

محددات القيمة السوقية للأسهم – دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2015 لغاية 2018

الأستاذ الدكتور حسين جواد كاظم
الباحث احمد عبدالكريم محمد الياسين
كلية الادارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية
جامعة البصرة 1

المستخلص :

يهدف هذا البحث على معرفة اثر المتغيرات الجزئية (نسبة المديونية ونسبة التداول وربحية السهم والعائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية) على المتغير المعتمد (القيمة السوقية) وتطبيقها على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وقد اعتمد البحث على استخدام نموذج الانحدار الذي يستخدم اسلوب الدمج بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية (panel data) وبعد اختبار ثلاث نماذج: نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression Model ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM) Fixed Effects Model ونموذج التأثيرات العشوائية (FEM) Random Effects Model تمكنا من التوصل الى النموذج الملائم وهو نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) Fixed Effects Model. وتوصلت الدراسة طبقا لنتائج نموذج FEM ان جميع المتغيرات الداخلة في الدراسة هي معنوية احصائيا باستثناء متغير العائد على حق الملكية كان غير معنوي احصائيا, وان المتغير الاكثر تأثيرا كان ربحية السهم.

Stocks Market Value Determining – An Empirical Study of a Sample of Listed Companies in The Iraqi Stock Exchange for The Period from 2015 to 2018

Ahmed Abd Alkareem Mohammed Alyaseen

Prof Dr. Hussein Jawad Kadhim

,Administration & Economics College , Department of Banking & Finance
AL -Basrah University

Abstract :

Financial markets are one of the most important financing sources needed in the process of development by creating liquidity to liquidate savings and provide investment opportunities. These investment opportunities have witnessed many winning and losing trades because of fluctuations in market value. Therefore, the stability of the value is a key element of the market stability .as a result , knowing the determining variables of the value became a major concern for many studies being one of the criteria that reflects the value of the company.

The study aimed at knowing the effects of micro variables (debt ratio, turnover, earning per share ,return on investment and return on equity) on the independent variable represented by market value and applying them on a sample of companies listed in Iraq stock market.

The study based on regression model by using the method of integration between time series and cross section (panel data). After testing the panel data models (pooled regression model (PRM) , fixed effect model (FEM) and random effect model(REM) , we find that the appropriate model is the fixed effect model (FEM).

According to FEM the study concluded that all variables are statistically significant except ROE which is statistically insignificant, whereas the most effecting variable is EPS.

المقدمة :

ان الاسواق المالية في الدول المتقدمة قد واكبت التطورات الحديثة واصبح لها الدور الواضح والفعال في دعم النظام الاقتصادي مقارنة مع الاسواق المالية للدول النامية باعتبارها اسواق ناشئة حيث لم يجذب النمو الحاصل فيها اهتماما كبير من المستثمرين و بالأخص محل البحث سوق العراق للأوراق المالية حيث ان ما بعد عام 2003 تعرض الاقتصاد العراقي الى تغييرات اقتصادية مهمة خصوصا على مستوى التحول نحو اقتصاد السوق والانفتاح على الاستثمارات الاجنبية ما لهذا الامر من اثرين الاول يتعلق بضرورة وجود سوق مالي كفوء قادر على تعبئة المدخرات وتسهيل انسيابية الاموال لغرض الاستثمار اما الامر الثاني فهو ان هذا الانفتاح يجعل السوق العراقي معرضة للتأثير بالأزمات المالية العالمية مما يستدعي وجود سوق قادرة على حماية المستثمرين وتوفير بيئة استثمارية سليمة (منخفضة المخاطر) لذا بات استقرار القيمة السوقية عنصرا اساسيا لاستقرار السوق المالي وبالتالي كفاءته ومنه اصبح الاحاطة بالعوامل المحددة لهذه القيمة شغل شاغل لكثير من الدراسات المالية التي انقسمت بين المعتمدين على المنهج الاستقرائي والمنهج الاستنباطي في بيان دور المتغيرات الاقتصادية والمالية في تحديد القيمة السوقية للأسهم باعتبارها واحدة من المعايير الاساسية التي تعكس قيمة الشركة وبالتالي توازن السوق .

مشكلة البحث

تعد القيمة السوقية لأسهم الشركات المرآة العاكسة لإدارة الشركة من وجهة نظر المتعاملين في السوق المالي، اذ يعد سعر السهم معيار لنجاح الشركة او فشلها كونه يعكس الاداء الكلي بالتالي فأن معرفة وتحديد سعر السهم بمثابة مؤشر لاتخاذ القرار الاستثماري بالنسبة للمتعاملين في السوق المالي وعادة ما يتحدد هذا السعر طبقا لعوامل مالية، اقتصادية، سلوكية تتباين في اهميتها وتأثيراتها في تحديد القيمة السوقية للأسهم في السوق المالي اضافة لذلك هنالك قلة اهتمام من قبل المتعاملين في السوق المالي بأسباب تباين القيمة السوقية حيث عادة ما يكون الاعتماد في التداول على ارتفاع او انخفاض القيمة السوقية للأسهم دون الاطلاع او المعرفة بأسباب هذه التغيرات ومن هذه الحقيقة يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية ؟

- 1- هل هنالك علاقة بين نسبة المديونية والقيمة السوقية للأسهم ؟
- 2- هل هنالك علاقة بين نسبة التداول والقيمة السوقية للأسهم ؟
- 3- هل هنالك علاقة بين ربحية والقيمة السوقية للأسهم ؟
- 4- هل هنالك علاقة بين العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم ؟
- 5- هل هنالك علاقة بين العائد على حق الملكية والقيمة السوقية للأسهم ؟

اهداف البحث :

- 1- تفسير ما للمتغيرات الجزئية من اثر على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

- 2- اطلاع المستثمرين على المتغيرات المؤثرة في السوق المالي الامر الذي يساعد في جعل السوق اكثر كفاءة .
- 3- بيان اي المتغيرات اكثر تأثيرا من غيره في تحديد القيمة السوقية.

أهمية البحث

- 1- معرفة مدى امكانية الاعتماد على المتغيرات الجزئية في تحديد القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .
- 2- الارتقاء بواقع السوق المالي ورفع كفاءته من خلال تحصين المستثمرين بالمعلومات الكافية
- 3- ان اختبار العلاقة ما بين المتغيرات الجزئية (متغيرات الدراسة) والقيمة السوقية للأسهم من شأنه ان يسهم تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون وبالتالي تحسين اداء السوق المالي .
- 4- ان معرفة المتغيرات وتأثيرها المحتمل على اسعار الاسهم يعد موضع اهتمام وتقدير كبير لأنها تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية حكيمة وتمكين الشركات من تعزيز قيمتها السوقية .

فرضيات البحث

يقوم البحث على اختبار فرضيات العدم التالية :

- H0-1: لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي بين نسبة المديونية والقيمة السوقية للأسهم ؟
- H0-2: لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي بين نسبة التداول والقيمة السوقية للأسهم ؟
- H0-3: لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي بين ربحية السهم والقيمة السوقية للأسهم ؟
- H0-4: لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي بين العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم ؟
- H0-5: لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي بين العائد على حق الملكية والقيمة السوقية للأسهم ؟

مجتمع وعينة البحث

يشمل مجتمع البحث الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وسيتم اختيار عينة من هذه الشركات قائمة على اعتبارات محدده منها حجم التداول وعدد الاسهم المتداولة والقيمة السوقية للشركة حيث تم اختيار 12 مصرف و حسب توفر البيانات الفصلية وكما مبين في الجدول ادناه

شركات عينة البحث

الرمز	اسم الشركة	ت
BNOI	المصرف الاهلي العراقي	1
BCOI	المصرف التجاري العراقي	2
BIME	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	3
BMNS	مصرف المنصور للاستثمار	4
BMFI	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	5
BELF	مصرف ايلاف الاسلامي	6
BUND	مصرف المتحد للاستثمار	7
BKUI	مصرف كوردستان الدولي الاسلامي	8
BGUC	مصرف الخليج التجاري	9
BBOB	مصرف بغداد	10
BSUC	مصرف سومر التجاري	11
BBAY	مصرف بابل	12

الدراسات السابقة

أولاً : الدراسات العربية

1- دراسة الموعد, 2005

عنوان الدراسة	العوامل المؤثرة على أسعار الاسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية
نوع الدراسة	رسالة ماجستير
الهدف من الدراسة	تهدف الدراسة إلى محاولة التعرف على العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان
مكان ومدة الدراسة	بورصة عمان , 1998-2003
حجم وعينة الدراسة	42 شركة تمثل جميع القطاعات
متغيرات الدراسة	المتغير المعتمد : سعر السهم المتغيرات المستقلة : معدل دوران السهم وربحية السهم و نصيب السهم من الأرباح الموزعة، سعر الفائدة، معدل التضخم
النتائج التي توصلت لها الدراسة	سعر الفائدة يؤثر على سعر السهم بصورة عكسية وقوية وأن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة. في حين لم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين ربحية السهم و نصيب السهم من التوزيعات النقدية من جهة وبين سعر السهم من جهة أخرى، كما لم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين معدل التضخم وسعر السهم.

2- دراسة عبيدات ,والحمود ,2010

عنوان الدراسة	تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية – دراسة تطبيقية في بورصة عمان
نوع الدراسة	بحث منشور
الهدف من الدراسة	تهدف هذه الدراسة الى التعرف على العوامل المحددة لأسعار الاسهم
مكان ومدة الدراسة	بورصة عمان , 1992-2009
حجم وعينة الدراسة	9 بنوك تجارية
متغيرات الدراسة	المتغير المعتمد : سعر السهم المتغيرات المستقلة : حجم التداول وعائد السهم والربح الموزع والقيمة الدفترية والسيولة النقدية والرافعة المالية
النتائج التي توصلت لها الدراسة	عدم وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الاسهم للبنوك التجارية والعوامل التالية :حجم التداول والسيولة النقدية والرافعة المالية والقيمة الدفترية لكن من جانب اخر بينت الدراسة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الاسهم للبنوك التجارية من جهة وعائد السهم والربح الموزع من جهة أخرى .

