

اثر بعض مؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة
السهم لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق
العراق للاوراق المالية للمدة من (2008 - 2013)

المدرس المساعد جبار صحن عيسى
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المستخلص

استهدف البحث فحص اثر بعض مؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم لعينة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية في اطار فرضية رئيسية مفادها لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية معنوية لمؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم. وعند اختبار الفرضية باستخدام الانحدار المتعدد وجد ان لكل من مؤشرات القيمة (القيمة الدفترية والقيمة السوقية المضافة) وفرص النمو ذو تاثير معنوي ودال احصائيا عند مستوى دلالة 5%. وبقدرة تفسيرية للتباين بسيولة السهم بلغت 79%. وبناءا على ذلك فان مؤشرات القيمة وفرص النمو وفقا لنتائج الاختبار محدد لسيولة السهم، وتعكس تقييم المتعاملين في السوق المالي لمدى نجاح الادارة في توظيف موارد الشركة وتحسين الاداء.

الكلمات الدالة:- سيولة السهم، القيمة السوقية المضافة، القيمة الدفترية، القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

Abstract

The Impact of Value Indictors, Growth Opportunity on Stock Liquidity

The Research target to examination the related of some Value Indicators and Growth Opportunities with and its effect on Stock Liquidity of Industrial Firm which listed on Iraqi Stock Exchange, by main hypothesis (There is no effect of Value Indicators and Growth Opportunities on Stock Liquidity).

The result of hypothesis testing explain the significant statistical of effect value indicators and growth opportunities on stock liquidity, and ability explanatory of independent variables is 79%. Accordance to this result, the Value Indicators and Growth Opportunities as a determined of Stock Liquidity, and reflect the participants evaluation in the financial market the management successfully of Firms to resources allocation to improve the performance.

Keyword: - Stock Liquidity, Market Value Added (MVA), Book Value (BV), Market Value to Book Value (MV\BV).

المقدمة

نالت مؤشرات القيمة وفرص النمو وسيولة السهم اهتمام الباحثين والكتاب والمعنيين بشؤون التمويل والاستثمار كونها مؤشرات فعالة بالكشف عن مدى جدية الادارة في تحقيق قيمة مضافة لثروة المساهمين، ولكون سيولة السهم في سوق للاوراق المالية توصف بانها مرآة عاكسة لاداء الشركة ومؤشرا للاستدلال على فاعلية قراراتها ونشاطاتها الاستثمارية، ووصولاً لاطار واضح لتقييم اداء الشركات المساهمة يمكن الاسترشاد به من قبل المتعاملين في السوق المالية عند اقتناء الاسهم. لذا فان تحليل علاقة واثر مؤشرات القيمة وفرص النمو (القيمة السوقية المضافة والقيمة الدفترية للسهم ومضاعف القيمة الدفترية)، في سيولة السهم يعد امرا مهما ولها دورا بارزا في الاسواق المالية بشكل عام وسوق العراق للاوراق المالية بشكل خاص كون ان سيولة السهم مؤشرا مهما لتقييم نجاح الادارة ويجسد نتائج أداء الشركة من وجهة نظر المستثمر. كما ان هذه العلاقة وسيلة للوقوف على قدرة الإدارة في استثمار موارد الشركة للمساهمة في تحسين ادائها وتحقيق قيمة مضافة لثروة المساهمين.

منهجية البحث

1- مشكلة البحث وأهميته

ان تصاعد الازمات المالية ودوريتها بالاسواق المالية العالمية (ينبوع الازمة) والو المحلية والاقليمية (المستجيبة للازمة) وما يرافقه من حالات الفشل باداء الشركات تنعكس على ثروة المساهمين، قد ولدت مشكلة حقيقية امام المستثمرين تتجسد في كيفية استشعار تلك الازمات وتجاوز حالات تعثر اداء الشركات او الحد من اثارها على ثرواتهم ، وكيفية الاسترشاد ببعض الادوات المالية كعوامل ضبط وحوكمة لاداء تلك الشركات بما يوفر التدابير المبكرة لتجاوز الصدمات المالية. وعلى هذا الاساس فان اهمية البحث هو كيفية استخدام بعض الادوات المالية (مؤشرات القيمة وفرص النمو) لضبط اداء الشركات المساهمة ماليا وعبر تفاعلها مع بعض مؤشرات السوق المالية (سيولة السهم) من خلال الاجابة على الاسئلة الاتية:-

- ماهية طبيعة مؤشرات القيمة ودلالاتها وهل تفسر هذه المؤشرات الاداء الفعلي للشركة.
- ماهية دلالات سيولة السهم في السوق المالية وهل يعبر فعلا عن اداء الشركة.
- هل لمؤشرات القيمة وفرص النمو قدرة تفسيرية للتغير الذي يحصل في سيولة السهم. وبشكل يؤهلها لتكون ادوات مالية حاكمة لاداء الشركات المساهمة.

