



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية

**"كفاءة سوق رأس المال وأثرها في القيمة السوقية للأوراق
المالية - دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق
العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019"**

رسالة تقدمت بها

هبة عامر عيسى الجعفري

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة البصرة

وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية
والمصرفية

بإشراف

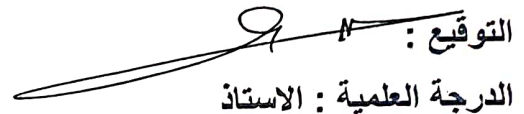
الأستاذ الدكتور

منتظر فاضل سعد البطاط

قرار لجنة المناقشة

نشهد نحن اعضاء لجنة المناقشة ، اطلعنا على الرسالة الموسومة (كفاءة سوق رأس المال واثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015 - 2019) وناقشنا الطالبة (هبة عامر عيسى الجعفري) في محتوياتها ، وفيما له علاقة به ونعتقد بأنه جدير بالقبول لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية بتقدير (امتياز)

التوقيع : 
الدرجة العلمية : الاستاذ المساعد
الاسم : أ.م.د. احمد جبر سالم
عضواً :
التاريخ : 2021 / 6 / 15

التوقيع : 
الدرجة العلمية : الاستاذ
الاسم : أ.د. منتظر فاضل سعد
عضواً ومشرفاً :
التاريخ : 2021 / 6 / 15

التوقيع : 
الدرجة العلمية : الاستاذ
الاسم : أ.د. عبد الرضا فرج بدر اوي
رئيساً :
التاريخ : 2021 / 6 / 16

التوقيع : 
الدرجة العلمية : الاستاذ
الاسم : أ.د. مهدي عطية موهي
عضواً :
التاريخ : 2021 / 6 / 15

تم التصديق عليها من قبل مجلس كلية الادارة والاقتصاد بتاريخ 2021 / /

التوقيع

أ. د. عبد الحسين توفيق شبلبي

عميد كلية الادارة والاقتصاد / جامعة البصرة

2021 / 6 / 16

اقرار المشرف

اشهد ان اعداد هذه الرسالة الموسومة بـ (كفاءة سوق رأس المال واثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015 – 2019)

لطالبة الماجستير (هبة عامر عيسى الجعفري) قد جرى تحت اشرافي في كلية الإدارة والاقتصاد وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية .



الاستاذ الدكتور

منتظر فاضل سعد

توصية رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية

بناء على توصية المشرف ارشح هذه الرسالة للمناقشة



أ. م. د عقيل عبد محمد عباس

رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية

إقرار المقوم الاحصائي

أشهد ان الرسالة الموسومة بـ (كفاءة سوق رأس المال واثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015 - 2019) لطالبة الماجستير (هبة عامر عيسى الجعفري) قد انيطت بي مهمة تقويمها احصائياً ، وهي الان مستوفية الشروط .



المقوم الاحصائي

أ . م . د ريسان عبد الامام زعلان
كلية الإدارة والاقتصاد / قسم الاحصاء

إقرار المقوم اللغوي

أشهد ان الرسالة الموسومة بـ (كفاءة سوق رأس المال وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية – دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019) لطالبة الماجستير (هبة عامر عيسى الجعفري) قد انيطت بي مهمة تقويمها لغوياً ، وهي الان مستوفية الشروط .



المقوم اللغوي

أ.د. صباح عبد الكريم مهدي

كلية الإدارة والاقتصاد / قسم الاقتصاد

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿أَمَّنْ هُوَ قَانَتْ أَنَاءَ اللَّيْلِ سَاجِدًا وَقَائِمًا يَحْذَرُ الْآخِرَةَ وَيَرْجُو

رَحْمَةَ رَبِّهِ قُلْ هَلْ يَسْتَوِي الَّذِينَ يَعْلَمُونَ وَالَّذِينَ لَا

يَعْلَمُونَ إِنَّمَا يَتَذَكَّرُ أُولُوا الْأَلْبَابِ﴾ (9)

صدق الله العلي العظيم

سورة الزمر

"الأهداء"

إلى أظهر قلب في حياتي .. إلى من علمني كيف أقف بثبات .. إلى منبت الخير
والعطاء .. إلى مثال التضحية والكبرياء .. إلى من لا أجد الكلمات التي تصفه ..

..... أبي الغالي حفظه الله

إلى أقرب الناس إلى قلبي .. إلى من قدمت سعادتي وراحتي على سعادتها
وراحتها .. إلى رمز الوفاء والتضحية .. إلى مثال الحب والعطاء .. إلى التي لا أجد
كلمات تمنحها حقها ..

..... أمي الغالية حفظها الله

إلى سندي وعضدي .. إلى من أحبهم في الله وأتمنى لهم حياةً مليئةً بالسعادة
والراحة .. اخوتي واختي ... حفظهم الله

إلى قرة عيني .. إلى جنتي في الأرض .. إلى نور قلبي وضياء حياتي .. إلى من
اتشوق لأرى مستقبلهم المشرق بأذن الله .. ابنتي الكبيرة فاطمة حفظها الله ..
وابني أحمد حماه الله .. وابنتي مريم رعاها الله ..

أهدي إليهم ثمرة هذا الجهد المتواضع

الباحثة

” شكر وتقدير ”

الحمد لله رب العالمين

أتقدم بالشكر للباري عز وجل الرحمن الرحيم رب المستضعفين الذي لا نجد عوناً

غيره ..

يسرني تقديم الشكر الكبير لمن استحق مني كل التقدير والاحترام .. مشرفي واستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور منتظر فاضل سعد البطاط لما قدمه لي طيلة مدة الدراسة ..

ومن الواجب ان أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى عميد كلية الإدارة والاقتصاد الأستاذ الدكتور عبد الحسين توفيق هليلي . ويسعدني ان أتقدم بالشكر والامتنان إلى السيد رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية الأستاذ المساعد الدكتور محيىل عبد محمد وكذلك أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى رئيس القسم السابق الأستاذ الدكتور احمد جاسم محمد .

واتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى جميع اساتذتي الكرام كل الاحترام لهم وخص بالذكر الأستاذ الأبه الفاضل الدكتور عبد الرضا فرج البدرابي حفظه الله .

ويحتم عليّ واجب الوفاء أن أتقدم بشكري وامتناني إلى استاذتي الغالية **فايزة حسن** لما مني كل الحب والتقدير والشكر لما قدمته لي من مساعدة واهتمام حفظها الله .

ومن الواجب ان اقدم الشكر والامتنان إلى الاخوة والاحواء الزملاء والزميلات المحترمين في مرحلة الدراسات العليا حفظهم الله ، واخيراً أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لكل من اسهموا في انجاز هذا العمل بشكل مبهر او غير مبهر لكم مني كل التقدير والاحترام جزاكم الله خيراً ، والحمد لله رب العالمين اولاً واخيراً .

الباحثة

"المستخلص"

تؤدي الكفاءة دوراً مهماً في رفع مستوى أداء سوق رأس المال من خلال إتاحة المعلومات للجميع وانعكاسها المباشر في الأسعار مما يعكس أثره الإيجابية على القيمة السوقية ، والتي من خلالها تتحدد قيمة الشركة ، إذ تسعى كل الشركات لتعظيم ثروتها من خلال تعظيم القيمة السوقية مما ينعكس إيجاباً على حملة الأسهم والشركة ككل ، وفي السوق المالي الكفاءة الذي تتوافر فيه المعلومات كافة لجميع الشركات ، تتساوى فيه القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية .

وتتطلب مشكلة الدراسة بوجود عوائق ومشكلات في كفاءة سوق العراق للأوراق المالية وهو بحاجة إلى العمل عليه لمواكبة التطور في الأسواق العالمية ، إذ تعالج هذه الدراسة الإشكالية حول مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال في القيمة السوقية ، وتقوم الدراسة على طرح فرضية انه لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي لكفاءة سوق رأس المال في القيمة السوقية ، وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال والقيمة السوقية وتم اختيار عينة تتألف من 16 مصرفاً مدرجاً ضمن القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية ، واعتمدت الدراسة على استخدام نموذج الانحدار الذي يستخدم أسلوب الدمج بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية (Panel data) وبعد ان تم اختبار ثلاثة نماذج وهي نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression Model ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) ونموذج التأثيرات العشوائية (FEM) Random Effects Model ونموذج التأثيرات الثابتة (REM) تم التوصل الى ان نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملاءمة .

وقد توصلت الدراسة اعتماداً على نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ان جميع متغيرات الدراسة تؤثر في القيمة السوقية ماعدا مؤشر عدد الشركات المتداولة عينة الدراسة ، والمتغير الأكثر تأثيراً هو مؤشر السوق العام ISX 60 ، واوصت الدراسة بضرورة معالجة القصور في مجال نقص المعلومات والافصاح المالي وعنصر الشفافية لنشر البيانات والمعلومات الكافية لرفع كفاءة سوق العراق للأوراق المالية .

” محتويات الدراسة ”

الموضوع	الصفحة
الاهداء	أ
الشكر والتقدير	ب
المستخلص	ج
قائمة المحتويات	د - هـ
قائمة الجداول	و
قائمة الاشكال	ي
المقدمة	2-1
الفصل الأول : منهجية الدراسة ودراسات سابقة	3
المبحث الأول : منهجية الدراسة	7-4
المبحث الثاني : دراسات سابقة	14-8
الفصل الثاني : الاطار النظري لكفاءة سوق رأس المال والقيمة السوقية	15
المبحث الأول : المنظور العام للأسواق المالية	31-16
المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية	17
المطلب الثاني : الوظائف الاقتصادية للأسواق المالية	18
المطلب الثالث : أهمية الأسواق المالية	19-18
المطلب الرابع : مداخل تحليل الأوراق المالية	21-19
المطلب الخامس : تصنيف الأسواق المالية	30-22
المبحث الثاني : كفاءة سوق رأس المال وعلاقتها بالمعلومات	46-32
المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق رأس المال	34-33
المطلب الثاني : أنواع كفاءة سوق رأس المال	36-35
المطلب الثالث : متطلبات كفاءة سوق رأس المال	38-37
المطلب الرابع : مستويات الكفاءة لسوق رأس المال	40-38
المطلب الخامس : العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال والمعلومات	43-40

43	المطلب السادس : العوامل المؤثرة في كفاءة سوق رأس المال
44	المطلب السابع : العلاقة بين نظرية الأسواق الكفوءة والحركة العشوائية
45	المطلب الثامن : عوائق تطبيق نموذج كفاءة سوق رأس المال
68-47	المبحث الثالث : مدخل مفاهيمي للقيمة السوقية
51-48	المطلب الأول : مفهوم وأنواع القيم
52-51	المطلب الثاني : العوامل المؤثرة في القيمة السوقية
54-52	المطلب الثالث : قياس مؤشرات القيمة السوقية
67-54	المطلب الرابع : محددات القيمة السوقية للأوراق المالية
79-69	المبحث الرابع : تقييم الأوراق المالية (الأسهم والسندات)
70	المطلب الأول : ماهية الأوراق المالية من حيث المفهوم والانواع
71-70	المطلب الثاني : خصائص الأسهم والسندات
75-72	المطلب الثالث : نماذج تقييم الأسهم
78-76	المطلب الرابع : نماذج تقييم السندات
80	الفصل الثالث : سوق العراق للأوراق المالية وآلية تطبيق متغيرات الدراسة على العينة المختارة
83-81	المبحث الأول : واقع سوق العراق للأوراق المالية
99-84	المبحث الثاني : تحليل مؤشرات الدراسة وآلية تطبيقها على المصارف المدرجة عينة الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية
117-100	المبحث الثالث : اختبار وتحليل نتائج مؤشرات كفاءة أسواق المال وبيان اثرها في القيمة السوقية
118	الفصل الرابع : الاستنتاجات والتوصيات
120-119	المبحث الأول : الاستنتاجات
122-121	المبحث الثاني : التوصيات
143-123	قائمة المراجع والمصادر

” قائمة الجداول ”

الصفحة	الموضوع	التسلسل
6	المصارف عينة الدراسة	1
29	الفرق بين أسواق النقد وأسواق رأس المال	2
36	مقارنة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	3
85	مؤشر السوق العام ISX 60 للمدة (2019-2015)	4
89	مؤشر عدد الأسهم للقطاع المصرفي للمدة (2019-2015)	5
92	مؤشر حجم التداول للقطاع المصرفي للمدة (2019-2015)	6
94	مؤشر عدد الشركات للقطاع المصرفي للمدة (2019-2015)	7
97	مؤشر القيمة السوقية للقطاع المصرفي للمدة (2019-2015)	8
103-102	نتائج تقدير اثر المتغيرات المستقلة (x4,x3,x2,x1) في المتغير المعتمد Y	9
108-107	نتائج تقدير اثر المتغيرات المستقلة (x4,x3,x2,x1) في المتغير المعتمد Y	10
111	قيمة اختبار Housman	11
112	نتائج اختبارات استقراره متغيرات الدراسة	12

” قائمة الاشكال ”

الصفحة	الموضوع	التسلسل
24	الأدوات المتداولة في سوق النقد	1
30	تصنيف الأسواق المالية	2
36	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية	3
39	مستويات كفاءة سوق رأس المال	4
59	خط سوق الأوراق المالية SML	5
63	العوامل المؤثرة في المخاطر	6
67	التوازن بين العائد والمخاطرة	7
86	مؤشر السوق العام ISX 60 للمدة (2015-2019)	8
90	مؤشر عدد الاسهم للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)	9
93	مؤشر حجم التداول للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)	10
95	مؤشر عدد الشركات للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)	11
98	مؤشر القيمة السوقية للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)	12
113	نتائج اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الرسالة	13
114	تحديد فترة التأخير المثلى باستخدام نموذج VAR	14
115	تقدير نموذج تصحيح الخطأ للنموذج	15
116	دوال ردة الفعل (IRF) لمتغيرات الرسالة	16

المقدمة :-

يشهد العالم تطوراً كبيراً في الجانب الاقتصادي والمالي وهذا التطور يحتم علينا الاهتمام بمصادر التمويل وكيفية جمع المدخرات مما أعطى أهمية كبيرة لوجود الأسواق المالية ، إذ تعد الأسواق المالية من أهم المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم وذلك للدور الكبير الذي تلعبه في تنويع مصادر التمويل لدفع عجلة النشاط الاقتصادي عبر تدوير رؤوس الأموال من أصحاب وحدات الفائض الى وحدات أصحاب العجز المالي وذلك لحل مشكلات الاحتياج للسيولة ، إذ تقلل هذه الأسواق من التكاليف التي يتحملها الوسطاء لتسمح لهم بالتحوط من المخاطر بشكل أكثر فاعلية ، وللأسواق المالية دوراً مهماً في الاقتصاد إذ ان الصدمات التي تتعرض لها الأسواق تؤثر على مختلف جوانب الاقتصاد مثل مستوى الثروة والاستهلاك والاستثمار الخ .

و يعد سوق رأس المال اهم نوع من أنواع السوق المالي ويعتبر سوق تمويل طويل الاجل يوفر التمويل اللازم لإقامة مشاريع ضخمة من خلال أوراقه المالية طويلة الاجل كالأسهم والسندات ، إذ يعد من الأدوات التمويلية المهمة إذ يقوم بتمويل المشروعات التي تحتاج الى رؤوس أموال كبيرة مما يؤدي إلى تطور اقتصادات البلدان ، ومن هنا برز الدور المهم لأسواق رأس المال نتيجة للدور الذي تلعبه في توجيه الموارد المالية المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية و يبدأ المستثمر بالبحث عن الكفاءة في ظل سوق يتسم بعدم الكفاءة وذلك بسبب عدم تماثل المعلومات بين عموم المتعاملين ، إذ في ظل سوق رأس المال الكفوء تختفي عمليات المضاربة وتتوافر المعلومات بصورة آنية لجميع المستثمرين وتكون السوق ذات نشاط عالٍ في عملية تدوير الأموال للاستفادة منها في عمليات تمويلية كبيرة .

ومن جهة أخرى تهدف الشركات الى زيادة قيمتها السوقية ، إذ ان زيادة القيمة السوقية تؤثر على جميع الأطراف التي تتعامل مع الشركة وكذلك المساهمين في الشركة ، إذ تمثل القيمة السوقية أساس نمو وتطور الشركات إذ من خلالها تتحدد قيمة الشركة ، وتؤثر عدة عوامل على القيمة السوقية منها الحالة الاقتصادية التي يمر بها البلد وكذلك العرض والطلب على الأوراق المالية للشركة ، إذ عند زيادة الطلب على الأوراق المالية تزداد القيمة السوقية للشركة والعكس يحدث عن زيادة العرض ، وفي ظل السوق الكفوء تتساوى القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية نتيجة توافر المعلومات الضرورية المتعلقة بأسعار الأوراق المالية لجميع المستثمرين وتأثيرها الآني في حركة الأسعار مما يسبب استقرار القيمة السوقية في السوق المالي الكفوء .

صفحة - 2 -

” الفصل الأول ”

منهجية الدراسة ودراسات

سابقة

المبحث الأول : منهجية الدراسة

المبحث الثاني : دراسات سابقة

"المبحث الأول"

منهجية الدراسة

أولاً :- مشكلة الدراسة :-

تعد القيمة السوقية المرآة العاكسة لكفاءة الشركات فارتفاعها يعبر عن تحقيق الكفاءة للشركات إذ تعد معياراً رئيساً لنجاح الشركة أو فشلها عن طريق تحديد سعر السهم كونه يعكس أداء الشركات ومن ثم يؤثر في اتخاذ القرارات الاستثمارية لأن سعر السهم يعد مؤشراً لاتخاذ القرار الاستثماري ، إذ ان في ظل السوق الكفوء يتغير سعر السهم تبعاً لطبيعة المعلومات إذ ان توافر المعلومات المتماثلة عند عموم المتعاملين يساهم في زيادة الكفاءة ، إذ تنطلق مشكلة الدراسة في وجود عوائق ومشكلات في سوق العراق للأوراق المالية مقارنة بالأسواق العالمية وهو بحاجة إلى العمل عليه لمواكبة التطور في الأسواق العربية والعالمية ويمكن صياغة مشكلة الدراسة بالتساؤل الرئيس التالي :-

هل لكفاءة سوق رأس المال أثرٌ في القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ؟

ومن السؤال الرئيس يمكن أن تصاغ الأسئلة الفرعية التالية :-

- 1- هل لمؤشر السوق العام أثرٌ في القيمة السوقية ؟
- 2- هل لمؤشر عدد الأسهم المتداولة أثرٌ في القيمة السوقية ؟
- 3- هل لمؤشر حجم التداول أثرٌ في القيمة السوقية ؟
- 4- هل لمؤشر عدد الشركات أثرٌ في القيمة السوقية ؟

ثانياً :- أهداف الدراسة :-

تهدف الدراسة بشكل أساسي إلى :-

- 1- التعرف على طبيعة العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال والقيمة السوقية للأوراق المالية في العراق .
- 2- تحديد تأثير مؤشرات الدراسة (السوق العام ، عدد الأسهم المتداولة ، حجم التداول ، عدد الشركات) في القيمة السوقية وبيان أي المؤشرات أكثر تأثيراً من غيره في تحديد القيمة السوقية .
- 3- توضيح الآثار الايجابية التي يعكسها سوق رأس المال الكفوء على اقتصادات البلدان من خلال تفعيل الاستثمار وتحقيق التنمية الاقتصادية .

4- توضيح الشروط الواجب توافرها لتحقيق الكفاءة لسوق رأس المال وتأثيرها في القيمة السوقية .

5- تسليط الضوء على سوق العراق للأوراق المالية ومعرفة المشكلات والعوائق التي يعاني منها و التوصل إلى النتائج والحلول اللازمة لتحقيق الكفاءة .

ثالثاً :- أهمية الدراسة :-

تبرز أهمية الدراسة من خلال النقاط التالية :-

- 1- تكمن أهمية الدراسة في إنها تقدم إطاراً عاماً ودراسة توضيحية عن مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال في تحديد القيمة السوقية للأوراق المالية في العراق .
- 2- معرفة مدى إمكانية الاعتماد على مؤشرات كفاءة الأسواق المالية في تحديد القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .
- 3- توفير معلومات تخدم المصارف والمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية لمساعدتهم في اتخاذ القرار الاستثماري .
- 4- إمكانية معرفة العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية والكفاءة وهل تتحقق الكفاءة فيه .
- 5- قلة الدراسات في العراق (في ضوء مؤشرات الدراسة) التي تتناول الربط النظري والتطبيقي لسوق رأس المال الكفوء ومدى تأثيره في القيمة السوقية .

رابعاً :- فرضيات الدراسة :-

تقوم الدراسة على اختبار فرضية العدم الرئيسية التالية :-

لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي لكفاءة سوق رأس المال في القيمة السوقية للأوراق المالية .

ومن الفرضية الرئيسية يمكن ان تصاغ فرضيات العدم الفرعية التالية :-

- H1 : لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي لمؤشر السوق العام في القيمة السوقية للأوراق المالية .
- H2 : لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي لمؤشر عدد الأسهم في القيمة السوقية للأوراق المالية .
- H3 : لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي لمؤشر حجم التداول في القيمة السوقية للأوراق المالية .
- H4 : لا توجد علاقة ذات تأثير معنوي لمؤشر عدد الشركات في القيمة السوقية للأوراق المالية .

خامسا :- مجتمع وعينة الدراسة وآلية اختيار العينة

1- **مجتمع وعينة الدراسة :-** يتمثل مجتمع الدراسة بالشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية أما عينة الدراسة فقد تمثلت بـ (16) مصرفاً من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، تتمثل بالجدول التالي :-

جدول (1)

المصارف عينة الدراسة

الرمز	اسم المصرف	ت
BCOI	المصرف التجاري العراقي	1
BBOB	مصرف بغداد	2
BIIB	المصرف العراقي الاسلامي	3
BIME	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	4
BIBI	مصرف الاستثمار العراقي	5
BNOI	المصرف الاهلي العراقي	6
BSUC	مصرف سومر التجاري	7
BBAY	مصرف بابل	8
BGUC	مصرف الخليج التجاري	9
BMFI	مصرف الموصل	10
BKUI	مصرف كوردستان	11
BASH	مصرف اشور الدولي	12
BMNS	مصرف المنصور للاستثمار	13
BUND	المصرف المتحد للاستثمار	14
BELF	مصرف ايلاف الاسلامي	15
BANI	المصرف الوطني الاسلامي	16

2 - **آلية اختيار عينة الدراسة :-** تم اختيار عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019 وذلك لأهمية القطاع المصرفي في سوق العراق المالي من حيث الحجم والتأثير ، وتم استبعاد المصارف التي لم تتوافر فيها البيانات الفصلية لمدة الدراسة المذكورة .

3 - متغيرات الدراسة :-

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

المتغير الأول : مؤشر السوق العام X1

المتغير الثاني : مؤشر عدد الأسهم المتداولة 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 .

4 - الحدود الزمانية للدراسة :-

تمتد الحدود الزمانية لهذه الدراسة من شهر كانون الثاني 2015 لغاية شهر كانون الأول 2019 .

سادسا :- أسلوب الدراسة لجمع البيانات

سيتم الاعتماد على المناهج والأساليب التالية في الدراسة :-

1- المنهج الاستقرائي (النظري) :- اعتمد الجانب النظري على مجموعة من المراجع والكتب

العلمية الحديثة المحلية والعربية والأجنبية و الأطاريح والرسائل والمقالات المحلية والعربية والأجنبية المتوافرة في الانترنت والمكتبات وجمع المعلومات اللازمة لمعرفة متغيرات الرسالة .

2- المنهج القياسي (العملي) :- اعتمد الجانب العملي على البيانات الرقمية المدرجة في سوق

العراق للأوراق المالية التي يتم الحصول عليها من خلال التقارير الفصلية المنشورة والموقع

الالكتروني الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية والموقع الرسمي للبنك

المركزي العراقي وسيتم اعتماد نموذج الانحدار الذي يستخدم أسلوب الدمج بين السلاسل الزمنية

والبيانات المقطعية (Panel data) لاختبار اثر كفاءة سوق رأس المال في القيمة السوقية .

"المبحث الثاني"

دراسات سابقة

"أولا :- الدراسات المحلية"

1 – دراسة الزيود والرقيبات 2013

عنوان الدراسة	كفاءة سوق العراق للأوراق المالية عن المستوى الضعيف (2011-2005)
نوع الدراسة	بحث منشور
أسم 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	أن 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 .

2- دراسة محمد وعبد الأمير 2014

عنوان الدراسة	تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم : دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية
نوع الدراسة	بحث منشور
أسم الباحث	أ.د حاكم محسن محمد وعدي عباس عبد الأمير
عينة الدراسة	سوق العراق للأوراق المالية
مشكلة الدراسة	تصاغ مشكلة الدراسة من خلال التساؤلات التالية : ما مدى انعكاس كفاءة الأسواق المالية في تقويم أسعار الأسهم السوقية ؟ ما اثر سلوك أسعار الأسهم في كفاءة سوق العراق للأوراق المالية ؟ وما مدى وضوح هذه العلاقة للمستثمرين في تقدير أسعار الأسهم ؟
الهدف من الدراسة	قياس سلوك أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية وكذلك قياس كفاءة سوق العراق للأوراق المالية وقياس إمكانية تحقيق أرباح غير عادية من قبل المستثمرين ومدى تأثير قطاعات سوق العراق بعضها مع بعض .
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	يعد سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء ضمن المستوى الضعيف للكفاءة ومن ثم فهو غير كفوء ضمن المستوى شبه القوي والمستوى القوي لكفاءة الأسواق المالية وجود ارتباط طردي وعكسي قوي وآخر ضعيف بين قطاعات سوق العراق للأوراق المالية السبع

وهذا يدل على أن أداء قطاع معين يؤثر في قطاع آخر بسبب ارتباط تأثير سلوك أسعار أسهم الشركات لكل قطاع بعضها مع بعض ويدل ذلك على قلة كفاءة السوق .

3- دراسة أسعد وآخرون (2014)

عنوان الدراسة	اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2010-2014) دراسة تطبيقية
نوع الدراسة	بحث منشور
اسم الباحث	زيرفان عبد المحسن اسعد وآخرون
عينة الدراسة	سوق العراق للأوراق المالية
مشكلة الدراسة	تصاغ مشكلة الدراسة من خلال التساؤل التالي : هل توجد كفاءة على المستوى الضعيف في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام سعر الإغلاق اليومي لمدة الدراسة ؟
الهدف من الدراسة	تقديم إطار نظري وبعض الدراسات السابقة عن كفاءة السوق المالي على المستوى الضعيف في الدول النامية وكذلك معرفة ما إذا كان سوق العراق للأوراق المالية يتبع فرضية التوزيع الطبيعي وعدها سوقا كفوءا على المستوى الضعيف خلال مدة الدراسة
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	أن سعر إغلاق سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة لا يتوزع توزيعا طبيعيا وانه غير كفوء على المستوى الضعيف وإن سعر إغلاق سوق العراق للأوراق المالية لا يتحرك بشكل عشوائي خلال مدة الدراسة وسلوكه لا يتصف بالعشوائية وإن سوق العراق للأوراق المالية يعطي فرصة إمكانية توليد أرباح غير اعتيادية بالاعتماد على معلومات اتجاهات الأسعار التاريخية للتنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية للأسهم .

4 - دراسة الغالبي والشمري (2015)

عنوان الدراسة	التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية
نوع الدراسة	بحث منشور
اسم الباحث	أ.د عبد الحسين جليل الغالبي و م.م حسن شاكر الشمري
عينة الدراسة	الأسواق المالية العربية
مشكلة الدراسة	تنطلق الدراسة من المشكلة التي تواجه الأسواق المالية العربية إذ إنها يعاب عليها أنها توصف بالأسواق البدائية أو الناشئة وعلى تطرح الدراسة التساؤلات التالية : هل نجحت هذه الأسواق في تقديم خدماتها إلى الاقتصاد بكفاءة وفاعلية وهل هذه الأسواق حققت أهدافها ؟
الهدف من الدراسة	تحديد مدى كفاءة الأسواق المالية في بعض الاقتصادات العربية في ظل التطورات والتحديات الاقتصادية من خلال استخدام الأساليب الإحصائية والكمية
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	تعاني الأسواق المالية العربية من اختلالات بنيوية وتنظيمية أدت إلى انحراف هذه الأسواق عن مسار تحقيق أهدافها الاقتصادية والتنموية وكذلك عدم كفاءة أغلب الأسواق المالية العربية على وفق فرضية المستوى الضعيف وهذا يرجع لأسباب تكمن في إدارة السوق وتحديث البنية التحتية المؤسساتية التشريعية والتنظيمية .

5- دراسة بتال وآخرون (2020)

عنوان الدراسة	تحليل الأسهم العادية وأثرها في القيمة السوقية دراسة تطبيقية على شركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية
نوع الدراسة	بحث منشور
أسم الباحث	احمد حسين بتال وآخرون
عينة الدراسة	سوق العراق للأوراق المالية
مشكلة الدراسة	تصاغ مشكلة الدراسة من خلال التساؤل التالي : هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والقيمة السوقية لأسهم القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية ؟ هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة اللا سوقية لأسهم القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية ؟
الهدف من الدراسة	بيان اثر العائد والمخاطرة اللا سوقية في القيمة السوقية لأسهم شركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	هناك تأثير عكسي بين العائد والقيمة السوقية وكذلك تأثير طردي بين المخاطرة اللا سوقية والقيمة السوقية .

" ثانيا :- الدراسات العربية "

1- 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
أسم الباحث	لطرش 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 .

2- دراسة زريف وسلطاني (2014)

عنوان الدراسة	كفاءة الأسواق المالية وأثرها في القيمة السوقية للسهم دراسة حالة سوق الأسهم السعودي للمدة (2004-2013)
نوع الدراسة	رسالة ماجستير
أسم 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 لقيمتها الحقيقية وفي حالة عدم كفاءة السوق المالي يكون هناك اختلاف بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمتها السوقية وهناك ارتباط وثيق بين مفهوم الكفاءة وضرورة توافر المعلومات بوصفها المحور المركزي لمفهوم الكفاءة ولقد أثبتت نتائج التحليل أن سوق الأسهم السعودي كفوء في صيغته الضعيفة وغير كفوء في صيغته المتوسطة .

3- دراسة سلطان (2015)

عنوان الدراسة	كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني " دراسة حالة بورصة ماليزيا "
نوع الدراسة	أطروحة دكتوراه
أسم الباحث	مونية سلطان
عينة الدراسة	الجمهورية الجزائرية
مشكلة الدراسة	تصاغ مشكلة الدراسة من خلال التساؤل الرئيس التالي : ما هو دور كفاءة الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد بشكل عام وفي ماليزيا بشكل خاص ؟
الهدف من الدراسة	إبراز دور كفاءة سوق ماليزيا المالي في اقتصادها
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	تطوير جهاز الإفصاح عن المعلومات والشفافية في الأسواق المالية الناشئة وكذلك تهينة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية ونشر المعلومات من خلال كفاءة الوسائل المتاحة ومتابعه الجهود في مجال تعميق السوق وزيادة كفاءته وسيولته ونشر ثقافة الاستثمار وتطوير مواقعها على شبكة الانترنت .

4- دراسة لياس (2018)

عنوان الدراسة	اثر كفاءة سوق رأس المال في القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر تونس المغرب
نوع الدراسة	بحث منشور
اسم الباحث	يايسي لياس
عينة الدراسة	بورصة الجزائر وتونس والمغرب
مشكلة الدراسة	تعالج الدراسة الإشكالية التي تدور حول مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال في القيمة السوقية للسهم
الهدف من الدراسة	تسليط الضوء على بورصات (الجزائر تونس المغرب) ومحاولة جذب انتباهها إلى قيمة الموضوع في حد ذاته ووجوب توعيتها بأهمية تطوير أسواق رؤوس أموالها وأنظمة معلوماتها للحصول على أسواق كفوءة
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	أثبتت الدراسة أن كل الأسواق محل الدراسة ليست كفوءة في صيغتها المتوسطة وذلك نظرا لعدم وجود علاقة بين كل من التضخم ومعدل البطالة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر السوق أو بتعبير آخر أن مؤشرات السوق لا تستجيب للمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة .

ثالثا :- الدراسات الأجنبية

1- دراسة Plastun,2014

عنوان الدراسة	Behavior of Financial Markets Efficiency During the Financial Market Crisis: 2007-2009 سلوك كفاءة الأسواق المالية خلال أزمة الأسواق المالية: 2009-2007
نوع الدراسة	بحث منشور
أسم الباحث	Alexey Plastun And Others
عينة الدراسة	الأسواق المالية لبعض البلدان المتقدمة والنامية
مشكلة الدراسة	تصاغ مشكلة الدراسة من خلال التساؤل التالي : كيف يتم بيان سلوك كفاءة الأسواق المالية خلال أزمة السوق المالية للمدة الدراسة ؟
الهدف من 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
النتائج التي توصلت إليها الدراسة	استخدام (FMH) كأساس لنمذجة سلوك السوق المالية وله تطبيق عملي في المستوى الجزئي (المشاركين في السوق الأفراد) والمستوى الكلي (المنظمين) .

2- دراسة Alom And Raquib,2014

CAPITAL MARKET EFFICIENCY AND PORTFOLIO EQUITY INFLOWS IN BANGLADESH	عنوان الدراسة
كفاءة سوق رأس المال وتدفق حقوق الملكية في بنغلاديش	
بحث منشور	نوع الدراسة
Khairul Alom And Muhammad Raquib	أسم 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 وتستننتج 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

3- دراسة Abdullah And Others,2018

Impact of Payout Policy on Market Value	عنوان الدراسة
تأثير سياسة الدفع على القيمة السوقية	
بحث منشور	نوع الدراسة
Md. Nayeem Abdullah And Others	أسم الباحث
198 شركة مدرجة في بورصة Chittagong Stock Exchange (CSE)	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 فرضيه عدم ملائمة توزيع الأرباح المقدمة من قبل Modigliani and Miller للشركات عينة الدراسة .	النتائج التي توصلت إليها الدراسة

4- دراسة G. Marchuk,2020

Analysis of the impact of intangible assets on the companies' market value	عنوان الدراسة
تحليل تأثير الأصول غير الملموسة على القيمة السوقية للشركات	
بحث منشور	نوع الدراسة
G. Marchuk And Others	أسم الباحث
الشركات الأوروبية في (ألمانيا ، فرنسا ، المملكة المتحدة)	عينة الدراسة

مشكلة الدراسة	هل تم العثور على رابط بين القيمة السوقية والأصول غير الملموسة للمؤسسات مما يسمح بأجراء التحليل وتصور النتائج التي تم الحصول عليها من خلال طرائق مختلفة ؟
الهدف من الدراسة	تحديد تأثير الأصول غير الملموسة في القيمة السوقية للشركات الأوربية (ألمانيا ، فرنسا ، المملكة المتحدة)
النتائج التي توصل إليها الباحث	هناك علاقة بين مؤشرات الأصول غير الملموسة والقيمة السوقية للشركات في دول أوربية مختارة وأيضاً هناك علاقة بين الأصول غير الملموسة من حيث حجم الشركات والقيمة السوقية للمؤسسات في البلدان المختارة وأيضاً هناك علاقة بين مؤشرات الأصول غير الملموسة حسب القطاعات الاقتصادية والقيمة السوقية للمؤسسات في البلدان المختارة .