3- دراسة زيد ,2014

عنوان الدراسة	دراسة العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق المالي - دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق قطر المالي للفترة 2009-2012
نوع الدراسة	رسالة ماجستير
الهدف من الدراسة	تهدف هذه الدراسة الى التعرف على تأثير مجموعة من المتغيرات المستقلة على اسعار الاسهم .
مكان ومدة الدراسة	سوق قطر للأوراق المالية , 2009-2012
حجم وعينة الدراسة	24 شركة من مختلف القطاعات باستثناء قطاع البنوك والتأمين .
متغيرات الدراسة	المتغير المعتمد : سعر السهم المتغيرات المستقلة : العائد على حقوق المساهمين و العائد على اجمالي الاصول و اجمالي الديون الى اجمالي الأصول ونصيب السهم من الارباح
النتائج التي توصلت لها الدراسة	وتوصلت الدراسة الى عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة وبين اسعار الاسهم لكن بعد اختبار عدة نماذج باستخدام الانحدار المتعدد تم الوصول الى النموذج الامثل والذي له علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين المتغيرين المستقلين العائد على اجمالي الاصول و اجمالي الديون على اجمالي الاصول والمتغير التابع اسعار الاسهم.

محددات القيمة السوقية للأسهم - دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

ثانيا : الدراسات الاجنبية

1- دراسة, Uddin, 2009

Determinants of market price of stock: A study on banks and insurances companies of Bangladesh	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
دراسة العوامل المحددة للقيمة السوقية للسهم .	الهدف من الدراسة
بورصة دكا , بنغلادش , 2007 – 2008	مكان ومدة الدراسة
62 شركة من قطاع المصارف وقطاع التأمين	حجم وعينة الدراسة
المتغير المعتمد : القيمة السوقية للسهم المتغيرات المستقلة : صافي قيمة الاصول للسهم الواحد وعائد السهم وعائد التوزيعات للسهم	متغيرات الدراسة
فتوصلت الدراسة إلى ان علاقة ارتباط ايجابية قوية بين المتغيرات الثلاثة من جهة وبين القيمة السوقية للسهم .	النتائج التي توصلت لها الدراسة

2- دراسة, Rafiq & Roohullah , Atiq, 2010

FACTORS AFFECTING STOCK PRICES: A CASE STUDY OF KARACHI STOCK EXCHANGE (KSE)	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
تبحث هذه الدراسة العوامل الداخلية للشركة ومتغيرات الاقتصاد الكلي التي تؤثر على أسعار الأسهم.	الهدف من الدراسة
بورصة كراتشي الباكستانية , 2001 – 2008	مكان ومدة الدراسة
15 شركة ضمن القطاع المالي	حجم وعينة الدراسة
المتغير المعتمد : سعر السهم المتغيرات المستقلة : عائد السهم الواحد والأرباح الموزعة للسهم الواحد. عرض النقد وأسعار الفائدة والنتائج المحلي الإجمالي	متغيرات الدراسة
تشير النتائج إلى وجود علاقة ايجابية وذات دلالة إحصائية بين عرض النقود والنتائج المحلي الاجمالي و عائد السهم مع أسعار الأسهم. أما أسعار الفائدة كانت ليست ذات دلالة إحصائية.	النتائج التي توصلت لها الدراسة

3- دراسة, Tahtamouni & AL-Qudah, Al Qaisi 2016

Factors Affecting the Market Stock Price - The Case of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
تهدف هذه الدراسة إلى دراسة تأثير بعض العوامل على سعر السهم في السوق.	الهدف من الدراسة
سوق عمان للأوراق المالية , 2011 – 2015	مكان ومدة الدراسة
20 ضمن قطاع التأمين	حجم وعينة الدراسة
المتغير المعتمد : سعر السهم المتغيرات المستقلة : العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين ونسبة الديون وعمر الشركة وحجم الشركة	متغيرات الدراسة
وقد وجدت النتائج ان هناك تأثيراً بين العائد على الاصول و نسبة الديون و عمر الشركة وحجم الشركة وسعر سهم السوق وعلاوة على ذلك ،وجدت النتائج أنه لا يوجد أي تأثير بين العائد على حقوق المساهمين وأسعار الأسهم .	النتائج التي توصلت لها الدراسة

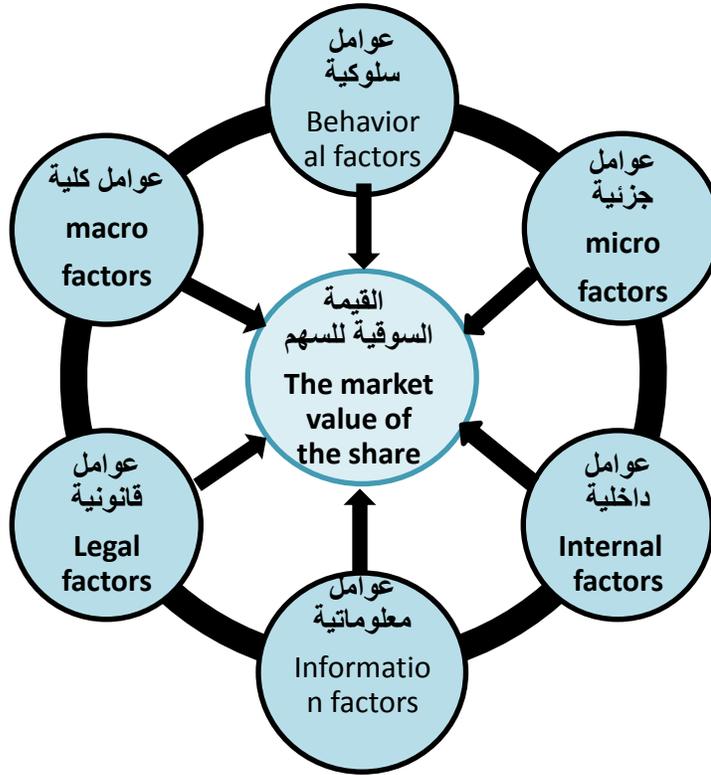
وبناء على ذكرة سابقا سيتضمن البحث ثلاث محاور ,المحور الاول المؤثرة على القيمة السوقية المحور الثاني قياس اثر متغيرات البحث على القيمة السوقية والمحور الثالث الاستنتاجات والتوصيات.

المحور الاول

العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم

تتأثر القيمة السوقية للسهم طبقا لتفاعل مجموعة كبيرة من العوامل تختلف في درجة تأثيرها على القيمة السوقية منها هو اقتصادي (كلي وجزئي) ومنها ما هو سلوكي ومنها ما هو قانوني ومعلوماتي وعوامل اخرى يمكن توضيحها في الشكل التالي :

العوامل المؤثرة على القيمة السوقية



المصدر: من اعداد الباحث

1- العوامل الكلية macro factors : تتمثل هذه العوامل بمتغيرات الاقتصاد الكلي وبرزها تأثيرها في القيمة السوقية للسهم هي :

- حجم الناتج القومي : هذا العامل يمكن ان يكون له اثر ايجابي او قد يكون له اثر سلبي على القيمة السوقية للسهم فالزيادة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل في الاسهم وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية او ان هذه الزيادة قد تؤدي الى زيادة نمو المعروض النقدي الذي يؤدي الى حدوث التضخم وارتفاع سعر الفائدة وانخفاض معدل العائد المطلوب على

الاستثمار وبالتالي انخفاض القيمة السوقية (الجرحاوي, 2008: 53) (البراجنة , 2009: 39) وقد ثبت ذلك في دراسة (JOSHE : 2013)

- الضرائب الحكومية: يكون تأثيرها مباشر حيث اذا لجأت الحكومة الى خفض معدل الضريبة فأن ذلك سترك اثر ايجابي على ارباح الشركة وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم بينما رفع معدل الضريبة سيؤدي الى زيادة حجم الوعاء الضريبي وانخفاض ارباح الشركة وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم الشركة (هندي, 1993: 288)

- معدل الفائدة: إن ارتفاع أسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية، يشجع العديد من المستثمرين ببيع جزء من اسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، باعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك التجارية وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار بالأسهم (عطيه, 2012: 15) لان البديل الاستثماري سيكون اكثر جاذبية (الودائع) وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم وقد ثبتت هذه العلاقة العكسية في دراسة :

(Menike:2006) و (Türsoy:2008) (Sarwar : 2012)

- التضخم : ان أي ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم يؤدي الى اثر عكسي على القيمة السوقية للسهم وذلك لسببين : احدها مباشر حيث ان ارتفاع معدل التضخم يؤدي الى ارتفاع معدل الفائدة وبالتالي معدل العائد المطلوب على الاستثمار وهذا بدوره يؤدي الى انخفاض القيمة السوقية للسهم، والسبب الثاني غير مباشر حيث عند فترات التضخم يتوقع انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح الشركة وانخفاض القيمة السوقية للسهم وذلك لان قسط الاندثار سيكون اقل مما عليه مما يزيد من حجم الوعاء الضريبي (هندي, 1993 : 295) (الخطيب, 2010: 88) وقد ثبت ذلك في دراسة: (Sarwar: 2012) , (Türsoy:2008) (Bhargava:) (Singh:2011) و (Menike: 2006) (2016)

- سعر الصرف : ان أي تقلب في سعر الصرف سيجد صداه في سوق الأسهم لان سعر الصرف يعد احد العوامل المؤثرة على أداء سوق الأسهم بوصفه احد محددات النشاط الاقتصادي ، ألا أن تأثير أسعار الصرف على أسواق الأسهم يتباين من بلد إلى آخر وداخل نفس البلد بين قطاع وأخر ومن شركة إلى أخرى داخل نفس القطاع (المعموري والزبيدي, 2011: 152). ان لسعر الصرف و بالأخص في الدول الصناعية (المصدرة) دور في تقلبات الأسعار في السوق المالي فإذا ارتفع سعر صرف العملة في دولة صناعية معينة فإن ذلك يعني أن المستوردين لمنتجات هذه الدولة سيدفعون أكثر لشراء السلع و الخدمات منها مما يقلل الاستيراد منها، وهذا يعني انخفاض مبيعات الشركات المصدرة وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لأسهما والعكس صحيح وهذا الاثر العكسي ثبت في دراسة: (leela:2014),(Singh:2011),(Bhargava: 2016) و (Menike:2006).