2- فرضية البحث الرئيسية والفرعية لها

- (لايوجد اثر ذو دلالة احصائية معنوية لمؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم)
- أ. لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية معنوية لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية في سيولة السهم.
- ب. لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية معنوية للقيمة السوقية المضافة في سيولة السهم.
- ج. لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية معنوية للقيمة الدفترية في سيولة السهم.

3- هدف البحث

- أ. بيان اهمية مؤشرات القيمة وفرص النمو للمستثمرين في اتخاذ القرارات العلمية المتعلقة بالاستثمار بالاسهم في سوق العراق للاوراق المادية.
- ب. قدرة هذه المؤشرات على تفسير سيولة السهم بوصفه معبرا عن اداء الشركة المصدرة.

4- مجتمع البحث وعينته

تمثل مجتمع البحث بالشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق وعددها 83 شركة حسب الاحصائية المعلنة من قبل ادارة السوق في تقريرها السنوي لعام 2013. وتم سحب عينة عشوائية مكونة من 12 شركة صناعية وتشكل نسبة 15% من مجتمع البحث والجدول رقم (1) يعرض عينة البحث والبيانات ذات العلاقة بمتغيرات البحث.

5- مصادر جمع البيانات والمعلومات والمعالجات الاحصائية لفرضية البحث

لغرض عرض الاطار المعرفي للبحث تم الاعتماد على الكتب والدوريات لاغناء المفاهيم المتعلقة بمؤشرات القيمة وفرص النمو وبيان طبيعة العلاقة النظرية بينها وبين سيولة السهم. كما تم الاعتماد على التقارير التي يصدرها

سوق العراق للاوراق المالية لجمع البيانات والمعلومات المتعلقة بحساب متغيرات الدراسة وقد غطت البيانات الفترة 2008-2013. ولغرض اختبار فرضية البحث الرئيسية فقد تم استخدام الانحدار الخطي المتعدد لاختبار فرضية البحث الرئيسية عبر برنامج SPSS.

6- التعريفات الاجرائية لمتغيرات البحث

أ. المتغير التابع:-

• سيولة السهم:- لاغراض البحث سوف يعبر عن سيولة السهم بمعدل دورانه في سوق العراق للاوراق المالية وهو يمثل عدد الاسهم التي تم تداولها ولشركة ما وخلال فترة زمنية معينة منسوبة إلى إجمالي الأسهم المكتتب فيها والمصدرة من قبل ذات الشركة خلال نفس الفترة. وسوف يعتمد معدل الدوران المنشور بالنقارير المعلنه من قبل ادارة السوق.

ب. المتغيرات المستقلة:-

- القيمة السوقية المضافة:- وهي القيمة السوقية لاسهم الشركة مطروحا منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية.
- القيمة الدفترية لحق الملكية:- وهي القيمة المثبتة في الميزانية العمومية للشركة.
- فرص النمو:- وتمثل مدى جاذبية السهم للاستثمار وفقا لنسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية.

جدول (1) نتائج احتساب متوسطات متغيرات البحث وللشركات قيد الدراسة والتحليل للفترة 2008-2013

المؤشرات الشركة	القيمة الدفترية BV مليون دينار	القيمة السوقية المضافة MVA مليون دينار	MV/BV مرة	معدل دوران السهم مرة
الخازر الانشائية	732.12	696	1.42	4.2
الهلال الصناعية	6515.4	4630	3.49	54
المنصور الدوائية	2781.2	3250	2.1	27.5
بغداد مواد التغليف	271.9	2583	8.32	24.3
بغداد الغازية	7868	47550	1.32	30.1
الفلوجة الانشائية	855	47880	4.1	35
الاثاث المنزلي	1276	712	1.2	7.2
العراقية الكارتون	3845.6	4843	1.75	20.3
العراقية للسجاد	942.42	614	1.25	12.8
الصناعات الكيماوية	248	4188.8	7.52	1.35
الخيطة الحديثة	396.32	551.7	2.75	32
انتاج الالبسة	719	7420	7.32	44

