact of Payout Policy on Market Value , 10.21102 /
irbrp.2018.03.141.07 , international review of business and
researches papers.

2- Alom , Khairul , Raquib , Raquib , **2014, CAPITAL MARKET
EFFICIENCY AND PORTFOLIO EQUITY INFLOWS IN BANGLADESH**
,ISSN: 2078-8460 , Vol. 8 • No. 1 • Nov .

3- Alajbeg , Denis , Zoran Bubas , **2012, The efficient market
hypothesis : problems with interpretations of empirical tests** ,
Preliminary communication** JEL: G10, G14 UDC: 336.76 , DOI :
10.3326/fintb.36.1.3 .

4- Baresa , Suzana , Sinisa , Bogdan , Zoran , Ivanovic , **2013,
Strategy of stock valuation by fundamental analysis** , UTMS
Journal of Economics , Vol. 4, Issu. 1 .

5- Dash , Sisir Ranjan , Dash , Srinibash , **2017, Application of
ARMA Models for Measuring Capital Market Efficiency: An
Empirical Study in Selected Emerging Financial Markets** ,
International Journal of Applied Business and Economic
Research , ISSN : 0972-7302 , Vol 15 , No 21 .

6- Juozapaitis, Edvinas, Stasytyte, Viktorija,2015,**Theoretical
aspects of fundamental analysis**, KSI Transactions on
Knowledge society, vol : 4 / no1.

7- Kristoufek , Ladislav, Vosvrda , Miloslav , 2013, Measuring capital market efficiency: Long-term memory, fractal dimension and approximate entropy , PACS codes: 05.45.Tp, 89.65.Gh .

8- Mahdi , Sabbah Raheem , Jaber , Aqeel Hameed, 2020, Fundamental and Technical Analysis in the Context of Sustainable Development for the Dubai Financial Market (2008 – 2017) , International Journal of Innovation, Creativity and Change , Volume 10, Issue 10 .

9- Mynhardt, H. R. and Plastun, Alex and Makarenko, Inna , 2014, Behavior of Financial Markets Efficiency During the Financial Market Crisis 2007-2009, Published in: Corporate Ownership and Control , Vol. 11, No. 2 .

10- Rubani , Mohammed , 2017, A study of Structure and Functions of Capital Markets in India , International Journal of Business Administration and Management. ISSN 2278-3660 Vol 7, No 1.

11- Wafi , Ahmed S, 2015, Profitability of Technical Analysis Rules in Emerging and Developed Markets: Review , Procedia Economics and Finance, DOI: 10.17265/1537-1514/2015.10.002 .