- عرض النقد : ان زيادة المعروض النقدي قد تؤدي الى انخفاض او ارتفاع اسعار الاسهم حيث ان زيادة عرض النقد تؤدي الى ارتفاع الانفاق الاستثماري مما يؤدي الى زيادة الطلب على الاسهم وارتفاع اسعارها السوقية

ويحدث العكس في حالة تقليص المعروض النقدي(الخطيب,2010:86)وقد ثبت ذلك في دراسة (Singh: 2011) و (خليل: 2015)

- أسعار النفط: ويعد هذا العامل من أهم العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم سيما في الدول المنتجة للنفط، حيث يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة مستوى عائدات الدولة الأمر الذي يمكنه من صرف المزيد من الأموال على مشاريع البنية التحتية ورفع مستوى الرواتب، مما يسهم في رفع مستوى النشاط الاقتصادي العام وتوفير السيولة التي تجد طريقها أيضا إلى سوق الأوراق المالية (رابعة وخطاب,2006: 10) ويعتبر اقل اثرا بالنسبة للدول المستوردة للنفط وقد ثبت ذلك في دراسة : (Murthy:2016) و (Bhargava:2016)

2-العوامل الجزئية **factors micro**: وهي عوامل مرتبطة بالنسب المالية والتي تحظى باهتمام كبير من قبل المستثمرين والمحللين الماليين وفيما يلي اهمية النسب المالية وترتيبها ومن وجهة نظر المستثمرين والمحللين الماليين وكما يعرضها الجدول رقم (1) ورقم (2).

جدول (1)

اهمية النسب المالية من وجهة نظر المستثمرين

ت	النسبة	نوع النسبة	ترتيب النسبة
1	عائد السهم العادي EPS	سوق	1
2	العائد على حق الملكية ROE	ربحية	2
3	حافة صافي الربح بعد الضريبة	ربحية	3
4	نسبة الدين / حق الملكية	ملاءة	4
5	حافة صافي الربح قبل الضريبة	ربحية	5
6	العائد على الاستثمار ROI	ربحية	6
7	العائد على الاصول	ربحية	7
8	نسبة توزيع الارباح	سوق	8
9	مضاعف السعر السوقي للسهم PE	سوق	9
10	نسبة التداول	سيولة	10

المصدر: مطر, محمد(الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني)كلية العلوم الادارية والمالية , جامعة البترا

75:2006,

جدول (2)

اهمية النسب المالية وترتيبها من وجهة نظر المحللين الماليين

ت	النسبة	نوع النسبة	ترتيب النسبة
1	العائد على حق الملكية ROE	ربحية	1
2	مضاعف السعر السوقي للسهم PE	سوق	2
3	عائد السهم العادي EPS	سوق	3
4	حافة صافي الربح بعد الضريبة	ربحية	4
5	حافة صافي الربح قبل الضريبة	ربحية	5
6	نسبة تغطية التكاليف الثابتة	ملاءة	6
7	نسبة السيولة السريعة	سيولة	7
8	العائد على الأصول ROA	ربحية	8
9	العائد على الاستثمار ROI	ربحية	9
10	نسبة تغطية الفوائد المدينة	ملاءة	10

المصدر: مطر، محمد(الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني) كلية العلوم الادارية والمالية، جامعة البترا 2006 : 75

يتضح من الجدولين رقم (1) و (2) بأن المستثمرين والمحللين الماليين كان تركيزهم بالمرتبة الاولى على نسب الربحية وبالمرتبة الثانية كانت نسب السوق وجاء اخرا نسب الرافعة المالية ونسب السيولة. وعليه يستم طرح اغلب العوامل الجزئية المرتبطة بالنسب المذكورة لكن لم يتم الالتزام بالعوامل التي ذكرها مطر فقط وانما تم الاخذ بالاعتبار العوامل في الدراسات السابقة حسب تأثيرها المتباين :

- العائد على حقوق الملكية (ROE): هو واحد مؤشرات الربحية التشغيلية يقيس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الاسهم ويأخذ بنظر الاعتبار اثر النشاطات التشغيلية (حداد,2010:83) ويشير ارتفاع العائد على حقوق الملكية على ان الشركة قادرة على ايجاد فرص استثمارية مربحة للغاية ويحسب من خلال : (42 Berk,2014:

العائد على حقوق الملكية = صافي الدخل / حق الملكية

وقد ثبت ان لهذا المتغير ذات دلالة احصائية موجبة في دراسة كل من : (العيسى واخرون:2007), (زيد:2014), (شعيب:2015), (الذنيبيات:2015), (الراحي:2017) و(Sharif:2014) الا ان هذا المتغير كان ضعيف الارتباط مع القيمة السوقية للسهم في دراسة (الظاهر:2010) اما في دراسة (مزوزي:2016) و (Alqudah:2016) لم يكن هنالك اي علاقة ذات دلالة احصائية بينه وبين القيمة السوقية للسهم (غير مؤثر).

- العائد على الأصول (ROA): عبارة عن نسبة لقياس القوة الإيرادية للأصول المستثمرة في الشركة حيث يقيس مدى كفاءة الادارة في استثمار الاموال التي تم الحصول عليها لذا يعتبر هذا المعامل مؤشرا لقياس ربحية

الشركة بشكل عام (مطر,2006:46) فهو عبارة عن نسبة صافي الدخل الى اجمالي الاصول بعد الفوائد والضرائب ويحسب من خلال ما يلي (Brigham,2007: 114)

العائد على الأصول = صافي الدخل / مجموع الاصول

وقد ثبت ان لهذا المتغير علاقة ذات دلالة احصائية موجبة في دراسة كل من :

(العيسى واخرون:2017), (زيد:2014), (شعيب:2015), (الذنيبيات:2015), (الراحي:2017), (الظاهر:2010)و(Alqudah:2016)

- **نصيب السهم من الارباح (EPS) :** تعتبر ربحية السهم مؤشر يتضمن معلومات مالية ذات أهمية جوهرية فيما يتعلق بتقييم الحالة المالية للوحدة الاقتصادية و يجب الإفصاح عنها و أن تكون متاحة لجميع المستثمرين لانه من المفترض أن يكون لها دور هام في اتخاذ القرارات الاستثمارية(نصر,2015:28) ويحسب من خلال

نصيب السهم من الارباح = صافي الدخل / عدد الاسهم العادية المصدرة

(Ross,2010:63)

وتستخدم نسبة EPS عادة في نشرات الاكتتاب والتقارير السنوية كما يتم التركيز عليها من قبل الصحافة المالية والمحللين الماليين بسبب اهميتها في تحديد القيمة السوقية للسهم (Kieso,2012: 150) ويعتبر هذا المقياس من المقاييس المهمة، إذ يعطي مؤشرا على عوائد الأسهم بشكل عام ، حيث تسعى الشركات جاهدة لزيادته لأنه يلعب دورا مهما في تحديد سعر السهم، إذ أنه أحد العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم(فكرون,2013:5).

وتكون العلاقة ما بين ربحية السهم الواحد EPS و القيمة السوقية للسهم علاقة طردية مع ثبات العوامل الاخرى باستثناء العوامل التي لا يمكن للشركة السيطرة عليها (الصياح, 2007:39) , وقد ثبت ذلك في العديد من الدراسات منها دراسة : (عبيدات:2010) , (سالم :2014) , (ابو النصر :2016) (Uddin:2009) , (AL- TAMIME:2011),(Bhattarai:2014)و(Enow:2016)

- **نصيب السهم من توزيعات الارباح DPS :** هو عبارة عن مقياس لقيمة التوزيعات النقدية لكل سهم ويتم حسابه من خلال قسمة التوزيعات النقدية على عدد الاسهم العادية خلال السنة المالية (الانصاري, 2008: 217) **نصيب السهم من توزيعات الارباح = التوزيعات النقدية / عدد الاسهم العادية**

وتوضح هذه النسبة ما يحصل عليه حامل السهم العادي من الارباح الموزعة في نهاية العام وان قيمة هذه التوزيعات لا تعتمد فقط على ما تحققه الشركة من ارباح بل على السياسات التي تتبعها الادارة في توزيع الارباح (مطر,2006:69)وقد اشارت نتائج بعض الدراسات الى ان هنالك علاقة ايجابية بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للسهم ومنها دراسة: (Bhattarai:2014) , (Enow:2016), (الموعد:2005),(عبيدات:2010),(الحباشنة:2014) و (عبد الرسول:2015)

وعلى الرغ من الاثر الايجابي لد DPS في الدراسات السابقة الا انه تعددت وجهات النظر بشأن علاقة واثربحية السهم ومقسوم ارباح السهم في قيمة الشركة المقاسة بقيمة (سعر) سهمها العادي في السوق المالية، الأمر الذي جعل منهما قضية مثار جدل وخلاف معرفي في الفكر المالي، فهناك وجهة نظر ترى بان هذين المؤشرين لهما تأثير ايجابي في قيمة الشركة، واخرى ترى لا علاقة لمقسوم ارباح السهم في قيمة الشركة، وان ربحية السهم هي العامل الحاسم والاكثر اهمية في تفسير سلوك القيمة السوقية للسهم (شومان، 2012:71).