رابعاً :- التعليق على الدراسات السابقة (المحلية والعربية والأجنبية) والدراسة الحالية

لقد أجريت العديد من الدراسات فيما يتعلق بكفاءة السوق المالي والقيمة السوقية ، لكنها لم تركز بشكل واضح على كفاءة سوق رأس المال وعلاقته بالقيمة السوقية في العراق ومن هنا تتميز هذه الدراسة كونها ستحدد كفاءة سوق رأس المال ومدى تأثيرها في القيمة السوقية للأوراق المالية في العراق ، فبعد استعراض بعض من الدراسات السابقة المحلية تبين أنها لم تتطرق إلى موضوع كفاءة سوق رأس المال واثرها في القيمة السوقية في ضوء مؤشرات الدراسة الحالية (حجم التداول ، عدد الأسهم ، مؤشر السوق العام ، عدد الشركات) ومدى تأثيرها في القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

إما بالنسبة للدراسات السابقة العربية فقد تشابهت بعضها في نقاط معينة مع الدراسة الحالية مثل الهدف والمشكلة وبعض المؤشرات لكن هناك اختلاف بينهما من حيث العينة المختارة ومجتمع الدراسة إذ تم اختيار سوق العراق للأوراق المالية في هذه الدراسة ومن ثم ستكون النتائج التي ستتوصل إليها الدراسة الحالية مختلفة عن النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة .

أما الفرق بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة الأجنبية فينصب في عينة الدراسة إذ طبقت الدراسات الأجنبية على مختلف أسواق المال العالمية أما الدراسة الحالية فطبقت خصيصاً على سوق العراق للأوراق المالية وكذلك فإن الدراسات السابقة الأجنبية لم تربط بين كفاءة سوق رأس المال والقيمة السوقية فضلاً عن ذلك الاختلاف في تطبيق المؤشرات والنماذج القياسية المستخدمة في الدراسة الحالية .

وعلى هذا الأساس تصدت الباحثة للموضوع المتمثل ب (كفاءة سوق رأس المال واثره في القيمة السوقية للأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية) للتوصل الى نتائج رصينة ، لتكون الدراسة بمثابة اضافة معرفية جديدة فيما يخص الموضوع .

” الفصل الثاني ”

الإطار النظري لكفاءة سوق رأس المال والقيمة السوقية

المبحث الأول : المنظور العام للأسواق المالية .

المبحث الثاني : كفاءة سوق رأس المال وعلاقتها بالمعلومات .

المبحث الثالث : مدخل مفاهيمي للقيمة السوقية .

المبحث الرابع : طرائق تقييم الأوراق المالية (الأسهم والسندات) .

" المبحث الأول "

المنظور العام للأسواق المالية

The General Perspective Of Financial Markets

يعد النظام المالي من أهم الأنظمة الفرعية داخل النظام الاقتصادي إذ يتكون هذا النظام من عدة عناصر تُمكن 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 إي تقديم 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 من خلال هذه الأسواق يتم تبادل المقترضين والمقرضين الأموال طويلة ومتوسطة الأجل وذلك لحل مشكلات احتياجاتهم 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 ، ومن خلال هذا المبحث سنتناول كلاً من مفاهيم الأسواق المالية ووظائفها وأهميتها وتصنيفها فضلاً عن مداخل تحليل الأوراق المالية .

اولا : مفهوم الأسواق المالية 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 إذ عرفت بأنها المكان الذي يتم فيه إصدار الأصول المالية وتداولها، إذ يتم تداول الأوراق المالية بتكاليف معاملات منخفضة وبأسعار تعكس العرض والطلب (Mishkin,2004:59) . وكذلك أن السوق المالي هو المكان أو الآلية التي يتم من خلالها تبادل الأصول المالية وتؤدي دورا حيويا في تخصيص الأموال للأنشطة الاقتصادية وذلك لتحقيق أعلى معدل عائد وتعكس حالة الاقتصاد (Adam,2018:30) .

كما عرفت على إنها الآلية الذي يلتقي فيه عارضو الأموال طويلة الأجل وطالبوها وذلك لتسهيل تدفق الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي للمساهمة في تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية (سلطان،2015:4) . وعرفت بأنها الآلية التي من خلالها يمكن تجميع الادخارات سواء للشركات أم للحكومات أم للأفراد ثم توجيهها لمختلف أوجه الاستخدام سواء كانت إنتاجية أم غير إنتاجية (الغالي وعدنان،2019:20) .

ومما سبق يمكن أن تعرف الأسواق المالية في إنها الآلية أو المكان الذي يتم فيه جمع المدخرات وتوجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية من خلال جمع الأموال والطلب عليها عن طريق الشركات والسماسرة التي تعمل في هذا المجال بصورة مباشرة أم غير مباشرة ، أو هي جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل في تجميع المدخرات بأشكالها كافة و إعادة استثمارها بشكل مباشر أم غير مباشر وتستنتج الباحثة بعض الخصائص العامة التي تحدد مفهوم الأسواق المالية وكما يلي :-

- 1- الأسواق المالية هي الأسواق التي يلتقي فيها عارضو الأموال وطالبوها من أفراد وشركات ووسطاء.
- 2- الأسواق المالية هي المكان الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية .
- 3- تقوم الأسواق المالية بتجميع المدخرات واستثمارها في المجالات المربحة سواء بصورة مباشرة أم غير مباشرة .

ثانيا : الوظائف الاقتصادية للأسواق المالية Economic Functions Of The Financial Markets

تتجلى أهمية الأسواق المالية في جملة من الوظائف والأدوار التي تؤديها في الاقتصاد ويمكن إجمال أهم هذه الوظائف بالآتي :-

1- تقديم الخدمات بما في ذلك إصدار وبيع الأوراق المالية مثل السندات من قبل جهات الإصدار الخاصة والعامة في حد سواء .

2- توجيه الأموال المتاحة من المقرضين إلى المقترضين أي من أصحاب الموارد الفائضة إلى أصحاب العجز المالي وكذلك نقل المخاطر سواء للأفراد أم للشركات للحماية من مخاطر الإفلاس (Brandimarte,2018:46) .

3- تقلل الأسواق المالية من التكاليف التي يتحملها الوسطاء وعملأؤهم وتسمح لهم بالتحوط من المخاطر بشكل أكثر فاعلية مما كان يمكن في السابق (Tagoe,2016:2) .

4- تساعد الأسواق المالية التي تعمل بشكل جيد من خلال خفض تكاليف إجراء المعاملات في تحويل الموارد المالية إلى المشروعات التي تحقق أعلى عوائد ومن ثم تعزز معدلات النمو ، من ناحية أخرى يمكن أن يعوض تحويل الموارد المالية عن سوء النظام المالي عن طريق تخفيف قيود السيولة ويمكن لأصحاب المشروعات المحتملين استخدام التحويلات عندما لا يساعدهم النظام المالي في بدء أنشطة إنتاجية بسبب نقص الضمانات أم بسبب ارتفاع تكاليف الإقراض (Bhabha,2015:101) .

5- توفر الأسواق المالية السيولة اللازمة للمشروعات الاستثمارية طويلة الأجل التي تؤثر في النمو الاقتصادي للبلد (دحماني،2015:357) .

ثالثا : أهمية الأسواق المالية The Importance Of Financial Markets

تكمن أهمية الأسواق المالية من خلال الطلب على الأموال و إعادة استثمارها من خلال عدة عوامل وأهمها ما يلي (عبد الحق،2017:8-9) :-

- 1-** أن الإدارة الكفوءة والمكاتب ذات التخصصات والخبرات هي في مجال تتيح لها القابلية لتقديم النصائح والمعلومات للشركات التي تقوم بإصدار الأدوات المالية التي يتم تداولها .
- 2-** تعد الأسواق المالية احد أهم مجالات التسهيل في عملية التبادل للأصول الاستثمارية بين الأفراد والحكومات والشركات كأركان اقتصادية أساسية .

الفصل الثانيالمنظور العام للأسواق المالية.....المبحث الأول

3- تقوم الأسواق المالية بتحفيز المدخرين لتعبئة ورفع الموارد المالية لتمويل المستثمرين من أجل الاكتتاب في الأوراق المالية من أسهم وسندات .

4- تقوم الأسواق المالية بتشجيع الشركات وتحويل الخاصة منها إلى مؤسسات عامة مساهمة من خلال ما تقدمه الدولة من تسهيلات ضريبية للشركات المساهمة العامة (احمد،2017:-24 (25) .

5- 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 .

رابعاً : مداخل تحليل الأوراق المالية Entries to stock analysis

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

1- التحليل الأساسي Fundamental analysis

يعرف التحليل الأساسي في أنه معرفة القواعد والخطوات للوصول إلى تحديد القيمة الحقيقية للأسهم في أسواق 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 بناء 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 الأساسي 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) .

يهدف التحليل الأساسي إلى (Suresh,2013:45) :-

- توقعات اتجاه الاقتصاد الوطني لأن النشاط الاقتصادي يؤثر في أرباح الشركات ومواقف المستثمرين وتوقعاتهم ويؤثر في النهاية بأسعار الأوراق المالية .
- تقدير تغيرات أسعار الأسهم من خلال دراسة القوى العاملة في الاقتصاد الكلي وكذلك التأثيرات الخاصة بالقطاعات والشركات .
- تحديد الوقت المناسب للاستثمار في الأوراق المالية المناسبة .

2 – التحليل الفني Technical Analysis

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

ويستند التحليل الفني في افتراضين أساسيين :-

الأول أن السعر الحالي للورقة المالية يحتوي على جميع المعلومات ومن ثم ليست هناك حاجة لتحليل أي شيء آخر بخلاف حركة السعر ، إما بالنسبة للافتراض الثاني فهو أن الأسعار تتحرك في اتجاه وأن الاتجاه نفسه والأنماط تستمر بتكرار نفسها وهذا هو السبب في أن تحليل الأنماط هو أحد الركائز المهمة في التحليل الفني (Naved and srivastava,2018:925) .

ومن ميزات التحليل الفني أن المعلومات تكون متاحة للمحلل الفني عن طريق الصحف وتقارير السوق وكذلك يوفر الجهد والوقت لأنه يعتمد معلومات تؤخذ من سوق الأوراق المالية وكذلك سرعة وسهولة فهم التقنيات والأساليب المستخدمة ويتصف بالشمولية للتطبيق الآلي أي إمكانية تطبيقه في أي عدد من الأسهم ولا يحتاج إلى مستوى مرتفع من الثقافة للاستثمار (التميمي، 2010:223) .

إذ تكمن أهمية استخدام أسلوب التحليل الفني نتيجة عدم الكفاءة في التنظيم وضعف بعض الأنظمة القانونية لعدد من الأسواق وقلة المعلومات والتقارير المالية ومدى توافرها في الأسواق المالية فضلاً عن صغر حجم بعض الأسواق المالية إذ أن هناك عدداً من مخاطر السوق نتيجة العوامل السياسية والاقتصادية التي جعلت أسلوب التحليل الفني ذا قدرة عالية في التنبؤ بتلك المخاطر مقارنة بالأساليب

الأخرى (Wafi,2015:495-496) .

ومن أهم الطرائق شيوعا للتحليل الفني ما يأتي (El khodary,2009:1458) :-

- 1- Charting :-** عرض سلسلة زمنية رسومية لحجم السعر من خلال (الخط ، الشريط) ومخططات أخرى .
- 2- Back testing :-** يتيح اختبار استراتيجيات توقيت فترة الاستثمار المختلفة مقابل تحركات الأسعار التاريخية للأوراق المالية .
- 3- Optimization :-** الضبط الدقيق لمعاملات مؤشر التحليل الفني من أجل إنشاء استراتيجية استثمار تحقق أقصى عائد بناء على تحركات الأسعار التاريخية .
- 4- Custom indicators :-** يتيح للمستخدم تخصص أم دمج أم إنشاء مؤشرات جديدة .
- 5- Data feed :-** توفير وسيلة للتحديث التلقائي للبيانات سواء في نهاية اليوم أم في الوقت الحالي .
- 6- Broker interface :-** تمكين المتداولين من وضع أوامر التداول عبر واجهه مستخدم تكون مألوفة لديهم .
- 7- Scanner :-** مراقبة أسهم معينة يُمكن من اتخاذ قرار شراء أم بيع الاوراق المالية .

يختلف التحليل الأساسي عن التحليل الفني بعدة نقاط منها ما يلي :-

- يستخدم التحليل الأساسي البيانات المالية في حين يستخدم التحليل الفني الرسوم البيانية (Ahmed,2016:59) .
- يستخدم التحليل الأساسي لأفق زمني طويل في حين يُستخدم التحليل الفني لأفق زمني قصير (Jakpar and others,2018:45) .
- الغرض من التحليل الأساسي هو الاستثمار بينما الغرض من التحليل الفني هو التداول إذ يُستخدم التحليل الأساسي من قبل المستثمرين اللذين يشترون الأسهم ويحتفظون بها فترة من الوقت في حين أن التحليل الفني يُستخدم بشكل متكرر من قبل المتداولين الذين يتطلعون إلى تحقيق أرباح قصيرة الأجل (Petrusheva and Jordanoski,2016:28) .
- التحليل الأساسي موجه نحو المستقبل مع التركيز على الأرباح والمخاطر المستقبلية بينما التحليل الفني هو تحليل للاتجاه السابق للسوق والذي يُستخدم بعد ذلك بالتنبؤ للمستقبل (Naved,2018:2164) .

خامسا : تصنيف الأسواق المالية Classification Of Financial Markets

تتمثل الأسواق المالية في المجتمع بالعديد من التعاملات المالية من خلال عدة أنواع يمكن تقسيمها بالشكل التالي :-

1 - سوق النقد The Money Market

1-1 مفهوم سوق النقد The concept of Money Market

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

وأن سوق النقد هو أحد قطاعات السوق المالية الذي يشمل الأدوات المالية ذات تاريخ الاستحقاق لمدة سنة أم أقل من وقت الإصدار وعادة ما تكون أدوات سوق النقد عبارة عن أدوات دين مثل سندات الخزنة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع وغيرها (Drake and Fabozzi,2010:26-27) . كما أن أسواق النقد هي الأسواق التي يتم فيها اقتراض الأموال أم إقراضها لفترات قصيرة (أقل من سنة واحدة) (Hadjhamou,2020:3) .

وحسب وجهة نظر الباحثة أن السوق النقدي هو سوق للتعاملات قصيرة الأجل التي لا تزيد فترة استردادها أكثر من سنة وذلك للحصول على التمويل قصير الأجل وتمثل أدوات مديونية تعمل على سد حاجة المؤسسات المالية من السيولة .

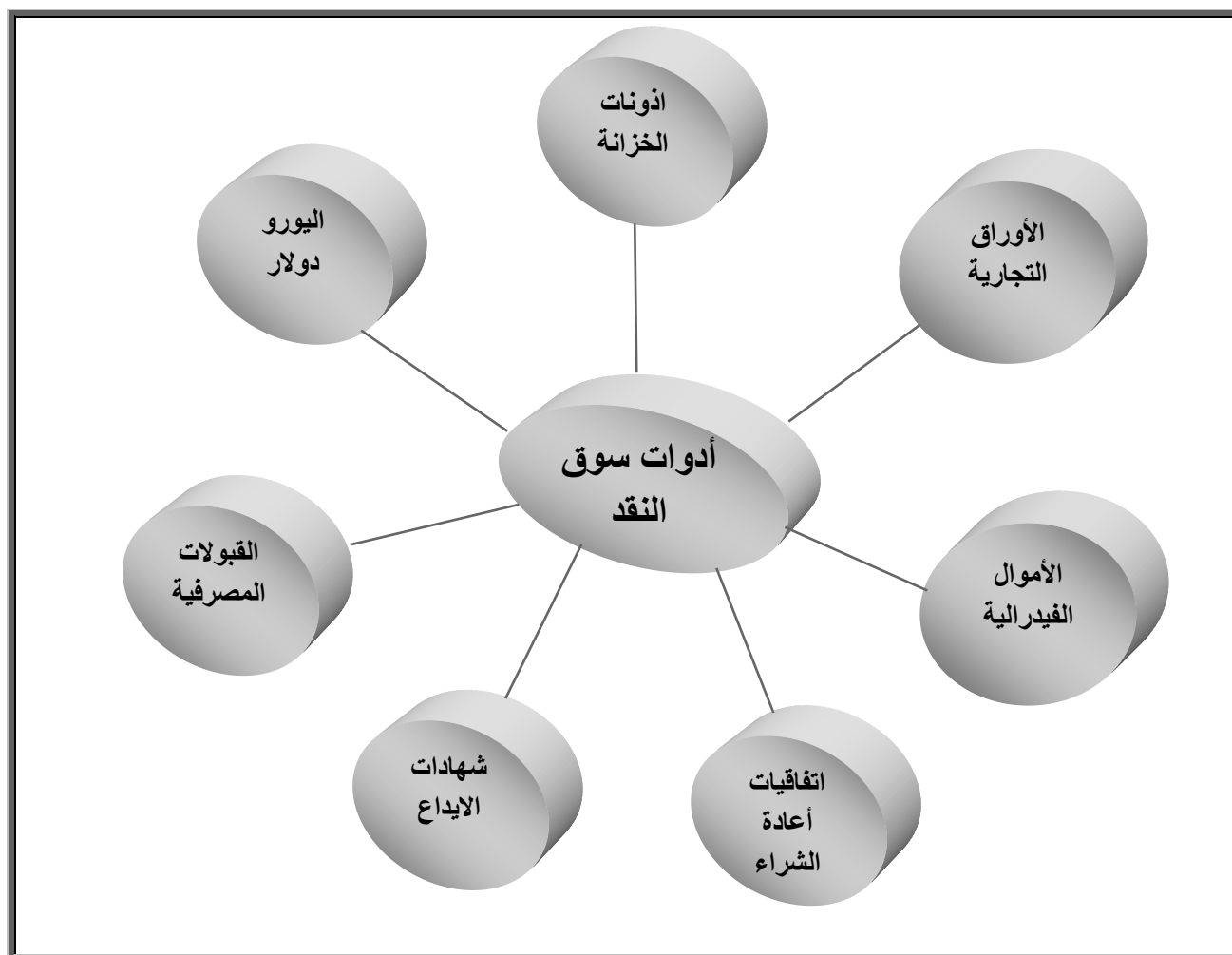
1-2 الأدوات المتداولة في سوق النقد Instruments traded in the money market

تشمل أدوات سوق النقد ما يلي :-

- 1- **اذونات الخزانة Treasury Bills :-** هي مجموعة من الأدوات التي تستخدمها الحكومة لاقتراض الأموال من الجمهور إذ تقترض الحكومة الأموال عندما يقل دخلها عن احتياجات الإنفاق العام وتستخدم لاقتراض الأموال لفترات قصيرة لا تتجاوز سنة واحدة ويتم بيعها من خلال المزاد وتتم المشاركة في المزادات الأولية من خلال مجموعه من البنوك التجارية (**Mubiru and others,2020:62**).
- 2- **الاوراق التجارية Commercial Papers :-** وهي إحدى أدوات سوق النقد غير المضمونة تصدر في شكل سند أذني وتصدر بهدف تمكين الشركات المقترضة لتنويع مصادر قروضهم قصيرة الأجل وتوفير أداة إضافية للمستثمرين (**Sardar,2020:13**).
- 3- **الأموال الفيدرالية Federal Money :-** وهي أموال قصيرة الأجل التي يتم تحويلها إلى المؤسسات المالية لمدة لا تزيد على يوم واحد .
- 4- **اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements :-** وهي اتفاقيات تتضمن بيع الاوراق المالية من قبل طرف لطرف آخر مع وعد بإعادة شراء الاوراق المالية في تاريخ وسعر محددين .
- 5- **شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certification :-** هي وديعة لأجل صادرة عن البنك ضمن سعر فائدة وتاريخ استحقاق محددين وتكون قابلة للتداول (قابلة للبيع في سوق ثانوية).
- 6- **القبولات المصرفية Bank Acceptances :-** هي كمبيالات زمنية مستحقة الدفع لبائع البضائع مع ضمان الدفع من قبل البنك (**Saunders and Coranett,2012:147**).
- 7- **اليورو دولار Eurodollar :-** وهو سوق تقوم من خلاله البنوك بالإقراض أو الإيداع في دولة غير أمريكا وبعملة الدولار وتكون القيمة للصفقة الواحدة أكثر من مليون دولار ، ومن مزاياه أن المستثمرين يتجنبون المعاملات الصغيرة والتكاليف الخاصة (**موسى وآخرون،2011:38**).

شكل (1)

الأدوات المتداولة في سوق النقد



المصدر : من أعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق

2 – سوق رأس المال Capital market

1-2 مفهوم سوق رأس المال The concept of the capital market

تفتقر الدول النامية إلى وجود أسواق رأس المال على عكس الدول المتقدمة وهذا طبيعي لأنه من الصعب إنشاء أسواق مالية متطورة لأنها تحتاج إلى أن تمر بمراحل انتقالية وتطورات عديدة، إذ أن الدول المتقدمة لم تصل إلى ما وصلت عليه إلا بعد أن مرت بتطورات ومراحل كثيرة (سميرة، 2010: 19) . 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 وأيضا تتعامل أسواق رأس المال مع سوق السندات الذي يوفر التمويل

الفصل الثانيالمنظور العام للأسواق المالية.....المبحث الأول

من خلال اصدار السندات في السوق الأولية ويتم تداولها لاحقا في السوق الثانوية (Rubani,2017:191) .

ومن وجهه نظر أخرى يعرف على انه أحد قطاعات السوق المالية إذ يتم تداول الأدوات المالية طويلة الأجل التي تصدرها الشركات والحكومات وتعني كلمة طويل الأجل أن الأداة المالية ذات أجل استحقاق يزيد على سنة واحدة وأوراق مالية دائمة (تلك التي ليس لها تاريخ استحقاق) (Fabozzi and Drake,2009:124-125) .

ويعد سوق رأس المال مصدر تمويل للشركات أم للعالم وهو سوق بيع وشراء الأسهم وأدوات الدين ويعد محرك النمو للاقتصاد وهو يؤدي دورا مهما للغاية كوسيط بين المدخرين والشركات التي تسعى للحصول على تمويل إضافي لتوسيع أعمالها (Abdullazade,2020:729) .

وأن لسوق رأس المال عدداً كبيراً من المشاركين الذين يسهلون مواجهه العرض والطلب في رأس المال أم يربطون بين المقرضين والمقرضين والأكثر شيوعاً هم البنوك التجارية وصناديق الاستثمار والوسطاء وصناديق التقاعد وشركات التأمين وبنوك الاستثمار (Mihajlovic,2016:35) . وحسب وجهه نظر الباحثة سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيه تبادل الأصول والالتزامات المالية متوسطة وطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات وعادة ما تستخدم الحكومات والشركات والمؤسسات التجارية هذه الأسواق بهدف تجميع المدخرات واستثمارها .

2-2 دور سوق رأس المال في الاقتصاد The role of the capital market in the economy

يرتبط النمو الاقتصادي ورفع مستوى المعيشة للدولة ارتباطاً مباشراً لتطوير سوق رأس المال (Aslanishvili,2020:858) ، ومن المتوقع أن يسرع من النمو الاقتصادي والتنمية ومن ثم لكي يكون لسوق رأس المال تأثير في تنمية الاقتصاد يجب أن يعمل بكفاءة ، وهذا بلا شك يولد الثقة في أذهان الجمهور والمستثمرين المستعدين للتداول بأموالهم واستثمارها في الأوراق المالية على أمل أن يستردوا استثماراتهم في المستقبل أما إذا اظهر السوق اتجاهات متقلبة ومضاربة فلن يرغب المستثمرون بالمشاركة في السوق خوفاً من الخسائر المالية و يتمثل هذا التأثير الضار على الاقتصاد وأن المستثمرين سيرفضون الاستثمار في الأصول المالية ومن ثم لا يمكن للشركات زيادة رأس المال الإضافي للتوسع مما سيؤدي إلى انخفاض المدخرات وعندما تكون المدخرات منخفضة سيؤدي ذلك إلى ضعف الاستثمار وعن طريق الآثار الدورية سوف يرتفع معدل البطالة (Ihezukwu and Emmanuel,2019:2) .

تتولى أسواق الأوراق المالية مهمة أساسية في تنشيط رأس المال في الدول النامية والصناعية مما يؤدي إلى تطوير الصناعة والتجارة في الدول ،ففي كل اقتصاد نام تصور بورصات الأوراق المالية الصورة الحقيقية للقدرة المالية المرتبطة بالاقتصاد (Omodero,2020:462) .

3-2 الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال Instruments traded in the capital market

هناك عدة أنواع من الأدوات المستخدمة ومن خلال هذه الأدوات تمارس الأسواق المالية عملها مثل الأسهم والسندات والمشتقات وسوف نبحث في كل واحدة منها في حدة وكالتالي :-

1- الأسهم Stocks :-

تعد الأسهم من أكثر أدوات الأسواق المالية استخداما بين المستثمرين كافة وتصدرها الشركات لتمويل استثماراتها طويلة الأجل وتمثل أداة ملكية تتمتع بأرباح سنوية فضلا عن الأرباح المتحققة من التغيرات التي تحصل في الأسعار السوقية وتتغير أرباح السهم بتغير إيراد الشركة ،وليس للسهم فترة استحقاق وأن صاحب السهم له الحق أن يطالب بقيمة السهم فقط عند تصفية الشركة وكذلك لا يحق له أن يحصل على الإيرادات إلا عندما تتحقق فعلا في الشركة لكن هناك بعض الشركات تعطي حقوقاً لصاحب السهم وذلك لحصر الملكية فقط عند مالكيها للسيطرة على الإدارة (الزبيدي،2009:42-41) .

يوجد نوعان من الأسهم هما (Ross and others,2017:216-219) :-

أ- **الأسهم العادية** : وهي عبارة عن حقوق ملكية بدون أولوية لتوزيعات الأرباح أم في حالة الإفلاس .
ب- **الأسهم الممتازة** : وتعطي صاحبها أولوية توزيع الأرباح في حامل الأسهم العادية وعادة تكون ذات معدل أرباح ثابت وأحيانا بدون حقوق التصويت .

وغالبا ما يكون للمساهمين الحق في شراء أي أسهم إضافية تبيعها الشركة ويسمى هذا الحق بالحق الوقائي يحمي سيطرة المساهمين الحاليين ويمنع ضعف قيمة أسهمهم (Brigham and

. (ehrhadt,2014:313

2- السندات Bonds :-

السند هو عقد طويل الأجل يوافق بموجبه المقترض على سداد مدفوعات الفائدة وأصل الدين في تواريخ محددة لحاملي السند إذ يتم إصدار السندات من قبل الشركات والهيئات الحكومية التي هي بحاجة إلى رأس المال ، وتتعرض سندات الشركات لمخاطر التخلف عن السداد إذا واجهت الشركة المصدرة مشكلة

فقد تكون غير قادرة على سداد الفائدة والمدفوعات الرئيسية وبذلك يتكبد حامل السند خسائر إذ تكون سندات الشركات ذات مستويات مختلفة لمخاطر التخلف عن السداد اعتمادا على خصائص الشركة المصدرة وشروط السند المحددة وأيضا توجد مخاطر إضافية عندما تكون السندات مقومة بعملة أخرى غير العملة المحلية للمستثمر فمثلا مستثمر أمريكي يشتري سندات شركة مقومة بالين الياباني ففي فترة ما يرغب المستثمر بإغلاق استثماره وتحويل الين مرة أخرى إلى الدولار الأمريكي ،إذا أنخفض الين الياباني بشكل غير متوقع مقابل الدولار فسيحصل المستثمر على دولارات أقل مما كان يتوقع بالأصل أن يحصل عليه ومن ثم قد يخسر المستثمر أمواله حتى لو لم يتخلف عن السداد (Bergham and Houston,2017:224).

ويتمتع حاملو السندات بجملة من الحقوق منها أن تكون لهم الأولوية في الحصول على بعض من أموال الجهة المصدرة وذلك عند التصفية قبل حملة الأسهم والدائنين وكذلك له الحق في أن يقيم دعوى على الجهة المصدرة عند إفلاسها وعدم قدرتها على دفع قيمة السند وكذلك له الحق في الحصول على الفوائد (رشيد،2006:64) .

أن الأسهم والسندات يكمل أحدهما الآخر وينبغي على المستثمرين الجمع بين نوعين مختلفين من الأصول لتشكيل محافظ تتناسب مع مستوى المخاطرة المطلوب وعادة ما تختلف خصائص المخاطرة والعائد للأسهم والسندات إذ أن الأسهم تظهر مستوى أعلى من التقلب ومن المتوقع أن تحقق عوائد أعلى بالنسبة للسندات (Johansson,2014:4) .

3 – المشتقات المالية Financial derivatives :-

المشتقات هي أوراق مالية قيمتها المستقبلية غير مؤكدة وغير معروفة في الوقت الحاضر أي أنه لا توجد معرفة في الوقت الحاضر بالنتائج المستقبلية الناشئة عن هذه المعاملات ومن ثم فهي في الأساس أدوات ذات دخل متغير أي أنها اتفاقيات مشتقة من اتفاقيات أخرى أو تتعلق بقيمة أصل آخر ، بناء على ذلك تستخدم المشتقات عادة للتحوط أو للمضاربة (Martinez and others,2020:21) .

وقد ازداد الاهتمام والتعامل بالمشتقات المالية في الفترة الأخيرة وذلك لتنوعها أو لكبر حجم تعاملاتها وقد أصبح التعامل بها يغطي أنواع السلع والاوراق المالية والمؤشرات الأساسية كافة ، ويمكن تحديد أبرز أنواع المشتقات المالية إذ تتفق معظم أنواعها في طبيعتها وأهدافها ومن هذه الأنواع (العقود المستقبلية ، الخيارات ، العقود الآجلة ، عقود المبادلات ، العقود الهجينة) (الكندي،2019:24-25) .

4-2 أنواع سوق رأس المال Types of capital market

تنقسم أسواق رأس المال إلى نوعين من الأسواق هي الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية :-

أ – الأسواق الحاضرة Present markets :-

يتم التعامل في هذا النوع من الأسواق بالأصول المالية طويلة ومتوسطة الآجل وتكون وظيفتها تجميع المدخرات ومن ثم توجيهها إلى قنوات استثمارية طويلة الآجل وتشمل نوعين من الأسواق هما السوق الأولي وفيه تصدر الشركات الجديدة الأوراق المالية لأول مرة وتقوم بدعوة الجمهور للاستثمار فيها ولذلك سمي بسوق الإصدار ، أما النوع الثاني فهو السوق الثانوي وفيه يتم التداول بالأسهم والسندات التي تم إصدارها في السوق الأولي ومن خلاله تنتقل الأموال من المدخرين إلى المستثمرين ، وينقسم السوق الثانوي إلى نوعين إذ يطلق على المكان المادي الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء بالسوق المنظمة ، أما التعاملات التي تتم خارج نطاق المكان المادي من خلال وسائل الاتصال المختلفة فيطلق عليها بالسوق غير المنظمة (شندي، 2013:159-158) .

ب – الأسواق المستقبلية Future markets :-

يتم التعامل في هذا النوع من الأسواق في الوقت المناسب الذي يحتاج فيه المتعامل إلى التكلفة ومحل التعاقد ، وأن أساس التعامل في هذه الأسواق يكون بتجنب تقلبات سعر السلعة أصل التعاقد لغاية موعد التسليم ، ويوجد نوعان من الأسواق المستقبلية هما العقود المستقبلية والعقود الآجلة والفرق بينهما هو غرض طرفي العقد ، حيث أن النوع الأول ظهر بسبب دخول الأفراد والمنظمات الذين يميلون إلى المضاربة ولا يرغبون في التعامل بالسلع وذلك لتحقيق أرباح من التغيرات الحاصلة في الأسعار مستقبلا ، أما النوع الثاني فيرغب أطراف العقد التعامل في السلع إذ يعد هذا النوع من التعامل بالتبادل للسلعة إذ يتعهد البائع بتسليم السلعة المحددة للمشتري بتاريخ مستقبلي وبسعر تم تحديده مسبقا في وقت التعاقد (هولي، 2011:14) .