بعض الدراسات السابقة

دراسة (Yayati et. al., 2007) Emerging Market Liquidity and Crisis

قدمت الدراسة كورقة عمل من قبل الباحثين العاملين بالبنك الدولي لاستكشاف عمل الاسواق الناشئة وقت الازمة من خلال تحليل سيولتها. وقد استخدمت الدراسة عدة مؤشرات منها حجم التداول ونسبة Amihud Ratio وهي

عبارة عن التغير بالسعر مقسوم على قيمة السهم لتعكس النسبة كلفة التداول بالإضافة الى هامش الفرق بين سعر البيع والشراء. عدد المشاهدات بلغت 21900 مشاهدة موزعة على سبعة اسواق ناشئة، الارجننتين واندنوسيا (7) اسهم لكل منهما، البرازيل (8) اسهم، كوريا الجنوبية وروسيا (5) اسهم لكل منهما، مكسيكو (12) سهم، وتايلند (8) اسهم. نتائج الدراسة اشارت الى ان استجابة الاسواق الناشئة لتقلبات السعر غير متماثلة وان انكماش السوق يرتبط بعلاقة موجبة مع حجم التداول وعكسيا مع كلفة التداول. وعليه فان هناك علاقة بين سيولة السوق وحدث الازمة.

دراسة (Adenuga, 2010) Stock Market Development Indicators and Economic Growth in Nigeria

تفحصت الدراسة العلاقة بين بعض مؤشرات تطور سوق الاسهم في نيجيريا (حجم التداول وسيولة السوق ونسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي) وعلاقتها بالنمو الاقتصادي في الاجل القصير والطويل. واستعملت الدراسة مؤشرات نسبة القيمة الاجمالية للاسهم المدرجة في السوق ونسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي ومعدل دوران الاسهم كمقاييس لسيولة السوق وللفترة 1990-2009.

نتائج الدراسة اشارت الى وجود علاقة قوية ومعنوية عند مستوى دلالة 1% بين مؤشرات تطور سوق الاسهم في نيجيريا ومعدل النمو الاقتصادي في الاجل الطويل والقصير. وان لهذه العلاقة اثر وقدرة المتغيرات على تفسير التغير الذي يحصل للنمو الاقتصادي.

دراسة (Al.Debie & Mustafa, 2011) The Relevance of ROE: Evidence from Jordan

تفحصت الدراسة علاقة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم (MV/BV) بمعدل العائد على حق الملكية السالب والموجب ولعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية وللفترة (2000-2009) وباستعمال معادلة الانحدار المقطعي المتجمع توصلت الدراسة الى ان العلاقة بين (MV/BV) و ROE موجبة بالنسبة الى ROE الموجبة، وعكسية بالنسبة الى ROE السالبة. وعند ربط هذه العلاقات مع متغيرات حجم الشركة وطبيعة الصناعة ومعدل النمو في الناتج المحلي الاجمالي ظهر تحسن في طبيعة وقوة العلاقة لاسيما للشركات الصناعية مقارنة بالقطاعات الاخرى.

دراسة (Shams et al., 2011) The Relationship between Liquidity Risk and Stock Price

حاولت الدراسة الاجابة على سؤال مفاده هل تفسر سيولة سوق الاوراق المالية اسعار الاسهم، من خلال تحليل اثر ضعف سيولة سوق طهران للاسهم في الاسعار السوقية لاسهم الشركات المدرجة في السوق وللفترة 2001-2009. واستخدمت الدراسة كل من حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية وهامش الفرق بين سعر البيع والشراء كمؤشرات على كلفة عدم سيولة السوق ونسبة مضاعف الربح كمؤشر للاسعار السوقية. نتائج الدراسة اوضحت ان الاسهم ذات المضاعف المرتفع يكون اكثر حساسية لتقلبات سيولة سوق الاسم وعليه يترتب على ذلك ان الاسهم التي تتعرض الى مخاطر عدم سيولة سوق الاسهم ربما تجعل المستثمر يطلب علاوة اكبر في الاسواق غير السائلة.