- القيمة الدفترية B.V : هي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتمثل حق الملكية في الميزانية العمومية وتعتبر مؤشر لقوة حقوق المالكين لذلك نموها يعد من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار (التمييزي، 2010:160) وتعد القيمة الدفترية واحدة من عدة مفاهيم لقياس قيمة السهم وكلما كان ناتج القيمة الدفترية اكبر من الواحد الصحيح يدل على امتلاك الشركة لفرص النجاح (العامري، 2013:318) وتعد مؤشر للحد الأدنى الذي يجب ان تكون قيمة السهم الا انها لا تعكس القيمة السوقية للسهم وتحسب من خلال المعادلة التالية : (العارضي، 2013:71)

القيمة الدفترية = حق الملكية / عدد الاسهم المصدرة

وقد تفاوتت اثر القيمة الدفترية على القيمة السوقية للسهم حيث ان نتائج بعض الدراسات توصلت الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بينها وبين القيمة السوقية في دراسة : (عبيدات، 2010) بينما كان لها الاثر الايجابي على القيمة السوقية لسهم في دراسة : (الذنبليات، 2015)، (Sharif:2014) و (E.geetha:2015)

- نسبة التداول: هي احد مؤشرات السيولة التي تستخدم في مجال تقييم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الاجل وتحسب من خلال قسمة الاصول المتداولة على المطلوبات المتداولة (Brigham:2007:103)

نسبة التداول = الاصول المتداولة / المطلوبات المتداولة

ومن المتعارف عليه ان نسبة التداول (1:2) تعتبر كافية الا ان ذلك يتوقف على طبيعة نشاط الشركة فليس بالضرورة مثلا ان تكون النسبة المعيارية للتداول في الشركات الصناعية هي نفسها في الشركات المالية بل عادة تكون اقل منها كما نسبة التداول المرتفعة جدا عن النسبة المعقولة لا يدل على الكفاءة بل يعتبر مؤشر ضعف في ادارة استثمارات الشركة وبالتالي تنعكس اثاره سلبا على ربحية الشركة (مطر، 2006:55) وبالتالي يتبع هذا الاثر السلبي على القيمة السوقية للسهم كما انه لم يثبت وجود علاقة بين هذه النسبة والقيمة السوقية للسهم في دراسة (الراجحي، 2010)

- نسبة المديونية : هي عبارة نسبة لقياس اجمالي الاصول الممولة من قبل دائي الشركة وكلما ارتفعت هذه النسبة زادت كمية اموال الاشخاص الاخرين المستخدمة في تحقيق الارباح وتحسب من المعادلة التالية :

نسبة المديونية = اجمالي المطلوبات / اجمالي الموجودات

وأن ارتفاع هذه النسبة يؤدي الى زيادة مديونية الشركة (Gitman,2012: 77)

وقد توصلت بعض الدراسات الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الدين والقيمة السوقية للسهم في دراسة (زيد:2014), (شعيب:2015), (الراحي:2017), (الفقهاء:2010), (Sharif:2014) و (AL-Qudah:2016) بينما توصلت قلة من الدراسات الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة الدين والقيمة السوقية للسهم ومنها دراسة (الذنيبيات:2015)

- نسبة الدين الى حق الملكية **Debt to Equity Ratio**: تمثل هذه النسبة مقدار ما يساهم به الدائنين في موجودات الشركة مقارنة مع ما يساهم به المالكين وتحسب من خلال المعادلة التالية: (Reilly,2012:298)

نسبة الدين الى الملكية = مجموع المطلوبات / حق المليكة

وقد تفاوت اثر هذه النسبة على القيمة السوقية للسهم حيث توصلت بعض الدراسات الى وجود علاقة ذات احصائية (مؤثرة) على القيمة السوقية كما في دراسة: (Ashifa:2015), (Manjunatah:2013) و (Budhi:2017) بينما لم يكن اي تأثير لهذه في دراسة (Saied:2011).

3- العوامل المعلوماتية **Information factors**: تختلف هذه العوامل حسب مصدرها والتأثيرات التي تتركها على القيمة السوقية والتي يمكن حصرها بالآتي:

- المعلومات العالمية: حيث تنعكس الاحداث في أي دولة بشكل مباشر او غير مباشر على معظم الدول الاخرى ومن هنا كانت الاحداث العالمية اقتصادية او سياسية او مناخية محض اهتمام المستثمرين والمتعاملين في الاوراق المالية لما لها من انعكاسات على الانشطة الاستثمارية (ابوزيد, 2009:275)

- المعلومات التي تخص الظروف الاقتصادية المحلية: وهي المعلومات المتاحة عن الحالة الاقتصادية داخل الدولة ذاتها ومنها الناتج المحلي الاجمالي في الدولة ونسبة البطالة ومستوى التضخم والدورات الاقتصادية والعجز في الميزانية حيث ان كل هذه العوامل المعلومات الخاصة بها تؤثر على القيمة السوقية لأسهم الشركات (جابو,2012:71).

- المعلومات عن قطاعات اقتصادية معينة: ان انتعاش أي قطاع معين قد يكون صناعي زراعي مالي و سياحي لا يعني بالضرورة انتعاش القطاعات الاخرى والعكس صحيح وبالتالي تعتبر المعلومات المتعلقة بالقطاع الذي تنتهي اليه الشركة المصدرة للأسهم معلومات مهمة لها انعكاساتها على تلك الشركة وعلى اسعار اسهمها (ابوزيد, 2009:276)

- معلومات عن الشركة المصدرة: حيث تلعب المعلومات المتعلقة بالشركة المصدرة دورا مهما في تقييم الأوراق المالية المصدرة وتحديد اتجاهات اسعار اسهمها حيث لكل شركة خصوصية من كفاءة تشغيلها للموارد المتاحة وفي تحقيقها للأرباح. (هندي, 1993:215)

- معلومات تخص الشائعات في السوق المالي: حيث تزداد هذه الظاهرة في الاسواق المالية للدول النامية حيث يشاع ما يعرف باحتكار المعلومات وذلك في ضل غياب القوانين واللوائح المنظمة للسوق المالي من جهة وضعف

الوعي الاستثماري لدى المستثمرين من جهة أخرى وكذلك عدم وجود منافسة كاملة في السوق (شراب, 2006:62).

4- العوامل الداخلية (الإدارية والفنية) Internal factors : ترتبط هذه العوامل في البيئة الداخلية للشركة ومنها :

- الهيكل التنظيمي : حيث يمثل الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالشركة ويؤثر هذا الهيكل من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح وهذه الخطط تتمثل بمدى قوة الشركة وكفاءتها و مهنتها، والتزامها ونجاح إدارتها وسمعتها ونوعية منتجاتها وخدماتها(الخطيب, 2010:48).

- التخطيط المالي : يهتم التخطيط المالي بكيفية الحصول على الأموال اللازمة للمشروع من مصادرها المختلفة بأقل التكاليف وأفضل الشروط ، كما يهتم أيضاً بكيفية استثمار هذه الأموال بحيث تحقق أفضل وأعلى العوائد للمشروع وبأقل المخاطر (الطراونة, 2015:29)

- عدد العاملين: يعد من الأصول المتغيرة للشركة، ويظهر حجم عمل هذه الشركة وإنتاجيتها مما يؤثر على عائد الاستثمار وموقعه بين الشركات الأخرى فعدد العاملين في الشركة يؤثر غالباً في كمية إنتاج هذه الشركة مما يؤثر على قوتها ووضعها الاقتصادي بين الشركات الأخرى وبالتالي يؤثر في إقبال المستثمرين على شراء أسهمها(يوسف, 2008:30).

- عمر الشركة : ويقصد به الوجود الفعلي للشركة منذ بدء تشغيلها العام وقد تستفيد الشركات القديمة من تأثيرات السمعة ، مما يسمح لها بالحصول على هامش أعلى من المبيعات بالتالي ارتفاع القيمة السوقية لها (82: 2015 Deitiana) (Al Qaisi:2016).

- حجم الشركة : يتمثل حجم الشركة بمواردها المتاحة وحجم نشاطها وبالتالي تتفوق الشركات الكبيرة على الشركات الصغيرة في زيادة القدرة على توليد المبيعات ومن ثم زيادة الأرباح مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة (الطراونة, 2015:23). الا ان ذلك لا ينطبق على الاسواق الكفوءة لان اسعار الاسهم السوقية تعكس وبسرعة جميع المعلومات المتوفرة وبالتالي لا يكون هنالك اختلاف بين عوائد اسهم الشركات الكبيرة وعوائد اسهم الشركات الصغيرة(فكرون, 2013:4)

- التكنولوجيا المعتمدة في الشركة : حيث يجب على الشركة تحديد نوع التكنولوجيا التي تتناسب مع اعمالها لما لها من اثر على القدرة التنافسية في السوق وخفض التكاليف وبالتالي زيادة الأرباح والحصة السوقية (الخطيب, 2010: 50).

5- العوامل التشريعية او القانونية Legal factors : وهي العوامل الناتجة عن التغيرات التي تحدث في المحيط الخارجي للشركة وهذه العوامل لا يكون للشركة سيطرة عليها وإنما تتأثر بها وهذه العوامل اغلبها تتعلق بالمتغيرات القانونية والتشريعية بسياسات الدولة العامة وبرامجها التنموية وخططها الاستثمارية على سبيل المثال قانون الاستثمار داخل البلد أو اللوائح المنظمة للسوق المالي (الطراونة, 2015: 24).