جدول (2)

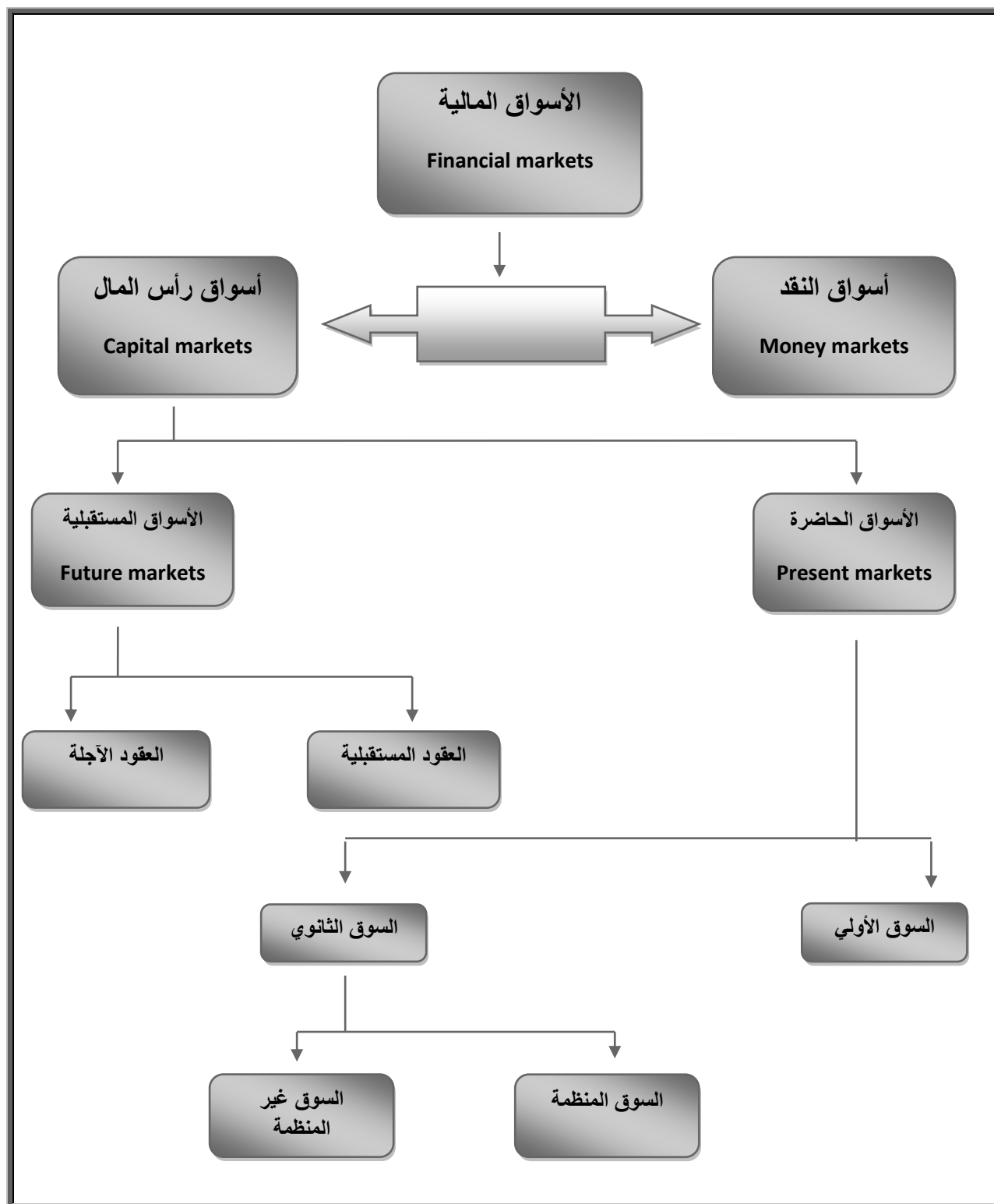
الفرق بين أسواق النقد وأسواق رأس المال

أسواق رأس المال	أسواق النقد
يتعامل بالأوراق المالية طويلة ومتوسطة الاجل أي يزيد استحقاقها على سنة .	يتعامل بالأوراق المالية قصيرة الاجل أي ذات استحقاق سنة او اقل .
يتمتع سوق رأس المال بسيولة اقل من سوق النقد .	تتمتع أسواق النقد بسيولة عالية .
تعد أدوات سوق رأس المال أدوات دين وملكية .	تعد أسواق النقد أدوات دين .
من أدوات سوق رأس المال :- - الأسهم - السندات - المشتقات المالية	من أدوات سوق النقد :- - ادونات الخزنة - الاوراق التجارية - الأموال الفيدرالية - اتفاقيات إعادة الشراء - شهادات الإيداع - القبولات المصرفية - اليورو دولار

المصدر: من أعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق

شكل (2)

(تصنيف الأسواق المالية)



المصدر : من أعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق

تَلْخُص الباحثة ما سبق بأن الأسواق المالية تعد عَماد اقتصاد أي بلد من خلال تحويل المدخرات العاطلة وتوجيهها الى مجالات استثمارية تساعد في تحقيق التنمية الاقتصادية ، وقد استخدم محللو الاوراق المالية نوعين من التحليل "الأساسي والفني" ، اذ يستخدم التحليل الأساسي البيانات المالية لمدى طويل الاجل ويستخدم التحليل الفني الرسوم البيانية لمدى قصير الاجل ، وتقسم الأسواق المالية الى نوعين "سوق نقد وسوق رأس المال" ويعد سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الاجل ويوفر السيولة اللازمة للذين يحتاجون الى السيولة بوقت قصير ، اما سوق رأس المال فيعد مصدرا للتمويل طويل الاجل وتستخدمه الشركات لتوسيع اعمالها والبدء بمشروعات تحتاج الى رؤوس أموال كبيرة ، كما تقسم أسواق رأس المال الى نوعين ، الأسواق الحاضرة وتتعامل بالأدوات المالية طويلة ومتوسطة الاجل مثل (الأسهم والسندات) ، والأسواق المستقبلية واساس التعامل بها هو تجنب تقلبات سعر السلعة مثل (العقود المستقبلية والعقود الآجلة) ، و يؤدي سوق رأس المال دورا مهما في اغلب المجالات الاقتصادية وذلك من خلال تحويل المدخرات الى مصادر تمويل طويل الاجل للمشروعات الاستثمارية الكبيرة .

"المبحث الثاني"

كفاءة سوق رأس المال وعلاقتها بالمعلومات

Efficient capital market and information

تعد كفاءة سوق رأس المال مؤشرا على نجاح وتطور هذه الأسواق إذ تتميز الكفاءة بعدة خصائص تؤدي دورا مهما في أداء أسواق رأس المال ومنها أن تكون المعلومات متوافرة لجميع المشاركين في السوق وكذلك انعكاسها التام والآني على أسعار الأوراق المالية إذ أن كثرة المشاركين في السوق الكفاء يدل على وجود المنافسة التامة في السوق أي أن قيمة الأوراق المالية مساوية لقيمتها الحقيقية وهذا يعني عدم تحقيق أي من المشاركين في السوق عوائد غير اعتيادية عن غيره ،وهناك عدة صيغ لكفاءة سوق رأس المال منها الصيغة الضعيفة وكذلك المتوسطة التي تعتمد على تحليل الظروف الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية للأوراق المالية وأيضا الصيغة القوية التي تعتمد على عدة استراتيجيات لتحقيق كفاءة سوق رأس المال ، ومن خلال هذا المبحث سنتناول مفاهيم كفاءة سوق رأس المال وأهميتها وأنواعها ومتطلباتها ومستوياتها والعلاقة بينها وبين المعلومات مع الأخذ بنظر الاعتبار العوائق لتطبيق نموذج لكفاءة سوق رأس المال .

أولا : مفهوم كفاءة سوق رأس المال The concept of capital market efficiency

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

وقد تمت صياغة نظرية الأسواق الكفوءة بالسنتينات من القرن العشرين من قبل فاما ومجموعة من العلماء وكان باشيليه الرائد في هذا المجال والذي اقترح نموذجا باستخدام عملية عشوائية لنمذجة الأسعار ، ثم تتابعت المزيد من البحوث في هذا المجال من قبل كاولز و كيندال و روبرتس و سامويلسون ومع ذلك يعد يوجين فاما مبتكر نظرية السوق الكفوء في اطروحته للدكتوراه عام 1964 (Mentel and others,2018:699) .

أن فكرة وجود سوق مالي يتسم بالكفاءة قد أثارت العديد من المناقشات بين الباحثين والمتخصصين في الأسواق المالية بين المؤيد لفكرة الكفاءة والمعارض لها ولكل منهما حججه النظرية والعملية ، فقد عرف السوق المالي الكفاء بأنه السوق الذي تنعكس فيه المعلومات بشكل آني على أسعار الأصول وتتقلب فيه الأسعار بطريقة عشوائية ولا يوجد فيه مجال للمراجحة لأن الأسعار تتحرك على الفور لمنع المتداولين المطلعين من الاستفادة من معلوماتهم (Giglio and others,2010:1) .

وتعرف كفاءة سوق رأس المال بأنها ذلك السوق الذي يمكن للشركات ان تتخذ فيه قرارات الاستثمار والإنتاج ويمكن للمستثمرين الاختيار بين الأوراق المالية على افتراض ان أسعار الأوراق المالية تعكس في أي وقت بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة (Hodnett and Hsieh,2012:850) .

كما يعرف أيضا على أنه السوق الذي تكون فيه أسعار الأوراق المالية مساوية لقيمتها الحقيقية أذ 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 لا يسمح للمستثمرين بتحقيق مكاسب غير اعتيادية وبعبارة أخرى يمكن لجميع المستثمرين تأمين متوسط عوائد في السوق الكفوء وإذا كان المستثمر يرغب في تحقيق عوائد أعلى من المتوسط فلا بد ان يتحمل مخاطر أعلى من المتوسط وذلك لان أسعار الأسهم لا يمكن التنبؤ بها بل تتبع السير العشوائي (Dash and Dash,2017:176) .

ومما سبق يمكن ان يعرف سوق رأس المال الكفاءة بأنه السوق الذي تكون فيه أسعار الأوراق المالية بمثابة مرآة عاكسة للبيانات والمعلومات الواردة للسوق بحيث تنعكس بصورة آنية وفورية إذ تمنع أي من المشاركين في السوق من تحقيق عوائد غير اعتيادية تفوق غيره أي وجود المنافسة التامة ،مما يؤدي إلى أن القيمة السوقية للأوراق المالية تعكس القيمة العادلة (الحقيقية) لها .

ومما ذكر آنفاً تستنتج الباحثة الخصائص التالية :-

- 1- تنعكس المعلومات بصورة سريعة على أسعار الأوراق المالية .
- 2- وجود عدد كبير من المشاركين في السوق (منافسة تامة) .
- 3- عدم تحقيق أي من المشاركين في السوق عوائد غير اعتيادية لأن الجميع يمتلكون نفس المعلومات وتنعكس هذه المعلومات بصورة فورية على الأسعار .
- 4- القيمة السوقية للأوراق المالية تساوي قيمتها الحقيقية .

وترتبط كفاءة سوق رأس المال ببعدين رئيسيين هما (وديع،2018:326-325) :-

- 1- **البعد الأول :** مدى رد فعل المستثمرين في السوق ومدى استجابتهم وتكيفهم للمعلومات الواردة بحيث تكون هذه المعلومات مؤثرة في تصرفات المستثمرين وتنعكس بصورة فورية على أسعار الأوراق المالية
- 2- **البعد الثاني :** مدى سرعة استيعاب المستثمرين في سوق رأس المال للمعلومات الواردة بحيث تكون هذه المعلومات مؤثرة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية .

وتبرز أهمية كفاءة سوق رأس المال من خلال الاتي (Mishra and others,2010:131) :-

- 1- توفر سبلا للاستخدام الكفوء للأموال لأغراض الاستثمار طويل الاجل عن طريق نقل الأموال من وحدات ذات فائض الى وحدات ذات عجز .
- 2- تعزيز النمو والتنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الافراد على الاستثمار في الأوراق المالية .
- 3- القضاء على المضاربة في السوق لان المعلومات تصبح أساسا في اتخاذ القرارات الاستثمارية اذ يتم تعديل السعر بسرعة استجابة للمعلومات الواردة في السوق (Mardiya and others,2017:284)
- 4- لا يمكن لاحد المستثمرين السيطرة على سوق رأس المال أي عدم تحقيق احد المستثمرين أرباح غير اعتيادية لان المعلومات متاحة للجميع داخل سوق رأس المال .

ثانيا : أنواع كفاءة سوق رأس المال Types of capital market efficiency

يوجد نوعان من الكفاءة لسوق رأس المال ويمكن تلخيصهما بالآتي :-

1- 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، 2017:145) .

ومما سبق تستنتج الباحثة أن الكفاءة الكاملة صعبة التحقيق وذلك لعدة أسباب منها :

- أ- وجود تكاليف الحصول على المعلومات ووجود الضرائب .
- ب- عدم رشادة كل المتعاملين في السوق وعدم تمتع الكل بالخبرة اللازمة لتحليل المعلومات بصورة صحيحة .
- ت- عدم حصول جميع المتعاملين في السوق على جميع المعلومات وبنفس التوقيت .

2- 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، إذ لن يحقق المستثمر 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) .

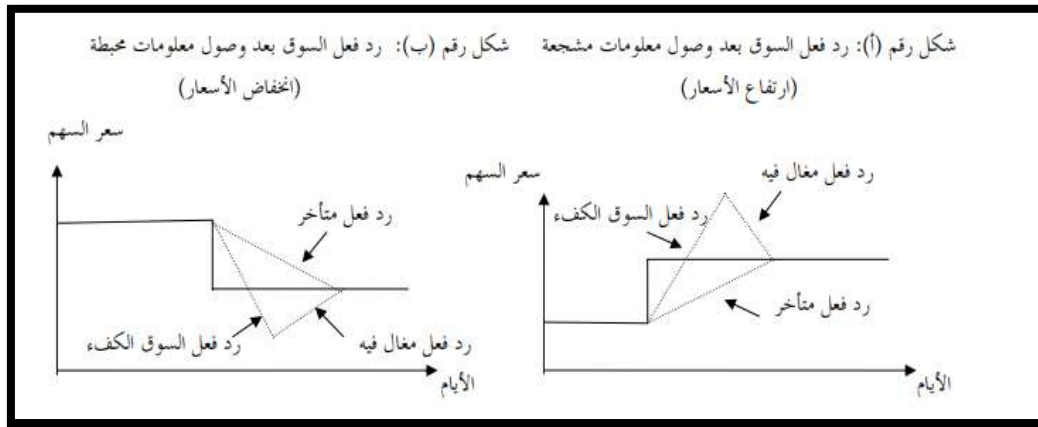
والشكل رقم (3) يوضح سلوك أسعار الأسهم (ارتفاعا وانخفاضا) حسب المعلومات التي تصل إلى السوق في حالتي الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

الشكل (أ) : يوضح الشكل حالة وصول معلومات سارة مما يؤدي إلى استجابة آنية في ارتفاع سعر السهم ، وتؤدي هذه الحالة إلى تعادل القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية للسهم فتتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالي .

الشكل (ب) : يوضح الشكل وصول معلومات غير سارة إذ تنعكس هذه المعلومات على سعر السهم بالانخفاض مما يعني انخفاض القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية للسهم ، وتكون استجابة السوق للمعلومات الجديدة متأخرة لعدة أيام مما يؤدي إلى تحقيق بعض المستثمرين في السوق أرباحاً تفوق الغير ويوصف السوق في هذه الحالة بالسوق غير الكفوء (صالح وفريدة، 2010:183) .

شكل (3)

التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية



المصدر : صالح و فريدة (متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية) ، 2010:193

جدول (3)

مقارنة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

الكفاءة الاقتصادية	الكفاءة الكاملة
عدم وجود فجوة زمنية بين المعلومات الواردة للسوق وتحليلها .	وجود فجوة زمنية بين المعلومات الواردة للسوق وتحليلها .
وجود تكاليف وضرائب .	عدم وجود تكاليف وضرائب .
عدم تماثل المعلومات والتوقعات لجميع المشاركين .	تماثل المعلومات والتوقعات لجميع المشاركين .
وجود فارق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية .	القيمة السوقية مساوية للقيمة الحقيقية .

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق

ثالثاً : متطلبات كفاءة سوق رأس المال Capital market efficiency requirements

للوصول إلى سوق مالي كفوء يجب أن تتحقق الشروط التالية :-

1- كفاءة التسعير Pricing efficiency :

وتسمى أيضاً 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) .

2- كفاءة التشغيل Operating efficiency :

وتسمى أيضاً بالكفاءة الداخلية وتعني أن السوق قادر على خلق توازن بين جانبي العرض والطلب أي دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف سمسرة ودون أن يحقق التجار والمتخصصون هامش ربح ، كما أن الكفاءة الخارجية تعتمد على الكفاءة الداخلية أذ 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 فأن العائد الذي يحصل عليه المتعامل جراء البحث عن المعلومات الجديدة قليلاً ولا يكفي لتغطية التكاليف التي تكبدها المتعامل (بن محياوي، 2015: 58-57) .

3- الكفاءة الهيكلية Structural efficiency :

وتعني عدد المشاركين في السوق أذ كلما ازداد عدد المشاركين ازدادت الكفاءة الهيكلية للسوق المالي "سواء كان المشاركون مستثمرين أو مقترضين" ويجب أن يكون هناك تنوع في الأوراق المالية وأن يكون عدد مرات تداول الأوراق المالية مرتفعاً وكذلك استقرار أسعار الأوراق المالية لتتحقق الكفاءة الهيكلية (ريمة، 2019: 48) .

4- 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) .

رابعاً : مستويات الكفاءة لسوق رأس المال Efficiency levels for the capital market

أن لكفاءة سوق رأس المال في ضوء المعلومات التي تنعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع ثلاثة مستويات يمكن تلخيصها بالآتي :-

1- المستوى الضعيف للسوق The weak level of the market

ويعني أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية فقط أي أن الأسعار تسير عشوائياً وفي هذا المستوى من الكفاءة لا يتمكن المستثمرون من الحصول على أرباح غير اعتيادية من خلال استخدام البيانات التاريخية لأن حركة الأسعار الماضية لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار المستقبلية (العسكري وآخرون، 2017: 52) ، يرى البعض في الكفاءة الضعيفة يمكن استخدام التحليل الأساسي لتحديد الأسهم التي يتم تقييمها بأقل من قيمتها الحقيقية والمبالغ في قيمتها ، لذلك يمكن للمستثمرين (ذوي القدرة على التحليل) الذين يبحثون عن شركات مربحة الحصول على الأرباح من خلال البحث في البيانات المالية (Al-Zaubia and Al-Nahlehb, 2010: 72) .

2- المستوى شبه القوي للسوق The semi- strong level of the market

يفترض المستوى شبه القوي أن أسعار الأوراق المالية تعكس في أي لحظة المعلومات التاريخية وجميع المعلومات المتاحة الجديدة ذلك فضلاً عن ذلك تتغير الأسعار بسرعة وبدون تحيز لتضمين أي معلومات عامة جديدة يتم طرحها في سوق رأس المال (Titan, 2015: 443) ، إذ لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير اعتيادية في هذا المستوى لأن المعلومات العامة الجديدة تكون متاحة للجميع في الوقت نفسه ولأن المعلومات قد انعكست فعلاً في الأسعار (الفالوجي، 2007: 38) .

3- المستوى القوي للسوق Strong market level

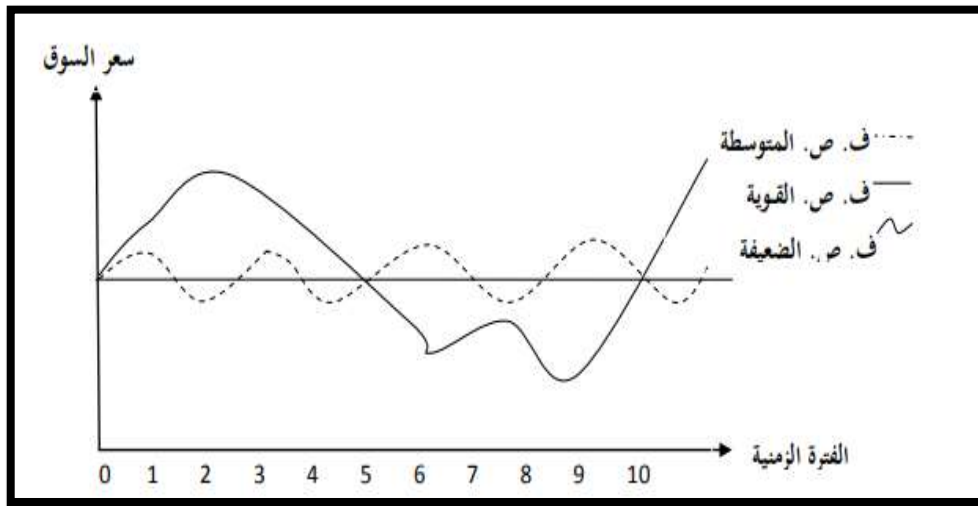
في هذا المستوى من الكفاءة تنعكس جميع المعلومات العامة والخاصة على الفور في أسعار الأوراق المالية ومن ثم فإن المستثمرين غير قادرين على تحقيق أرباح غير اعتيادية لأن المعلومات العامة والخاصة متاحة للجميع (Potocki and Swist, 2016: 156) ، وقد تم اختبار هذا المستوى بشكل غير مباشر وذلك عن

طريق قياس العوائد التي يحققها المستثمرون الذين يحصلون على المعلومات بصورة اسرع من غيرهم من المستثمرين (ياسين وخير الدين، 2019:332) .

أذ توضح الباحثة من الشكل (4) المستويات الثلاثة لكفاءة السوق ففي المستوى القوي يكون سعر السوق ثابتا طول المدة الزمنية عاكسا القيمة الحقيقية للأوراق المالية ، أما المستوى شبه القوي فيتقلب طول المدة الزمنية ويتراوح ارتفاعا وانخفاضا حول القيمة الحقيقية للأوراق المالية ، وبالنسبة للمستوى الضعيف فأن سعر السوق يشهد تغيرا اكثر من المستوى شبه القوي ويتراوح السعر فيه حول القيمة الحقيقية بصورة اكبر من المستوى شبه القوي .

شكل (4)

مستويات كفاءة سوق رأس المال



المصدر : بن بوزيان وآخرون ، (كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية) ، 2013:253

ومما سبق تستنتج الباحثة الاختلاف والتشابه بين المستويات الثلاثة لكفاءة السوق :-

أ- أوجه الاختلاف :

في المستوى الضعيف تعكس الأسعار (المعلومات التاريخية) ، وفي المستوى شبه القوي تعكس الأسعار (المعلومات التاريخية + المعلومات العامة الجديدة) ، أما في المستوى القوي تعكس الأسعار (المعلومات العامة + المعلومات الخاصة) .

ب- أوجه الشبه :

أن المستثمرين غير قادرين على تحقيق أرباح غير اعتيادية في ظل كل المستويات الثلاثة للكفاءة لأن المعلومات التاريخية والمعلومات العامة والمعلومات الخاصة متاحة للجميع وتتبعكس مباشرة في الأسعار .

خامسا : العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال والمعلومات
The relationship between capital market efficiency and information

تؤدي المعلومات دورا مهما في سوق رأس المال الكفوء إذ يعتمد عليها المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري للأوراق المالية ، ومن أهم هذه المعلومات (التقارير السنوية ونصف السنوية والميزانيات المحاسبية والنشرات التي تفرضها لجنة الرقابة والتنظيم) وقد أدت التطورات التكنولوجية الحديثة مثل الأنترنت والحاسبات ووسائل الإعلام المختلفة إلى المساهمة في الحصول على المعلومات بدون تكاليف وبسرعة عالية ، ولكون المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في سوق رأس المال الكفوء فلن يستطيع أحد منهم تحقيق أرباح غير اعتيادية مقارنة بغيرهم من المستثمرين ، أي أن جميع المستثمرين في سوق رأس المال الكفوء سيحققون العائد نفسه وتكون (القيمة السوقية مساوية للقيمة الحقيقية) (لطرش،2009:213-215) .

وتوجد في الأسواق المالية ثلاثة أنواع من البيانات وهي (بني عيسى والبدارين،2020:123-122) :-

- 1- البيانات التاريخية **Historical data** : وتشمل أسعار الأوراق المالية وعوائدها وعدد الصفقات وحجمها التي حدثت في الماضي ، وتكون هذه المعلومات متاحة بشكل يومي من خلال الصحف والمواقع الالكترونية .
- 2- البيانات الخاصة **Private data** : وتشمل بيانات الشركة الداخلية مثل قرارات توزيع الأرباح أو الاندماج والتصفية وتكون في البداية متاحة فقط لكبار موظفي الشركة والمتعاملين مع الشركة ، وتعد هذه المعلومات المصدر الأساسي لتحقيق أرباح غير اعتيادية للذين يحصلون عليها .
- 3- البيانات العامة **general data** : وتشمل الظروف الاقتصادية المحلية والإقليمية والعالمية أي الظروف العامة والبيئة التي تحيط بالأوراق المالية وكذلك معلومات عن الشركة التي تصدر هذه الأوراق والقطاع الذي تنتمي إليه وتكون هذه المعلومات متوفرة في مواقع الأسواق المالية .

ولابد أن تتوافر خصائص موضوعية للمعلومات التي يتم نشرها في سوق رأس المال الكفوء ومنها (سراج، 2005:132) :-

1- **الملاءمة Convenience** : وتعني ارتباط المعلومات باحتياجات صاحب القرار الاستثماري وموضوع الاستثمار وتختلف ملاءمة المعلومات بالنسبة للمستويات الإدارية المختلفة فقد يحتاج رئيس مجلس الإدارة معلومات تختلف عن المعلومات التي يحتاجها رئيس قسم التسويق وذلك حسب احتياجات واختصاص عمل كل واحد منهما .

2- **الشمولية Inclusiveness** : تعني المعلومات المقدمة تفي بمتطلبات صاحب القرار وتكون شاملة لجميع جوانب الموضوع الاستثماري ليس فيها نقص وتفيد جميع المستويات الإدارية في الشركة وهذا ما يوفر عليها الوقت والجهد وينعدم تضارب المعلومات بين المستويات الإدارية (سراج، 2005:132) .

3- **الثبات Persistence** : وتعني ان الشركة تطبق الأساليب نفسها والسياسات المحاسبية خلال فترات مختلفة وتتطلب هذه الخاصية افصاح الشركة اذا ما ارادت تغيير تلك الطرائق والأساليب .

4- **الثقة Confidence** : وتعني التأكد من ان هذه المعلومات قد اعدت وتم نشرها على وفق المبادئ والمعايير المحاسبية المتفق عليها وتكون قابلة للتحقق من صحتها وخالية من التحيز ويجب ان تتوافر فيها الأمانة والصدق (بخات، 2009:55-53) .

5- **الاستمرارية Continuity** : وتعني ان المعلومات تكون متوافرة على مدى فترات زمنية مختلفة وعدم انقطاعها لفترة من الفترات .

6- **الحداثة Modernity** : وتعني استخدام تقنيات وأساليب حديثة لنشر المعلومات ويجب ان تكون هذه المعلومات ليست تاريخية فقط بل قادرة على التنبؤ بالمستقبل يتمكن من خلالها المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح (بوتمر وبوعريوة، 2015:63) .

7- **القابلية للمقارنة Comparability** : وتعني ان المعلومات يمكن مقارنتها مكانياً وزمانياً للشركة نفسها او لعدة شركات ، فاذا كانت المعلومات قابله للمقارنة كانت ذات فائدة كبيرة لصاحب القرار وذلك لمقارنة الأداء بين الشركات او للشركة الواحدة على مدى زمني ، وتتأثر القابلية للمقارنة بالثبات باستخدام الأساليب المحاسبية فاذا كانت المعلومات ذات ثبات ومنتظمة كانت اكثر قابلية للمقارنة (بلال والعمرى، 2019:82) .

ويعد إفصاح الشركات للمعلومات أمراً بالغ الأهمية لعمل أسواق رأس المال التي تتطلب معلومات مالية إذ تقدم الشركات الإفصاحات من خلال تقارير دورية بما في ذلك البيانات المالية وتوصيات الإدارة وتقارير الامتثال الأخرى فضلاً عن ذلك تنشر الشركات طوعياً بياناتها المالية الأولية تقارير عن التنبؤات وغيرها من التقارير للمستثمرين وهناك إفصاحات مطلوبة من قبل الوسطاء الماليين وخبراء الصناعة ووسائل الإعلام (Sarwar and others, 2018:729) .

ولا يمكن لأحد المستثمرين أن يتفوق عن غيره من المستثمرين باستخدام المعلومات نفسها المتاحة للجميع إلا من خلال الحظ ، فإذا كان المستثمر يريد التفوق على منافسيه من خلال توقع ارتفاع سعر السهم بنسبة 10% غداً بناءً على المعلومات المتاحة للجمهور سينجح فقط إذا فشل السوق في نقل هذه المعلومات اليوم ولأن السعر لا يتغير إلا استجابة لأخبار غير متوقعة ولا يمكن التنبؤ بها فهذا يعني أن جميع المعلومات المتاحة تتم معالجتها على الفور عند وصولها إلى السوق وتنعكس فوراً على الأسعار (Silva, 2015:1) .

اذ يؤدي محلل الورقة المالية دوراً مهماً في تعزيز كفاءة سوق رأس المال من خلال دوره المهم في معالجة المعلومات اذ يؤدي المحلل المالي وظائف أساسية فيما يخص المعلومات ومنها (Yang and Li, 2017:110-111) :-

أ- جمع المعلومات : يعمل محللو الأوراق المالية في الشركات المالية ومعظمهم لديهم خلفية مهنية اذ يمكنهم جمع المعلومات عن القطاعات او الشركات المدرجة من خلال المعلومات العامة او إعلانات الشركات وما الى ذلك .

ب- التحليل والتقييم : بعد جمع المعلومات المختلفة يستخدم محللو الأوراق المالية معلوماتهم الخاصة وخبرتهم لأجراء تحليل شامل ومعالجة المعلومات والتعبير عنها بلغة سهلة قدر الإمكان يمكن قراءتها في فهم الاتجاه المستقبلي للشركات المدرجة .

ت- تقديم المشورة الاستثمارية : هذا هو الهدف النهائي لمحللي الأوراق المالية ليقدموا نصائحهم الاستثمارية للمستثمرين بناء على تحليلهم الخاص بما في ذلك قرارات الشراء وقرارات البيع او الاحتفاظ .

ويوجه محللو الأوراق المالية المستثمرين لاتخاذ القرار من خلال البحث عن المعلومات والقدرة على التعامل معها وبذلك يمكن ان يؤدي الى تقليل عدم تناسق المعلومات وتحسين كفاءة المعلومات مما يجعل سوق الأوراق المالية أكثر فعالية ومن ثم يسهم في زيادة كفاءة سوق رأس المال .

ويؤثر عدم تماثل المعلومات في كفاءة سوق رأس المال أي امتلاك بعض المستثمرين معلومات لا يمتلكها المستثمرون الآخرون وبالتالي فإن المستثمرين الذين لا يمتلكون معلومات حول الورقة المالية سوف يحجمون عن التعامل بها مما يعني انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص كفاءته ، ويقود عدم تماثل المعلومات الى المضاربة العشوائية والتي تقود بدورها الى التسعير الخاطئ للأوراق المالية نتيجة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وعدم توافر المعلومات لجميع المستثمرين مما يؤدي في النهاية الى انخفاض سوق رأس المال ، كذلك يؤدي التأخر في نشر المعلومات والبيانات او حصول البعض عليها الى تحقيق أرباح غير اعتيادية مما يعني عدم وجود كفاءة في سوق رأس المال (بوعباش وبهناس، 2015:87-88).

ويعود سبب عدم تماثل المعلومات الى عدة أسباب منها التأخر في نشر المعلومات في الوقت الذي يحتاجه المستثمرون في اتخاذ القرار الاستثماري وكذلك المعلومات التي تكون ذات مضمون غير مفيد تجعل من تلك المعلومات عديمة الفائدة وليس لها معنى كما اذا كانت المعلومات ضعيفة المحتوى المقدمة من الشركة تؤدي الى اعراض المستثمرين في الاستثمار عن اسهم تلك الشركة (الداوي وغريب، 2017:162) .

سادسا : العوامل المؤثرة على كفاءة سوق رأس المال factors affecting on the capital market efficiency

يؤثر في نموذج السوق الكفوء عوامل كلية وجزئية وهي (Rafat and others,2019:53):

1- **تغيرات السوق Market changes** : وهي تغيرات تحدث في جميع الأوراق المالية نتيجة عوامل كلية تعم السوق بأجمعه وتكون خارجة عن سيطرة المستثمرين والشركات وتسمى بالمخاطر المنتظمة ولا يمكن القضاء عليها بالتنوع .

2- **تغيرات القطاع والشركة Sector and company changes** : وهي التغيرات التي تحدث في بعض أسعار الأوراق المالية بسبب احداث تخص القطاع الذي تنتمي اليه الشركة او تغيرات تحدث للشركة نفسها وتسمى بالمخاطر غير المنتظمة ويمكن القضاء عليها بالتنوع في سلة من الأوراق المالية .

سابعاً : العلاقة بين نظرية الأسواق الكفوءة والحركة العشوائية The relationship between efficient markets theory and stochastic movement

صاغ **Louis Bachelier** عام 1900 نظرية الحركة العشوائية للأسعار وبعدها تطورت هذه النظرية وسط المجتمع الاكاديمي اذ تعد هذه النظرية من النماذج الأولى التي استخدمها الباحثون في تفسير سلوك الأوراق المالية (الزبيدي، 2012:176) ، وقدم فاما براهين ودلائل لا تقبل الشك حيال نظرية الحركة العشوائية من خلال بحث حول سلوك أسعار الأسهم معتمدة على التوزيع الطبيعي وسلاسل الارتباط بعوائد الأسهم ، اذ تنص الحركة العشوائية للأسهم على ان تحركات الأسعار لن تأخذ أي اتجاه او شكل محدد اذ لا يمكن ان نستعين بالتحركات السابقة للأسهم لنتنبأ بالتحركات المستقبلية لتلك الأسهم ومن ثم فلا توجد توقعات مستقبلية بخصوص حركة أسعار الأوراق المالية ، اذ تعتمد نظرية الحركة العشوائية على فرض جوهري وهو ان تقلبات الأوراق المالية في السوق مستقلة بعضها عن بعض ولا يوجد أي ترابط بينها (حسن، 2014:60-62) .

اذ توجد علاقة بين نظرية الأسواق الكفوءة والحركة العشوائية التي تنص على ان العوائد التاريخية ليست مفيدة للتنبؤ بالعوائد المستقبلية وهو ما يتوافق مع كفاءة السوق الضعيفة وكذلك تنص على ان سعر السوق الحالي هو افضل مؤشر لسعر السوق المستقبلي وهذا يعني انه ليس من الممكن تحقيق أرباح بناء على المعلومات السابقة (التاريخية) وهو ما يتفق على ما تنص عليه نظرية السوق الكفوءة (Mishra,2010:30-31) .

اذ تعد نظرية المستوى الضعيف للكفاءة بمثابة امتداد نظري لنظرية الحركة العشوائية للأسعار من خلال الافتراض بأن الاحداث التاريخية غير مؤثرة في أسعار الأوراق المالية وان تحركات الأوراق المالية في المستقبل غير مرتبطة بالتحركات الماضية اذ تتقلب أسعار الأوراق المالية عشوائيا حول قيمتها الحقيقية وتعكس المعلومات الواردة للسوق بصورة فورية (الحسناوي والعبادي، 2019:7-8) .

ثامنا :- عوائق تطبيق نموذج كفاءة سوق رأس المال Barriers to applying the capital market efficiency model

توجد عدة عوائق لوجود الكفاءة في سوق رأس المال ومن اهم هذه العوائق ما يلي (شندي، 2013:- 358 (359 :-

1- تأثير حساسية السعر The effect of price sensitivity

تعني سرعة وشدة ومدى استجابة المستثمرين في سوق رأس المال للمعلومات الواردة للسوق سواء الاخبار السارة أم غير السارة ، وهذا يرتبط بسلوكيات وشخصيات المستثمرين وما تؤثره تصرفاتهم في تغيرات الأسعار وكمثال على ردة الفعل المبالغ فيها من قبل مستثمرين إذ انه قد يحدث ان تنخفض إيرادات الشركة خلال فترة معينة مما يؤدي الى ردة فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين تجاه هذا الهبوط اذ يؤدي هذا التصرف الى انخفاض اكبر في أسعار اسهم هذه الشركة .

2- تأثير القيم المتوسطة The effect of average values

تتقلب عوائد الشركات صعودا وهبوطا في الفترات قصيرة المدى ومن ثم فإن الاعتماد عليها لتحديد الاتجاه المستقبلي لعوائد هذه الشركات يكون غير دقيق سواء كان هذا الاعتماد جزئيا أم كليا .

3- تأثير الفترات الزمنية المعينة Effect of designated time periods

وتعني انه خلال السنة توجد فترات معينة تكون أسعار الأوراق المالية ذات اتجاهات محددة معروفة ، وكمثال على ذلك ما يعرف بتأثير (شهر كانون الثاني) في الولايات المتحدة ، اذ يبيع المستثمرون اسهمهم في شهر كانون الأول قبل نهاية العام وذلك لكي يتجنبوا نسبة الضرائب المفروضة على عوائدهم التي يحصلون عليها من حصصهم في تلك الأسهم ثم يعاودون شراءها في بداية العام الجديد مما يؤدي الى ارتفاع أسعار هذه الأسهم في شهر كانون الثاني ، وهذا التأثير تعاني منه الشركات الصغيرة بصورة اكبر من الشركات الكبيرة .