الاطار النظري للبحث

1- مفهوم سيولة السهم Share Liquidity

يفضل عموم المتعاملين في السوق المالية اقتناء الاسهم التي تتمتع بخاصية السيولة في قدرتها على التداول بسرعة وبكلفة منخفضة من جانب، ولكون السيولة عامل مهم في تسعير الاصول المالية لانها معبرة عن اداء الجهة المصدرة للسهم والقدرة على تداوله في سوق الاوراق المالية من جانب اخر (Shams et al., 2010). تعرف السيولة في الاسواق المالية بانها امكانية تداول كميات كبيرة من الاسهم بسرعة وبكلفة منخفضة وبدون تحركات مشوهة بسعر السهم (Pastor & Stambaugh, 2003). فالسرعة تعني التدفق المستمر لاوامر البيع والشراء الى السوق في حين انخفاض عمولة البيع وفارق سعري البيع والشراء Spread المتزامنه مع تدفق الاوامر الى السوق مفهوما للكلفة. لذا فان الاسهم التي تتصف بهامش سعر مرتفع وطول فترة تحويل بانها غير سائلة. ولكي يكتسب السهم خاصية السيولة يجب توافر السمات الاتية (Omri & Loukil, 2000):-

- أ. قلة الهامش Tightness وتقاس بالفرق بين سعري البيع والشراء او مايعرف بهامش السعر.
 - ب. عمق السهم Depth وتعني امكانية استيعاب الحجم الكبير من الاوامر المتدفقة الى السوق.
 - ج. المرونة Resiliency وتعني الوقت الضروري والمستغرق لعودة السعر الى التوازن نتيجة صدمة السيولة.
- وفي واقع الحال من غير الممكن ان نلاحظ هذه السمات في ان واحد، لان التأثير الذي يتركه تدفق الاوامر على السعر ربما يتمثل بالخصم من السعر والذي يتحمله البائع ، او العلاوة المدفوعة من قبل المشتري عند تنفيذ امر السوق وهي في كلا الحالتين نتيجة لكل من الكلف التفاضلية adverse Selection Cost وكلفة الاحتفاظ Inventory Cost (Amihud & Mendelso, 1980) (Glosten & Milgrom, 1985). وبناء على ذلك فان مضامين مفهوم السيولة وفي جزء منها ربما ينعكس على عائد السهم، والمستثمر الرشيد يطلب علاوة مخاطرة اكبر عند الاحتفاظ بالاسهم ذات السيولة الاقل، وعندها يكون العائد المعدل بالمخاطرة على الاسهم ذات السيولة العالية ادنى من الاسهم ذات السيولة الاقل (Shams et al., 2010). وتعرض العديد من الباحثين الى مؤشرات سيولة السهم منها حجم التداول، كلفة التداول، هامش السعر، نسبة القيمة السوقية الى اجمالي الناتج المحلي، نسبة التغير بالسعر الى قيمة السهم، ولاغراض البحث الحالي سوف يعتمد معدل دوران السهم كمؤشر للسيولة في سوق العراق للاوراق المالية.

يعد معدل دوران السهم من أهم المؤشرات التي يأخذها المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية، كما أنه يعد أحد معايير المفاضلة بين الأسهم وفيما بين الأسواق المالية المختلفة بالنسبة للمستثمرين الأجانب. فهو يعكس ميل المستثمر واتجاهاته في اقتناء الاوراق المالية التي تحقق له معدل دوران مرتفع مقارنة بمثيلاتها او بمتوسط القطاع للدلالة على امكانية تسويله في اي لحظة زمنية، لذلك فانه مؤشر فعال ذو دلالة على سيولة السهم في سوق الاوراق المالية (Shams et al., 2010).

ويركز معدل دوران السهم على عدد الاسهم التي تم تداولها ولشركة ما وخلال فترة زمنية معينة منسوبة إلى إجمالي الأسهم المكتتب فيها والمصدرة من قبل ذات الشركة خلال نفس الفترة. ويلاحظ من التعريف ان هذا المعدل

يعكس الاوامر المتدفقة الى السوق بيعا او شراءا لتعكس الكميات المتداولة من السهم ليعبر عن سيولة السهم في لحظة زمنية معينة. لذا فان ارتفاع المعدل مؤشرا لخاصية سيولة السهم وبالتالي من المفضل للمستثمرين اقتناء الاسهم ذات المعدل المرتفع لانه يعطي فرصة التحول من استثمار الى اخر في ضوء التغيرات الحاصلة في البيئة الاستثمارية المحيطة بالسوق، والمساهمة في تحقيق الاستقرار بالاسعار والمحافظة على استمرارية السوق وعمقه.