6- العوامل السلوكية Behavioral factors: وهي التحيزات السلوكية التي يرتكها المستثمر لا شعوريا لدى اتخاذ القرار الاستثماري ومنها :

- الثقة المفرطة OVERCONFIDENCE: وتتضمن مكونين : الثقة المفرطة في جودة المعلومات المستلمة والثقة المفرطة في قدرة المرء على التصرف بناءً على تلك المعلومات (BAKER,2017:374) و ايسر أشكالها الوهم المعرفي أي الايمان غير المبرر بالقدرات والاحكام واعتبارها بمثابة بديهيات حيث من الممكن ان تؤثر الثقة المفرطة على الاستثمار عند اعتقاد المستثمر ان دائما اختياره هو الافضل (الحموي, 2015:43) .

- المحاسبة العقلية mental accounting : يشير مصطلح "المحاسبة العقلية" إلى الأسلوب التنظيمي المعرفي الذي يستخدمه العديد من المستثمرين من خلال فصل استثماراتهم إلى مجموعات مختلفة ، دون النظر إلى ذلك التوزيع العام للأصول (BAKER,2017:373)

وصورتها تكون عندما تضيف أسهماً جديدة إلى محفظتك، من الطبيعي أن تقوم بإقران السهم بسعر الشراء الخاص به و عندما يتغير سعر السهم عبر الوقت، سيكون لديك أرباح أو خسائر غير محققة عند مقارنة السعر الحالي بسعر الشراء. مع مرور الوقت، ستحسب عقلياً هذه المكاسب والخسائر ، وكيف أن شعورك حيال الاستثمار يعتمد على ما إذا كنت متقدماً أو متخلفاً (Jordan , 2009 :242)

- سلوك القطيع Herd behavior: حيث يعتمد المستثمرون بشكل مستمر للتفكير بشكل مماثل مع بعضهم أي ميل الفرد لتقليد المجموعة سواء كانت التصرفات عقلانية او غيرها (الحموي,2015:44)

- النفور من الخسارة loss aversion :وهو العزوف عن بيع الاستثمارات بعد أن تكون قد انخفضت في القيمة أي عندما يكون هنالك انخفاض كبير في السوق فأن العديد من المستثمرين يفضلون البقاء بعيد عن السوق حتى تتحسن الظروف (Jordan , 2008 :243).

- تجنب الأسف: Regret Avoidance : وصورتها شراء محفظة من الشركات الممتازة التي تراجع ارباحها، ليس مؤلماً بقدر ما يواجه نفس الخسائر في شركة ناشئة غير معروفة: (Bodi,2014:392) .

- الخوف والطمع Fear and greed : حيث ان خوف المستثمرين يؤدي الى الاسراع لبيع الاسهم المشتراة في اوقات وجود خوف من الهبوط في الاسعار (بيع جماعي) وعلى جانب اخر هنالك الطمع حيث تدفع غزيرة المستثمر نحو الشراء للحصول على مزيد من الارباح مما يدفع الاسعار الى الارتفاع ليؤدي الحدوث فقاعة في السوق المالي (الامام, 2015:168)

المحور الثاني

قياس اثر متغيرات البحث على القيمة السوقية للسهم

اولاً: اختبار وتحليل فرضيات البحث

من اجل اختبار وتحليل فرضيات البحث قام الباحث بقياس اثر المتغيرات المستقلة { نسبة المديونية (x1), نسبة التداول (x2) , ربحية السهم (x3) , العائد على الاستثمار (x4) , العائد على حق الملكية (x5) } على المتغير المعتمد القيمة السوقية للأسهم (y) باستخدام تقدير نموذج الانحدار الذي يستخدم أسلوب الدمج بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية (Panel data) إذ سيتم دمجها معا في نموذج واحد لمعرفة الاثر المشترك لكل المتغيرات, وباستخدام نماذج البيانات الطولية الاساسية ذات الاشكال الثلاثة وهي:

(Gujarati, 2005, 591-591)

- 1- نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression model
- 2- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) Fixed Effects Model
- 3- نموذج التأثيرات العشوائية (REM) Random Effects Model

ثانيا : اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

قبل البدء بعملية التقدير لمتغيرات الدراسة تم اجراء اختبار التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) باستخدام اختبار جاكا-بيرا (Jarque - Bera) اذ يتم الاختبار وفق الفرضيتين:

- H_0 : سلسلة القيمة السوقية للأسهم (y) تتوزع توزيعاً طبيعياً.
 H_1 : سلسلة القيمة السوقية للأسهم (y) لا تتوزع توزيعاً طبيعياً .

ونتائج الاختبار موضحة بالجدول التالي:

الجدول (3)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للمتغير المعتمد باستخدام اختبار جاكا-بيرا

المتغير	Jarque - Bera	Probability
y	10.05726	0.006548

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على مخرجات برنامج Eview - 7

من خلال ملاحظة الجدول (3) نلاحظ ان قيمة Prob. اقل من مستوى المعنوية 0.05 هذا يعني قبول فرضية العدم التي تنص على ان المتغير المعتمد يتوزع توزيعاً طبيعياً اي ان القيمة السوقية للأسهم (y) , تتوزع توزيعاً طبيعياً. وبعد التأكد من ان المتغيرات تتوزع توزيعاً طبيعياً أصبح بالإمكان إجراء اختبار فرضيات البحث من خلال تقدير نموذج Panel وإجراء اختبارات اختيار نموذج Panel الملائم لبيانات البحث .

ثالثا: اختبار نماذج البحث

لأجل معرفة الاثر المشترك لكل المتغيرات فانه يتم دمجها معا في نموذج واحد لذا اصبح نموذج البحث كما يلي:

$$y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_3 X_4 + B_5 X_5 + u_i$$

ومن اجل الحصول على افضل نموذج يمثل المتغيرات قام الباحث بتجربة عدة نماذج لتمثيل متغيرات الدراسة وكان افضلها النموذج التالي :

$$\sqrt{y} = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_3 X_4 + B_5 X_5 + u_i$$

والتي ممكن كتابتها كالتالي :

$$Z = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_3 X_4 + B_5 X_5 + u$$

لذا تم تقدير النموذج باستخدام النماذج الثلاثة (REM , FEM , PRM) وتم التوصل الى النتائج التالية:

جدول (4)

نتائج تقدير اثر المتغيرات المستقلة في الدراسة في المتغير المعتمد

المتغير				
		PRM	FEM	REM
الحد الثابت	قيمة الثابت C	-0.24370	0.21602	0.20888
	قيمة t المحتسبة	-0.734	0.498	0.674
	القيمة الاحتمالية p	0.467	0.662	0.504
المتغير x1	قيمة معامل x1	0.97240	0.77796	0.63850
	قيمة t المحتسبة	2.775	1.217	1.706
	القيمة الاحتمالية p	0.009	0.233	0.096
المتغير x2	قيمة معامل x2	0.17720	0.03546	0.06375
	قيمة t المحتسبة	2.347	2.483	0.975
	القيمة الاحتمالية p	0.024	0.632	0.335
المتغير x3	قيمة معامل x3	4.19008	1.53908	1.98276
	قيمة t المحتسبة	1.269	1.621	0.856
	القيمة الاحتمالية p	0.211	0.539	0.397
المتغير x4	قيمة معامل x4	-2.9981	-0.68567	-1.51798
	قيمة t المحتسبة	-0.581	-0.235	-0.555
	القيمة الاحتمالية p	0.564	0.816	0.582
المتغير x5	قيمة معامل x5	2.9981	2.06176	1.79176
	قيمة t المحتسبة	0.714	0.629	0.967
	القيمة الاحتمالية p	0.179	0.534	0.339
معامل التحديد R ²		0.52	0.87	0.41
قيمة D.W		0.720	2.004	1.429
قيمة F		9.101	12.822	5.734
احتمالية Fisher		0.000	0.000	0.000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.7

نلاحظ من الجدول اعلاه ما يلي :

أ- نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM):

يتبين من النموذج المقدر في أعلاه بان قيمة الحد الثابت c للنموذج غير معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغة (0.467) اكبر من مستوى المعنوية (0.05) اي نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت, كذلك نستنتج معنوية معامل المتغير (x_1) عند مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_1 والبالغة (0.009) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر معنوي لمتغير نسبة المديونية على القيمة السوقية للأسهم , وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير نسبة المديونية و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج معنوية معامل المتغير (x_2) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_2 والبالغة (0.024) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل البديلة التي تنص على وجود اثر معنوي لمتغير نسبة التداول على القيمة السوقية للأسهم, وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الثانية التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير نسبة التداول و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_3) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_3 والبالغة (0.211) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير ربحية السهم على القيمة السوقية للأسهم, وهذا ما يتفق مع الفرضية الثالثة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير ربحية السهم و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_4) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_4 والبالغة (0.564) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير العائد على الاستثمار على القيمة السوقية للأسهم , وهذا ما يتفق مع الفرضية الرابعة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير العائد على الاستثمار و القيمة السوقية للأسهم, كذلك نستنتج معنوية معامل المتغير (x_5) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_5 والبالغة (0.179) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير العائد على حق الملكية على القيمة السوقية للأسهم, وهذا ما يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير العائد على حق الملكية و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي, كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت (0.52) وهذا يعني إن المتغيرات المستقلة تفسر (52%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم

إما النسبة المتبقية والبالغة (48%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي, في حين نلاحظ انه يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=0.720).