4- تأثير التضليل الإعلامي The effect of misinformation

وذلك عندما يعمل الإعلان على تضخيم العوائد او المبيعات لشركات ما ، ثم يكتشف المستثمرون بأن هذه الاخبار غير صحيحة مما يؤدي الى زعزعة ثقة المستثمرين بهذه الشركات وبسوق رأس المال ككل ، وهذا التأثير موجود في اكبر الأسواق المالية الدولية ويظهر من فترة لأخرى في هذه الأسواق .

تُلخّص الباحثة ما سبق بأن كفاءة سوق رأس المال تعني ان المعلومات متوافرة لجميع المشاركين في السوق وتنعكس بصورة فورية على الأسعار ومن ثم فلن يستطيع احد المشاركين تحقيق أرباح غير اعتيادية تفوق الآخرين وتكون القيمة الحقيقية مساوية للقيمة السوقية ، وتبرز أهمية كفاءة سوق رأس المال من خلال تعزيزه للنمو والتنمية الاقتصادية والقضاء على المضاربة ، ويوجد نوعان من كفاءة سوق رأس المال (الكاملة والاقتصادية) وتعني الأولى عدم وجود فجوة زمنية بين المعلومات الواردة في السوق وانعكاسها التام في الأسعار والثانية عكس الأولى اذ توجد فجوة زمنية بين المعلومات الواردة في السوق وانعكاسها على الأسعار ، وللوصول الى كفاءة سوق رأس المال نتبع آلية معينة تتمثل بوجود كفاءة تسعير التي تعني ان الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة وكذلك كفاءة التشغيل التي تعني ان السوق قادر على خلق توازن بين جانبي العرض والطلب ، وتوجد ثلاثة مستويات لكفاءة سوق رأس المال المستوى الضعيف الذي يعني ان الأسعار تعكس المعلومات التاريخية فقط ، اما المستوى شبه القوي الذي يعني ان الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة وكذلك المستوى القوي الذي يعني ان الأسعار تعكس المعلومات العامة والخاصة ، وتؤدي المعلومات دورا مهما في كفاءة سوق رأس المال فاذا كانت المعلومات متاحة لجميع المشاركين في السوق سوف تتحقق الكفاءة اذ تكون القيمة للسوقية مساوية للقيمة الحقيقية ولا يحقق احد المشاركين أرباحاً غير اعتيادية تفوق المشاركين الآخرين ، وأخيرا توجد علاقة بين نظريتي كفاءة الأسواق والحركة العشوائية من خلال تأكيدهما على عدم إمكانية تحقيق أرباح من خلال الاعتماد على البيانات التاريخية لان تحركات الأسعار المستقبلية مستقلة عن التحركات الماضية اذ تتطلب أسعار الأوراق المالية عشوانيا .

"المبحث الثالث"

مدخل مفاهيمي للقيمة السوقية

A conceptual introduction to market value

تسعى كل الشركات لتعظيم ثروتها من خلال تعظيم القيمة السوقية لاسهم الشركة في الأسواق المالية ، مما تنعكس اثاره إيجابيا على حملة الأسهم والشركة ككل وكل الأطراف التي تتعامل مع الشركة ، أي ان الهدف الأساسي لإدارة الشركات هو تعظيم قيمة حقوق المساهمين ، اذ يتم تحديد سعر اسهم الشركات من خلال قياس العائد المتوقع حصوله من ذلك السهم وقياس مخاطرة المحفظة الاستثمارية ، ولذلك تحتل القيمة السوقية الجانب الأكبر من الاهتمام لكونها تمثل أساس النمو والتطور للشركات ، ومن خلال هذا المبحث سنتناول مفاهيم وأنواع القيم فضلا عن العوامل المؤثرة في القيمة السوقية وكذلك مؤشرات ومحددات القيمة السوقية للأوراق المالية .

أولاً : مفهوم وأنواع القيم The concept and types of values

يرتكز تعريف القيمة على مفهوم المنفعة وتتحول القيمة الى سعر عندما يتطابق العرض والطلب ، اذ تنعكس قيمة الأشياء في سعرها ام ان سعرها يعبر عن قيمتها ، ولسعر الورقة المالية وظيفتان وظيفة خارجية كونه يتحدد من خلال العرض والطلب وليس بناء على تقديرات شخصية للمستثمرين ووظيفة داخلية كونه المحدد للقيمة الحقيقية للورقة المالية ، ومن وجهه نظر المستثمر تعد القيمة السوقية اهم القيم كما انها تعكس صافي الأصول أي القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية (الزبيدي، 2014: 238) .

تعرف القيمة في قاموس العلوم الاقتصادية على انها الميزة الجوهرية والاساسية لخدمة او سلعة ما يتم تقديرها من قبل الذين يمتلكونها او الذين يستعملونها (المياء ومفيدة، 2014: 34) .

وقد تتباين القيم من خبير الى اخر ويرجع هذا التباين الى اختلاف طرائق قياس القيمة فقد يستخدم الخبير طريقة قياس تختلف عن الطريقة التي استخدمها غيره وايضا اختلاف وجهات نظر البائع والمشتري حول قيمة الشيء (سويسبي، 2008: 36) .

تفترض نظرية الأسواق المالية تساوي كل من القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية للورقة المالية ، ولكن قليلا ما يحدث هذا التساوي وذلك لصعوبة وجود كفاءة كاملة للأسواق (سميرة، 2010: 180) .

توجد عدة أنواع للقيم يمكن تلخيصها بالشكل التالي :-

1- قيمة الإصدار Released value :- وهي القيمة التي يتم بها اصدار اسهم الشركة لأول مرة ولا يجوز ان تكون قيمة الإصدار اقل من القيمة الاسمية ، فمن الممكن ان تكون قيمة الإصدار اكبر من القيمة الاسمية او مساوية لها (إسماعيل وصالح، 2016: 7) ، فهناك ثلاثة احتمالات قد تحدث احداها عندما تصدر الشركة اسهماً جديدة وهي (السبهاني، 2009: 97) :-

أ- اذا تماثلت القيم الاسمية للاسهم الجديدة والأسهم القديمة وهذا ما يجب ان تلتزم به الشركة .
ب- ان تكون قيمة الإصدار اقل من القيمة الاسمية فأن ذلك يسبب ضرراً للمساهمين الأصليين للشركة .

ت- ان تكون قيمة الإصدار اعلى من القيمة الاسمية (في حالة اذا كان أداء الشركة يحقق أرباحاً) فيُحول ما يزيد من قيمة الإصدار الى حساب احتياطات الشركة فيستفيد منه المساهمون (الجدد والقدامى) على نحو متساوٍ وهذا ما يعزز المركز المالي للشركة .

2- القيمة الاسمية par value :- عرفت القيمة الاسمية على انها قيمة السهم عند الإصدار وعادة ما تساوي دولاراً واحداً وتكون في الغالب اقل من القيمة السوقية ، اذ يُنص عليها عند كتابة عقد

التأسيس لتغطية رأس المال المدفوع (الزرري وفرح، 2001:157) ، أي ان القيمة الاسمية تشير الى السعر المكتوب على السهم وتساوي رأس المال مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة (Amiri and others,2016:171).

3- القيمة الدفترية Book value :- يدعي بعض المؤلفين ان القيمة الدفترية اكثر أهمية مقارنة بالأرباح والمعلومات المحاسبية الأخرى لان المستثمرين يعتمدون كثيرا على القيمة الدفترية لاتخاذ القرار الاستثماري للأوراق المالية (Mirza and others,2018:26) ، اذن تعرف القيمة الدفترية على انها قيمة الأسهم المكتوبة في سجلات المصدر وتكمن أهميتها ليس فقط في تحديد حصة السهم بل أيضا من الممكن استخدامها كمعيار في تحديد ما اذا كان سعر السهم في السوق معقولا ام لا (Bawono and others,2020:48) .

تعد القيمة الدفترية هي القيمة العادلة للأسهم المصدرة في حين يمكن ان تتأثر أسعار الأسهم بالعديد من العوامل والمتغيرات المختلفة مثل الطلب والعرض وعوامل متعلقة بالشركة وسلوكيات المستثمرين ، ويقال ان سعر السهم مبالغ فيه اذا كان يتجاوز القيمة الدفترية للشركة ويقال ان سعر السهم مقوم بأقل من قيمته اذا كان اقل من القيمة الدفترية للشركة (Rizki and others,2019:8) ، فاذا كان أداء الشركة جيدا وتحقق عوائد مستمرة فأن سعر سهمها في السوق يكون اعلى من قيمته الدفترية واذا كان أداء الشركة ضعيفا ولا تحقق عوائد عالية مستمرة فأن سعر سهمها في السوق يكون اقل من قيمته الدفترية ، وتمثل القيمة الدفترية القيمة المحاسبية للسهم وتعد مؤشرا للحد الأدنى الذي يجب ان تكون عليه قيمة السهم في السوق (سامر، 2008:55) .

وتحسب القيمة الدفترية حسب المعادلة التالية :-

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{حقوق الملكية} / \text{عدد الأسهم العادية المصدرة}$$

تشمل حقوق الملكية الأرباح المحتجزة والاحتياطيات وعلاوة الإصدار والقيمة الاسمية للأسهم العادية المصدرة ، كما ان القيمة الدفترية تتغير دائما وذلك بتغير الأرباح المحتجزة وربحية الشركة باستمرار (العارضى، 2017:72) .

4- القيمة الاستثمارية Investment value :- وتعرف على انها المبلغ الذي يدفعه المستثمر لكي يحصل على الأسهم ، وتحسب القيمة الاستثمارية على أساس المخاطرة والعوائد المتوقعة للسهم)

الأرباح الرأسمالية والدفعات السنوية) ، وتعد هذه القيمة من اهم القيم التي يأخذها حملة الأسهم بالحسبان (المياح،2019:45) .

5- القيمة الحقيقية The real value :- تعرف القيمة الحقيقية على انها القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المتوقعة للمستثمر مخصومة على وفق سعر الفائدة المعدل حسب المخاطر ، فاذا كانت القيمة الحقيقية للسهم اعلى من القيمة السوقية لذلك للسهم فإن السهم مقوم بأقل من قيمته الحقيقية ويعد فرصة جيدة للشراء ، واذا كانت القيمة الحقيقية للسهم اقل من القيمة السوقية فإن السهم مقوم بأقل من قيمته السوقية ويعد فرصة جيدة للبيع (Baresa and others,2013:49) ، ويعود سبب اختلاف القيمة الحقيقية عن السوق لعدة أسباب منها قلة المعلومات المتوافرة عن الشركة او ان المستثمرين يحللون المعلومات بصورة خاطئة او بسبب عمليات المضاربة التي تحدث في السوق المالي او بسبب رد فعل السوق البطيء للمعلومات الواردة من حيث تعديل سعر السهم على وفق تلك المعلومات (الكراسنة،2010:9) .

وتعد القيمة الحقيقية عن القيمة المعقولة او العادلة للسهم وتبررها عدة عوامل مثل تنبؤات النمو المستقبلي وتوزيعات الأرباح وربحية السهم الواحد ، وتحسب من خلال توزيعات الأرباح او تقدير التدفقات النقدية المستقبلية في نهاية مدة الاحتفاظ بالسهم (إسماعيل وصالح،2016:7) ، ويستخدم تحليل التدفق النقدي المخصوم (DCF) لتحليل القيمة الحقيقية اذ يتنبأ هذا النموذج للتدفقات النقدية المستقبلية باستخدام متوسط التكلفة المرجح للشركة (معدل العائد المتوقع اذ يرغب المستثمرون في تحقيقه ويكون اعلى من تكلفة رأس المال للشركة) (Anusha and Murugan,2020:4) .

وفي سوق رأس المال الكفوء تتساوى القيمة الحقيقية للسهم مع قيمته السوقية وذلك لتوافر المعلومات الجديدة وبصورة فورية واتاحتها لجميع المستثمرين في سوق رأس المال (عبد الحكيم وحسن،2010:58) .

6- القيمة التصفية Liquidation value :- هي المبلغ الذي يتم تحصيله عند بيع اصل او مجموعة من الأصول (Michaletz and Artemenkov,2018:49) ، ففي حالة تصفية شركة مساهمة بعد دفع الالتزامات المترتبة عليها يتم الدفع لأصحاب الأسهم الممتازة ثم للمساهمين (حملة الأسهم العادية) (عبد الصاحب وشمخي،2020:91) .

قيمة التصفية = القيمة السوقية للموجودات - الديون والالتزامات / عدد الأسهم العادية

7- القيمة السوقية Market value :- وتعرف القيمة السوقية على انها السعر الذي يتم به تداول الأسهم في السوق المالي ، فكلما زادت أرباح الشركة زاد الطلب على أسهمها في السوق مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية لاسهم هذه الشركة في السوق المالي ، وتعتمد القيمة السوقية على الظروف الاقتصادية العامة في البلد والظروف الخاصة بالشركات (عبدالله ويوسف، 2019:170) .

وتعرف أيضا على انها القيمة التي يتم على أساسها تداول الأسهم في السوق المالي وتتأثر بالعرض والطلب على الأسهم ، كما ان القيمة السوقية لا تعبر عن القيمة الحقيقية للاسهم خصوصا اذا كان السوق المالي لا يتمتع بالكفاءة (المياح والبناء، 2019:186) .

وتعرف القيمة السوقية العادلة على انها 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) .

ومما تقدم تبين الباحثة ان القيمة السوقية هي القيمة التي تحدد قيمة الشركة وتعد الطريقة الأكثر شيوعا لحساب قيمة الشركة وهي قيمة الأسهم في الأسواق المالية ، اذ تتأثر القيمة السوقية بعوامل الاقتصاد الكلية والجزئية ، وفي السوق المالي الكفوء الذي تتوافر فيه المعلومات كافة لجميع المشاركين ، تتساوى فيه القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية للاسهم .

ثانيا : العوامل المؤثرة في القيمة السوقية Factors affecting market value

هناك عدة عوامل تؤثر في القيمة السوقية للأوراق المالية تتحدد من خلالها قيمة الأوراق المالية في السوق ومن اهم هذه العوامل ما يلي (لولو، 2016:59-60) :-

1- الحالة الاقتصادية التي يمر بها البلد ففي أوقات الركود الاقتصادي تقل النشاطات الاقتصادية وينخفض الطلب على الأوراق المالية مما يؤدي الى انخفاض قيمتها السوقية ، وفي أوقات الانتعاش الاقتصادي تزداد الأنشطة الاقتصادية والنمو الاقتصادي فيزداد الطلب على الأوراق المالية مما يؤدي الى زيادة قيمتها السوقية ، كما تؤثر أسعار الفائدة في القيمة السوقية للأوراق المالية في سوق المال اذ في حالة ارتفاع أسعار الفائدة ينخفض الاستهلاك ومن ثم ينخفض الطلب وتواجه الشركة مشكلات في التمويل إذ تزداد تكاليف الديون ويؤدي هذا الامر الى انخفاض الأرباح الموزعة لحاملي الأسهم مما يؤدي الى عزوف المستثمرين على شراء الأسهم مما يؤدي الى انخفاض قيمتها السوقية والعكس صحيح عند انخفاض أسعار الفائدة .

- 2- القيمة الدفترية للأوراق المالية اذ ترتبط القيمة السوقية بعلاقة طردية مع القيمة الدفترية اذ ان زيادة القيمة الدفترية تصاحبه زيادة في القيمة السوقية والعكس صحيح .
- 3- قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في المستقبل وتقوية مركزها المالي ،وكذلك توزيعات الأرباح المعلنة للشركة في نهاية العام (محمد،2017:339) .
- 4- 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) .
- 5- المعلومات والبيانات المحاسبية (خصوصا ما يتعلق بالأرباح) اذ تتأثر أسعار الأوراق المالية سلبا او إيجابا عند الإعلان عن الأرباح المعلنة وتتعكس هذه المعلومات بصورة سريعة على أسعار الأوراق المالية في السوق (شنك،2018:13) .

ثالثا : قياس مؤشرات القيمة السوقية Measuring market value indicators

يتم قياس مؤشرات القيمة السوقية بأحد الطرائق التالية :-

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

$$\text{القيمة السوقية} = \text{اعلى سعر} + \text{ادنى سعر} / 2$$

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

- 2- نسبة القيمة السوقية الى التدفق النقدي :- وتحسب من خلال المعادلة التالية :

$$\text{القيمة السوقية} / \text{التدفق النقدي} = \text{القيمة السوقية للسهم} / \text{حصة السهم من التدفق النقدي التشغيلي}$$

تعتمد هذه النسبة على التدفق النقدي التشغيلي بصورة أساسية والذي يحدد جودة الأرباح ولهذه النسبة أهمية كبيرة تكمن في :-

- أ- ان لها أهمية كبيرة في تقييم جودة الأرباح للشركة .

ب- تستبعد هذه النسبة الأرباح والخسائر غير المسجلة عند احتساب التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية في حين ان القوائم المالية الأخرى ممكن ان تحتوي على أرباح او خسائر غير مسجلة، او إعادة تقييم ، مما يعطي صورة واضحة للمستثمر لاتخاذ القرار الاستثماري . وتقرن هذه النسبة بنسبة القيمة السوقية الى العائد فعند وجود فرق كبير بين هذين النسبتين فلا بد ان يعطي المستثمر تركيزاً اكبر على صافي الأرباح والتأكد منها قبل اتخاذ القرار الاستثماري أي انها تعطي للمستثمر صورة واضحة عن وضع الشركات المالي (عبدالله، 2018: 50) .

3- مدخل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية :- وتحسب من خلال المعادلة التالية :

$$\text{القيمة الدفترية / السوقية} = \text{سعر السهم / القيمة الدفترية للسهم}$$

فاذا كانت (مشكور وصادق، 2019: 381) :-

- أ- النسبة اقل من واحد ، فهذا يعني ان سعر السهم في السوق اقل من قيمته الدفترية ويدل على ضعف أداء الشركة .
- ب- القيمة تساوي واحد ، فهذا يعني ان سعر السهم في السوق يساوي قيمته الدفترية وان أداء الشركة عاديا .
- ت- النسبة اكبر من واحد ، فهذا يعني ان سعر السهم اعلى من قيمته الدفترية وان أداء الشركة جيدا
- ومن الممكن ان تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الدفترية للسهم في بداية عمل الشركة وذلك لعدم وجود تاريخ أداء للشركة يمكن من خلاله قياس ربحيتها ، فاذا تحققت للشركة أرباح عالية فان القيمة السوقية للسهم سترتفع فوق قيمته الدفترية ، والعكس صحيح عند انخفاض ربحية الشركة فان القيمة السوقية للسهم ستخفض تحت قيمته الدفترية (الدهلكي، 2018: 153) .

تعكس القيمة الدفترية الى السوقية التقييم الإيجابي لاسهم الشركة في السوق اذ تعبر عن المبلغ الذي يجب على المستثمر دفعه للحصول على اسهم الشركة (Warrad, 2017: 70) .

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

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة البيعية لاسهم} - \text{القيمة الدفترية لاسهم}$$

تعرف القيمة السوقية المضافة على انها الفرق بين ما يحصل عليه المستثمرون من بيع الأسهم حسب الأسعار السائدة في السوق عند البيع وبين ما يستثمره حملة الأسهم داخل الشركة ، أي انها توضح مدى قدرة إدارة الشركة على استخدام 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 ايراداً يفوق تكلفة رأس مال المستثمر، اما اذا توقع المستثمرون عدم تحقيق الشركة لعائد مساوٍ لتكلفة رأس المال فإن الشركة لم تحقق قيمة سوقية مضافة (عبدالله، 2018: 51).

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 الاجل .

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 .

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

السعر السوقي للسهم = نسبة الربح للسهم العادي / معدل العائد المطلوب

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

رابعاً : محددات القيمة السوقية للأوراق المالية Determinants of the market value for securities

تحتوي نماذج تحديد قيم الأوراق المالية على حساب معدل العائد ، لذلك لا بد من تناول موضوع العائد وانواعه وكيفية حسابه و للارتباط الوثيق بين العائد والمخاطرة فلا بد أيضاً من التطرق الى موضوع

المخاطرة وانواعها وارتباطها بالعائد ، عندما يتخذ المستثمر أي قرار استثماري فلا بد ان يأخذ بالاعتبار عاملين مهمين هما العائد والمخاطرة :-

1 :- العائد The Return

أ- المفهوم Concept

يعبر العائد عن مدى مساهمة الأصول في عملية توليد الأرباح للوحدة الاقتصادية ويمثل مؤشرا لربحيته وأيضا يعتمد عليه في قياس مدى كفاءة الإدارة في توظيف موارد الوحدة الاقتصادية لخلق الأرباح (الصبيحي وعبد الكاظم، 2020:181) .

ويعرف العائد على الاستثمار على انه المبلغ المتحقق من الاستثمار ويكشف عن قدرة موجودات الشركة في تحقيق دخل من عمليات الشركة التشغيلية وغير التشغيلية ، او هو الربح او الخسارة الناتجة عن الاستثمار من خلال موجودات الشركة خلال مدة زمنية محددة (السبيعي، 2012:28) .

ب- أشكال العوائد المالية وانواعها Forms and types of financial returns

لعوائد الأوراق المالية اشكال عدة منها (عادل، 2014:115) :-

- ❖ **الأرباح الرأسمالية Capital gains** : هي الفرق بين سعر الشراء وسعر بيع الأوراق المالية اذا كان الفرق موجبا ، اما اذا كان الفرق سالبا فيعني خسارة .
- ❖ **الفوائد The benefits** : هي الفائدة المتحصلة من الاوراق المالية التي تمثل دينا على الشركة (السندات) ، وحسب المدة والمبلغ المتفق عليه .
- ❖ **توزيعات الأرباح Dividend** : وهي التوزيعات الدورية المتحصلة من حصة الملكية في الشركة (الأسهم) .

كما ان هناك ثلاثة أنواع من العائد وهي كما يلي (محصول ومحرز، 2018:54-55) :-

- ❖ **العائد المطلوب Required yield** : هو اقل مستوى من العائد الذي يطالب به المستثمر عند استثماره للأدوات الاستثمارية وذلك تعويضا عن تأجيل استهلاكه الحالي او المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها استثماره وغالبا ما يكون العائد المطلوب متناسبا مع المخاطر التي تتعرض لها الأدوات الاستثمارية ، ويتكون هذا العائد من جزأين هما العائد الخالي من المخاطر يضاف اليه علاوة المخاطرة ويحسب حسب المعادلة التالية :-

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + معدل التضخم + علاوة المخاطرة

❖ **العائد المتوقع Expected return :** وهو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه نتيجة استثماره بالأوراق المالية ، وفي حالات عدم التأكد لا يستطيع المستثمر تقدير العائد الذي يحصل عليه من استثماره في الأوراق المالية ولكنه يستطيع تقدير احتمالات لمعدلات العوائد المتوقعة ويحسب معدل العائد المتوقع من خلال المعادلة التالية :-

$$E(R) = \sum_{i=1}^n p_i E(R_i) \\ = P_1 E(R_1) + P_2 E(R_2) + P_n E(R_n)$$

حيث ان :

$E(R)$: القيمة المتوقعة للعائد

P_i : وزن الاحتمال

R : عدد الاحتمالات

$E(R_i)$: العائد المتوقع في ظل الاحتمال i .

❖ **العائد الفعلي Actual Yield :** وهو العائد المتحقق فعلا للمستثمر (عوائد رأسمالية او إيراديه)

نتيجة بيعه او شرائه أداة استثمار ، ولحساب العائد الفعلي لابد من معرفة التدفق النقدي الداخل والخارج وكذلك سعر البيع وسعر الشراء خلال مدة معينة .

ث- قياس العائد Yield Measurement

يحسب معدل العائد من اقتناء ورقة مالية من خلال المعادلة التالية (الشعراني، 2015: 23) :-

$$R = \frac{d + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

حيث ان :

R : معدل العائد بين الفترتين t-1 ، t

d : التوزيعات .

أي ان معدل العائد يتضمن الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع وشراء الأوراق المالية وكذلك يتضمن التوزيعات الدورية للأوراق المالية .

ويحسب العائد المتوقع للأوراق المالية من خلال المعادلة التالية (الفضل وعطية، 2016: 334) :-

$$E(R) = \sum_{i=1}^m R_i p r_i$$

حيث ان :

R : معدل العائد المتوقع

Pr : احتمالية حدوث العائد .

اما العائد المتوقع للمحفظة المالية فيحسب كالتالي :-

$$E(R_P) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i)$$

حيث ان :

W : وزن العائد المتوقع داخل المحفظة

ويمكن قياس العائد من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) قدم William Sharp نموذج CAPM لتوفير الأساس لتقدير الاستثمار في الأوراق المالية اذ يعرف النموذج على انه أداة منهجية رئيسة في شرح العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة ، ويقاس من خلال المعادلة التالية (Qamar and others,2014:1-2) :-

$$E(R_i) = R_f + \beta_j [ER_m - R_f]$$

حيث ان :

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع على الورقة المالية

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر

R_m : عائد السوق

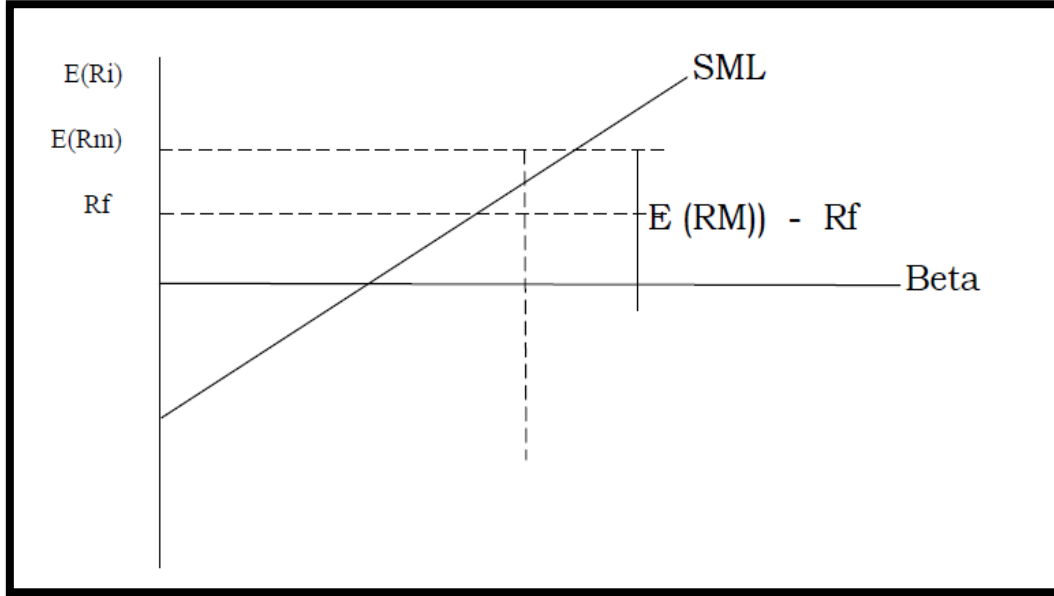
B : معامل بيتا الذي يقيس المخاطرة النظامية .

ويفترض نموذج CAPM الافتراضات التالية (Gohel and others,2014:32) (Zhang and Li,2012:22) :-

- 1- يقوم المستثمر بتقييم المحافظ من خلال النظر في العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية للمحافظ فعندما يتاح له الاختيار بين اثنين من المحافظ سيختار المحافظ ذات العوائد الأعلى والانحراف المعياري الأقل كونهم يكرهون المخاطر .
- 2- الأصول قابلة للقسمة مما يعني انه يمكن للمستثمر شراء جزء صغير من الأسهم .
- 3- هناك معدل عائد خالٍ من المخاطر يمكن للمستثمر ان يقرض ويقترض من خلاله .
- 4- توقعات المستثمرين متجانسة من حيث العوائد والانحراف المعياري .
- 5- يكره المستثمرون المخاطرة ويميلون الى تعظيم الثروة النهائية .
- 6- عدم وجود الضرائب او تكاليف المعاملات .

شكل (5)

خط سوق الأوراق المالية SML



Source : Ekenta and Chukwuemeka , 2016 , (Application of Capital Asset Pricing Model (CAPM) on Real Property Investment in Nigeria) , 59

يوضح الشكل المذكور انفاً خط سوق الأوراق المالية SML والذي يمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، اذ يوضح ان معدل العائد المتوقع دالة للمخاطر النظامية غير القابلة للتنوع ، يمثل المحور السيني المخاطر اما المحور الصادي فيمثل العائد المتوقع ويعد خط سوق الأوراق المالية أداة مفيدة لتحديد اذا ما كانت أصول المحفظة تقدم عائداً معقولاً بالنسبة للمخاطر التي تتعرض لها ، يتم رسم مخاطر الأوراق المالية مقابل العائد المتوقع فوق SML للأوراق المقومة اكثر من قيمتها ، اما الأوراق المقومة بأعلى من قيمتها فترسم اسفل خط SML ، ويمثل ميل الخط علاوة حقوق الملكية (Ekenta and Chukwuemeka,2016:59) .

2 - المخاطرة The risk

أ- المفهوم Concept

تعرف المخاطرة على انها التقلب او التذبذب في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة نتيجة الظروف السائدة في الأسواق (التميمي، 2019:311) .

وتعرف المخاطرة بأنها حدث مستقبلي لابد من التحوط منه وتجنبه ، كما يعبر عنها على انها الاختلاف في التدفق النقدي الفعلي عما كان متوقعا من حصول هذا التدفق ، وفي السندات الحكومية تكون المخاطرة صفرا لأنها خالية من المخاطرة لكون الحكومة ضامنة لها (الربيعي والجرجري، 2016:150) .

ب- أنواع المخاطر Types risk

تصنف المخاطرة في كثير من الدراسات الى ما يلي :-

ب-1 المخاطرة النظامية Systemic risk : تنتج هذه المخاطرة نتيجة عدة عوامل تصيب النظام الاقتصادي بأكمله سواء كانت عوامل اقتصادية ام سياسية ام حتى اجتماعية ، اذ لا تؤثر هذه المخاطرة بشركة معينة فقط بل يمتد الى قطاعات اقتصادية مختلفة ، اذ لا تكون لإدارة الشركة القدرة المناسبة لتحديدتها وعلاجها ، ومن الأمثلة على هذه المخاطر (حالات التضخم والكساد او الانقلاب العسكري او الحروب) وغيرها من الأمثلة ، وتسمى هذه المخاطرة أيضا بالمخاطرة غير المتوقعة او التي لا يمكن تجنبها ، ولا يمكن معالجتها من خلال تنويع الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية ، وتقاس المخاطرة النظامية بمعامل بيتا (الزبيدي، 2014:237) .

ب-2 المخاطرة غير النظامية Un Systemic risk : وهي المخاطر الخاصة التي تتعرض لها الشركة وتكون مستقلة عن مخاطر السوق او القطاع الذي تنتمي اليه ، ويمكن تفاديها او التقليل منها من خلال التنويع المدروس حسب نظرية المحفظة الكفوءة لماركوفيتز ، وتقسم الى (عبد الرحمن واخرون، 2017:100) :-

- **مخاطر الاعمال :** وتضم مخاطر الملكية وتقلبات الأسعار والتغيرات التي تطرأ في التخطيط الاستراتيجي ومخاطر أسعار السلع .
- **مخاطر التشغيل :** وتضم مخاطر حدوث فشل في نشاط الشركة الداخلي وإجراءات الرقابة الادارية مثل الجرائم الالكترونية والسرقة والسطو والاختلاس والتزوير او تزيف العملات .

ب-3 المخاطرة الكلية Total risk : وتضم مجموع المخاطرتين النظامية وغير النظامية

المخاطرة الكلية = المخاطرة النظامية + المخاطرة غير النظامية

ت- مصادر المخاطرة Sources of risk

تنشأ المخاطرة نتيجة عوامل وأسباب عديدة منها (نعيمه، 2009: 4) (أسماء ومدينة، 2018: 7) (بن عيد، 2010: 37) :

ت-1 التغيرات التنظيمية : تفرض العديد من الدول القوانين والتشريعات على الشركات والمصارف والقطاعات المختلفة وتعد بمثابة قيود على عملها واستثماراتها وكذلك على الاستثمارات الأجنبية ، فقد تعد هذه القوانين بمثابة عوامل طرد للاستثمارات المحلية والأجنبية .

ت-2 عدم استقرار العوامل الخارجية : مثل عدم استقرار أسعار صرف العملات وكذلك التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة ، ولتفادي هذه التقلبات تلجأ الشركات للأسواق المالية " من خلال أدوات التغطية المستقبلية " لتفادي الخسائر المتوقعة من هذه التقلبات .

ت-3 أسباب خطر إدارية : مثل التزوير والاختلاس وحوادث السرقات التي تحدث في الشركات والمصارف مما يؤدي الى خسائر مادية متمثلة بالمبالغ النقدية او خسائر معنوية متمثلة بالسمعة السيئة التي تلحق بالشركة .

ت-4 مصادر خطر طبيعية : وهي الكوارث الطبيعية مثل حدوث فيضانات وزلازل تؤثر في البيئة والمجتمع وتؤثر في الاستثمارات بصورة عامة .

ت-5 مصادر خطر سياسية واجتماعية : مثل حدوث انقلابات وتغيرات سياسية كبيرة تؤثر في الأوضاع المالية للأفراد والشركات وتعوق الاستثمارات ، او حدوث تغيرات سلوكية للأفراد مثل حالات الاضراب مما يؤدي الى إعاقة عمل الشركات .

وتضيف الباحثة النقاط التالية :-

ت-6 التطورات التكنولوجية : تؤدي التطورات التكنولوجية الى ظهور منتجات جديدة تلغي المنتجات القديمة ، فعلى الشركات مواكبة التطورات التكنولوجية وذلك باستحداث وتجديد خدماتها وبيعها لحفظ بقائها في السوق .

ت-7 ظهور منافسين جدد : قد يؤدي ظهور منافسين جدد ذوي قدرة عالية على المنافسة الى تراجع الحصة السوقية في الشركة في السوق وتدهورها تدريجيا لكون المنافسون الجدد ذوي قدرة على البقاء والنمو والتطور .

ت-8 أخطاء القرارات الإدارية : تؤدي أخطاء القرارات الإدارية الى حدوث أزمات ومشكلات تواجه الشركة مثل انقسام مجلس إدارة الشركة على قرار الاستثمار من عدمه مما يفوت فرصة ربح للشركة او أخطاء تتعلق بتحديد التكاليف والعوائد المتوقعة من الاستثمار وغيرها من الأخطاء .