2- مؤشرات القيمة Value Indicters

أ- القيمة الدفترية لحقوق الملكية (BVE) Book Value of Equity

مؤشر محاسبي لثروة المساهمين ممثلا بحق الملكية بالميزانية العمومية. وهناك اعتقاد سائد بين عموم المستثمرين ان السهم العادي يجب ان يباع باكثر من قيمته الدفترية على الاقل في الاجل الطويل ليعبر عندئذ عن نجاح الادارة في استثمار موارد الشركة وتوليد القيمة للمساهمين (النعمي والتيمي، 2008، 106). وبما ان القيمة الدفترية للسهم الواحد تعبر عن معلومات محاسبية تفيد السوق في عكسها بالاسعار السوقية للسهم. لذا فان الاسهم التي تتقلب اسعارها حول قيمتها الدفترية بهوامش ضيقة ويتم تداولها بمرونة عالية وبكميات تعكس الاوامر المتدفقة الى السوق يمكن وصفها بخاصية السيولة وفقا لقيمتها الدفترية.

ب- القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added

قدم هذا المؤشر من قبل شركة Stern Stewart وتعرف بانها القيمة الناشئة من تجاوز القيمة السوقية لرأس المال للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (Raman, 2005)، اي أنها "المقياس التراكمي لعوائد رأس المال المساهم به في الشركات. لذا فهي تستخدم للوقوف على حسن إدارة الشركة لرؤوس أموال المساهمين بالاجل الطويل. وتحسب قيمة MVA على وفق الاتي (Brigham & Ehrhardt, 2011, 63):-

$$MVA = MVE - BVE \dots\dots(1)$$

إذ إن MVA القيمة السوقية المضافة Market Value Added، MVE القيمة السوقية الإجمالية لحقوق الملكية (Number of stock × close price)، BVE القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية Book Value of Equity.

وبموجب المعادلة رقم (1) فان قيمة MVA الموجبة تشير الى الزيادة المحتملة في قيمة الشركة مستقبلا مما يساهم في تعظيم حقوق حملة الأسهم (Griffith, 2006, 75-78). اما انخفاض MVA ووصولها الى القيمة السالبة فان ذلك مؤشر على احتمالات انخفاض قيمتها السوقية وتدني مستوى أرباحها نتيجة الى اما محدودية الفرص الاستثمارية او ان الادارة غير قادرة على توظيف مواردها في فرص استثمارية منتجة للقيمة. وبناءا على ما تقدم توصف MVA بانها المفتاح الحقيقي لبناء القيمة لحملة الاسهم ، ودليل على نجاح الادارة في تحسين الاداء (Fatemi et al, 2003, 159-179).

وعليه فان السهم الذي يحقق باستمرار قيمة سوقية مضافة موجبة ربما يؤدي الى فقدانه لخاصية السيولة نتيجة لاحتفاظ المستثمر بالسهم ولفترات طويلة لحين اتاحة الفرصة لتحقيق عوائد ملائمة، او ربما يحصل العكس من ذلك فقد تزداد سيولة السهم نتيجة لتوجه المستثمر للمضاربة للاستفادة من تدفق الاوامر الى السوق لتحقيق

عوائد رأسمالية في الاجل القصير. وفي واقع الحال فان طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية المضافة وسيولة السهم تعتمد على استراتيجية المستثمر بالاحتفاظ بالسهم وكفاءة السوق المالية.

3- فرص النمو

تعد القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (Market Value To Book Value (MV/BV اداة مالية تعبر عن القيمة التي يبدي المستثمر استعداده لدفعها مقابل كل دينار واحد من قيمته الدفترية. فهو أذا مؤشر لتحديد جاذبية الفرص الاستثمارية المتوقعة وللميزة التنافسية للسهم (النعمي والتميمي، 2008، 108). فالسهم الذي يمتلك MV/BV أكبر من الواحد الصحيح يكون محفزا للمتعاملين بالسوق المالية لاقتناؤه وذلك لشراء النمو المتوقع في ثروة المساهمين (القيمة الدفترية)، فتجري عليه التداولات بهوامش لاستيعاب التدفق الكبير من الاوامر الى السوق وبمرونة عالية تساعد على اعادة التوازن الى السوق نتيجة لصدمة السيولة. بينما لاينظر المستثمر لسهم الشركة اذا كانت MV/BV اقل من الواحد الصحيح لضعف فرص النمو المتوقعة مستقبلا مما يفقد السهم خاصية السيولة. وبناءا على ذلك فان هذا المؤشر واقعي وذو قيمة للمستثمرين الذين يبحثون عن النمو في الثروة وباسعار مقبولة تعمل على تصحيح توقعات السوق بشأن أداء الشركة ولضمان عدم تحقيق عوائد سالبة. فهو مؤشر يعتمد السوق بالحكم على اداء الشركة من جانب ويعكس نظرة المستثمر للشركة وادارتها وربحياتها وافاق نموها المتوقعة من جانب اخر (Barnhart et al., 1994).