ب- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM):

يتبين من النموذج المقدر في أعلاه بان قيمة الحد الثابت c للنموذج غير معنوية تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغة (0.662) اكبر من مستوى المعنوية (0.05) اي نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت, كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_1) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X1 والبالغة (0.233) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير نسبة المديونية على القيمة السوقية للأسهم, وهذا ما يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير نسبة المديونية و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_2) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X2 والبالغة (0.632) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير نسبة التداول على القيمة السوقية للأسهم , وهذا ما يتفق مع الفرضية الثانية التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير نسبة التداول و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_3) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X3 والبالغة (0.539) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير ربحية السهم على القيمة السوقية للأسهم, وهذا ما يتفق مع الفرضية الثالثة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير ربحية السهم و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_4) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_4 والبالغة (0.816) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير العائد على الاستثمار على القيمة السوقية للأسهم , وهذا ما يتفق مع الفرضية الرابعة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير العائد على الاستثمار و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_5) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_5 والبالغة (0.534) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير العائد على حق الملكية على القيمة السوقية للأسهم , وهذا ما يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير العائد على حق الملكية و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي, كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت (0.87) وهذا يعني إن المتغيرات المستقلة تفسر (87%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم

إما النسبة المتبقية والبالغة (13%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي, في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=2.004).

ج- نموذج التأثيرات العشوائية (REM):

يتبين من النموذج المقدر في أعلاه بان قيمة الحد الثابت c للنموذج غير معنوية تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغة (0.504) اكبر من مستوى المعنوية (0.05) اي نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت, كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_1) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_1 والبالغة (0.096) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير نسبة المديونية على القيمة السوقية للأسهم, وهذا ما يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير نسبة المديونية و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_2) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_2 والبالغة (0.335) اكبر من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير نسبة التداول على القيمة السوقية للأسهم, وهذا ما يتفق مع الفرضية الثانية التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير نسبة التداول و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_3) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_3 والبالغة (0.397) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير ربحية السهم على القيمة السوقية للأسهم, وهذا ما يتفق مع الفرضية الثالثة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير ربحية السهم و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_4) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_4 والبالغة (0.582) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير العائد على الاستثمار على القيمة السوقية للأسهم , وهذا ما يتفق مع الفرضية الرابعة التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير العائد على الاستثمار و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نستنتج عدم معنوية معامل المتغير (x_5) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_5 والبالغة (0.339) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير العائد على حق الملكية على القيمة السوقية للأسهم, وهذا ما يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين متغير العائد على حق الملكية و القيمة السوقية للأسهم.

كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي , كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت (0.41) وهذا يعني إن المتغيرات المستقلة تفسر (42%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم

إما النسبة المتبقية والبالغة (58%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي, في حين نلاحظ انه يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=1.429) وفيما يلي ملخص بالنتائج السابقة للنماذج الثلاث :

جدول (5)

ملخص انحدار المتغيرات التوضيحية على المتغير المعتمد وفق نماذج panel data

F			D.W			R-squared			Significant test 5%			Explanatory variables
PRM	REM	FEM	PRM	REM	FEM	PRM	REM	FEM	PRM	REM	FEM	
									significant	insignificant	insignificant	X1
significant	significant	significant	0.725	0.429	2.004	52%	42%	87%	significant	insignificant	insignificant	X2
									insignificant	insignificant	insignificant	X3
									insignificant	insignificant	insignificant	X4
									significant	insignificant	insignificant	X5

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على النتائج السابقة

رابعا : اختيار النموذج الملائم

ولتحديد النموذج الأكثر ملاءمة تجرى اختبارات احصائية تشخيصية على مرحلتين، المرحلة الأولى تتمثل في التفضيل بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، فاذا أشارت النتائج الى افضلية وملائمة النموذج التجميعي للبيانات نتوقف عند هذه المرحلة ونعتبر النموذج التجميعي هو الأكثر ملاءمة ، بينما اذا أشارت النتائج لأفضلية وملائمة نموذج التأثيرات الثابتة على النموذج التجميعي ننتقل للمرحلة الثانية وهي التفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية , ويتم تطبيق المرحلة الأولى من التقييم بين النماذج باستخدام اختبار F المقيد الذي يأخذ الصيغة الرياضية الموضحة فيما يلي : (Gujarati,2005:598)

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

اذ ان :

N : عدد المقاطع وهنا عدد البنوك

T : طول المدة الزمنية

K: عدد المتغيرات المستقلة

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

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

فعند مقارنة قيمة F المحتسبة مع قيمة F الجدولية بمستوى معنوية (0.05) ودرجة حرية البسط والمقام $(N - 1, NT - N - K)$ فإذا كانت F المحتسبة أكبر من F الجدولية نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي ان النموذج الافضل هو نموذج التأثيرات الثابتة (FEM).
وبعد حساب قيمة F المحتسبة نلاحظ بانها تبلغ (94.231) وعند مقارنتها مع قيمة F الجدولية البالغة (2.06) نلاحظ انها أكبر منها أي ان النموذج الثابت هو الافضل او الاكثر ملائمة في التقدير.
لذا سوف يتم تطبيق المرحلة الثانية للتفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك باستخدام اختبار (Housman)، والذي تم حساب قيمته باستخدام برنامج Eview.7 وحسب الفرضيات التالية:
H0: نموذج التأثيرات الثابتة افضل من نموذج التأثيرات العشوائية .
H1: نموذج التأثيرات العشوائية افضل من نموذج التأثيرات الثابتة.
ونتيجة الاختبار موضحة بالجدول التالي :

جدول (6)

قيمة اختبار Housman

Test Summary	Prob.Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	6.94786	5	0.2245

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.7

نلاحظ ان القيمة الاحتمالية هي (0.2245) وهي أكبر من (0.05) لذا نقبل فرضية العدم ونرفض البديلة أي ان نموذج التأثيرات الثابتة هو الافضل.

عند ملاحظة نموذج التأثيرات الثابتة يتبين ان النموذج معنوي وان القوة التفسيرية للنموذج عالية من خلال قيمة معامل التحديد R^2 الا ان حسب اختبار t كل متغير على حدة غير معنوي وهذا دليل على وجود مشكلة بالنموذج ومن اجل معرفة المشاكل التي يعانها النموذج قام الباحث باختبار وجود مشكلة عدم التجانس باستخدام اختبار White الذي اعتمده عام 1980 والذي يعتمد على العلاقة بين مربعات بواقي النموذج وجميع المتغيرات المستقلة وكذلك مربعاتها باستخدام النموذج :

$$\hat{e}^2 = B_0 + B_1X_1 + \alpha_1X_1^2 + B_2X_2 + \alpha_2X_2^2 + \dots + \alpha_kX_k^2 + u$$

ثم حساب معامل التحديد (R^2) للنموذج بهذه المعادلة ثم اختبار عدم تجانس الخطأ بالفرضية التالية:

$$H_0: B_1 = \alpha_1 = B_2 = \alpha_2 = \dots = \alpha_k$$

باستخدام احصائية مضاعف لاكرانج $(LM=Nr^2)$ فإذا كانت هذه الاحصائية أكبر من قيمة مربع كاي بدرجة

حرية $2k$ (χ_{2k}^2) , أي اذا كان : $(LM > \chi_{2k}^2)$ فان النموذج يعاني من مشكلة عم تجانس الخطأ.
اذ قام الباحث بحساب معامل التحديد لنموذج مربعات بواقي النموذج وجميع المتغيرات المستقلة وكان قيمته (0.65) وعند حساب LM كانت (LM=20.20) وهي أكبر من $(\chi_{10}^2=3.94)$ بمستوى معنوي 0.05 أي ان النموذج

يعاني من مشكلة عدم التجانس وعلى افتراض ان تباين حد الخطأ دالة خطية بدلالة بواقي النموذج :
 $E(e_i^2) = \sigma^2 |\hat{e}_i|$ ولجل التخلص من مشكلة عدم التجانس نقدر النموذج التالي:

$$\frac{y}{\sqrt{|\hat{e}_i|}} = B_0 \frac{1}{\sqrt{|\hat{e}_i|}} + B_1 \frac{X_1}{\sqrt{|\hat{e}_i|}} + \dots + \frac{X_k}{\sqrt{|\hat{e}_i|}}$$

ويكتب بالصورة التالية:

$$Z = B_0 + B_1W_1 + B_2W_2 + B_3W_3 + B_4W_4 + B_5W_5$$

اذ تم تقدير النموذج وكما موضح بالجدول التالي:

جدول (7)

نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة بعد التخلص من مشكلة عدم تجانس الخطأ

		FEM
الحد الثابت	قيمة الثابت C	-0.08944
	قيمة t المحتسبة	-0.244
	القيمة الاحتمالية p	0.809
المتغير X1	قيمة معامل X1	0.51323
	قيمة t المحتسبة	3.091
	القيمة الاحتمالية p	0.004
المتغير X2	قيمة معامل X2	0.11151
	قيمة t المحتسبة	4.354
	القيمة الاحتمالية p	0.005
المتغير X3	قيمة معامل X3	13.00305
	قيمة t المحتسبة	2.047
	القيمة الاحتمالية p	0.049
المتغير X4	قيمة معامل X4	-6.67392
	قيمة t المحتسبة	-2.377
	القيمة الاحتمالية p	0.024
المتغير X5	قيمة معامل X5	-5.02719
	قيمة t المحتسبة	-0.751
	القيمة الاحتمالية p	0.458
معامل التحديد R ²		0.92
قيمة D.W		2.222
قيمة F		22.937
احتمالية Fisher		0.000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.7

نلاحظ بعد التخلص من المشكلة ان النموذج قد تحسن من خلال زيادة قيمة F المحتسبة وقيمة معامل التحديد (R²) كذلك تم التخلص من مشكلة الارتباط الذاتي اذ اصبحت قيمة الاختبار قريبة من 2 كما ان كل المتغيرات اصبحت معنوية ما عدا المتغير X5 فهو غير معنوي اي نستنتج عدم تحقق فرضيات الدراسة الاربعة

الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة أثر احصائية ذات دلالة معنوية بين المتغيرات المستقلة (نسبة المديونية (x_1)), نسبة التداول (x_2) , ربحية السهم (x_3) , العائد على الاستثمار (x_4) و المتغير المعتمد القيمة السوقية للأسهم (y) . وتحقق الفرضية الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة ذات أثر معنوي بين المتغير المستقل العائد على حق الملكية (x_5) والقيمة السوقية للأسهم y .