ج- العوامل المؤثرة في المخاطرة Factors affecting risk

تصنف العوامل التي تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات او المؤسسات الى قسمين وهما (لطيفة، 2012: 18) :-

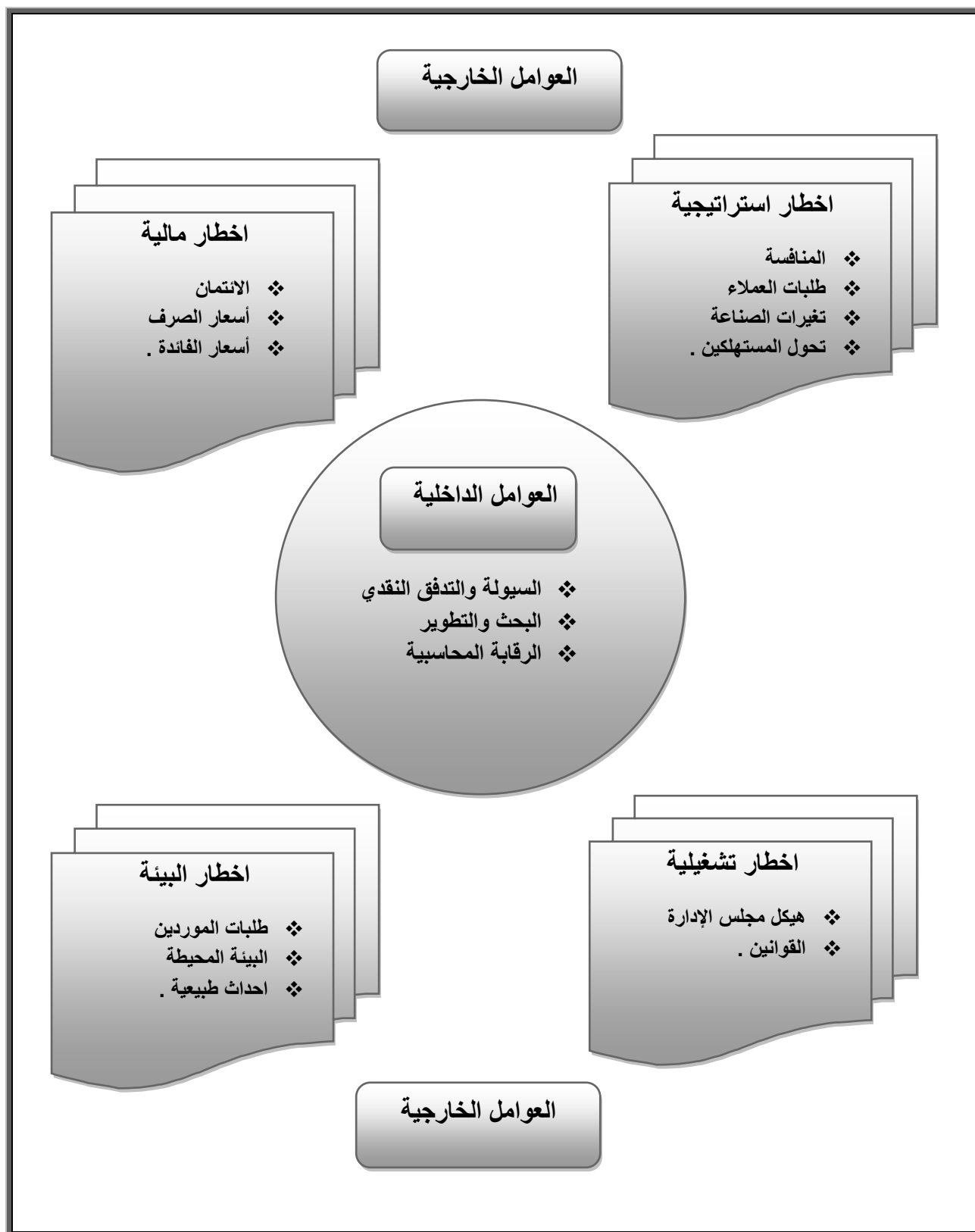
ج-1 العوامل الخارجية : وتتكون من الأنواع التالية :-

- الاخطار الاستراتيجية مثل المنافسة بين الشركات وتحول المستهلكين الى منتجات المنافسين والتغيرات التي تطرأ في الصناعة وطلبات العملاء المستجدة .
- اخطار مالية مثل التقلب في أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا وتغيرات أسعار صرف العملات والتغيرات التي تحدث في الائتمان المصرفي .
- اخطار البيئة مثل حدوث احداث طبيعية غير متوقعة وحدث تغيرات في البيئة المحيطة بالشركة تؤثر على طلبات الموردين .
- اخطار تشغيلية مثل التغير في القوانين المنظمة وتغير هيكل مجلس الإدارة .

ج-2 العوامل الداخلية : مثل عدم توافر السيولة والتدفق النقدي في الشركة وضعف الرقابة المحاسبية على العمليات المحاسبية التي تجري في الشركة وكذلك ضعف عمليات البحث والتطوير لمنتجات الشركة .

شكل (6)

العوامل المؤثرة في المخاطر



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق

ح- المخاطرة وعدم التأكد Risk and uncertainty

المخاطرة هي تقلب التدفقات النقدية الفعلية على المتوقعة او المحتملة كما تم توضيحها سابقا ، اما عدم التأكد فهو عبارة عن عدم وجود احتمال او توقع للتدفقات النقدية المستقبلية وذلك بسبب عدم توفر معلومات او بيانات يعتمد عليها في التقدير الموضوعي لاحتمالات حدوث التدفقات المستقبلية ، أي ان الفرق الأساسي بين المخاطرة وعدم التأكد هو وجود البيانات الكافية لتقدير التوزيعات الاحتمالية للتدفقات النقدية المستقبلية في المخاطرة وعدم وجود البيانات الكافية لتقدير هذه التدفقات هو عدم التأكد (باطويح، 2010:15-16) .

وتتشترك المخاطرة وعدم التأكد في ان كليهما لا يوجد شيء واضح ومؤكد من حدوث التقديرات الاحتمالية ، اذ ان المخاطرة تعد حالة من حالات عدم التأكد وعادة ما يتم ربط المخاطرة بعدم التأكد سواء كان هذا الارتباط مباشراً ام غير مباشر (عيد، 2010:36) .

ولكي تتجنب الشركة عدم التأكد بالنسبة لاستثماراتها ، ترى الباحثة ان تسعى الشركة الى :-

- 1- تجنب الدخول في الاستثمارات عند وجود عدم التأكد .
- 2- الحصول على البيانات والمعلومات من مصادر رصينة وغير متحيزة .
- 3- ان تكون البيانات والمعلومات قابلة للاختبار الرياضي والاحصائي لكي تكون النتائج موضوعية ومفيدة .

خ- قياس المخاطرة Measuring risk

تقاس المخاطرة بالانحراف المعياري (الجزر التربيعي للتباين) والذي يقيس مقدار تشتت البيانات بالنسبة لوسطها الحسابي وكلما زاد الانحراف المعياري دل ذلك على المخاطرة العالية وتقاس من خلال المعادلة التالية (الشعراني، 2015:25) :-

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i [R_i - E(R_i)]^2}$$

حيث ان :

Pi : الاحتمالية

Ri : العائد

E(Ri) : معدل العائد المتوقع الناتج من ضرب الاحتمالية في العائد .

وفي حالة وجود اصلين ، الأول ذو عائد متوقع اعلى من الثاني ، والثاني اقل مخاطرة من الأول ، ففي هذه الحالة يتم استخدام معامل الاختلاف كالتالي (شندي، 2013:141-142) :-

$$CV = \frac{\sigma_i}{E(R)}$$

حيث ان :

CV : معامل الاختلاف

σ_i : الانحراف المعياري .

ولقياس المخاطر النظامية التي تتعرض لها الأوراق المالية يتم استخدام مقياس بيتا من خلال المعادلة الاتية (الشعراني، 2015:28) :

$$\hat{\beta}_1 = \frac{COV_{im}}{\sigma_m^2}$$

حيث ان :

$\hat{\beta}_1$: البيتة

σ_m^2 : تباين عائد السوق .

COVim : التباين المشترك ويحسب من خلال حاصل ضرب انحرافات عائد الورقة عن وسطها الحسابي بانحرافات عائد السوق عن وسطها الحسابي ، اذ يقيس التباين ما بين عائد الورقة المالية وعائد السوق .

وتقاس البيتا بالنسبة للمحفظة الاستثمارية من خلال المعادلة التالية (الفضل وعطية، 2016: 335) :-

$$\beta_p = W_1 \beta_1 + W_2 \beta_2 + \dots + W_n \beta_n$$

$$= \sum_{i=1}^n W_i \beta_i$$

حيث ان :

W : وزن الورقة المالية داخل المحفظة الاستثمارية

B : معامل بيتا .

3 – العلاقة بين العائد والمخاطرة The relationship between Return and risk

ان مفهومي العائد والمخاطرة مترابطان اذ لا يمكن تفسير احدهما دون التطرق الى الآخر ، اذ ان المستثمر يجب ان يضع بعين الاعتبار هذين العاملين عن اتخاذ القرار الاستثماري من خلال سعيه لتحقيق اعلى عائد بأدنى مخاطرة (عمران، 2014: 38) .

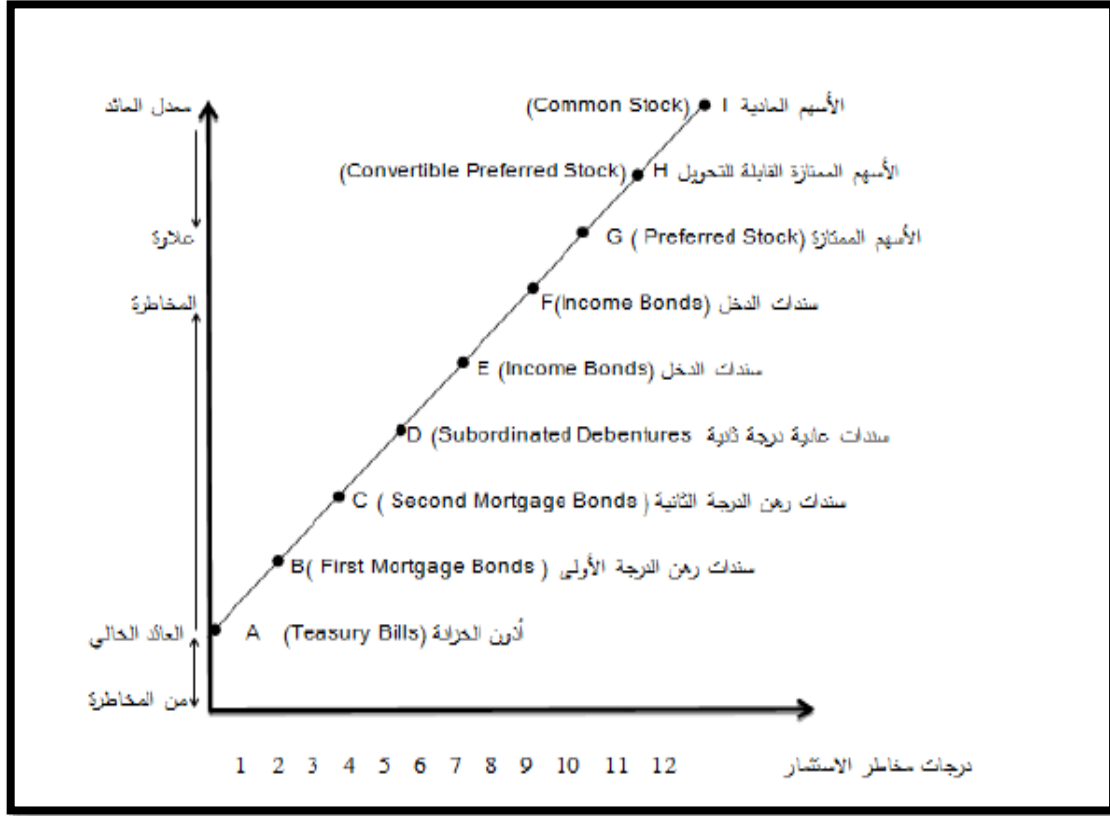
هناك علاقة طردية بين المخاطرة والعائد فعندما يرتفع احتمال تحقق العائد فهناك احتمال مساوٍ له لارتفاع المخاطرة ، فعند استثمار إدارة الشركة في مشروع ما لا بد ان تتوقع ان تتعرض لمخاطرة مساوية للعائد الذي تتوقع الحصول عليه من هذا الاستثمار ، فاذا كانت تتوقع عائداً عالياً فلا بد ان تتحمل مخاطرة عالية تتناسب مع ذلك العائد والعكس صحيح (جاسم، 2019: 47-48) .

وفي الأسواق المالية هناك مبادلة بين العائد والمخاطرة أي ان المستثمر في السوق المالي الذي يطالب بعائد عال لا بد ان يتحمل مخاطرة عالية وتوضح رغبة الأشخاص (افراد او شركات) العلاقة بين المخاطرة والعائد فيما اذا كانوا محبين للمخاطرة سيرغبون في عائد مرتفع او متجنبين للمخاطرة ويرغبون في عائد معقول لاستثماراتهم (الموسوي والضرب، 2017: 279) .

وترى الباحثة ان الحل الأمثل للمستثمر للحصول على عائد عالٍ ومخاطرة متدنية واللجوء الى مبدأ التنويع أي تكوين محفظة ذات أصول مختلفة وذات ارتباط سالب ، فعندما ينخفض احد الأصول وليكن الأصل (A) ، يعوضه ارتفاع الأصل (B) ، وبذلك يضمن المستثمر على الأقل الحصول على عائد مقبول لا يتأثر بالتقلبات المفاجئة في اصول المحفظة الاستثمارية .

شكل (7)

التوازن بين العائد والمخاطرة



المصدر : محمداً، عوامر، (إدارة مخاطر المحفظة المالية استخدام أسلوب البرمجة التربيعية)
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة بوضياف، 39:2015

يوضح الخط المستقيم العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة لكل نوع من الأوراق المالية ، اذ يتضح من الشكل المذكور انفاً ان ادونات الخزانة اقل عائداً واقل مخاطرة لأنها مضمونة من قبل الحكومة صاحبة الإصدار ، ويتضح أيضاً ان الأسهم العادية تحقق أعلى عائد بأعلى مخاطرة وبين هذين النوعين توجد عدة أنواع للأوراق المالية (سندات الدخل والأسهم الممتازةالخ) وهو ما يوفر للمستثمر فرصة للاختيار من بين أنواع الأوراق المالية المختلفة حسب تفضيلاته الخاصة كما يوفر للمستثمر فرصة للتنويع للتقليل من المخاطرة التي يتعرض لها (محمداً، 39:2015) .

تُلخّص الباحثة ما سبق ان القيمة السوقية تعد السعر الذي يتم به تداول الأسهم في السوق المالي ، وتتأثر القيمة السوقية بعدة عوامل منها الحالة الاقتصادية (الرواج والكساد) والعرض والطلب على الورقة المالية وقدرة الشركة على تحقيق الأرباح في المستقبل ، وهناك عدة مؤشرات لقياس القيمة السوقية منها نسبة القيمة السوقية الى التدفق النقدي ومدخل القيمة الدفترية الى السوقية والقيمة السوقية المضافة ، وتتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال اولا العائد الذي يعرف على انه المبلغ المتحقق من الاستثمار ويكشف عن قدرة موجودات الشركة في تحقيق الدخل من عمليات الشركة ، وثانيا المخاطرة التي تعرف على انها التقلب في العوائد الفعلية عن المتوقعة نتيجة الظروف السائدة في السوق .

"المبحث الرابع"

تقييم الأوراق المالية (الأسهم والسندات)

Stock valuation (Stocks and bonds)

ان تقييم الأوراق المالية يتغير حتى عند المستثمرين أصحاب الخبرة إذ يمكن ان يتجه المستثمرون اتجاهاً معاكساً لتوقعاتهم وذلك بسبب اعتمادهم على اتجاهات السوق الماضية ، حيث يعد تقييم الأوراق المالية (الأسهم والسندات) من أدوات الاستثمار المهمة التي من خلالها يتخذ المستثمر القرار الاستثماري المناسب ، وسيتكلم هذا المبحث عن ماهية الأوراق المالية وأنواعها وكذلك اهم النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم والسندات ، ومن خلال هذا المبحث سنتناول مفاهيم وأنواع الأوراق المالية فضلاً عن خصائص الأسهم والسندات وكذلك سيتم التطرق إلى نماذج تقييم الأسهم والسندات .

أولا :- ماهية الأوراق المالية من حيث المفهوم والانواع

تصدر الدول او الشركات أوراقا مالية وهي عبارة عن صكوك تمثل أدوات ملكية (الأسهم) وأدوات دين (السندات) يتم تداولها في سوق الأوراق المالية وتعد أداة هامة لتقييم الشركات سواء بالفشل ام بالنجاح ، على سبيل المثال انخفاض أسعار الأسهم بالنسبة للشركة يعد دليلاً على ضعف مركزها المالي او عدم نجاحها وبذلك يجب اجراء تعديلات لتحسين أدائها المالي (عبد اللطيف وجاسم، 2014:2) .

وكما ترى الباحثة ان الأوراق المالية هو مصطلح يطلق على جميع الصكوك التي تصدرها الهيئات الحكومية والمدنية العامة وكذلك الشركات الخاصة وتعد أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية وتعطي الحق لحاملها في الحصول على جزء من الأرباح .

وتشير الباحثة الى أنواع الأوراق المالية التي تشمل :

أ- أدوات الملكية : تتمثل أدوات الملكية بالأسهم (stocks) التي تصدرها الشركات لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل ، إذ تقوم بتحويل صاحبها على الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية ، وهي تختلف عن الأدوات المالية الأخرى كونها لا تحمل قيمة اسمية او مدة استحقاق فهي تبقى متداولة في الأسواق الا في حالة قيام الشركة بأعاده شرائها او عند تصفية الشركة .

ب- أدوات الدين : تتمثل أدوات الدين بالسندات (bonds) التي تعد مصدرا من مصادر التمويل التي تلجأ اليها الشركات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة ، ويعد السند هو أداة استثمارية وادخارية في آن واحد ويكون حامل السند دائناً للجهة المصدرة له ، إذ تكون للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند ، ويعد السند ذا اجل استحقاق محدد أي على الرغم من ان الشركات قد لا تحقق أرباحا بشكل دائم لكن يجب عليها دفع عوائد السندات .

ثانيا : خصائص الأسهم والسندات Characteristics of stocks and bonds

تتمتع اسهم الشركات بعدة خصائص أهمها ما يلي :

1- تساوي القيمة الاسمية Equal to face value : يكون رأس المال للشركات مقسم الى اسهم متساوية إذ تكون قيم الأسهم متساوية لجميع الأسهم ، وقد تم وضع حدود عليا ودنيا للقيمة الاسمية للاسهم على وفق القوانين التجارية لكثير من البلدان ، وبهذا ستكون حقوق المساهمين متساوية من حيث التصويت او الالتزامات المترتبة او توزيع الأرباح وذلك لتساوي قيمتها الاسمية أي تساوي الالتزامات والحقوق (عبير، 2007:63-62) .

2- قابلية السهم للتداول The share's tradability : من اهم خصائص الأسهم هي إمكانية تداول الأسهم لذا من النادر ان يبقى السهم عند مالكة الأول وبذلك توفر هذه الخاصية إمكانية التنازل عن السهم بطرائق تجارية ، ويحدث تداول الأسهم بين عدد من المساهمين خلال عمليات الشراء والبيع ، وتقوم القوانين التجارية بوضع شروط للتداول وذلك بهدف التقليل من المضاربة بالأسهم التي تكون غير شرعية مثل عدم السماح للمساهمين بالتصرف بأسهمهم والانتظار لمدة سنتين من تاريخ تأسيس الشركة (سليم،2016:80) .

3- عدم قابلية السهم للتجزئة The indivisibility of the stock : يعني ان تعود ملكية السهم لشخص واحد أي عدم إمكانية السهم على التجزئة وهذا لا يمنع ان يمتلك شخصان السهم نفسه لكن يجب ان يكون الممثل واحدا منهم ، اي لا يمكن امام الشركة ان يتعدد مالكو السهم بسبب ميراث او هبة فيجب عليهم اختيار شخص واحد يمثلهم في هذا الامر ، ففي هذه الحالة السهم لا يجوز ان يتجزأ على اكثر من شخص وبهذا لا يمكن لأي شخص منهم ان يصوت في الشركة (Pilbeam,2010:111) .

تمتاز السندات بخصائص تشترك بها وتختلف عن الأسهم عامة ومن هذه الخصائص ما يلي (سمية،2010:18) :

1- السند بمثابة مستند دين لحامله على الجهة المصدرة ، فمصدر السند يعد مديناً لحامل السند ويكون بذلك حامل السند دائماً لمصدر السند وليس شريكاً معه ، وبذلك لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة .

2- يحصل حامل السند على الأرباح بغض النظر عن مدى ربحية او خسارة الشركة ، ففي كل الأحوال سيقوم مصدر السند بتسديد فوائد السند سواء كانت الشركة رابحة ام خاسرة .

3- بما ان حامل السند يعد دائماً للشركة فهذا يعطيهم الحق في الحصول على حقوقهم قبل حملة الأسهم عند تصفية الشركة .

4- تشترك السندات مع الأسهم بخاصية قابلية التداول ويعطي للمكاتب المبالغ المقترضة ويمنحه السلطة في استعادة مبلغ القرض (احمد:2018:365) .

5- تضيف السندات ميزة للجهة المقترضة (الشركة المصدرة) تتمثل بالضرائب المخصومة من فوائد السند بوصفها تكلفة تتحملها الشركة (رشيد،2006:64) .

6- ان حامل السند لا يحق له الاشتراك في الجمعية العامة للمساهمين ولا يتأثر بقراراتها ، أي لا يمكن لهذه الجمعية التعديل او تغيير مواعيد الاستحقاق للفوائد (راج،2010:98) .

ثالثا :- نماذج تقييم الأسهم Stock evaluation forms

تتنوع وتختلف نماذج تقييم الأسهم إذ يمكن تحديد قيمة السهم من خلال عدة نماذج منها ما يلي :-

1- نموذج خصم مقسوم الأرباح (DDM) Dividend Discounted Model

على وفق هذا النموذج فإن القيمة الحقيقية للسهم العادي تكون مساوية للقيمة الحالية للمدفوعات النقدية المستقبلية .

اذ يمكن حساب القيمة الحقيقية لأي موجود من خلال المعادلة التالية (العارضي،2013:202) :-

$$PO = \frac{D_1}{(1+K_e)} + \frac{D_2}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1+K_e)^{\infty}}$$

حيث ان :

P0 : القيمة الحقيقية للسهم العادي

D : مقسوم الأرباح المتوقعة

K : معدل العائد المطلوب

ويعد هذا النموذج القاعدة الأساسية لتحديد نماذج تقييم الأسهم حسب الافتراضات الثلاثة التالية :-

أ- نموذج النمو الصفري Zero Growth Model

يتم استخدام هذا النموذج في الاغلب لتقييم اسهم الشركات التي تتسم توزيعات أرباحها بالثبات وعدم النمو مثل الأسهم الممتازة ، والمعادلة التالية تبين كيفية احتساب القيمة الحقيقية للسهم (الشمري

واخرون،2017:183-182) :-

$$Po = \frac{Dt}{Ke}$$

حيث ان :

P0 : القيمة الحقيقية للسهم

Dt : توزيعات الأرباح

Ke : معدل الخصم .

وهناك حالتان على وفق النموذج وهما :-

الحالة الأولى : اذا كانت القيمة الحقيقية اكبر من القيمة السوقية للسهم فإن السهم مقوم بأقل من قيمته ، فيتخذ المستثمر القرار الاستثماري بالاحتفاظ بالسهم او شرائه إن لم يكن يملكه وذلك لأنه يحقق له أرباحاً في المستقبل عندما ترتفع قيمته السوقية ، وعندما يزيد الطلب على هذا السهم أي يكون الطلب اكبر من العرض عليه يؤدي ذلك الى ارتفاع سعره حتى يصل الى سعره الحقيقي .

الحالة الثانية : اما اذا كانت القيمة الحقيقية اقل من قيمته السوقية فإن السهم مقوم بأعلى من قيمته ، فيكون القرار الاستثماري للمستثمر هو بيع ذلك السهم بأسرع وقت ، وذلك لأنه يسبب له خسارة بسبب انخفاض سعر السهم ، وعندما يقدم المستثمرون على بيع هذه الأسهم يكون العرض اكبر من الطلب مما يؤدي الى انخفاض سعر السهم حتى يصل الى سعره الحقيقي .

ب- نموذج النمو الثابت Constant growth model

يستخدم نموذج النمو الثابت في تقييم اسهم الشركات الكبيرة التي تتصف بالثبات في توزيعاتها ، والفرق بين نموذج النمو الثابت والمتغير هو ان الثابت يستخدم لتقييم اسهم الشركات الكبيرة اما الشركات التي تتصف بكونها في طور النمو فيتم استخدام نموذج النمو المتغير . ويحسب نموذج النمو الثابت من خلال المعادلة التالية (الكراسنة:2010،33) :

$$P = D_t / (K_e - g)$$

حيث ان :

P : القيمة الحقيقية للسهم

Dt : توزيعات الأرباح المتوقعة

Ke : سعر الخصم

g : نسبة نمو توزيعات الأرباح

ج- نموذج النمو المتغير The variable growth model

يستخدم نموذج النمو المتغير في تقييم الأسهم المدرجة في السوق المالي التي تتصف بالتغير في توزيعاتها ، ولاتخاذ القرار الاستثماري المناسب من خلال هذا النموذج تتم مقارنة القيمة السوقية للسهم بقيمته الحقيقية . ويحسب هذا النموذج من خلال المعادلة التالية (الشمري واخرون، 2017:187) :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k)^t} + \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{D_{n+1}}{(1+k)^t}$$

حيث ان :

g_1 : معدل نمو التوزيعات في الفترة الأولى

g_2 : معدل نمو التوزيعات في الفترة الثانية

D_0 : توزيعات الأرباح في الفترة الأولى

D_{n+1} : توزيعات الأرباح في السنة الأخيرة

K : سعر الخصم

t : عدد السنوات

2 – نموذج خصم التدفقات النقدية Cash flow discount model

ويشتمل هذا النموذج على نموذجين فرعيين هما (الغالي وعدنان، 2019:167-168) :

أ- نموذج التدفقات النقدية حسب قيمة الشركة ككل : في هذا النموذج يستخدم المتوسط المرجح لتكلفة التمويل كمعدل خصم بدلا من معدل العائد المطلوب ، ويحسب حسب المعادلة التالية :

$$V_f = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$$

حيث ان :

Vf : قيمة الشركة

FCFFt : قيمة التدفقات النقدية المتوقعة

WACC : المتوسط المرجح لكلفة التمويل

g : معدل النمو

ب- نموذج التدفقات النقدية حسب قيمة حقوق الملكية : يتم احتساب هذا النموذج حسب المعادلة التالية :

$$V_s = \frac{FCFF_t}{r_s - g}$$

حيث ان :

Vs : قيمة حقوق الملكية

FCFFt : قيمة التدفقات النقدية المتوقعة

rs : معدل الخصم

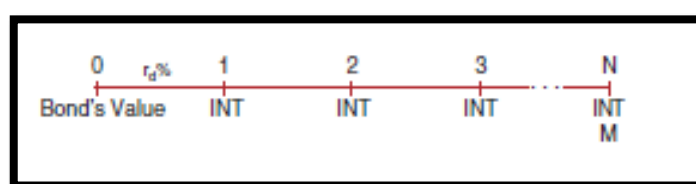
g : معدل النمو

والفرق بين النموذجين (حسب الشركة ككل وحسب قيمة حقوق الملكية) بأن التدفقات النقدية في نموذج (الشركة ككل) تخصم بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل ، اما في نموذج (حقوق الملكية) تخصم التدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب .

رابعاً :- نماذج تقييم السندات Bond Valuation Models

لتحديد قيمة السند في وقت معين لا بد من معرفة عدد الفترات المتبقية حتى تاريخ استحقاق السند وكذلك القيمة الاسمية ومعدل الفائدة على السندات (هو معدل الفائدة المطلوب في السوق على السند ويسمى بعائد السند حتى الاستحقاق) (Jordan and others,2017:166) .

بالنسبة للسند الذي يحمل كوبون ، تتكون التدفقات النقدية من مدفوعات الفائدة خلال عمر السند فضلاً عن المبلغ المقترض عند استحقاق السند (عادة ما تكون القيمة الاسمية \$ 1000) (Brigham and Ehrhardt,2014:194-195)



حيث ان :

rd : معدل العائد المطلوب للسند وهو معدل الفائدة في السوق للسندات ، أي هو معدل الخصم المستخدم لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية للسند

N : عدد السنوات حتى استحقاق السند ، ينخفض N كل عام بعد اصدار السند ، فاذا كان سند مدته 15 عام (تاريخ الاستحقاق يساوي 15) سيكون N تساوي 14 بعد سنة واحدة ، N تساوي 13 بعد سنتين

INT : الفائدة بالدولارات المدفوعة كل عام = (معدل الكوبون * القيمة الاسمية) فاذا كان كوبون السند 9 % وقيمه الاسمية \$1000 ، فان الفائدة السنوية = $0.09 \times \$1000 = \90

M : القيمة الاسمية (قيمة السند) ، يجب دفع ها المبلغ عند الاستحقاق ، وغالبا ما تساوي \$1000 .

ان قيمة أي اصل مالي (سهم او سند او عقد ايجار او حتى اصل مادي مثل مبنى سكني او الآلات) هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع ان ينتجها الأصل ، تتكون التدفقات النقدية للسندات التي تحمل كوبون من مدفوعات الفائدة خلال عمر السند فضلاً عن القيمة الاسمية عن تاريخ استحقاق السند ، في حالة السندات ذات السعر العائم تختلف مدفوعات الفائدة خلال فترة استحقاق السند ، اما بالنسبة لسندات القسيمة الصفرية فلا توجد مدفوعات فائدة ومن ثم فان التدفق النقدي الوحيد هو القيمة الاسمية عن تاريخ

استحقاق السند اما بالنسبة للسند بسعر قسيمة ثابت فتكون مدفوعات الفائدة منتظمة لحين تاريخ استحقاق السند (Brigham and Houston,2017:229-230)

وتحسب قيمة أي سند من خلال النماذج التالية :-

أ- النموذج العام للتقييم : ويحسب هذا النموذج من خلال المعادلة التالية :-

$$\text{Bond's value} = V_B = \frac{INT}{(1+r_d)^1} + \frac{INT}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{INT}{(1+r_d)^N} + \frac{M}{(1+r_d)^N}$$

$$= \sum_{t=1}^N \frac{INT}{(1+r_d)^t} + \frac{M}{(1+r_d)^N}$$

حيث ان :

rd : معدل العائد المطلوب للسند

N : عدد السنوات حتى استحقاق السند

INT : الفائدة السنوية

M : القيمة الاسمية (قيمة السند) .

وكذلك هناك عدة نماذج لتقييم السندات منها ما يلي (قدوس،2015:12-18) :-

ب- نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة سنوية :

من خلال هذا النموذج الذي يتضمن أسعار الفائدة السنوية يتم حساب قيمة السند من خلال المعادلة التالية :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+K_d)^t} + \frac{M}{(1+K_d)^n}$$

حيث ان :-

P0 : القيمة الحالية للسند

I : الفائدة المدفوعة سنويا

M : القيمة الاسمية للسند المطلوبة في الفترة n

Kd : معدل العائد المطلوب

n : فترة الاحتفاظ بالسند

ت- نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة نصف سنوية :

في هذا النموذج تقوم الشركة بدفع فائدة السند على شكل نصف سنوي وذلك بقسمة الفائدة السنوية على 2 للحصول على فائدة نصف سنوية تدفع كل ستة اشهر وكذلك تضرب فترة الاحتفاظ في 2 للحصول على فترة نصف سنوية و قسمة معدل العائد المطلوب السنوي على 2 للحصول على معدل عائد نصف سنوي وذلك من خلال المعادلة التالية :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I/2}{(1+K_d/2)^t} + \frac{M}{(1+K_d/2)^{2n}}$$

تُلخّص الباحثة ما سبق ان الأوراق المالية تعد صكوكاً تصدرها الهيئات الحكومية والمدنية العامة والخاصة ويتم تداولها في سوق الأوراق المالية وتنقسم الى أدوات ملكية إذ تتميز بعدة خصائص منها تساوي القيمة الاسمية وعدم قابلية السهم للتجزئة وقابلية السهم للتداول ، وأدوات دين إذ تتميز بخصائص مختلفة تميزها عن الأسهم ، وكذلك تم التطرق الى نماذج لتقييم الأوراق المالية منها نماذج تقييم الأسهم إذ يمكن من خلالها تحديد قيمة السهم بعدة نماذج منها نموذج خصم مقسوم الأرباح إذ يعد هذا النموذج هو الأساس لتحديد نماذج التقييم للأسهم وينقسم الى نموذج النمو الصفري ونموذج النمو الثابت ونموذج النمو المتغير ، وكذلك نموذج خصم التدفقات النقدية الذي بدوره يتفرع الى نموذج التدفقات النقدية حسب قيمة الشركة ككل وحسب قيمة حقوق الملكية ، وبعدها تم طرح نماذج تقييم السندات وتم تقييمها من خلال النموذج العام للتقييم وكذلك نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة سنوية وأسعار فائدة نصف سنوية .

” الفصل الثالث ”

سوق العراق للأوراق المالية وآلية تطبيق متغيرات الدراسة على العينة المختارة

المبحث الأول : واقع سوق العراق للأوراق المالية .

المبحث الثاني : تحليل مؤشرات الدراسة وآلية تطبيقها على المصارف

المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

المبحث الثالث : اختبار وتحليل نتائج مؤشرات كفاءة أسواق المال وبيان

أثرها في القيمة السوقية .

"المبحث الأول"

واقع سوق العراق للأوراق المالية

The reality of the Iraq market for securities

تعتمد اقتصادات البلدان المتقدمة اقتصادياً على الأسواق المالية إذ تقوم الأسواق المالية بدور فعال في تحريك رؤوس الأموال الضخمة في تلك البلدان مما له اثره في ازدهار التنمية والنمو الاقتصادي وكثرة المشروعات الاستثمارية إذ تعد الأسواق المالية مؤشراً مهماً لبيان مدى تطور اقتصاد البلدان ، ويختلف الدور الذي تلعبه الأسواق المالية من بلد لآخر وذلك حسب البيئة التي تتوافر في البلد فقد يكون دورها كبيراً جداً في البلدان التي تكون اقتصاداتها متطورة وقوية ، والعكس صحيح إذ يكون دورها ضعيفاً في البلدان التي تكون اقتصاداتها نامية وغير قوية ، لأن الاقتصادات لا يمكن ان تكون متطورة في ظل غياب البيئة المناسبة التي تشجعها على تطور اقتصاداتها ، إذ ان توافر البيئة المناسبة سيثجع المستثمرين على الاستثمار حتى في ظل عدم امتلاكها للأموال الاستثمارية وفي هذه الحالة سيذهب المستثمرون للأسواق المالية للحصول على الأموال مقابل الأرباح او الفوائد التي يحصل عليها المدخرون كنتيجة لتقديم أموالهم للمستثمرين عن طريق الأسواق المالية ، أما سوق العراق للأوراق المالية فيشير واقعه الحالي والماضي على أنه ما زال يعاني من ضعف في كفاءته ودوره غير الفعال في الاقتصاد العراقي وكثرة العوائق التي تعوق عمله سواء في جذب الأموال المحلية داخل البلد أم في جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة من خارج البلد ، ومن خلال هذا المبحث سنتناول نبذة مختصرة عن سوق العراق للأوراق المالية والتعرف على اهم المشكلات التي تسبب ضعف ادائه وكذلك اهم الأهداف التي يسعى سوق العراق الى تحقيقها .