تحليل نتائج اختبار فرضية البحث الرئيسية والفرضيات الفرعية لها

1- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الاولى من الفرضية الرئيسية

يعرض الجدول رقم (2) نتائج اختبار الانحدار البسيط لاثر لفرص النمو (لنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية MV/BV) وللشركات عينة البحث وللمدة 2008-2013. ومن يظهر إن قيمة T-Calculated المحسوبة تساوي (4.535)، وذلك عند مستوى دلالة 5%، وهي اكبر من قيمة T-Tabulated الجدولية والتي تبلغ (1.96) وان قيمة P- Value (0.000) وهي دالة احصائيا، وتشير الى علاقة طردية موجبة بين فرص النمو وسيولة السهم، وان فرص النمو تفسر ما نسبته R^2 (32.4 %) من التغير الحاصل في معدل دوران السهم وللشركات قيد الدراسة والتحليل، كما ان الاثر للمتغير المستقل معنوي عند مستوى دلالة 5%، كون قيمة P- Value (0.000) لاختبار F وهي دالة احصائيا عند مستوى دلالة 5%. وعليه نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة ومفادها يوجد اثر ذو دلالة احصائية لفرص النمو في سيولة السهم.

جدول رقم (2) نتائج اختبار الانحدار البسيط لفرص النمو في سيولة السهم وللشركات عينة البحث

المتغير التابع: معدل دوران السهم			
المتغير المستقل	B	اختبار T	الاحتمالية P- Value
MV/BV	3.16	4.535	0.000
القوة التفسيرية (R^2)	32.40 %		
اختبار (F)	القيمة المحسوبة		
	20.567	احتمالية اختبار (F)	0.0000

2- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية

يعرض الجدول رقم (3) نتائج اختبار الانحدار البسيط لاثـر نسبة القيمة السوقية المضافة في معدل دوران السهم وللشركات قيد الدراسة والتحليل. ومنه يظهر إن قيمة T- Calculated المحسوبة تساوي (- 3.385)، وذلك عند مستوى دلالة 5%، وهي اكبر من قيمة T- Tabulated الجدولية والتي تبلغ (1.96) وإن قيمة P- Value (0.002) وهي دالة احصائيا عند مستوى دلالة 5%، وهذه العلاقة عكسية كما اشار لها معامل بيتا المعياري والذي بلغ (-0.653). كما فسرت القيمة السوقية المضافة ما نسبته R^2 (21%) من التغير الحاصل عدل دوران السهم وهو الى حد ما مقبول، وعليه وبموجب اختبار F الذي ظهر معنويا عند مستوى دلالة 5% نرفض الفرضية الصفرية، ونقبل الفرضية البديلة ومفادها (يوجد اثر ذو دلالة احصائية للقيمة السوقية المضافة في سيولة السهم).

جدول رقم (3) نتائج اختبار الانحدار البسيط لاثـر القيمة السوقية المضافة في سيولة السهم وللشركات عينة البحث

المتغير التابع: معدل دوران السهم			
المتغير المستقل	B	اختبار T	الاحتمالية P- Value
MVA	- .653	- 3.385	0.002
القوة التفسيرية (R^2)		21%	
اختبار (F)		القيمة المحسوبة	احتمالية اختبار (F)
		11.461	0.0020

3- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة من فرضية البحث الرئيسية

يعرض الجدول رقم (4) نتائج اختبار الانحدار البسيط لاثـر القيمة الدفترية في سيولة السهم وللشركات قيد الدراسة والتحليل. ومنه يظهر إن قيمة T- Calculated المحسوبة تساوي (1.558) وهي اقل من القيمة T- Tabulated الجدولية والتي تبلغ (1.96) وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5%، لان قيمة P- Value (0.127)، وتشير هذه النتيجة الى عدم وجود علاقة بين القيمة الدفترية للشركة ومعدل دوران اسمها، كما فسر هذا المتغير ما نسبته R^2 (5.3%) من التغير الحاصل في سيولة السهم وهذا التفسير ضعيف جدا، وعليه نقبل الفرضية الصفرية ومفادها لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية للقيمة الدفترية في سيولة السهم.