المحور الثالث

الاستنتاجات والتوصيات

اولاً : الاستنتاجات

- 1- ان القيمة السوقية للسهم لا تتأثر فقط بالعوامل الجزئية المتعلقة بالبيئة الداخلية للشركة وانما هنالك عوامل اخرى تؤثر فيها جزء منها عوامل كلية (بيئة الاقتصاد الكلي) وعوامل ادارية وفنية وعوامل سلوكية وعوامل معلوماتية وعوامل قانونية لذلك المتغيرات التي تم اختبارها على عينة الدراسة الحالية أو الدراسات السابقة ليس بالضرورة ان تكون محدداً ثابتة للقيمة السوقية للسهم فهي تتباين من سوق مالي لأخر ومن فترة زمنية الى اخرى وحسب دقة البيانات وبيئة البلد محل الدراسة.
- 2- ان القيمة السوقية الاجمالية لسوق العراق للأوراق المالية خلال سنوات الدراسة الثلاث الاولى كانت تتسم بنوع من الاستقرار الا انها في السنة الاخيرة للدراسة (2018) انخفضت الى يقارب نصف ما كانت عليه بسبب انخفاض عدد الاسهم المتداولة في السوق على وجه التحديد في القطاع المصرفي .
- 3- يعد قطاع المصارف القطاع الاكثر تأثيراً في سوق العراق للأوراق المالية طبقاً لمؤشرات حجم التداول وعدد الاسهم المتداولة والقيمة السوقية خلال سنوات الدراسة باستثناء قطاع الاتصالات الذي يفوقه في اجمالي القيمة السوقية الا انه اقل عدداً من ناحية الشركات.
- 4- من خلال نتائج تقدير معادلة الانحدار الخطي المتعدد باستخدام نموذج البيانات التجميعية **panel data** بأساليبه الثلاثة **FEM,REM,PEM** وبعد اجراء التحليل القياسي والاختبارات الاحصائية ان نموذج التأثيرات الثابتة **FEM** هو النموذج الأكفأ في تمثيل العلاقة الدالية بين المتغير المعتمد والمتغيرات المستقلة عينة الدراسة.
- 5- من خلال نتائج تقدير نموذج **FEM** ان معامل التحديد **R-Square** يفسر ما نسبته 92% من التغيرات الكلية في القيمة السوقية وان النسبة المتبقية 8% تعود الى حد الخطاء العشوائي (متغيرات اخرى لم يتم تضمينها في النموذج), وبالتالي يمكن القول ان اداء النموذج على المستوى الكلي مرتفع جداً.
- 6- طبقاً لنتائج نموذج التأثيرات الثابتة **FEM** ان جميع المتغيرات الداخلة في الدراسة معنوية احصائياً باستثناء متغير العائد على حق الملكية (X_5) حيث كان غير معنوياً احصائياً , وبالتالي نستنتج عدم تحقق فرضيات الدراسة الاربعة الاولى والتي تنص على عدم وجود علاقة ذات اثر معنوي بين المتغيرات المستقلة (نسبة المديونية و نسبة التداول و ربحية السهم و العائد على الاستثمار) و المتغير المعتمد (القيمة السوقية) , و تحقق

الفرضية الاخيرة والتي تنص على عدم وجود علاقة ذات اثر معنوي بين متغير حق الملكية والقيمة السوقية للسهم .

7- المتغير الاكثر تأثرا في القيمة السوقية للسهم هو المتغير x_3 (ربحية السهم) من خلال ما ظهرته نتائج نموذج التأثيرات الثابتة FEM .

8- اظهرت نتائج اختبارات جذر الوحدة **Unit – Root** الى ان السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات مستقرة عند المستوى (Level) وهذا يعني انها متكاملة من الدرجة **I(0)** وبالتالي يمكن القول انه لا توجد مشكلة انحدار زائف (**spurious regressions**) واحتمالية ان تكون هنالك علاقة اجل طويل (شرط ضروري) رغم ان معادلة تصحيح الخطاء اظهرت ان معامل حد تصحيح الخطاء (C1) موجب ومعنوي الامر الذي يشير الى علاقة قصيرة الامد (شرط كافي) وبالتالي يمكن الاستنتاج بانها لا توجد فترة تعديل معلومة لحد الخطاء على المدى الطويل.

ثانيا : التوصيات

1- على المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية الاهتمام بالمتغيرات الجزئية المتعلقة بالشركة على وجه الخصوص التركيز على (ربحية السهم) كونه المتغير الاكثر تأثرا طبقا للنتائج التي توصلت اليها الدراسة الحالية ومعظم الدراسات السابقة باعتباره مؤشر مهم لرفع القيمة السوقية للسهم مع الاخذ بعين الاعتبار المتغيرات الاخرى المؤثرة على القيمة السوقية للسهم .

2- ضرورة انتباه المستثمرين بأن النتائج التي توصلت اليها الدراسة الحالية في تحديد القيمة السوقية للسهم يمكن تعميمها على القطاع المصرفي للسوق محل الدراسة فقط وليس لجميع قطاعاته وذلك لوجوه عدة اعتبارات ذكرت سابقا.

3- الزام الشركات على نشر التقارير الفصلية كاملة خلال السنة حيث لوحظ وجود انقطاعات بين التقارير الفصلية المنشورة مما يحد من حجم عينة الدراسة القائمة على التقارير الفصلية وضرورة زيادة الرقابة على البيانات المالية والتقارير المنشورة من قبل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كونها المصدر الاساس لبناء القرار الاستثماري.

4- ضرورة اهتمام الشركات بنشر المجاميع المهمة للمؤشرات المالية (اسوة بالأسواق المالية للدول العربية) والتي بدورها تؤثر على القيمة السوقية للسهم لتمكين المستثمرين من تقييم اداء هذه الشركات قبل اتخاذ القرار الاستثماري.

5- العمل على فتح فروع اخرى لسوق العراق للأوراق المالية على الاقل فتح فرعين في جنوب وشمال البلد وذلك لاستقطاب أكبر عدد من الشركات وبالتالي رفع القيمة السوقية الاجمالية للسوق .

المصادر

أولاً : المصادر العربية

- أ- الكتب :
- 1- العامري , محمد علي ابراهيم , ادارة محافظ الاستثمار , اثناء للنشر والتوزيع , الطبعة الاولى , عمان , الاردن , 2013.
- 2- التميمي , أرشد فؤاد , الاسواق المالية : اطار في النظم وتقييم الادوات , دار اليازوري للنشر والتوزيع , الطبعة الاولى , عمان , الاردن , 2010 .
- 3- الخطيب , محمد محمود , الاداء المالي واثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة , دار الحامد للنشر والتوزيع , الطبعة الاولى , عمان , الاردن , 2010.
- 4- هندي , منير ابراهيم , الاوراق المالية وأسواق رأس المال , دار المعارف للنشر والتوزيع , الطبعة الاولى , الاسكندرية , مصر , 1993.
- 5- العارضي , جليل كاظم مدلول , الادارة المالية المتقدمة , دار صفاء للنشر والتوزيع , الطبعة الاولى , عمان , الاردن , 2014
- 6- مطر , محمد , الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الاساليب والادوات والاستخدامات العملية , دار وائل للنشر والتوزيع , الطبعة الثانية , عمان , الاردن , 2006 .
- 7- عطية , محمد عبد الحميد محمد , الاستثمار في البورصة , دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع , الطبعة الاولى , الاسكندرية , مصر , 2011.
- 8- ابو زيد , محمد المبروك , التحليل المالي : شركات وأسواق مالية , دار المريخ للنشر والتوزيع , الطبعة الثانية , الرياض , المملكة العربية السعودية , 2009 .
- ب- الرسائل والاطاريح الجامعية :
- 1- الموعد , محمود عبدالله , العوامل المؤثرة على اسعار الاسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية , رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل , كلية الدراسات العليا , جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا , السودان , 2005.
- 2- شعيب , سهيلة , العوامل المؤثرة في تحديد السعر الحقيقي للسهم في البورصة – دراسة حالة بورصة السعودية 2010 – 2013 , رسالة ماجستير في العلوم المالية والمحاسبية , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية , جامعة قاصدي مرباح – ورقلة , الجزائر , 2015 .
- 3- جابو , سليم , تحليل حركة أسعار الاسهم في بورصة الاوراق المالية – دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001 – 2010 , رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الاسواق , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية , جامعة قاصدي مرباح – ورقلة , الجزائر , 2012 .
- 4- الطراونة , انس مصلاح ذياب , العوامل المؤثرة في تقييم الأداء المالي لشركات التأمين الأردنية -دراسة تطبيقية على شركات التأمين المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. رسالة ماجستير في المحاسبة , كلية الاعمال , جامعة الشرق الاوسط , عمان , 2015.
- 5- شراب , صباح أسامة علي , أثر الاعلان عن توزيعات الارباح على اسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية – دراسة تطبيقية , رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل , كلية التجارة , الجامعة الاسلامية – غزة , فلسطين , 2006 ,