أولاً :- النشأة والتأسيس لسوق العراق للأوراق المالية

أسس سوق بغداد للأوراق المالية (سوق العراق حالياً) بموجب القانون رقم 24 لعام 1991 ، وعلى وفق هذا القانون يتم تداول الأوراق المالية للشركات المساهمة العراقية ، وقد افتتح سوق بغداد رسمياً عام 1992 ويتمتع السوق بشخصية معنوية واستقلال مالي وإداري ويعد مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح فقط .

وبعد الانفتاح على العالم الخارجي والاهتمام بالقطاع الخاص عام 2003 فقد تم إلغاء سوق بغداد نتيجة معاناة هذا السوق من عدة ظواهر سلبية منها انخفاض السيولة واستبداله بتأسيس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون 74 لعام 2004 ، إذ تمكن السوق من تجميع المدخرات واستثمارها وتنميتها وبذلك استقل السوق مادياً وإدارياً ، إذ يتكون من عدة قطاعات تنتمي فيه الشركات المسجلة إلى تلك القطاعات ومنها قطاع الصناعة والمصارف والتأمين والفنادق والسياحة والزراعة والاتصالات والخدمات ، وقد تم إنشاء مؤسستين هما (الياسين، 2019: 112) :-

المؤسسة الأولى : سوق العراق للأوراق المالية Iraq Stock Exchange

هو سوق يختلف عن غيره من الأسواق افتتح عام 2004 وقد حل بديلاً لسوق بغداد إذ يعد كياناً اقتصادياً مستقلاً إدارياً ومالياً لا يعود إلى جهة معينة ويعد مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح ، تمول ذاتياً ويتولى إدارتها تسعة أعضاء من شرائح اقتصادية مختلفة يدعى مجلس المحافظين ، تكون مهماتهم محصورة بالإشراف على نشاط وتنظيم السوق .

المؤسسة الثانية : هيئة الأوراق المالية Securities Commission

هيئة حكومية مستقلة تأسست بموجب القانون ذي الرقم 74 لعام 2004 ، أهم أهدافها المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية في العراق من خلال تشجيع عملية تكوين رأس المال وتقوية البنى التحتية ، وتنسم هيئة الأوراق المالية بالشفافية والعدالة والكفاءة والافصاح من أجل حماية المتعاملين في هذه الأسواق من الغش والاحتيال والاستغلال وكذلك السعي إلى تخفيض المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية ، ومن أجل تحقيق ذلك تقوم الهيئة بزيادة الوعي الاستثماري بصورة عامة للمستثمرين وذلك للحفاظ على حقوقهم وتنميتها في أسواق المال في العراق (<http://www.isc.gov.iq>) .

ويتكون سوق العراق للأوراق المالية من عدة قطاعات وهي قطاع المصارف ويتكون من 44 شركة ، قطاع التأمين ويتكون من 5 شركات ، ويتكون قطاع الاستثمار من 9 شركات ، قطاع الخدمات ويتكون من 11 شركة ، قطاع الصناعة ويتكون من 25 شركة ، قطاع الفنادق والسياحة ويتكون من 10 شركات ، قطاع الزراعة ويتكون من 7 شركات ، قطاع الاتصالات ويتكون من شركتين ، قطاع التحويل المالي ويتكون من 17 شركة ، كما وردت في دليل الشركات للموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية (<http://www.isx-iq.net>) .

ثانيا :- اهداف سوق العراق للأوراق المالية

يسعى سوق العراق الى تحقيق عدة اهداف منها ما يلي (الليلة،2014:190-189) (الموسوي،2021:100) :-

- 1- تنظيم الشركات المدرجة في السوق بطريقة تتناسب مع هدف حماية وتعزيز ثقة المستثمرين به .
- 2- تنظيم تعاملات أعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الأوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الأطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة .
- 3- تنظيم وتبسيط تعاملات الأوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنظمة .
- 4- التواصل مع أسواق الأوراق المالية في العالم العربي والأسواق العالمية بهدف تطوير السوق .
- 5- جمع وتحليل البيانات ونشر الإحصاءات والمعلومات الضرورية لتحقيق الأهداف .
- 6- مساعدة الشركات المدرجة في زيادة رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار بما يخدم الاقتصاد الوطني.
- 7- توعية المستثمرين وذلك لغرض الاستثمار في السوق .
- 8- القيام بخدمات ونشاطات ضرورية أخرى لدعم أهدافه .

"المبحث الثاني"

تحليل متغيرات الدراسة وآلية تطبيقها على المصارف المدرجة عينة الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية

بعد معرفة نبذة عامة عن سوق العراق للأوراق المالية واهم المشكلات التي يعاني منها السوق واهم الاهداف التي يسعى السوق الى تحقيقها وقبل الدخول الى اختبار فرضيات الدراسة ومعرفة أثر متغيرات كفاءة الأسواق المالية في القيمة السوقية لابد من تحليل متغيرات الدراسة المستقلة (مؤشر السوق العام ، مؤشر عدد الاسهم ، مؤشر حجم التداول ، مؤشر عدد الشركات) والمتغير المعتمد المتمثل بالقيمة السوقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، وقد تم اختيار مؤشرات الدراسة استناداً إلى عدد من الدراسات السابقة وكما يلي :-

المؤشر	الدراسة
مؤشر السوق	(لياس،2018) ، (لطرش وسميرة،2010) ، (لمياء ومفيدة،2014) (ياسين وخير الدين،2019)
مؤشر عدد الاسهم	(مسعداوي،2014) ، (لمياء ومفيدة،2014)
مؤشر حجم التداول	(لياس،2018) ، (لطرش وسميرة،2010)
مؤشر عدد الشركات	(لياس،2018) ، (لطرش وسميرة،2010) ، (مسعداوي،2014)

أولاً :- تحليل مؤشرات كفاءة أسواق المال في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2019-2015)

1 - مؤشر السوق العام ISX 60 :-

وهو مؤشر يستخدم في تقييم أداء السوق المالي ومعرفة اتجاهاته المستقبلية ومقارنته مع باقي الأسواق المالية ويتكون هذا المؤشر من مجموعة من الأسهم العادية التي من خلالها ينعكس أداء السوق المالي ، ويستخدم هذا المؤشر للتنبؤ بحالة الأسواق المالية وكذلك المساعدة في تكوين وتقييم المحافظ الاستثمارية (الحسناوي والعبادي،2019:6-7) . ويتم الاستدلال على هذا المؤشر من خلال (شندي،2013:167) :

- ارتفاع المؤشر يعني ارتفاع أداء السوق بشكل عام .
- انخفاض المؤشر يعني انخفاض السوق بشكل عام .

ويمكن توضيح مؤشر السوق العام **ISX 60** لسوق العراق للأوراق المالية على مدار سنوات الدراسة (2015-2019) من خلال الجدول التالي :-

جدول (4)

مؤشر السوق العام ISX 60 للمدة (2015-2019)

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 (4) الذي يمثل مؤشر السوق العام **ISX 60** لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015-2019) أنه بلغ أقصى ارتفاع له في عام 2015 إذ كان 3487.6 نقطة ، ويشير الارتفاع الحاصل في مؤشر السوق العام الى ارتفاع السوق بالكامل ، ويعود الارتفاع الحاصل إلى تزايد عدد الشركات المتداولة ورجوعها بعد مخلفات داعش 2014 ورفع الحظر عن تداول الكثير من الشركات ،

كما يوضح أن مؤشر السوق انخفض في عام 2017 إذ بلغ 2457.4 نقطة ، واستمر بالانخفاض الى 23587 نقطة في عام 2016 ، وزاد التناقص في عام 2018 و 2019 على التوالي ، وهذا مؤشر على انخفاض الأسعار والسوق بأكمله ويعود سبب الانخفاض إلى عدة أسباب منها عدم افصح بعض الشركات عن المعلومات كافة من اجل التعرف على مركزها المالي وتجنب المخاطر وكذلك انهيار الاقتصاد العراقي لتأثره بأسعار النفط الخام التي تدهورت في المنطقة العربية .

ويمكن توضيح مؤشر السوق العام ISX 60 لسوق العراق للأوراق المالية على مدار سنوات الدراسة (2015-2019) من خلال الشكل البياني التالي :-

شكل (8)

مؤشر السوق العام ISX 60 للمدة (2015-2019)



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات جدول (4)

2- مؤشر عدد الأسهم Stock number index :-

هو عدد الأسهم التي يتم التداول بها بيعا وشراء خلال مدة زمنية معينة ، ويقاس هذا المؤشر اجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي خلال مدة زمنية محددة ويتم الاستدلال على هذا المؤشر من خلال (مشكور وصادق، 2019:382) :-

- ارتفاع المؤشر يدل على ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي .
 - انخفاض المؤشر يدل على انخفاض عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي .
- ويمكن توضيح مؤشر عدد الأسهم للقطاع المصرفي لسوق العراق للأوراق المالية على مدار سنوات الدراسة (2015-2019) من خلال الجدول التالي :-

جدول (5)

مؤشر عدد الاسهم للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)

(مليون سهم)

مؤشر عدد الاسهم للمدة (2015-2019)																					
2019				2018				2017				2016				2015				اسماء الشركات	ت
الفصل الرابع	الفصل الثالث	الفصل الثاني	الفصل الاول	الفصل الرابع	الفصل الثالث	الفصل الثاني	الفصل الاول	الفصل الرابع	الفصل الثالث	الفصل الثاني	الفصل الاول	الفصل الرابع	الفصل الثالث	الفصل الثاني	الفصل الاول	الفصل الرابع	الفصل الثالث	الفصل الثاني	الفصل الاول		
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	المصرف التجاري العراقي	
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	مصرف بغداد	
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	المصرف العراقي الاسلامي	
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	مصرف الاستثمار العراقي	
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	المصرف الاهلي العراقي	
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	مصرف سومر التجاري	
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	مصرف بابل	
300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	مصرف الخليج التجاري	
252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	252500	مصرف الموصل	1
400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	400000	مصرف كورنستان	1
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	مصرف اشور الدولي	1
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	مصرف المنصور للاستثمار	1
300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	300000	المصرف المنفذ للاستثمار	1
250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	225000	250000	250000	250000	250000	250000	250000	200000	200000	200000	152000	مصرف ايلان الاسلامي	1
251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	251000	المصرف الوطني الاسلامي	1
4253500	4253500	4253500	4253500	4253500	4253500	4253500	4253500	4253500	4192930	4253500	4253500	4253500	4253500	4253500	4253500	4203500	4132359	4132359	4084359	المجموع	2

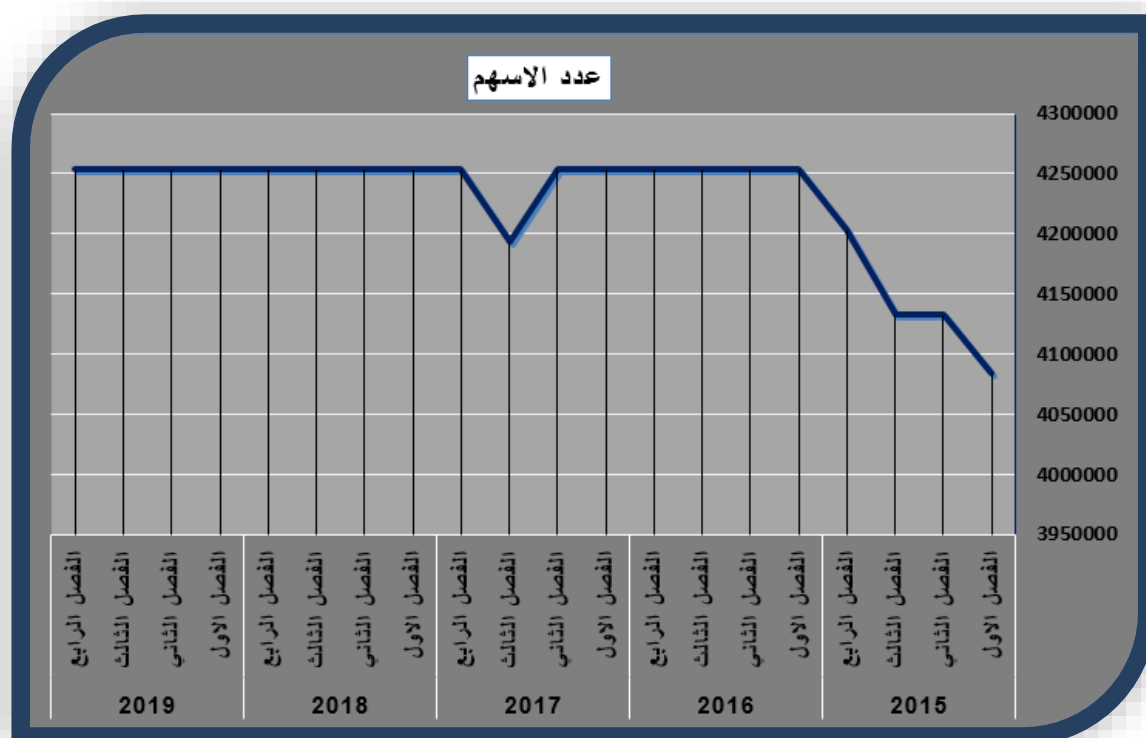
المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير الفصلية لهيأة الأوراق المالية

نلاحظ من الجدول (5) أن مؤشر عدد الأسهم كان منخفضاً في إجمالي الفصول لعام 2015 مقارنة بباقي سنوات مدة الدراسة وذلك بسبب قلة تداول الأسهم لبعض المصارف عينة الدراسة مثل مصرف إيلاف الإسلامي ومصرف بابل ، ويمكن ملاحظة الارتفاع الواضح في المؤشر في عام 2016 و 2017 و 2018 و 2019 أذ 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 الأمل لدى المستثمرين في السوق المالية ، وان ارتفاع المؤشر هو دليل على ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي والعكس عند انخفاضه .

ويمكن توضيح تطور مؤشر عدد الأسهم للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019) من خلال الشكل البياني التالي :

شكل (9)

مؤشر عدد الأسهم للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات جدول (5)

3 - مؤشر حجم التداول Volume Index :-

يعرف حجم التداول على انه قيمة الأسهم التي يتم تداولها في السوق المالي خلال مدة زمنية معينة . والسبب في تولد الحجم الكثيف من التداول هو عمليات البيع والشراء الكثيفة للأسهم في مدة معينة وتنتج عن ذلك زيادة في الطلب على الأسهم في المدة ذاتها وينتج عنه احتمال صعود الأسعار مما يعني ان المستثمرين متفائلون وان تلك الاحتمالات هي التي تدفع المزيد من المستثمرين الى الدخول للسوق المالي ومن ثم رفع الأسعار ، اما اذا لم يكن هناك تداول كبير في الأسهم فأن ذلك يؤدي الى تشاؤم المستثمرين الذي سوف يدفعهم الى تصفية مراكزهم الاستثمارية مما يسبب انخفاض الأسعار ، فاذا كان حجم التداول كبيرا فأن هذا يدل على (مشكور وصادق، 2019:382) :-

أ- انه مؤشر جيد على مستوى نشاط السوق المالي .

ب- درجة السيولة عالية .

ت- قوة السوق واحتمالات صعوده في المستقبل .

والعكس صحيح عند انخفاض حجم التداول ، ويحسب مؤشر حجم التداول من خلال المعادلة التالية :-

مؤشر حجم التداول = قيمة الأوراق المالية المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي

ويمكن توضيح مؤشر حجم التداول للقطاع المصرفي لسوق العراق للأوراق المالية على مدار سنوات الدراسة (2015-2019) من خلال الجدول التالي :-

جدول (6)

مؤشر حجم التداول للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)

(مليون دينار)

مؤشر حجم التداول للمدة (2015-2019)																					
ت	اسماء الشركات	2015				2016				2017				2018				2019			
		الفصل الاول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع	الفصل الاول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع	الفصل الاول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع	الفصل الاول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع	الفصل الاول	الفصل الثاني	الفصل الثالث	الفصل الرابع
	المصرف التجاري العراقي	7692	1024.5	599.8	1149.1	750.2	4954.1	9770.7	985.4	1302.3	5185.3	795.4	749	601.3	727.1	410	282.3	623.3	495	750.5	
	مصرف بغداد	8374.2	10287.8	5840.3	5698.4	7457.7	8392	5977.2	7961	6818.1	5908.8	6642	11985.4	7060.2	7425.5	1691.2	3166.2	4483.7	2589.3	2068.9	
	المصرف العراقي الاسلامي	1686	29359.4	53.1	7052.7	6319.7	15.4	71.6	28.2	329.5	599.3	62.4	8767.3	4486.4	5129.9	4481.4	289.5	105.6	16.4	31.7	
	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	2171.8	3843.9	1713	3595.2	1162.5	1338.1	2231.5	22913.1	4208	9390.6	1972.3	3001.6	3191.2	907.5	558.3	1129.3	523.3	218.6	257.3	
	مصرف الاستثمار 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	177.9	195.4	172.6	1242.7	
	المصرف الاهلي العراقي	30404.6	11518.1	14.7	25.1	2.5	18.3	3.6	69.6	186.5	189.4	9.2	139.6	224.2	935.7	464.9	117.6	166.3	68.3	170.1	
	مصرف سومر 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	44	29.1	81.1	103.4	
	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	191.9	92.5	19.6	-	32.9	12.8	76.1	
	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	645.5	535.2	190.1	694.5	
1	مصرف الموصل	2459.5	2896.3	1379.9	1269.3	1078.1	4376.8	9787.6	60918.2	56035.9	1223.5	5583.8	15389.3	144	133.7	11027.9	450.5	332	51.1	138.1	
1	مصرف كورنستان	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	4159.2	1402.7	3299.3	178.7	38	
1	مصرف انوار النواحي	273.7	10526	257	4852.9	78.1	89.1	82.7	157.5	835.9	63.1	169.9	67	178.9	1619.4	391.4	182	6.1	13.7	28.7	
1	مصرف المنتصرون للاستثمار	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	1301.6	977.5	544.7	553.8	
1	المصرف المتحد للاستثمار	1568.3	3038.7	16574.3	22526.8	295.9	20343.1	17550.9	533.8	1068.3	3622.1	17062.6	113.6	92	27.3	57.4	33.5	1322	182.6	531.6	
1	مصرف ايلاند الاسلامي	45.9	80.9	2	7.3	15082.1	10.5	16.8	8	33.6	16.9	9.4	3146	17.3	18.4	3.4	2.3	0.4	1.1	0.7	
1	المصرف الوطني الاسلامي	1038.9	3128.3	14545.1	724.2	9635.9	6.3	0.4	24.9	348.7	15	7272.8	25088.8	2	691.5	0.2	1019.5	14476	1262.7	23.2	
	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	26908.8	6078.8	6709.3	

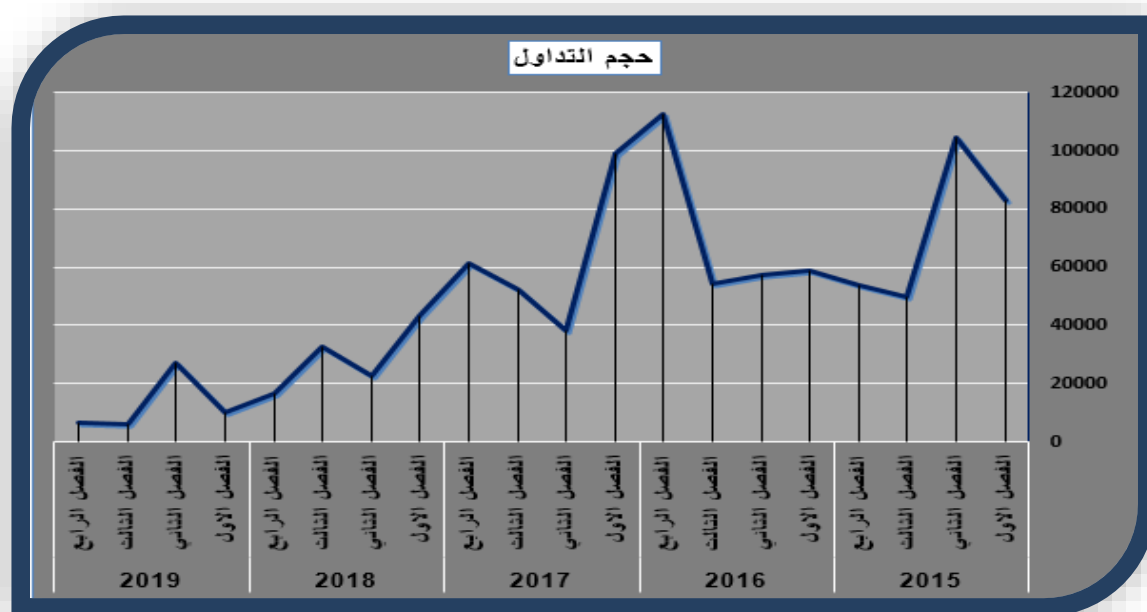
المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير الفصلية لهيأة الأوراق المالية

نلاحظ من الجدول (6) أن أقصى ارتفاع للمؤشر كان في عام 2015 ويعود سبب الارتفاع في إجمالي 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 افصح بعض المصارف عن مركزها المالي مما يسبب ابتعاد المساهمين الجدد عنها وكذلك يعود سبب الانخفاض الحاصل الذي تعرض له الاقتصاد العراقي إلى تأثيره بأسعار النفط الخام التي تدهورت في المنطقة العربية فضلاً عن تأثيره بالوضع الأمني والسياسي الذي أدت إليه مشكلات وعوائق أثرت في اقتصاد البلد ومن ثم أثرت في السوق المالي سلباً ، أذ ان انخفاض مؤشر حجم التداول دليل على قلة نشاط السوق وانخفاض سيولته .

ويمكن توضيح تطور مؤشر حجم التداول للقطاع المصرفي للمدة (2019-2015) من خلال الشكل البياني التالي :-

شكل (10)

مؤشر حجم التداول للقطاع المصرفي للمدة (2019-2015)



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات جدول (6)

4 - مؤشر عدد الشركات Number of companies index :-

هو مؤشر يقيس عدد الشركات المسجلة (المتداولة) في السوق المالي التي يتم تداول اوراقها المالية في السوق المنظمة ، إذ ان زيادة عدد الشركات المسجلة تشير الى تطور السوق المالي ، ويستخدم لبيان حجم السوق ومؤشر الأسعار ، وان هذا المؤشر يفقد دلالاته اذ لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية ، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن اجمالي القيمة السوقية لاسهم تلك الشركات صغير ، اما بالنسبة للشركات المدرجة التي لم يتم تداول اسهمها فهي تحت وصاية البنك المركزي لعدم التزامها بتعليمات التداول للسوق المالي (افتخار وقمر، 2018:177) ، ويتم الاستدلال على هذا المؤشر من خلال (الربيعي، 2017:156) :

- اذا كان مؤشر عدد الشركات مرتفعاً فإن هذا يدل على تطور السوق المالي .
- اذا كان مؤشر عدد الشركات منخفضاً فإن هذا يدل على تدهور السوق المالي .

ويمكن توضيح مؤشر عدد الشركات للقطاع المصرفي (حسب عينة الدراسة) لسوق العراق للأوراق المالية على مدار سنوات الدراسة (2015-2019) من خلال الجدول التالي :-

جدول (7)

مؤشر عدد الشركات للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)

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

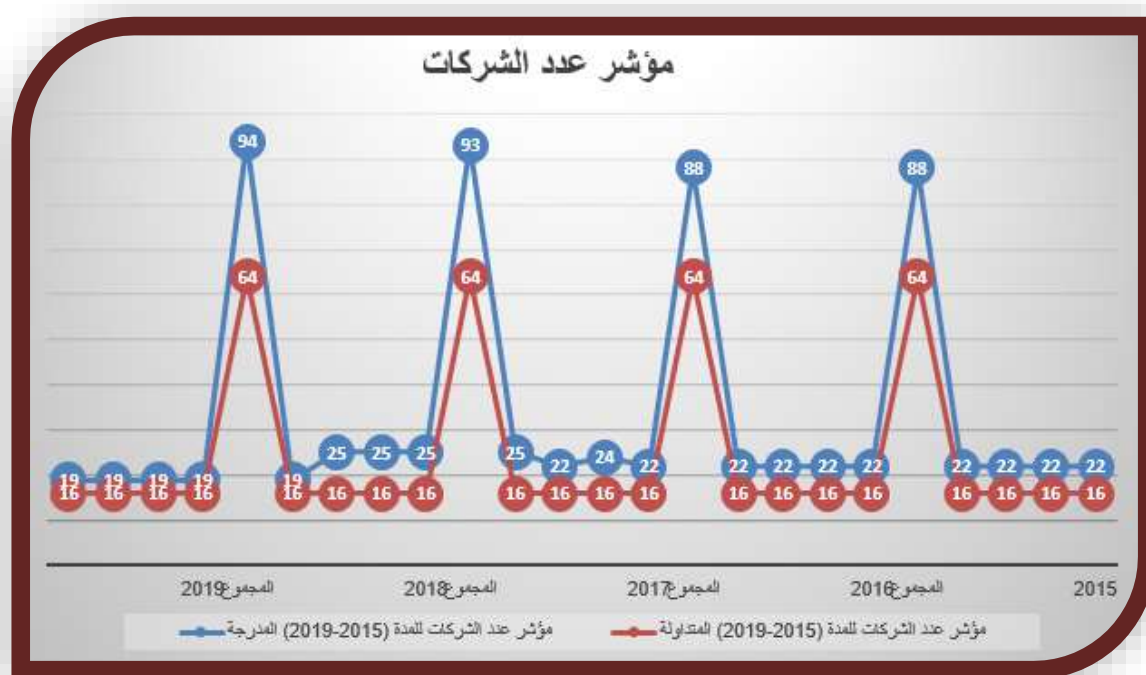
المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير الفصلية لهيأة الأوراق المالية

نلاحظ من الجدول (7) أن مؤشر عدد الشركات المسجلة حسب عينة الدراسة كانت 16 شركة متداولة ، اما بالنسبة للشركات المدرجة فنلاحظ انها تتفاوت في مدة الدراسة أذ تبين انها بلغت 88 شركة مدرجة في عامي 2015 و 2016 ، كما يبين الجدول المذكورة أنفاً زيادة واضحة للشركات المدرجة عام 2017 و 2018 إذ بلغ 93 و 94 شركة مدرجة على التوالي ، والتناقص الملحوظ عام 2019 أذ 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 .

ويمكن توضيح مؤشر عدد الشركات للقطاع المصرفي (حسب عينة الدراسة) لسوق العراق للأوراق المالية على مدار سنوات الدراسة (2015-2019) من خلال الشكل البياني التالي :-

شكل (11)

مؤشر عدد الشركات للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات جدول (7)

ثانياً :- تحليل مؤشر القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة (2015-2019)

مؤشر القيمة السوقية Market value index :-

يعبر مؤشر القيمة السوقية عن اجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية ، ويعد هذا المؤشر مؤشراً مناسباً لقياس درجة سيولة الأسواق المالية من خلال اخذ نسبتها الى الناتج المحلي الإجمالي GDP * ، وتعد زيادة تطور السوق المالي وكذلك زيادة التقدم التكنولوجي والتحرر المالي ** اسباباً لزيادة القيمة السوقية ، ويحسب مؤشر القيمة السوقية للأسهم من خلال المعادلة التالية (الشمري والجليحاي، 2019:189-188) :-

مؤشر القيمة السوقية للأسهم = عدد الأسهم نهاية المدة * سعر السهم الواحد

ويتم الاستدلال لمؤشر القيمة السوقية من خلال :-

- ارتفاع المؤشر له دلالة على كبر حجم السوق من حيث عدد الأسهم وعدد الشركات او زيادة الأسعار نتيجة اتساع حجم التعاملات المالية او الاثنين معاً .
- انخفاض المؤشر له دلالة على صغر حجم السوق من حيث عدد الأسهم وعدد الشركات او الانخفاض بالأسعار نتيجة صغر حجم التعاملات المالية او الاثنين معاً .

ويمكن توضيح مؤشر القيمة السوقية للقطاع المصرفي لسوق العراق للأوراق المالية على مدار سنوات الدراسة (2015-2019) من خلال الجدول التالي :-

* هو احد المؤشرات الاقتصادية يبين قيمة السلع والخدمات التي تم انتاجها داخل البلد خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة ويحسب بعدة طرائق مثل طريقة الانفاق وطريقة الدخل وطريقة القيمة المضافة (علي وفرحان، 2020:111-110) .

** هو رفع القيود والضوابط المفروضة على القطاع المالي داخل البلد سواء اكان على رأس المال المحلي او الأجنبي وأسعار الصرف والأسواق المالية والسماح للمستثمرين الأجانب امتلاك الأسهم المحلية (العبدلي وفاضل، 2018:290) .

جدول (8)

مؤشر القيمة السوقية للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)

(مليون دينار)

مؤشر القيمة السوقية للمدة (2015-2019)																					
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
	المصرف التجاري العراقي	167500	187500	160000	102500	95000	105000	110000	120000	137500	105000	135000	122500	110000	110000	110000	95000	115000	120000	115000	115000
	مصرف بغداد	317500	395000	375000	292500	202500	197500	190000	227500	237500	167500	282500	152500	105000	102500	72500	60000	85000	75000	75000	75000
	المصرف العراقي الاسلامي	185000	182500	170000	127500	112500	100000	112500	150000	180000	150000	141250	125000	115000	107500	87500	100000	105000	95000	100000	100000
	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	117500	177500	127500	127500	82500	85000	82500	107500	140000	95000	105000	87500	67500	45000	45000	32500	27500	25000	25000	25000
	مصرف الاستثمار العراقي	225000	237500	180000	170000	132500	125000	135000	150000	150000	135000	157500	105000	117500	97500	75000	70000	60000	57500	67500	67500
	المصرف الاطلي العراقي	212500	200000	157500	137500	105000	77500	80000	102500	135000	140000	118750	117500	107500	75000	85000	77500	95000	160000	152500	152500
	مصرف سومر التجاري	237500	237500	237500	237500	225000	225000	225000	225000	225000	225000	232150	225000	225000	225000	225000	225000	175000	157500	127500	127500
	مصرف بابل	75235	91218	71544	72500	57500	50000	75500	82500	97500	80000	73522	75000	62500	47500	47500	30000	30000	22500	27500	27500
	مصرف الخليج التجاري	261000	28500	201000	153000	123000	117000	135000	108000	159000	117000	93000	63000	57000	75000	48000	48000	39000	140000	140000	140000
1	مصرف الموصل	88375	116150	95950	63125	45450	47975	75750	141400	106050	83325	85850	80800	63125	50500	42925	40400	37875	32825	40400	40400
1	مصرف كورنيلان	692000	800000	620000	580000	432000	436000	460000	504000	504000	440000	540000	512000	520000	516000	500000	440000	440000	436000	436000	436000
1	مصرف اشور الدولي	145000	145000	137500	107500	82500	77500	70000	85000	105000	85000	103750	75000	67500	65000	62500	57500	52500	55000	60000	60000
1	مصرف المنصور للاستثمار	197500	237500	217500	217500	205000	240000	237500	247500	235000	182500	227500	197500	212500	177500	157500	150000	172500	167500	167500	167500
1	المصرف المنفذ للاستثمار	174000	186000	141000	111000	821000	63000	69000	93000	105000	78000	105000	69000	60000	140000	63000	27000	18000	15000	21000	21000
1	مصرف ايلاند الاسلامي	94240	120000	100000	80000	75000	65000	67500	72500	82500	65000	83750	75000	57500	55000	55000	45000	47500	45000	45000	45000
1	المصرف الوطني الاسلامي	366460	301200	298690	248490	235940	251000	288650	276100	288650	263550	293670	303710	301200	301200	303710	225900	163150	158130	160640	251000
2	المجموع	3556310	3643068	3290684	2828115	3032390	2262475	2395900	2719500	2863700	2402875	2844192	2440010	2187285	2250700	2029135	1828300	1649505	1633465	1850900	1850900

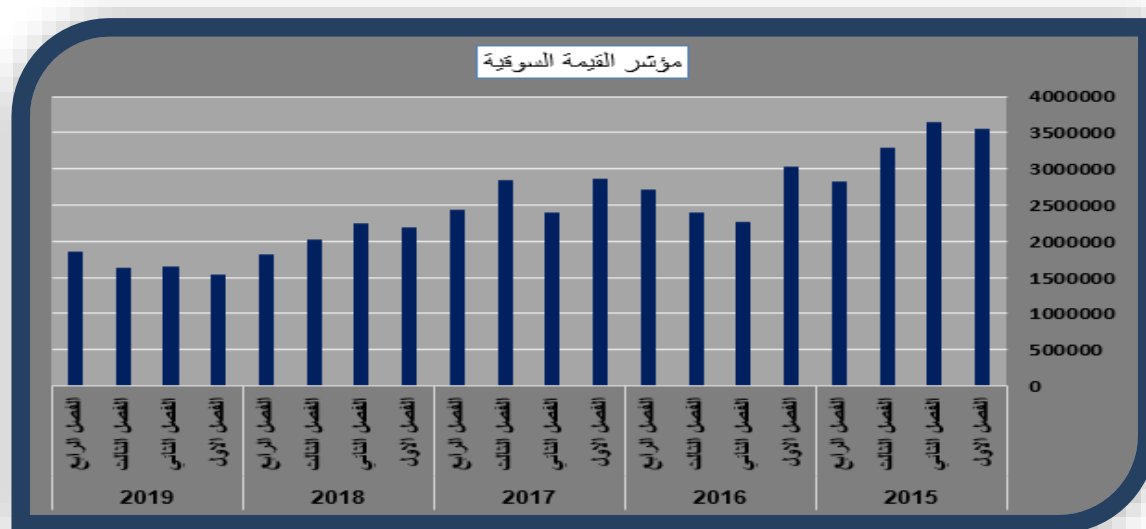
المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير الفصلية لهيأة الأوراق المالية

نلاحظ من الجدول (8) أن أقصى ارتفاع للقيمة السوقية كان في عام 2015 بسبب ارتفاعها لبعض المصارف عينة الدراسة مثل مصرف كردستان 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 لعدة أسباب منها :-

- رفع رؤوس أموال الشركات المدرجة من قبل البنك المركزي إلى 250 مليار دينار بالوقت الذي يفترق به المستثمرون للسيولة في السوق المالي مما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية (عبد واحد، 2008:3).
- الانهيار الذي تعرض له الاقتصاد العراقي لتأثره بأسعار النفط الخام التي تدهورت في المنطقة العربية فضلاً عن تأثره بتدهور الوضع الأمني والسياسي للبلاد (<http://www.isc.gov.iq>).
- 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 .
- ويمكن توضيح تطور مؤشر القيمة السوقية للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019) من خلال الشكل البياني التالي :-

شكل (12)

مؤشر القيمة السوقية للقطاع المصرفي للمدة (2015-2019)



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات جدول (8)

تُلخّص الباحثة ما سبق أن اقصى ارتفاع لمؤشرات كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية كان في عام 2015 ، ماعدا مؤشر عدد الأسهم الذي انخفض عام 2015 وازداد عام 2019 ويعود سبب هذه الزيادة نتيجة لفرض القوات الأمنية سيطرتها على الكثير من المناطق المحتلة من قبل داعش الإرهابي مما أدى إلى زيادة الامل لدى المستثمرين في السوق المالية لكن هذا لم يؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية ولم يصلح من واقع السوق المالي وهذا ما تثبته باقي المؤشرات ، كما وان اقصى انخفاض لمؤشرات الكفاءة والقيمة السوقية كان في عام 2019 ويعود ذلك إلى عدة أسباب منها الانهيار الذي تعرض له الاقتصاد العراقي لتأثره بأسعار النفط الخام التي تدهورت في المنطقة العربية ، وكذلك عدم افصح بعض الشركات عن المعلومات كافة من اجل التعرف على مركزها المالي لتجنب المخاطر التي تتعرض لها ومعرفة العوائد التي تحققها ، فضلا عن رفع رؤوس الأموال للشركات المدرجة من قبل البنك المركزي إلى 250 مليار دينار بالوقت الذي يفتقد به المستثمرون للسيولة في السوق المالي مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية وكذلك ابتعاد الشركات عن التسجيل في السوق المالي والاعتراف بها دولياً ، هذا ما يؤدي إلى ضعف السوق المالي في العراق وهو بحاجة إلى مواكبة العمل عليه لتطوره وزيادة مستوى الكفاءة فيه .