جدول رقم (4) نتائج اختبار الانحدار البسيط لاثـر القيمة الدفترية في سيولة السهم وللشركات عينة البحث

المتغير التابع: معدل دوران السهم			
المتغير المستقل	B	اختبار T	الاحتمالية P- Value
Book Value	.236	1.558	0.127
القوة التفسيرية (R^2)		5.3%	

اختبار (F)	القيمة المحسوبة	احتمالية اختبار (F)
	2.427	0.216

4- نتائج اختبار الفرضية الرئيسة للبحث

يعرض الجدول رقم (5) نتائج اختبار العلاقة بين معدل دوران السهم كمؤشر للسيولة ومؤشرات القيمة معبرا عنها

المتغيرات	B	T-Test	(P- Value)
MV/BV	1.492	5.261	0.001
MVA	-3.103	3.451	0.009
BV	3.137	3.43	0.009

بالقيمة الدفترية والقيمة السوقية المضافة وفرص النمو معبر عنها بمكرر القيمة الدفترية وللشركات عينة البحث.

جدول (5) يبين نتائج اختبار اثر مؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم وللشركات عينة البحث

ومنه يتضح هناك علاقة ارتباط بين هذه المؤشرات ومعدل دوران السهم وهي معنوية وذات دلالة احصائية لان نتائج اختبار (t) المحسوبة كانت اقل من 5%. علما ان العلاقة بين القيمة الدفترية BV ومعدل دوران السهم، معبرا عنها بمعامل بيتا المعياري، وجدت طردية، ويعني ان هذا المعامل انه اذ تغيرت القيمة الدفترية درجة معيارية واحدة فان معدل دوران السهم سوف يتغير بمقدار (3.137)، وقد احتلت بيتا القيمة الدفترية اكبر قيمة مقارنة بقيمة بيتا لكل من القيمة السوقية المضافة MVA والتي بلغت (-3.107) لتعبر عن علاقتها العكسية مع معدل دوران السهم، بينما كان اتجاه العلاقة بين نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية MV/BV ومعدل دوران السهم طردية، وبدرجة معيارية (1.492). كما يعرض الجدول رقم (5) نتائج اختبار اثر المتغيرات المستقلة بالتابع أذ يوضح القدرة التفسيرية لمؤشرات القيمة وفرص النمو معبر عنها بمعامل التحديد R^2 للتباين الحاصل في معدل دوران السهم وللشركات عينة الدراسة. ومنه يتضح ان مؤشرات القيمة وفرص النمو لها اثر ذات دلالة احصائية ومعنوية على معدل دوران السهم. فقد اشارت نتائج اختبار (F) المحسوبة وبلغت (10.027) بانها معنوية عند مستوى دلالة اقل من 5%. كما ان القدرة التفسيرية لمؤشرات القيمة وفرص النمو للتباين الحاصل في معدل دوران السهم كانت عالية، اذ بلغ معامل التحديد لهذه 0.790 اي انها تفسر ما نسبته 79% من التغير الحاصل في سيولة السهم.

(DW) Test = 2.38	$(R^2) = .790$		R = 0.889	
0.004	P- Value	10.027	F- Test المحسوبة	

الملاحظات الاستنتاجية

1. ان العلاقة الطردية بين نسبة MV/BV وسيولة السهم تشير الى ان ارتفاع النسبة يؤدي الى زيادة معدل دوران السهم بسبب تدفق الاوامر الى السوق لان المستثمر يبدي استعداده لدفع علاوة للسهم الذي يتمتع بنسبة MV/BV اكبر من الواحد الصحيح لشراء النمو المتوقع في القيمة الدفترية مستقبلا استنادا الى الفرص الاستثمارية الجذابة المتاحة امام الشركة. الا انه بالمقابل ربما يزداد قيمة هذا المؤشر الى الحد الذي يجعل تداولات السهم بهوامش لاتبرر خاصية السيولة مما يجعل قوى السوق تلزم المؤشر بالعودة الى مديات متقاربة الى متوسطه او متوسط القطاع لضمان سيولة السهم.
2. العلاقة العكسية بين MVA وسيولة السهم تشير الى ان المستثمرين يميلون الى اعتماد استراتيجية الشراء والاحتفاظ للاسهم التي تتمتع بقيمة سوقية مضافة موجبة للانتفاع من القيمة المتراكمة لعوائد راس المال المساهم. وما عدا ذلك فان المستثمر يحاول التخلص من الاسهم ذات القيمة السوقية المضافة السالبة وربما يتطلب البيع بخصم عن القيمة العادلة للسهم تقاديا لاية خسائر محتملة في المستقبل. وعليه جاءت النتيجة متوافقة مع الطروحات النظرية لمحتوى المؤشر في الاسواق المالية.
3. اظهرت نتائج العلاقة بين القيمة الدفترية وسيولة السهم مقاسه بمعدل دورانه عند اختبار المتغيرات مجتمعة قد تغير دورها في التأثير في سيولة السهم وعلى ما يبدو انها مؤشر مكمل لكل من فرص النمو والقيمة السوقية المضافة، لذا انها اداة فعالة في تفسير المتغيرات الاخرى وتعد من مسببات تدفق الاوامر الى السوق كونها ترسل معلومات الى المستثمرين عن معدلات النمو المتوقعة في ثروة المالكين. على اقل تقدير في الاسواق الناشئة.
4. ان مؤشرات القيمة وفرص النمو وفقا لنتائج الاختبار في الجدول رقم (5) قد زادت من المقدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة للتغير في المتغير التابع وعليه، يمكن وصفها بانها ادوات خارجية للحوكمة المالية لاداء الشركات كونها تعكس تقييم المتعاملين في السوق المالي لمدى نجاح الادارة في توظيف موارد الشركة وتحسين الاداء بما يضمن تحقيق مصالح حملة الاسهم المتمثلة بتعظيم الثروة من خلال زيادة اسعار الاسهم السوقية.