- 6- نصر, خالد جمال , اثر الاعلان توزيع الارباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الاردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية , رسالة ماجستير في المحاسبة , كلية الاقتصاد والعلوم الادارية , جامعة العلوم التطبيقية الخاصة , الاردن , 2015 .
 - 7- الجرحاوي , حليلة خليل , دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الاسهم – دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية , رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل , كلية التجارة , الجامعة الاسلامية – غزة , فلسطين , 2008 .
 - 8- البراجنة , أمجد ابراهيم , اختبار العلاقة بين توزيع الارباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية , رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل , كلية التجارة , الجامعة الاسلامية – غزة , فلسطين , 2009 .
 - 9- زيد , جهيدة , دراسة العوامل المؤثرة على أسعار الاسهم للشركات المدرجة في السوق المالي – دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق قطر المالي للفترة 2009 – 2012 , رسالة ماجستير في العلوم المالية والمحاسبية , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية , جامعة قاصدي مرباح – ورقلة , الجزائر , 2014 .
 - 10- يوسف , دانا بسام محمد , تحديد العوامل المؤثرة على عائد الاسهم في سوق عمان المالي , رسالة ماجستير في ادارة الاعمال , كلية العلوم الإدارية والمالية , جامعة الشرق الاوسط , الاردن , 2008 .
 - 11- فكرون , علي , اثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عائد السهم – دراسة حالة بورصة قطر 2010-2012 , رسالة ماجستير في العلوم المالية والمحاسبية , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية , جامعة قاصدي مرباح – ورقلة , الجزائر , 2013 .
 - 12- الحموي , سيرين خالد , تأثير العوامل السلوكية في عوائد الاسهم – دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية , رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية , كلية الاقتصاد , جامعة دمشق , سوريا , 2016 .
 - 13- عبيدات , سامر فخري , استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية – دراسة تطبيقية في بورصة عمان , رسالة ماجستير في التمويل والمصارف , كلية ادارة المال والاعمال , جامعة آل البيت , الاردن , 2008 .
 - 14- خليل , فاطمة صالح , أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة, رسالة ماجستير في الأسواق المالية, كلية الاقتصاد , جامعة دمشق, 2015
- ج- الدوريات والبحوث :
- 1- مزوزي ,خيرة و السايح ,سميرة و بوكراع , فاطمة الزهراء , أثر المؤشرات المالية على اسعار الاسهم لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية 2007-2014 , المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية , العدد 03 , 2016 .
 - 2- عبيدات ,سامر فخري , تحليل محددات اسعار اسهم البنوك التجارية – دراسة تطبيقية في بورصة عمان , مجلة العلوم الانسانية, عمان , العدد 46 , 2010 .
 - 3- الظاهر ,مفيد عبدالله والحمود , سام عبدالقادر , العوامل المؤثرة على اسعار اسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية – دراسة تطبيقية للفترة من 2004 – 2008, مجلة مؤتم للبحوث والدوريات , المجلد 26 , العدد 7, 2011.
 - 4- الذنبيبات , زياد فراس , محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية الاردنية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2005 – 2012 , المجلة الاردنية للعلوم التطبيقية , المجلد 17, العدد 1, 2015.
 - 5- العيسى , محمد سليم والعيشات , محمد هلال والقضاة , ليث اكرم , العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم – دراسة مسحية على القطاعات المدرجة في بورصة عمان ,مجلة الاقتصاد والتنمية , العدد 7 , عمان , 2017.

- 6- الراجحي , قي والمناسي , وليد , دراسة بعض العوامل المؤثرة على اسعار اسهم الشركات المساهمة السعودية , مجلة رماح للبحوث والدراسات , العدد 23 , السعودية , 2017.
- 7- شومان , حسنين فيصل حسن و الموسوي , كوثر حميد هاني , أثر ربحية ومقسوم ارباح الاسهم العادي في قيمة الشركة – دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية , مجلة كلية الدراسات الانسانية الجامعة العدد 22, 2012.
- 8- المعموري ,عامر عمران كاظم والزبيدي , سليم رشيد عبود , أثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الاسهم –دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005-2011,مجلة الادارة والاقتصاد المحور الاقتصادي , المجلد الثالث , العدد 12 , كلية الادارة والاقتصاد , جامعة كربلاء , 2012.
- 9- الامام, صلاح الدين محمد امين وشهاب , شيماء احمد , أثر العوامل السلوكية للمستثمر في مؤشرات تداول الاسهم – دراسة استطلاعية تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية , مجلة الادارة والاقتصاد , المجلد 38, العدد 103, الكلية التقنية الادارية ,بغداد, 2015.
- 10- عبد الرسول , هند ضياء , اختبار اثر العلاقة بين توزيعات الارباح والقيمة السوقية للأسهم –دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2010 – 2014 , مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية , المجلد 5 , العدد 1 , كلية الادارة والاقتصاد , جامعة القادسية , 2015.
- 11- الحباشنة , فضل معيوف و شحاتيت , محمد عيسى و البدور , جابر محمد و العمارين , زينة فايز , العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان خلال الفترة 1984-2011, مجلة المنهل الالكترونية , المجلد 42 , العدد 2 , 2015.
- د- شبكة الانترنت

1- الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية <http://www.isx-iq.net>

ثانيا : المصادر الأجنبية

A –Book :

- 1- Baker, H. Kent, Greg Filbeck, Ricciardi Victor, Financial Behavior, Oxford University Press, 2017.
- 2- Berk, Jonathan, Peter DeMarzo, , Corporate financial, , 3th ed, Pearson Education, Inc,2014.
- 3- Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan J. Marcus, Investments, 10th ed, McGraw-Hill/Irwin,2014
- 4- Jordan, Bradford D, Thomas W. Miller Jr, Fundamentals of investments : valuation and management, 5th ed, The McGraw-Hill/Irwin,2009.
- 5- Kieso, Donald E, Jerry J. Weygandt, Terry D. Warfield, Intermediate Accounting, 13th ed,2010.
- 6- Gitman, Lawrence J, Chad J. Zutter, Principles of Managerial Finance , 13th ed, The Prentice Hall series in finance,2012.
- 7- Reilly, Frank K, Keith C. Brown, Investment Analysis & Portfolio Management, 10th ed, South-Western,2012.
- 8- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, Fundamentals of corporate finance, 9th ed, The McGraw-Hill Companies, Inc,2010.
- 9- Brigham, Eugene F., Joel F. Houston, Fundamentals of Financial Management, 11th ed, Thomson, South-Western,2007.

10- Gujarati, Damodar N , Porter, Dawnc, Basic Econometrics, MC GRAW-Hill international, 2005 .

C- Periodicals :

1- Al Qaisi, Fouzan, Asem Tahtamouni, Mustafa AL-Qudah, Factors Affecting the Market Stock Price - The Case of the Insurance Companies Listed in Amman ,Stock Exchange, International Journal of Business and Social Science, Vol. 7, No. 10; 2016.:

2- Bhattarai, Yuga Raj, Determinants of Share Price of Nepalese Commercial Banks, Economic Journal of Development, t Issues Vol. 17 & 18 No. 1-2 ,2014.

3- Ulzanah, Ashifa Arief, srochmani Murtaqi, The impact of earnings per share, the ratio of debt to equity, and the current ratio of profitability of listed companies in LQ45 from 2009 to 2013, Journal of Business and Management, Vol.4,No.1,2015

4- Bhargava, Arpit, Ankush Bhargava, Surbhi Jain, Factors Affecting Stock Prices in India: A Time Series Analysis, Journal of Economics and Finance, Volume 7, Issue 4. Ver. I. 2016.

5- E.Geetha, Ti. M. Swaaminathan, A study on the factors influencing stock price A Comparative study of Automobile and Information Technology Industries stocks in India , International Journal of Current Research and Academic Review, Volume 3 Number -2015.

6- Enow, Samuel Tabot, Pradeep Brijlal, Determinants of Share Prices: the Case of Listed Firms on Johannesburg Stock Exchange, Journal of Accounting and Management, vol .6 , no .1 ,2016.

7- Joshi, Mrunal, Factors affecting Indian Stock Market , International Journal of Contemporary Research in Management Science, Engineering and Health,VOL 022,2013.

8- Atiq, Muhammad, Muhammad Rafiq, Roohullah, Factors Affecting Stock Prices: A Case Study Karachi Stock Exchange (KSE) , B&ER Vol. 2, No. 1, 2010.

9- V. Ramanujam, Leela, Factors Affecting the Movement of Stock Market: Evidence from India , Indian Journal of Applied Research, Volume No. 3, 2014.

10- Menike, L.M.C.S, The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lankan Stock Market, Sabaragamuwa University Journal, vol 6, no. 1,2006.

11- Safania, Saied, Nagaraju, Mahboobeh Roohi, Relationship between Long Term Debt-to Equity ratio and Share Price – a study on NSE INDIA (2007-2010), Buss.Mgt.Eco.Res., Vol 2(4),2011.

12- Haque , Abdul, Suleman Sarwar, Macro-Determinants of Stock Return in Pakistan, Middle-East Journal of Scientific Research 12 (4): 504-510, 2012.

13- Singh, Tarika, Seema Mehta, M. S. Varsha , Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan , Journal of Economics and International Finance Vol. 2(4), pp.217-227, April 2011.

14 - Sharif, Taimur, Harsh Purohit & Rekha Pillai , **Analysis** of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange , International Journal of Economics and Finance; Vol. 7, No. 3; 2015.

15 – Uddin, Mohammed Belal, Determinants of market price of stock: A study on bank leasing and insurance companies of Bangladesh, Journal of Modern Accounting and Auditing Vol.5, No.7, Jul. 2009.

16- Türsoy, Turgut, Nil Günsel & Rjoub , Husam , Macroeconomic Factors, the APT and the Istanbul Stock Market , International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 22 ,2008.