"المبحث الثالث"

اختبار وتحليل نتائج مؤشرات كفاءة أسواق المال وبيان أثرها في القيمة السوقية

تم اختبار وتحليل نتائج مؤشرات كفاءة أسواق المال ومعرفة أثرها في القيمة السوقية من خلال استخدام نموذج الانحدار الذي يجمع بين بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية (**panel data**) وبناء على ذلك سيتم توصيف النموذج القياسي للدراسة باستخدام نماذج الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية واختيار النموذج الملائم .

اولا :- توصيف النموذج القياسي للدراسة :

من اجل التحقق من فرضيات الدراسة التي تم وضعها من قبل الباحثة لابد من اختبار وتحليل هذه الفرضيات وعليه تم قياس اثر المتغيرات المستقلة { مؤشر السوق العام (x_1) ، مؤشر عدد الاسهم (x_2) ، مؤشر حجم التداول (x_3) ، مؤشر عدد الشركات المتداولة (x_4) } في المتغير المعتمد { القيمة السوقية للأوراق المالية y } اذ سوف يتم استخدام اسلوب الانحدار المتضمن أسلوب الدمج بين بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية والذي يسمى ب (**Panel data**) وهو عبارة عن مجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية ، اذ ان البيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند مدة زمنية واحدة ، في حين تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة مدة معينة ، وعليه فان المقصود ب (**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 بانه يتخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية في حد سواء وان من اهم ما يميزها ما يلي (عطية، 2016: 98) :

- 1- ان استخدام اسلوب (**Panel data**) يمكننا من التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي بدوره يؤدي إلى نتائج متحيزة .
- 2 - ان بيانات (**Panel data**) تحتوي على معلومات أكثر من تلك الموجودة في المقطعية أو الزمنية ، وعليه يمكن الحصول على تقديرات ذات ثقة اعلى وافضل ، كذلك فأن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية .

3- تتميز بيانات (Panel data) عن غيرها بامتلاكها عدداً أكبر من درجات الحرية و كذلك تكون اكثر كفاءة و أفضل .

4- ان استخدام هذه النماذج يمكننا من منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ (Heteroscedasticity) شائعة الظهور.

ثانيا : انموذج الدراسة

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 هو ميل خط الانحدار للمتغير J وان ϵ_{it} هو الخطأ العشوائي عند المشاهدة i والفترة الزمنية t

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

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

إذ يعد 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) .

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

اذ ان 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 .

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

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

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

من اجل اختبار فرضية الدراسة الرئيسية التي تنص على انه لا يوجد تأثير معنوي واضح لكفاءة سوق رأس المال في 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 باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة (PRM) ، (FEM) ، (REM) وتم التوصل الى النتائج الموضحة بالجدولين التاليين :

جدول (9)

نتائج تقدير اثر المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, X_3, X_4) في المتغير المعتمد Y

المتغيرات		النموذج		
		PRM	FEM	REM
الحد الثابت	قيمة الثابت C	848.106	1449.138	848.106
	قيمة t المحتسبة	5.38	6.45	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	10.93	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	3.19	4.23

	القيمة الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
	P			
المتغير x_4	قيمة معامل x_4	2.73951	4.56561	2.73951
	قيمة t المحتسبة	0.32	0.58	0.53
	القيمة الاحتمالية	0.752	0.653	0.729
	P			
معامل التحديد R^2		0.21	0.38	0.21
قيمة F		21.41	9.73	21.42
احتمالية Fisher		0.000	0.000	0.000

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

نلاحظ من الجدول (9) ما يلي :

أ- نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM) :

نلاحظ من نموذج PRM المقدر في الجدول المذكور انفاً أن قيمة الحد الثابت c للنموذج ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغ (0.000) كانت اقل من مستوى المعنوية (0.05) وعليه نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_1) ذي دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_1 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان اشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص في انه كلما زاد مؤشر السوق العام زادت القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_2) ذي دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_2 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الاسهم في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان 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) ذي دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_3 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان اشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر حجم التداول زادت القيمة السوقية للأوراق المالية، وكذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_4) ليس ذي دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_4 والبالغة (0.752) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الشركات المتداولة في 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 في 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 كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لها بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان النموذج المقدر ككل معنوي ، كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.21) وهذا يعني ان قيمة ما تفسره المتغيرات المستقلة قد بلغ (21%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية إما النسبة المتبقية البالغة (79%) فهي تعود إلى عوامل اخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي .

ب- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) :

نلاحظ من نموذج FEM المقدر في الجدول السابق بأن قيمة الحد الثابت c للنموذج ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغ (0.000) كانت اقل من مستوى المعنوية (0.05) وعليه نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_1) ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_1 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان اشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر السوق العام زادت القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_2) ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_2 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الاسهم في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان 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) ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_3 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان اشارة 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 (x_4) ليس ذي دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_4 والبالغة (0.563) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الشركات المتداولة في 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 في 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 كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحسوبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لها بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان النموذج المقدر ككل معنوي ، كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.38) وهذا يعني ان قيمة ما تفسره المتغيرات المستقلة قد بلغ (38%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (62%) فهي تعود إلى عوامل اخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي .

ج- نموذج التأثيرات العشوائية (REM) :

نلاحظ من نموذج PRM المقدر في الجدول السابق أن قيمة الحد الثابت c للنموذج ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغ (0.000) كانت اقل من مستوى المعنوية (0.05) وعليه نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_1) ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_1 البالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية ، كذلك نلاحظ ان اشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر السوق العام زادت القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_2) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_2 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الاسهم في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان 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) ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_3 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان اشارة 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 (x_4) ليس ذي دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_4 والبالغة (0.792) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الشركات المتداولة في 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 في 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 كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لها بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان النموذج المقدر ككل معنوي ، كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.21) وهذا يعني ان قيمة ما تفسره المتغيرات المستقلة قد بلغ (21%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (79%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي .

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

وبما ان متغير مؤشر عدد الشركات المتداولة (x_4) غير معنوي في النموذج الافضل وهو نموذج التأثيرات الثابتة لذا تم حذفه من هذا النموذج ثم تم التقدير وكما بالجدول التالي:

جدول (10)

نتائج تقدير اثر المتغيرات المستقلة (x_1, x_2, x_3, x_4) في المتغير المعتمد Y

المتغيرات		النموذج		
		PRM	FEM	REM
الحد الثابت C	قيمة الثابت C	894.951	1523.213	894.951
	قيمة t المحتسبة	16.65	8.25	18.30
	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	10.93	9.06
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000
المتغير x_2	قيمة معامل x_1	-0.00142	-0.00407	-0.00142
	قيمة t المحتسبة	-6.29	-5.88	-6.92
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000
المتغير x_3	قيمة معامل x_1	0.00418	0.00337	0.00418
	قيمة t المحتسبة	3.84	3.17	4.22
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000

معامل التحديد R^2	0.21	0.38	0.21
قيمة F	28.61	10.27	28.61
احتمالية Fisher	0.000	0.000	0.000

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

نلاحظ من الجدول (10) ما يلي :

ان قيمة الحد الثابت c للنماذج الثلاثة ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغ (0.000) كانت اقل من مستوى المعنوية (0.05) وعليه نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_1) في كل النماذج ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_1 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان اشارة المعلمة الموجبة تتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر السوق العام زادت القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (x_2) في كل النماذج ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_2 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر عدد الاسهم في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان 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) في كل النماذج ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x_3 والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول في 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 في القيمة السوقية للأوراق المالية، كذلك نلاحظ ان اشارة المعلمة الموجبة يتفق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على انه كلما زاد مؤشر حجم التداول زادت القيمة السوقية للأوراق المالية كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة في كل النماذج و تحت مستوى معنوية (0.05)

وذلك لان القيمة الاحتمالية لها بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان النماذج المقدره ككل معنوية ، كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.21) في كل من النموذجين (PRM) و (REM) (وهذا يعني ان قيمة ما تفسره المتغيرات المستقلة قد بلغ (21%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (79%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي اما بالنسبة لنموذج (FEM) فقد بلغت (0.38) وهذا يعني ان قيمة ما تفسره المتغيرات المستقلة قد بلغ (38%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (62%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي .

اذ نلاحظ ان حذف المتغير X4 لم يؤثر في النموذج المقدر وهذا دليل في انه غير مؤثر في القيمة السوقية للأوراق المالية .

د- اختيار النموذج الملائم :

بعد ان تم تقدير النماذج الثلاثة السابقة سنقوم بتحديد النموذج الأكثر ملاءمة من بينها اذ سنجري اختبارين وفي مرحلتين ،تتضمن المرحلة الأولى المقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ايهما افضل ، فإذا ما دلت نتيجة الاختبار الاول على ان النموذج التجميعي اكثر ملاءمة للبيانات نتوقف عند هذه المرحلة ويعد النموذج التجميعي هو الأكثر ملاءمة ، اما اذا أشارت النتائج لأفضلية او ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة في النموذج التجميعي فأننا سننتقل للمرحلة الثانية او الى الاختبار الثاني وهو التفضيل او المقارنة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية . وسيتم تطبيق المرحلة الأولى او الاختبار الاول من التقييم بين النماذج باستخدام اختبار F المقيد الذي يأخذ الصيغة الرياضية الموضحة فيما يلي (شروقي،2018) :-

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

اذ ان :

N : عدد المقاطع وهنا عدد البنوك

T : طول المدة الزمنية

K : عدد المتغيرات المستقلة

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

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

فإذا تمت مقارنة قيمة F المحتسبة مع قيمة F الجدولية بمستوى معنوية (0.05) ودرجة حرية البسط $(N - 1)$ والمقام $(NT - N - K)$ فإذا كانت نتيجة F المحتسبة اكبر من قيمة F الجدولية فأنا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي ان النموذج الافضل هو نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) والعكس صحيح.

فاذا ما تم رفض فرضية العدم فانه يتم تطبيق المرحلة الثانية (الاختبار الثاني) للتفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك باستخدام اختبار (Housman) والمستخدم لاختبار الفرضية الصفرية التي تقترض ملائمة نموذج التأثيرات العشوائية، مقابل الفرضية البديلة التي تقترض ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة في التقدير ، وحسب الفرضيات التالية :

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية افضل من نموذج التأثيرات الثابتة .

H_1 نموذج التأثيرات الثابتة افضل من نموذج التأثيرات العشوائية .

اذ نقبل فرضية العدم اذا كانت القيمة الاحتمالية لاحصاء اختبار كاي (χ^2) اقل من 0.05 .
اذ قامت الباحثة بحساب قيمة F المحتسبة للجدول السابق وقد بلغت (5.475) وعند مقارنتها مع قيمة F الجدولية البالغة (1.64) نلاحظ انها اكبر منها اي ان نموذج التأثيرات الثابتة 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) المقترح عام 1978 ، وتكون صيغة الاختبار في النحو الاتي(العشعوش، 2017) :-

$$H = (\hat{\beta}_{REM} - \hat{\beta}_{FEM})' [var(\hat{\beta}_{REM}) - var(\hat{\beta}_{FEM})]^{-1} (\hat{\beta}_{REM} - \hat{\beta}_{FEM})$$

وتتوزع احصاء هيوزمان توزيع مربع كاي (χ^2) بدرجة حرية (K)

إذ ان :

$var(\hat{\beta}_{REM})$: تباين معلمات نموذج التأثيرات العشوائية

$var(\hat{\beta}_{FEM})$: : تباين معلمات نموذج التأثيرات الثابتة

فاذا كانت (χ^2) المحتسبة اكبر من الجدولية اي عندما تكون القيمة الاحتمالية (prop.) اقل من مستوى المعنوية 0.05 نرفض فرضية العدم التي تنص على ان نموذج التأثيرات العشوائية افضل من نموذج التأثيرات الثابتة ونقبل البديلة التي تنص على ان نموذج التأثيرات الثابتة هو الافضل .

وتم حساب قيمة اختبار Housman باستخدام برنامج Eview.7 وكانت كما بالجدول التالي :

جدول (11)

قيمة اختبار Housman

Prob.	Chi-Sq. d.f	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.000	3	81.107	Cross-section random

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eview.7

نلاحظ ان القيمة الاحتمالية هي (0.000) وهي اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم التي تنص على ان نموذج التأثيرات العشوائية هو الافضل ونقبل البديلة التي تنص على ان نموذج التأثيرات الثابتة هو الافضل .

رابعا : قياس العلاقة طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة :

من خلال النتائج السابقة تم التوصل الى ان هناك علاقة انحدار قصيرة الامد معنوية بين { مؤشر السوق العام (X_1)، ومؤشر عدد الاسهم (X_2)، ومؤشر حجم التداول (X_3)، ومؤشر عدد الشركات المتداولة (X_4) } والمتغير المعتمد { القيمة السوقية للأوراق المالية y } ، ومن اجل معرفة هل ان هذه العلاقة زائفة ام لا؟، و ايضا هل ان هذه العلاقة تعد توازنه وطويلة المدى بين هذه المتغيرات ام لا؟. وعليه ولكي نحصل في هذه الاجابة فانه لابد من اجراء اختبارات الاستقرار للسلال الزمنية المقطعية (panel data) اولاً ثم القيام باختبار التكامل المشترك ثانياً .

1- اختبار الاستقرار لمتغيرات النموذج :

لكي يتم التأكد من استقرار نماذج سلاسل ال (panel data) لمتغيرات الدراسة سوف نقوم باختبار جذر الوحدة الخاص بالسلاسل الزمنية المقطعية ،ومن بينها الاختبارات الاتية (عطية،2016) :-

أ- اختبار (LLC) Levin ، Lin ، Chu : واساس هذا الاختبار هو اختبار DF اذ ينبثق منه وهذا الاختبار يعتمد في الفرضيتين التاليتين :

ان بيانات ال panel تحتوي في جذر وحدة : H_0

ان بيانات ال panel لا تحتوي في جذر وحدة : H_1

ب- اختبار Im، Pesaran و (IPS) Shin : وينطلق هذا الاختبار من فرضيات LLC نفسها .

ج- اختبار Hadri : تم اقتراحه من قبل الجزائري "قدور حضري" سنة 2000 ، ويتميز هذا الاختبار عن غيره من الاختبارات بأن فرضية العدم و البديلة تكونان عكس بقية الاختبارات السابقة لذا فإن نتيجته لا تظهر في برنامج (Eview.) إلا بعد طلبها وسوف يتم استخدامه اذا لم تحسم النتيجة في الاختبارين السابقين .

اذ تم استعمال الاختبارات الاول والثاني اولا من اجل التحقق من استقرارية متغيرات الدراسة وتم التوصل الى النتائج الموضحة بالجدول الاتي :

جدول (12)

نتائج اختبارات استقرارية متغيرات الدراسة

نوع الاختبار		LCC		IPS	
المتغيرات		الاحصائية المحسوبة	الاحتمالية P	الاحصائية المحسوبة	الاحتمالية P
Y	عند المستوى	-5.086	0.000	-2.299	0.011
X ₁	عند المستوى	-2.788	0.003	-2.939	0.002
X ₂	عند المستوى	-3.798	0.000	-3.129	0.001
X ₃	عند المستوى	-21.505	0.000	-12.765	0.000

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

نلاحظ من الجدول السابق ان كل الاختبارات تؤكد استقرار كل المتغيرات في مستوياتها أي ان كل متغير مستقر عند الدرجة الاولى $I(0)$ ، وتشير هذه النتيجة الى امكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة

2- اختبار التكامل المشترك :

بعد التأكد من استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات (X₃) ، X₂ ، X₁ ، Y وإن كلاً منها متكامل و من الدرجة نفسها ، يتم اختبار وجود علاقة توازنه بين هذه المتغيرات في الأجل الطويلة عن طريق اختبارات التكامل المشترك، إذ تختلف هذه الأخيرة عن مثيلاتها في السلاسل الزمنية العادية، وتعرف علاقات التكامل المتزامن من قبل Kao و Pedroni باختبار فرضية جذر الوحدة لبواقي التكامل .

أ- اختبار Pedroni : اقترح هذا الاختبار سنة 1999 وطوره سنة 2004 إذ قسمه إلى سبعة (7) اختبارات جزئية لكشف واثبات فرضية التكامل المتزامن، إذ يستدعي تطبيقها تقديراً مسبقاً للعلاقة في المدى الطويل وتصاغ فرضيته على النحو التالي (زعلان وآخرون، 2020) :-

1- عدم وجود تكامل مشترك H_0 :

2- وجود تكامل مشترك H_1 :

ترفض فرضية العدم أو تقبل من خلال نتائج أغلبية الاختبارات الجزئية ، فإذا تجاوز احتمال $P(\text{value})$ لكل اختبار 5% ترفض الفرضية الصفرية ومن ثم وجود تكامل مشترك ، والعكس صحيح.

ب- اختبار Kao: وهو الاختبار الذي قدمه kao عام 1999 لاختبار عدم التكامل المتزامن انطلاقاً من اختبارات ديكي فولر الموسع ADF معداً إياها لا تأخذ بالحسبان عدم التجانس الفردي في ظل الفرضية البديلة واستنتج هو أيضاً أن إحصائيته تخضع للتوزيع الطبيعي المختصر المركز. وتصاغ فرضيته على النحو التالي :

1- عدم وجود تكامل مشترك H_0 :

2- وجود تكامل مشترك H_1 :

ترفض فرضية العدم أو تقبل من خلال احتمال $P(\text{value})$ فإذا تجاوز 5% ترفض الفرضية الصفرية ومن ثم وجود تكامل مشترك ، والعكس صحيح .

تم إجراء اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة باستخدام اختبار Kao وكما موضح بالجدول التالي :

الشكل (13)

نتائج اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة

Kao Residual Cointegration Test		
Series: Y X1 X2 X3		
Date: 02/26/21 Time: 15:49		
Sample: 2015Q1 2019Q4		
Included observations: 320		
Null Hypothesis: No cointegration		
Trend assumption: No deterministic trend		
Automatic lag length selection based on SIC with a max lag of 4		
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel		
	t-Statistic	Prob.
ADF	-6.766319	0.0000

المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد على مخرجات برنامج Eview. 7

يتبين من خلال الشكل (13) أن قيمة prob. اقل من 0.05 وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة اي وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، مما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل لأثر المتغيرات المستقلة { مؤشر السوق العام (X_1)، مؤشر عدد الاسهم (X_2)، مؤشر حجم التداول (X_3) } في المتغير المعتمد (القيمة السوقية للأوراق المالية y) كما ان علاقة الاثر قصيرة الأجل التي تم الحصول عليها ليست زائفة .

خامسا :- قياس نموذج تصحيح الخطأ (ECM) :

بعد ان تم التأكد من وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة فإن النموذج الأكثر ملاءمة لتقدير العلاقة بينها هو نموذج تصحيح الخطأ اذ تأتي هذه الخطوة في تصميم هذا النموذج و التي تعد واحدة من أدوات التحليل القياسي والتي يضاف فيها حد تصحيح الخطأ الذي يمثل بواقي الانحدار لمعادلة الأجل الطويل للنموذج المستخدم في الدراسة بفجوة زمنية متباطئة لنموذج الفروقات، و هو ما يعرف بمعادلة الأجل القصير ، ولكن قبل ان يتم تقدير العلاقة طويلة الاجل لابد من تحديد عدد الابطاءات الامثل وكما يلي :

الشكل (14)

تحديد فترة التأخير المثلى باستخدام نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: Y X1 X2 X3						
Exogenous variables: C						
Date: 02/26/21 Time: 15:53						
Sample: 2015Q1 2019Q4						
Included observations: 288						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-11790.75	NA	4.39e+30	81.90800	81.95887	81.92838
1	-10909.64	1731.633	1.08e+28	75.90026	76.15463	76.00220
2	-10846.47	122.3840*	7.78e+27*	75.57272*	76.03059*	75.75621*

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد على مخرجات برنامج Eview. 7

وبعد تحديد فترة التأخير المثلى وهي (2)، تم تضمينها في نموذج تصحيح الخطأ ، ونتائج التقدير يلخصها الشكل الاتي :

الشكل (15)

تقدير نموذج تصحيح الخطأ للنموذج

Dependent Variable: D(Y)				
Method: Panel Least Squares				
Date: 02/26/21 Time: 13:39				
Sample (adjusted): 2015Q4 2019Q4				
Periods included: 17				
Cross-sections included: 16				
Total panel (balanced) observations: 272				
D(Y) = C(1)*(Y(-1) - 0.00012104286039*X1(-1) + 0.000146032376991*X2(-1) - 0.00559665762813*X3(-1) - 600.737251573) + C(2)*D(Y(-1)) + C(3)*D(Y(-2)) + C(4)*D(X1(-1)) + C(5)*D(X1(-2)) + C(6)*D(X2(-1)) + C(7)*D(X2(-2)) + C(8)*D(X3(-1)) + C(9)*D(X3(-2)) + C(10)				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.364753	0.029247	-12.47148	0.0000
C(2)	0.360869	0.048815	7.392579	0.0000
C(3)	-0.110394	0.048518	-2.275341	0.0237
C(4)	-4.74E-05	4.16E-05	-1.139766	0.2555
C(5)	-9.11E-07	4.02E-05	-0.022674	0.9819
C(6)	-6.16E-05	0.000419	-0.147144	0.8831
C(7)	-0.000365	0.000387	-0.942309	0.3470
C(8)	-0.001048	0.000397	-2.635476	0.0089
C(9)	-0.000803	0.000371	-2.165527	0.0313
C(10)	-16.16877	2.915165	-5.546432	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.549204	Mean dependent var	-22.64706	
Adjusted R-squared	0.505402	S.D. dependent var	59.88441	
S.E. of regression	42.11531	Akaike info criterion	10.40611	
Sum squared resid	438103.8	Schwarz criterion	10.73753	
Log likelihood	-1390.231	Hannan-Quinn criter.	10.53916	
F-statistic	12.53831	Durbin-Watson stat	2.327582	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد على مخرجات برنامج Eview. 7

اذ نلاحظ من الشكل وجود علاقة طويلة الامد لان C(1) سالبة ومعنوية كما ان هناك علاقة قصيرة الامد من خلال معنوية C(2) و C(3) و C(8) و C(9) و C(10) .

سادساً: تحليل الصدمة باستخدام دالة الاستجابة لردة الفعل Impulse Response Function :

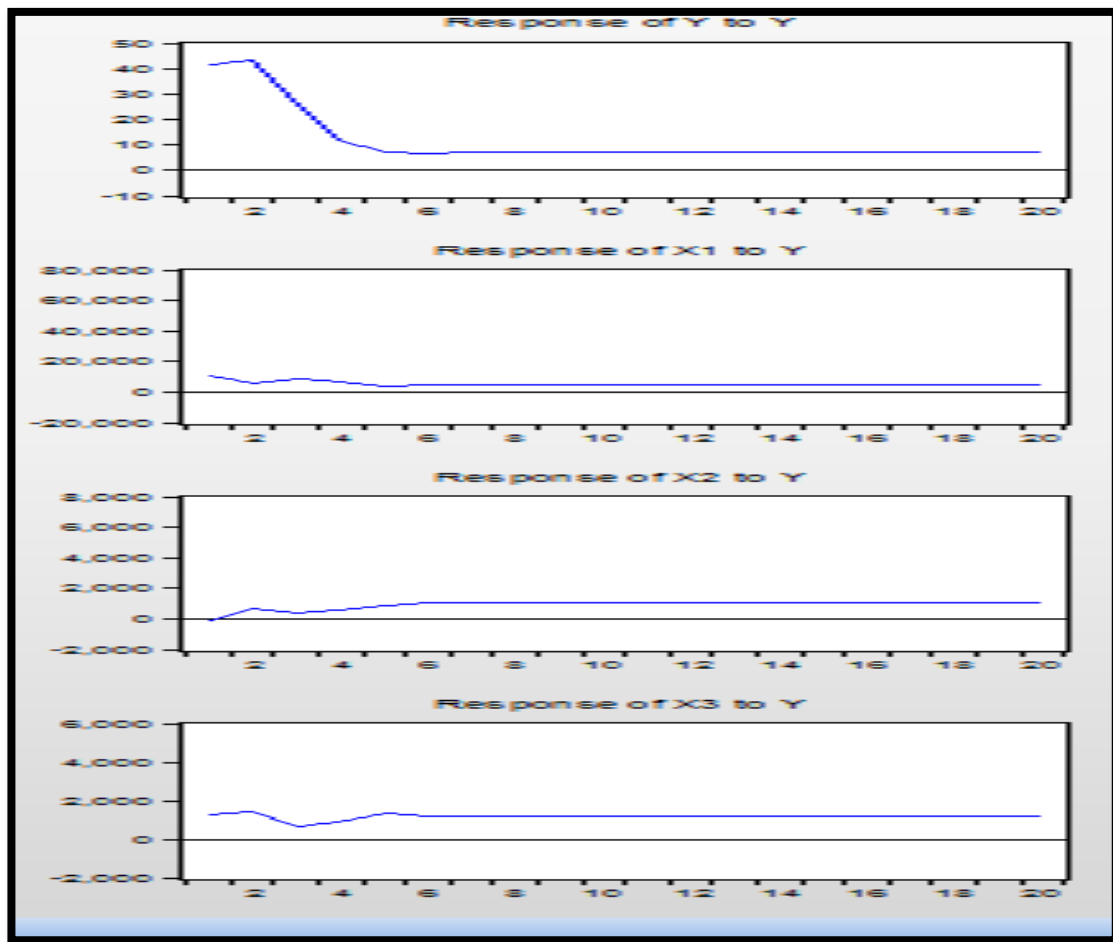
ان احد التطبيقات المهمة لنماذج VAR هي تحليل دالة رد الفعل أو الاستجابة الدفعية (Impulse Response Function) والتي من الممكن من خلالها التعرف على تأثير أي صدمة على المتغيرات

المستقلة في المتغير التابع ، مع تحديد الآثار الانتشارية لها ، أي عدد الفترات الزمنية (Time Lags) التي سوف تستمر في المستقبل حتى يضمحل أثر الصدمة عندما تؤول قيمة دالة الاستجابة إلى الصفر (عطية،2016:103) :-

بما انه تم ايجاد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وبالنحو الذي تم توضيحه في البند السابق ، قامت الباحثة بتقدير دوال ردة الفعل (IRF) من خلال نموذج VAR من اجل قياس تأثير المتغير المعتمد القيمة السوقية للأوراق المالية (z) بالصدمات المختلفة للمتغيرات المستقلة { مؤشر السوق العام (w_1) ، مؤشر عدد الاسهم (w_2) ، مؤشر حجم التداول (w_3) ، مؤشر عدد الشركات المتداولة (w_4) } وبالمتغير نفسه والمدى الزمني الذي تتعرض له حتى يتلاشى اثرها وذلك من خلال مدى زمني يتراوح بين سنة وعشر سنوات الامر الذي يعكس التفرقة بين الاجلين القصير والطويل وكما موضحة بالشكل التالي :

الشكل (16)

دوال ردة الفعل (IRF) لمتغيرات الدراسة



المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد على مخرجات برنامج Eview. 7

من خلال الشكل (16) نلاحظ ما يلي :

تظهر دوال الاستجابة اثر الاستجابة المستقبلية لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في المتغير نفسه y وباقي المتغيرات في y إذ يظهر من الشكل (16) استجابة رد الفعل لكل من المتغير المعتمد { القيمة السوقية للأوراق المالية y } والمتغيرات المستقلة { مؤشر السوق العام (x_1) ، مؤشر عدد الاسهم (x_2) ، مؤشر حجم التداول (x_3) ، مؤشر عدد الشركات المتداولة (x_4) } لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد .

إذ نلاحظ من الشكل ان صدمة على القيمة السوقية للأوراق المالية تؤدي الى حدوث تقلبات في القيمة السوقية في الفصل الثاني ثم تعود للاستقرار في الفصل الثالث من السنة نفسها وكذلك لبقية الفصول للسنوات ، كما ان حدوث صدمة في مؤشر السوق العام فانه يؤدي الى انخفاض في القيمة السوقية في الفصل الثاني من السنة الاولى ثم ارتفاع في الفصل الثالث ثم انخفاض في الفصل الرابع من السنة نفسها ثم تعود للاستقرار في بقية الفصول للسنوات اللاحقة ، كذلك فان حدوث صدمة في مؤشر عدد الاسهم يؤدي الى ارتفاع في القيمة السوقية في الفصل الثاني من السنة الاولى ثم انخفاض في الفصل الثالث ثم ارتفاع في الفصل الرابع من السنة نفسها ثم تعود للاستقرار في بقية الفصول للسنوات اللاحقة ، وأخيرا فان حدوث صدمة في مؤشر حجم التداول فانه يؤدي الى انخفاض في القيمة السوقية في الفصل الثالث من السنة الاولى ثم ارتفاع في الفصل الرابع ثم تستقر في بقية الفصول للسنوات اللاحقة.

” الفصل الرابع ”

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول : الاستنتاجات

المبحث الثاني : التوصيات

" المبحث الاول "

الاستنتاجات

- 1- يتسم الهيكل المؤسسي والاطار التنظيمي في سوق العراق بالتخلف سواء في اصدار الأسهم او تنظيم السندات ، فضلا عن عدم توفير الحماية القانونية الكافية لكسب ثقة المستثمرين .
- 2- يتصف سوق العراق بانخفاض الطلب على ادواته المالية وذلك لضعف الوعي الاستثماري للأفراد وكذلك انخفاض دخولهم .
- 3- يتسم سوق العراق بغياب الشركات صانعة السوق التي تؤدي دورا مهما في توازن مستوى الأسعار في السوق .
- 4- تدهور الأوضاع السياسية والعسكرية للبلد بشكل مستمر مما يؤثر في السوق المالي العراقي سلباً .
- 5- تعد المعلومات المحور الرئيس لكفاءة سوق رأس المال التي يعتمد عليها المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري إذ تتغير اسعار الاسهم تبعاً للمعلومات التي تصل الى السوق .
- 6- في ظل السوق الكفوء تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الحقيقية وهذا عكس السوق المالي غير الكفوء إذ سيكون هناك اختلاف بين القيمة السوقية والحقيقية .
- 7- تعد القيمة السوقية المرآة العاكسة لقيمة الشركة وتعتمد هذه القيمة على الظروف الاقتصادية العامة للبلد وكذلك الخاصة بالشركات ، إذ تحتل القيمة السوقية الجانب الاكبر من الاهتمام لكونها تمثل الاساس لنمو وتطور الشركات .
- 8- انخفاض القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة في السنوات الاخيرة بسبب الانهيار الذي تعرض له الاقتصاد العراقي لتأثره بأسعار النفط الخام التي تدهورت في المنطقة العربية وكذلك عدم افصاح بعض الشركات عن المعلومات كافة من اجل التعرف على مركزها المالي لتجنب المخاطر التي تتعرض لها ومعرفة العوائد التي تحققها ، مما يؤدي إلى ضعف السوق المالي في العراق .
- 9- من خلال اختبار فرضيات الدراسة اعتمدت نموذج الانحدار الذي يستخدم اسلوب الدمج بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية Panel data بنماذج الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي (PRM)

ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM) تم التوصل الى ان نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لمعرفة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير المعتمد .

10- اثبتت نتائج النموذج الملائم FEM ان قيمة (R^2) بلغت 0.38 من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأوراق المالية اما النسبة المتبقية التي بلغت 0.62 فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج وموجودة ضمن الخطأ العشوائي .

11- بالاعتماد على نتائج نموذج التأثيرات الثابتة FEM تبين ان جميع متغيرات الدراسة ذات تأثير معنوي ماعدا المتغير الاخير مؤشر عدد الشركات المتداولة عينة الدراسة ، وبهذا نستنتج عدم تحقق فرضيات الدراسة الثلاث الاولى التي تنص على عدم وجود علاقة ذات تأثير معنوي بين المتغيرات المستقلة (مؤشر السوق العام ومؤشر عدد الاسهم ومؤشر حجم التداول) والمتغير المعتمد (القيمة السوقية) ، وتحقق الفرضية الاخيرة التي تنص على عدم وجود علاقة ذات تأثير معنوي لمؤشر عدد الشركات المتداولة عينة الدراسة والقيمة السوقية .

12- من خلال نتائج نموذج FEM اثبتت ان المتغير الاكثر تأثيراً في القيمة السوقية هو مؤشر السوق العام والمتغير الذي لم يؤثر في القيمة السوقية هو مؤشر عدد الشركات المتداولة عينة الدراسة .

" المبحث الثاني "

التوصيات

- 1- للارتقاء والنهوض بواقع سوق العراق للأوراق المالية لابد من ضرورة معالجة القصور في مجال نقص المعلومات والافصاح المالي وعنصر الشفافية ونشر البيانات والمعلومات الكافية لزيادة ثقة المستثمر وذلك من خلال ضرورة الزام الشركات بنشر بيانات فصلية ودورية كاملة والتوجه نحو نشرها من خلال شبكة الانترنت لسهولة التعامل والتعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة .
- 2- ضرورة كفاءة الادارة لسوق العراق للأوراق المالية لضمان التنظيم الصحيح للسوق .
- 3- ضرورة توافر نظم حديثة للاتصالات ونشر المعلومات وكذلك وجود مؤسسات وساطة مالية كفوءة لسوق العراق للأوراق المالية .
- 4- ضرورة وجود هيئة رقابية فعالة في سوق العراق للأوراق المالية تعزز الدور الرقابي للسوق المالي العراقي بما يتلاءم مع المعايير الدولية لغرض اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح .
- 5- تشجيع دخول رؤوس الأموال الأجنبية لسوق العراق للأوراق المالية بما يعزز الاستثمار الأجنبي غير المباشر مما يسهم في تطور السوق المالي العراقي .
- 6- استخدام مبدأ تنويع الأدوات الاستثمارية في السوق المالي العراقي لتحقيق هيكل اقتصادي متزن مما يسهم في تخفيض المخاطر الاستثمارية لان سوق العراق للأوراق المالية يقتصر في تعامله على الأسهم فلا يمكن انشاء محفظة استثمارية متنوعة .
- 7- ضرورة تقليل رؤوس الأموال من قبل البنك المركزي العراقي (اقل من 250 مليار دينار) والسماح للشركات بالتسجيل في سوق العراق للأوراق المالية وذلك لإتاحة فرص استثمارية جديدة .
- 8- ضرورة تخفيض كلفة المعاملات والضرائب على الشركات داخل سوق العراق للأوراق المالية مما يعزز كفاءة سوق رأس المال .