التوصيات

1. توصي الدراسة المتعاملين في سوق العراق للاوراق المالية وعموم المستثمرين بالنظر الى سيولة السهم من خلال مؤشرات القيمة وفرص النمو للاستفادة منها في تحديد هوامش تداول الاسهم بيعا وشراء.
2. توصي الدراسة الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية بشكل عام بالاهتمام بمؤشر القيمة السوقية المضافة ومحاولة تضمين تقاريرها المالية هذا المؤشر ليتسنى للمستفيد منها تتبع اداء الشركة والوقوف على فاعلية قراراتها الاستثمارية.
3. توصي الدراسة سوق العراق للاوراق المالية الى تضمين مؤشر القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية في النشرات والتقارير الصادرة عن ادارة السوق ليتسنى للمستثمرين من متابعة التطورات الخاصة باداء الشركات. لانه من المؤشرات الفعالة للحكم على اداء الشركات ومستوى سيولة الاسهم في السوق.

المراجع

اولا:- العربية

- النعيمي، عدنان والتميمي، ارشد (2008). *التحليل والتخطيط المالي، اتجاهات معاصرة*. دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية عمان: الاردن .

ثانيا:- غير العربية

- Al-Debi'e, Mamoun M. and Mustafa, Dalia Ibrahim, (2011) The Value Relevance of ROE: Evidence from Jordan, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue (80), Pp 27-39.
- Adenuga, Adeniyi O.(2010) Stock Market Development Indicators and Economic Growth in Nigeria (1990-2009), *Economic and Financial Review Volume 48/1* March, Pp 33-70.
- Amihud Y. and H. Mendelson (1986). 'Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics*, 17: 223-24.
- Barnhart , Scott, Wayne, Marr and Stuart, Rosenstein,(1994) Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15, 329-340.
- Brigham, Eugene F. & Ehrhardt, Michael C. (2011) *Financial Management: Theory and Practice*, South-Western Cengage Learning, USA.
- Fatemi, A., Desai, A. S., and Katz, J. P. (2003). Wealth Creation and Managerial Pay: MVA and EVA as Determinants of executive Compensation, *Global Finance Journal*, Issue 14, pp. 159-179.
- Griffith, J. M. (2006). EVA[®] and stock performance, *Journal of Investing*, Issue 15, pp.75-78.
- Glosten, L.R. and P.D. Milgrom. (1985). Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously informed traders". *Journal of Financial Economics*, 14: 71-100.
- Omri, A. Zayani, M.B., Loukil, N. (2000). Impact of Liquidity on Stock Returns: An Empirical Investigation of the Tunis Stock Market, *Social Science Research Network*.
- Pastor, L., Stambaugh, R.F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns, *Journal of Political Economy*, Issue 111: 642-685.
- Ramana, D. V. (2005). Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences, *Social Science Research Network*, pp.1-37.
- Shams, Mirfeyz, Gholamreza, Zamanian,& Zahra, Safari, (2011) The Relationship between Liquidity Risk and Stock Price: An Empirical Investigation of the Tehran Stock Exchange, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 30, pp 7-20.
- Yeyati, Eduardo Levy, Schmukler , Sergio L. and Van Horen , Neeltje (2007) Emerging Market Liquidity and Crises, Policy Research Working Papers are also posted on the Web at <http://econ.worldbank.org>, December.