9- 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 .

10- اجراء دراسات مكملة تتضمن باقي مؤشرات كفاءة الأسواق المالية التي لم يتم ذكرها في انموذج هذه الدراسة وذلك لقياس اثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية .

المصادر والمراجع

اولاً: المصادر العربية

القرآن الكريم

أ- الكتب العلمية :

- 1- احمد، ازهري الطيب الفكي ، اسواق المال ، الطبعة الاولى ، دار الجنان للتوزيع والنشر ، الاردن ، 2017.
- 2- بن عيد ، فهد ، باطويح ، محمد عمر ، ادارة المخاطر "ادارة الخطر ابتكار وتطوير"، مكتبة افاق للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى ، 2010.
- 3- التميمي ، ارشد فؤاد ، الاسواق المالية " اطار في التنظيم وتقييم الادوات "، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، الاردن، 2010.
- 4- الخيكاني ، نزار كاظم ، الموسوي، حيدر يونس، السياسات الاقتصادية : الاطار العام واثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ، عمان ، الاردن ، 2015.
- 5- الزرري ، عبد النافع عبد الله ، فرح ، غازي توفيق ، الاسواق المالية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، الاردن، 2001.
- 6- الشمري، مايح شبيب ، كاظم ، حيدر جواد ، تقييم قرارات الاستثمار " النظرية والتطبيق " مؤسسة النبراس للطباعة ، الطبعة الاولى ، العراق ، 2017.
- 7- شندي ، اديب قاسم ، الاسواق المالية الفرص والمخاطر ، دار الميزان للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، العراق ، 2013.
- 8- العارضي ، جليل كاظم مدلول ، الادارة المالية المتقدمة ، دار صقاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، الاردن، 2013.
- 9- الغالي، بن ابراهيم ، عدنان ، بن ضيف محمد ، الاسواق المالية الدولية ، تقييم الاسهم والسندات ، دار علي بن زيد للطباعة والنشر ، الطبعة الاولى ، 2019.
- 10- قدوس ، عبد الكريم، الادارة المالية المتقدمة ، دار حراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية ، 2015.
- 11- موسى ، شقيري نوري ، نور ، محمود ابراهيم ، ذيب ، سوزان سمير ، المؤسسات المالية المحلية والدولية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ، الاردن ، 2011.

ب- الرسائل والاطاريح الجامعية :

- 1- اسماء ، بركاوي ، مدينة ، بوشنة ، أثر المخاطر غير النظامية على أداء المؤسسة الاقتصادية " دراسة حالة بنك البحرين الإسلامي للفترة " (2008- 2017) ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر ميدان علوم اقتصادية والتسيير، وعلوم تجارية ، تخصص : مالية المؤسسة ، 2018.
- 2- بن حاسين ، بن اعمر ، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية- أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية ، جامعة أبي بكر بلقاوي - د تلمسان - كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، 2013 .
- 3- بن دهان ، جلال ، دور الاسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية ، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير ، تخصص : مالية ، تأمينات وتسيير المخاطر ، جامعة العربي بن مهيدي- ام البواقي ،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير – قسم علوم التسيير ، 2013.
- 4- بن الضب ، علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة : دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص : مالية المؤسسة ، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية – قسم علوم التسيير ، 2009.
- 5- بوتمر ، لبنى ، بوعريوة ، مديحة ، اختبار كفاءة سوق رأس المال في الصيغتين الضعيفة وشبه القوية – دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية 2008-2014 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي تخصص: نقود ومالية دولية، جامعة محمد الصديق بن يحيى – جيجل – كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، 2015.
- 6- بوعباش ، وفاء ، بهناس ، عفاف ، دور الافصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال - دراسة تحليلية – ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير ، تخصص: محاسبة وإدارة مالية ، جامعة محمد الصديق بن يحيى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير، 2015.
- 7- بن محياوي، سميرة ، دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية : دراسة حالة بعض الدول العربية ، أطروحة 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، 2015.

- 8- حسن ، علي، تحليل الحركة العشوائية لأسعار الاسهم في ظل كفاءة سوق الاوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية) ، أعدت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المصارف والتأمين، جامعة دمشق كلية الاقتصاد قسم المصارف والتأمين، 2014.
- 9- حمد ، عذراء خليفة ، 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، 2018.
- 10- رابع ، حريزي ، سوق الاوراق المالية (البورصة) والادوات المالية محل التداول فيها ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون جامعة منتوري قسنطينة ، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، تخصص : قانون الاعمال ، 2010 .
- 11- رشيد ، بوكسان، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006.
- 12- ريمة ، برارمة ، 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 ، كليه العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، 2019.
- 13- الأزهر ، بن دحان الياس ، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي دراسة حالة : " الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص: اقتصاد دولي ، جامعة محمد خيضر - بسكرة - كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية قسم العلوم الاقتصادية ، 2013.
- 14- الزيدي ، اياد فلاح حسن، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الاداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي ، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك - كلية الادارة والاقتصاد قسم الاقتصاد ، 2009.
- 15- السبيعي ، بداح محسن ، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية (دراسة اختبارية) ، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة جامعة الشرق الأوسط ، كلية الأعمال ، قسم المحاسبة ، 2012.

- 16-** سلطان ، مونية ، 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 والاسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة - قسم العلوم الاقتصادية ، 2015.
- 17-** سليم ، قط ، مفاضلة الاستثمار بين سوق الاوراق المالية المعاصرة وسوق الاوراق المالية الإسلامية "دراسة مقارنة" ، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : نقود وتمويل ، جامعة محمد خيضر – بيسكرة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، 2016.
- 18-** سمية ، بلجبلية، اثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006 ، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير فرع تسيير المؤسسات ، جامعة منتوري قسنطينة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، قسم علوم التسيير، 2010.
- 19-** سميرة ، لطرش ، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم 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، 2010.
- 20-** سويسى ، هوارى ، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2008.
- 21-** الشعрани ، بشار، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية) ، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في الاسواق المالية، جامعة دمشق – كلية الاقتصاد قسم المصارف والتأمين ، 2015.
- 22-** شنك ، أسامة محمد ، العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان (دراسة اختباريه) ، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة ، قسم المحاسبة كلية الأعمال جامعة الشرق الأوسط – 2018.
- 23-** العارضي ، نورس كاظم عبيد، استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للأسهم- دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية ، رسالة مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد – جامعة القادسية وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم المحاسبة ، 2017.

- 24-** عادل ، سلماني ، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على ادوات الاستثمار في سوق رأس المال الاستثماري "دراسة حالة ماليزيا" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص : اسواق مالية وبورصات ، جامعة محمد خيضر – بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية ، 2014.
- 25-** عبد الحق ، احمد شيشي ، محمد ، بن زية ، دور الاسواق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية – دراس حالة بعض الدول العربية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر اكايمي في العلوم الاقتصادية ، تخصص : مالية ونقود ،جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم اقتصادية ،2017.
- 26-** عبد الله ، وليد عبد الحميد محمد ، 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 الادارية – جامعة الازهر – غزة، 2018.
- 27-** عبيدات ، سامر فخري محي الدين ، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية (دراسة تطبيقية في بورصة عمان) ، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات نيل درجة الماجستير في التمويل والمصارف من كلية ادارة المال والاعمال في جامعة آل البيت ، 2008.
- 28-** عبير ، بوضياف ، سوق الاوراق المالية في الجزائر ، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS تخصص مالية ، جامعة منتوري قسنطينة ، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، 2007.
- 29-** عطية ، عبدالسلام ، اثر الصادرات النفطية على النمو الاقتصادي (دراسة قياسية لدول منظمة الاوبك خلال الفترة 2000-2014) ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في الاقتصاد القياسي ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة - الجزائر - 2016.
- 30-** عمران ، مجد ، العلاقة بين درجة المخاطرة المنتظمة لحقوق الملكية (بيتا) والمتغيرات المالية (دراسة تطبيقية على بورصة عمان للأوراق المالية وامكانية الاستفادة منها في سورية) ، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ، جامعة دمشق – كلية الاقتصاد قسم المصارف والتأمين ، 2014.
- 31-** الفالوجي ، محمد يوسف عنتر ، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف : دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة (2004-2005) ، قدمت هذه الدراسة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل ، الجامعة الاسلامية – غزة ، كلية التجارة ، قسم المحاسبة ، 2007.

- 32-** الكندي ، حسين هادي عباس، (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 ، 2019.
- 33-** لطيفة ، عبدلي ، دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية " دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته SCIS سعيدة ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص : إدارة الأفراد وحوكمت الشركات ،2012.
- 34-** لولو ، شعبان محمد ، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين" ، قدم هذا البحث استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل ، الجامعة الإسلامية - غزة ، كلية التجارة ، برنامج المحاسبة والتمويل، 2016.
- 35-** المياح ، شيماء شاكر محمود ، قياس متطلبات التمويل ودورها في تحسين القيمة السوقية للمصرف دراسة تطبيقية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (2005-2017)، رسالة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ، جامعة كربلاء كلية الإدارة والاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية ، 2019.
- 36-** محمداً ، عوامر، ادارة مخاطر المحفظة المالية "استخدام اسلوب البرمجة التربيعية " دراسة تطبيقية على محفظة الاوراق المالية في السوق المالي السعودي " مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير (اكاديمي) في العلوم الاقتصادية، تخصص : مالية وإدارة مخاطر ، جامعة بو ضياف ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، قسم العلوم الاقتصادية ، 2015.
- 37-** مفيدة ، سلطاني، لمياء ، زريف، كفاءة الاسواق المالية وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة سوق الاسهم السعودي للفترة الممتدة من 2004-2013 ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير فرع علوم مالية : تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - قسم علوم التسيير ،2014.
- 38-** الموسوي، سيف ثائر، اثر متغيرات السياسة المالية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2019-2004، رسالة قدمت إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة البصرة وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ، 2021 .

39- نعيمة ، خضراوي ، ادارة المخاطر البنكية "دراسة مقارنة بين البنوك التقليدية والاسلامية" حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية وبنك البركة الجزائري ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، قسم ، نقود وتمويل ، جامعة محمد خيضر ، 2009.

40- هولي ، رشيد، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة - دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة منتوري – قسنطينة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير ، فرع : إدارة مالية ، 2011.

41- الياسين ، احمد عبد الكريم محمد، دور المتغيرات الجزئية في تحديد القيمة السوقية للاسهم دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2015 – 2018 ، رسالة قدمت إلى مجلس كلية الادارة والاقتصاد - جامعة البصرة وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ، 2019.

ج- الدوريات والبحوث :

1- احمد ، شحاتة عبد المنطلب حسن ، مدى مشروعية التعامل بالاسهم والسندات من منظور الفقه الاسلامي مجلة كلية الدراسات الاسلامية والعربية للبنات بكفر الشيخ، العدد 2 – المجلد 5 ، 2018 .

2- احمد، احمد حمدي ، عبد، اياد حماد، دور سوق العراق للأوراق المالية في تخفيض نسبة البطالة ، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية ، العدد الثاني ، 2008 .

3- بخت ، ماهر عبدالرحيم سلمان ، أثر الفصاح المحاسبي في كفاءة سوق الخرطوم للوراق المالية (دراسة حالة سوق الخرطوم للوراق المالية) ، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا كلية الدراسات العليا ، 2009.

4- بن بوزيان ، محمد ، جديدين ، لحسين ، كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية – العدد 2 ، 2013.

5- بني عيسى ، محمد محمود ، البدارين ، عبد الله محمد ، كفاءة الاسواق المالية الاسلامية ، المجلة الاردنية للعلوم الاقتصادية ، العدد 2 – المجلد 6 ، 2020.

6- بلال ، زروق عثمان ، العمري ، محمد عامر ، اثر خصائص المعلومات المحاسبية على جودة اتخاذ القرارات ، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية ، المجلد 27 – العدد 3 ، 2019.

- 7- التميمي ، عباس فاضل رسن، التضخم وانعكاسه على العائد والمخاطرة ، مجلة اهل البيت ، العدد 24-2019.
- 8- جاسم ، ايمان عبدالله ، عبد اللطيف ، اركان ، الاوراق المالية (الاسهم والسندات) ، مجلة العلوم الاسلامية ، العدد 22 ، 2014.
- 9- جاسم ، ماجد جودة ، اثر المخاطرة الكلية في العائد على الموجودات والعائد على حق الملكية (دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة) ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، المجلد 17 – العدد 62 ، 2019.
- 10- الحسناوي ، سالم صلال راهي، العبادي ، هشام عبد الخضر سكر، دراسة السير العشوائي لمؤشر السوق ISX60 في سوق العراق المالي ، مجلة كلية الادارة والاقتصاد ، المجلد 13 ، العدد 52 ، 2019.
- 11- الداوي ، خيرة ، غريب ، بولرباح ، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات ، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية – عدد 7 ، 2017.
- 12- دحماني ، نور الهدى ، دور سوق الاوراق المالية في النمو الاقتصادي : دراسة حالة الجزائر ، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات - العدد 37 ، المجلد 1 ، 2015 .
- 13- الدهلكي ، احمد جواد ، تأثير تصنيف CAMELS في القيمة السوقية للسهم العادي "بحث تحليلي في عينة من المصارف العراقية" ، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية ، المجلد 1، العدد 30 – 2018.
- 14- الربيعي ، حاكم محسن محمد، الجرجري ، زهراء جار الله حمو، سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها في العائد والمخاطرة /دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي لمفترزة من 2006 إلى 2013 ، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 12 ، العدد 84- 2016.
- 15- الربيعي ، رجاء خضير عبود موسى ، كفاءة أسواق المال في البلدان الخليجية مع إشارة خاصة للعراق دراسة تحليلية للمدة (2007 – 2014) ، مجلة كلية الادارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والادارية والمالية، المجلد 9 – العدد 1، 2017 .
- 16- الزبيدي ، شذى عبد الحسين ، تحليل سلوك اسعار الاسهم باستعمال نموذج السير العشوائي : دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية ، جامعة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية ، المجلد 41 - العدد 2 ، 2012.
- 17- الزبيدي ، فراس خضير، العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم (دراسة على عينة من شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية) ، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية ، المجلد 16 – العدد 2 ، 2014.

- 18- زعلان ، ريسان عبد الامام ، استعمال اسلوب panel data لقياس اثر بعض العوامل على الامان المصرفي دراسة تطبيقية على عينة من المصارف التجارية في العراق ، مجلة الادارة والاقتصاد ، المجلد 9 ، العدد 35 ، 2020.
- 19- السبهاني ، عبد الجبار حمد الاسهم والتسهيم ، المجلة الاردنية في الدراسات الاسلامية ، المجلد 5 – العدد (1/3) ، 2009.
- 20- سراج ، عبد الله حمود ، اهمية خصائص المعلومات في بناء اختيار قرارات المنظمة ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 4 ، 2005.
- 21- الشمري ، كمال كاظم جواد ، الجليحاوي ، جهاد فيصل جهاد ، صناديق الاستثمار وانعكاسها على مؤشر القيمة السوقية للاسهم "دراسة تجربة المملكة العربية السعودية" للفترة 2000-2017، مجلة جامعة بابل للعلوم المصرفية والتطبيقية، المجلد 27 ، العدد 4 – 2019.
- 22- شروقي ، زين الدين ، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية ، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة ، العدد 3 ، 2018.
- 23- شندي ، اديب قاسم، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، 2013 .
- 24- صادق ، زهور عبد السلام ، مشكور ، سعود چايد ، العلاقة بين سياسات توزيع الارباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول " دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة الدنانير ، العدد 15 – 2019.
- 25- صالح ، مفتاح، فريدة، معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث - عدد 7 ، 2010.
- 26- صالح ، هلال يوسف ، إسماعيل ، إبراهيم يعقوب ، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية "دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية" ، مجلة العلوم الاقتصادية ، المجلد 17 – العدد 2 ، 2016.
- 27- الصبيحي ، نوري محمود احمد ، عبدالكاظم ، محمد راضي، تقويم اداء المصارف باستخدام مؤشر العائد على الاستثمار دراسة لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة كلية المأمون ، العدد 35 - 2020 .
- 28- عبد الرحمان ، نعجة ، هوارى ، مغنية ، بختى ، زوليخة ، "قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتأثيرها على سلوك المستثمرين" حالة مؤشرات داو جونز الإسلامية (DJIM) ، مجلة اقتصاديات المال والاعمال JFBE ، 2017.

- 29-** عبد الصاحب ، ايفان سمير ، شمخي ، حمزة محمود، تأثير التغير في قيمة المبيعات في القيمة السوقية للاسهم - دراسة تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في مؤشر (Dow Jones) ،المجلد 18 - العدد 81 ،2020.
- 30-** عبدالحكيم ، هشام طلعت، حسن ، انوار مصطفى، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) "دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية"، العدد 81 - 2010.
- 31-** عيسى ، جبار صحن ، اثر بعض مؤشرات القيمة وفرص النمو في سيولة السهم لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة من (2008- 2013) ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 50 – 2017.
- 32-** العسكري ، فرج احمد ، المحمودي ، علي محمد ، تقييم كفاءة سوق الاوراق المالية الليبي : دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية للفترة من 2012/03/1 م الى 2013/04/30 م ، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية – المجلد/العدد 10 ، 2017.
- 33-** العشعوش ، ايمن ، اختبارات جذر الوحدة لبيانات البائل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق عملي على عينة من الدول النامية ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية ، المجلد 39، العدد 5 ، 2017.
- 34-** الفضل ، مؤيد عبد الحسين ، عطية ، سجاد محمد، تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط "دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية" ، مجلة مركز دراسات الكوفة: مجلة فصلية محكمة ، العدد 42 – 2016.
- 35-** فاضل ، حميد طالب ، تحليل مؤشرات التحرر المالي في العراق للمدة (1990-2015) ، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية العدد 105 المجلد 24 ، 2018.
- 36-** فرحان ، محسن عويد ، علي ، منعم حسين ، دور السياسة النقدية في تكوين رأس المال الثابت في القطاع الصناعي وأثره على الناتج المحلي الاجمالي في العراق خلال المدة (1990 -2017) ، المجلد 4 - العدد 10 ، 2020 .
- 37-** الكراسنة ، إبراهيم، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات ، معهد السياسات الاقتصادية - صندوق النقد العربي ،2010.
- 38-** لطرش ، سميرة، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال ، مجلة العلوم الانسانية ، العدد 32 – المجلد أ ، 2009.

- 39** لياس ، يايسي ، أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم " دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر ، تونس والمغرب " ، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية – دراسات اقتصادية المجلد 1 – العدد 1 ، 2018.
- 40** الليلة ، ميسون علي حسين، تحليل واقع العمل في سوق العراق للأوراق المالية (بحث ميداني) ، مجلة كلية الادارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والادارية والمالية، المجلد 6 – العدد 4 ، 2014 .
- 41** الموسوي ، سعدي احمد حميد، الضرب ، حسني عبد الحسن علي ، العائد والمخاطرة وانعكاسهما على الاداء المالي "دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية العراقية للمدة من 2006-2015، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية ، المجلد 14 – العدد 3 ، 2017.
- 42** المياح ، شيماء شاكر محمود، البناء ، زينب مكي ، قياس متطلبات التمويل ودورها في تحسين القيمة السوقية للمصرف : دراسة تطبيقية في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005- 2007 ، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 15- العدد 61، 2019.
- 43** محصول ، نعمان ، محرز ، نور الدين ، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة ، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي ، المجلد 15 - العدد 2 ، 2018.
- 44** محمد ، بنية ، 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 للفترة من 2010-2014 ، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية ، المجلد 7 – العدد 2 ، 2017.
- 45** مسعداوي ، يوسف، كفاءة الاسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد 42 - 2014.
- 46** مناحي ، افتخار محمد ، قمر ، سيف الدين هاشم ، المؤشرات المالية المؤثرة على اداء الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للعام 2016 باستخدام نموذج الانحدار اللوجستي الثنائي ، مجلة الدنانير ، المجلد 1، العدد 13 – 2018.
- 47** وديع، أسامة وجدي، كفاءة الأسواق المالية : دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية – مصر ، العدد 2 ، 2018.
- 48** ياسين ، حفصي بونبعو ، خير الدين ، بلحمري ، قياس كفاءة سوق الاوراق المالية واثرها على التنمية الاقتصادية : دراسة قياسية للسوق المالي الاردني خلال الفترة (2000-2016) ، مجلة الاقتصاد الجديد ، المجلد 10- العدد 3 ، 2019.

- 49-** يوسف ، رواء أحمد ، عبد الله ، رغد رياض ، تأثير التمويل الداخلي على القيمة السوقية للشركات "دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية" للفترة من (2010-2016) ، المجلد 15 - العدد 48 ، 2019.

د- شبكة الانترنت :

- 1- الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية <http://www.isx-iq.net> .
- 2- الموقع الرسمي لهيئة العراق للأوراق المالية <http://www.isc.gov.iq> .
- 3- الموقع الرسمي للبنك المركزي العراقي <http://cbiraq.org> .

ثانياً : المصادر الاجنبية

A- The scientific books:

- 1- Brandimarte, Paolo, An Introduction to Financial Markets A Quantitative Approach, 1st, John Wiley & Sons, River Street ,Hoboken ,NJ07030 ,USA ,2018.
- 2- Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael C, Financial Management: Theory and Practice, 14th University of Florida, 2014.
- 3- Brigham, Eugene F, Houston, Joel F, Fundamentals of Financial management, 9th, University of Florida, 2017.
- 4- Fabozzi , Frank j , Pamela Peterson drake , The Basics of Finance (An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management) , 2nd , University of United States , 2010.
- 5- Fabozzi , Frank j , Pamela Peterson drake , Finance Capital Markets, Financial Management, and Investment Management) , 2nd , University of United States , 2009.

- 6- Melicher , Ronald W, Norton , Edgar A , Introduction to Finance Markets, Investments, and Financial Management , 16th , University of Colorado at Boulder , **2017** .
- 7- Mishkin, Frederic S, The economics of money ,banking, and financial markets, 7th , Columbia University, **2004**.
- 8- Jordan, Bradford D, Ross, Stephen A, Essentials of Corporate Finance, 9th, University of Southern California, **2017**.
- 9- Saunders, Anthony, Cornett, Marcia Millon, Financial Markets and Institutions, 5th New York University, **2012**.
- 10- Pilbeam Keith, Finance and Financial Markets , 3th , University of London ,**2010**.

B- Doctor dissertations and master thesis:

- 1- Aadullazade , Zaur , 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 , **2020**.
- 2- Ahmed, Yousef Atef, The impact of combining between fundamental and technical analysis on the decision of investors at the currency market (Forex)(An applied research on the Forex experts at Fx Pro, Markets and Amana Capital companies) , This Thesis is submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Master Degree of Business Administration , **2016**.
- 3- Hadjhamou , Sarah, 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, **2020**.

- 4- Zhang , Lina, Li , Qian , Comparing CAPM and APT in the Chinese Stock Market , Umea School of Business Spring semester 2012 Master thesis, **2012.**

C- Periodicals:

- 1- Adam , Mustafa Hassan Mohammad, Financial markets: The recent experience of a developing economy, SAVINGS AND DEVELOPMENT - No 1 - 2009 – 15 , **2018.**
- 2- Al – Jlehwawi , Jihad Faisal Jihad , Al – Shimmari , Kamal Kadhum Jawad , Mutual Funds and their Reflection on the Market Value Index of the Stocks (the study of the experience of the Kingdom of Saudi Arabia for the period 2000- 2017) , Journal of University of Babylon for Pure and Applied Sciences ,Vol.(27), No.(4): **2019.**
- 3- Alajbeg , Denis , Zoran Bubas , 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 , **2012.**
- 4- Al-Zaubia , Khaled , Al-Nahlehb , Marwan , Financial Markets Efficiency: Empirical Evidence form some Middle East & North Africa Countries (MENA) , International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 49 , **2010.**
- 5- Amiri , Ali, Ravanpaknodezh , Hamid , The study of issuance of stocks in venture companies listed in Tehran Stock Exchange , AIMI Journals Marketing and Branding Research 3(2016) 166-178 , **2016.**
- 6- Anusha , K , Murugan , A , Evaluate Intrinsic Value of Stock Using Decision Tree Algorithm , Alochana Chakra Journal Volume 4 , Issue 5 , **2020.**

- 7- Aslanishvili , Davit , Capital Market of Georgia: The Reasons of Fail, The Asian Institute of Research Journal of Economics and Business Vol.3, No.2, 2020: 857-867 ISSN 2615-3726 , **2020**.
- 8- Baresa , Suzana , Sinisa , Bogdan , Zoran , Ivanovic , Strategy of stock valuation by fundamental analysis , UTMS Journal of Economics , Vol. 4, Issu. 1 , **2013**.
- 9- Baresa , Suzana , Bogdan , Sinisa , Strategy of stock valuation by fundamental analysis , UTMS Journal of Economics 4 (1): 45–51. **2012**.
- 10- Bawono , Andy Dwi Bayu, Ramadhanti, Mila , Kurniawati , Lintang , Earnings and Cash Flow Information on Its Value Relevance by The Book Value , JURNAL Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia , Vol.5 No.1 , **2020**.
- 11- Bhabha , Javed Iqbal , Khan , Muhammad Saqib , Role of Financial Markets on the Financial Development and the National Exchequer: A Review of Literature , Journal of Economics and Sustainable Development, Vol.6, No.1, **2015**.
- 12- Chukwuemeka , Ekenta , Application of Capital Asset Pricing Model (CAPM) on Real Property Investment in Nigeria , International Journal of Business & Law Research 4(1), **2016**.
- 13- Dash , Sisir Ranjan , Dash , Srinibash , 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 , **2017**.
- 14- El khodary , Ihab , A Decision Support System for Technical Analysis of Financial Markets Based on the Moving Average Crossover , World Applied Sciences Journal 6 (11): 1457-1472, 2009 ISSN 1818-4952 , **2009**.

- 15-** Giglio , Ricardo , Gleria , Iram , Efficiency of financial markets and algorithmic complexity . Journal of Physics: Conference Series 246 (2010) 012032 . doi:10.1088/1742-6596/246/1/012032 , **2010**.
- 16-** Gohel , Pratik, Radhika , Parmar , Parmar , Chetna , A COMPARATIVE ANALYSIS OF SELECTIVE COMPANIES: USING CAPITAL ASSET PRICING MODEL , INTERCONTINENTAL JOURNAL OF FINANCE RESEARCH REVIEW ISSN:2321-0354 - ONLINE ISSN:2347-1654 - PRINT - IMPACT FACTOR:0.604 VOLUME 2, ISSUE 11, **2014**.
- 17-** Hidayat , Widi , Amalia, Rizki , Nur , Riska, Variables Affecting the Book Value of Manufacturing Companies: The Case of Indonesia , International Journal of Economics and Business Administration Volume 6, Issue 1, **2019**.
- 18-** Hodnett , Kathleen , Hsieh , Heng-Hsing , Capital Market Theories: Market Efficiency Versus Investor Prospects , International Business & Economics Research Journal – Volume 11, Number 8 , **2012**.
- 19-** Ihezukwu, V. A, Emmanuel , Uche , Capital Market Predictive Power on the Development of the Nigerian Economy: An Impulse Response and Variance Decomposition Approach , Volume 7 Issue 4 , **2019**.
- 20-** Jakpar ,Shaharudin, Tinggi ,Michael, Tak , Akmal Hisham, Fundamental Analysis VS Technical analysis: The Comparison of Two Analysis in Malaysia Stock Market, UNIMAS Review of Accounting and Finance Vol. 1 No. 1 , **2018**.
- 21-** Johansson , Anders C , Stock and Bond Relationships in Asia , Stockholm School of Economics , **2014**.
- 22-** Juozapaitis, Edvinas, Stasytyte, Viktorija, Theoretical aspects of fundamental analysis, KSI Transactions on Knowledge society, vol : 4 / no1 ,**2015**.

- 23-** Kristoufek , Ladislav, Vosvrda , Miloslav , Measuring capital market efficiency: Long-term memory, fractal dimension and approximate entropy , PACS codes: 05.45.Tp, 89.65.Gh , **2013**.
- 24-** Li , Xiaolin , Yang , Bing , Analysis of Securities Analysts Impact on China's Capital Market Efficiency , Asian Journal of Social Science Studies; Vol. 2, No. 1; ISSN 2424-8517 E-ISSN 2424-9041 , **2017**.
- 25-** Mahdi , Sabbah Raheem , Jaber , Aqeel Hameed, 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, **2020** .
- 26-** Mardiya , Milzamilhaq , Qoyum , Abdul , Capital Market Efficiency and Economic Growth: The Case of India , Vol 2, No3 , ISSN: 2503-4235 (p); 2503-4243 (e) , **2017**.
- 27-** Martinez , Antonio Lopo, Reinoso , José Enrique Teixeira, Financial Derivatives, Hedge Accounting and Tax Aggressiveness in Brazil , Contabilidad y Negocios (15) 29, 2020, pp. 19-39 / ISSN 1992-1896 , **2020**.
- 28-** Mashkour , Saoud Chayed, 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, **2020**.
- 29-** Michaletz , Vladimir B , Artemenkov , Andrey , A demand - and supply - side Constrained model for liquidation value and related exposure periods , Real Estate Management and Valuation, vol. 26, no. 2, **2018**.
- 30-** Mihajlovic , Ljiljana Stosic , FUNCTIONING OF FINANCIAL AND CAPITAL MARKETS IN MODERN CONDITIONS , (JPMNT) Journal of Process Management – New Technologies, International Vol. 4, No.4, **2016**.

- 31-** Mirza , Aboubakar, Malek , Mazrah, Abdul-Hamid , Mohamad Ali , Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity: Evidence from Malaysia , Global Business Management Review , 10 (2) 19-40, **2018**.
- 32-** Mishra , P K , Mishra , Uma Sankar , Mishra , Biswo Ranjan , Capital Market Efficiency and Economic Growth: The Case of India , European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences ISSN 1450-2275 Issue 27 , **2010**.
- 33-** Mishra , P.k , Indian capital market - Revisiting market efficiency , Indian Journal of Capital Market Vol.2, Issue.5, **2015**.
- 34-** Mubiru , Kizito P, Senfuka , Christopher, Ssempijja , Maureen N, Modeling Treasury Bill Purchasing Options Under Markovian Demand , International Journal of Academic Accounting, Finance & Management Research (IJAAMR) ISSN: ISSN: 2643-976X Vol. 4, Issue 6 , **2020**.
- 35-** Naved , Mohd , Srivastava , Prabhat, Profitability of Oscillators Used in Technical Analysis for Financial market , SSRN Electronic Journal , DOL : 10.2139/ssrn.2699105 , **2018**.
- 36-** Naved , Mohd , Technical Analysis of Indian Financial Market with the Help of Technical Indicators , International Journal of Science and Research (IJSR) ISSN (Online): 2319-7064 Index Copernicus Value (2013): 6.14 | Impact Factor (2013), **2018**.
- 37-** Omodero , Cordelia Onyinyechi , Capital Market Determinants and Market Capitalization in Nigeria , International Journal of Financial Research , Vol. 11, No. 1; **2020** .
- 38-** Parvez , Aslam , Sarwar , A.S.M. , Capital Market: Opportunities and Challenges , Scholars Journal of Economics, Business and Management , Sch J Econ Bus Manag, 2017; 4(10):729-738 , e-ISSN 2348-5302 , **2018**.

- 39-** Petrusheva , Nada , Jordanoski , Igor , COMPARATIVE ANALYSIS BETWEEN THE FUNDAMENTAL AND TECHNICAL ANALYSIS OF STOCKS , (JPMNT) Journal of Process Management – New Technologies, International Vol. 4, No.2, **2016**.
- 40-** Potocki , Tomasz , Swist , Tomasz , Empirical Test of the Strong Form Efficiency of the Warsaw Stock Exchange: the Analysis of WIG 20 Index Shares , South-Eastern Europe Journal of Economics 2 (2012) 155-172 , **2016**.
- 41-** Qamar , Rizwan ,, Shah , S. A , Applicability of Capital Assets Pricing Model (CAPM) on Pakistan Stock Markets , Int. J. Manag. Bus. Res., 4 (1), 1-9, Winter , **2014**.
- 42-** Rafat , Batol , Karimkhani , Masoud , Hortamani , Amir , Evaluation of capital market efficiency of capital market efficiency using arbitrage pricing pattern , interdisciplinary journal of contemporary research in business , Vol 3, No 12 , **2019**.
- 43-** Rubani , Mohammed , 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, **2017**.
- 44-** Sardar , Himani , Application & Growth of Commercial Paper in India , Faculty of Business Administration-GLSBBA, GLS University , Vol -3, Issue - 2, **2020**.
- 45-** Sergio , Da Silva, Financial Market Efficiency Should be Gauged in Relative Rather than Absolute Terms , Volume 4 , Issue 1 , doi:10.4172/2168-9458.1000140 , **2015**.

- 46-** Suresh , S.H, A study on fundamental and technical analysis, International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research , Vol.2, No. 5, **2013**.
- 47-** Tagoe, Nii,Radoy,The Emerging Role of Financial Intermediaries in the Financial Market of Ghana, Business and Economics Journal , DOI: 10.4172/2151-6219.1000253 , **2016** .
- 48-** Titan , Alexandra Gabriela , The Efficient Market Hypothesis: review of specialized literature and empirical research , Procedia Economics and Finance 32 , doi: 10.1016/S2212-5671(15)01416-1 , **2015**.
- 49-** Uchodolska , Dorota Żebrowska-S , Mentel , Grzegorz , TESTING MARKET EFFICIENCY: EMPIRICAL INVESTIGATION OF POLISH CAPITAL MARKET , International Journal of Business and Society, Vol. 19 No. 3 , 699-708 , **2018**.
- 50-** Wafi , Ahmed S , Hassan , Hassan , Fundamental Analysis Models in Financial Markets – Review Study , Procedia Economics and Finance , DOI : 10.1016/S2212-5671(15)01344-1 , **2015**.
- 51-** Wafi , Ahmed S , Profitability of Technical Analysis Rules in Emerging and Developed Markets: Review , Procedia Economics and Finance, DOI: 10.17265/1537-1514/2015.10.002 ,**2015**.
- 52-** Warrad , Lina Hani , The Effect of Market Valuation Measures on Stock Price: An Empirical Investigation on Jordanian Banks , International Journal of Business and Social Science , Vol. 8, No. 3 , **2017**.

"Abstrac"

Efficiency is an important role in raising the performance of the capital market by providing information for all and direct reflection in prices, reflecting the positive execution of market value, through which the value of the company is determined. All companies seek to maximize their wealth by maximizing market value, reflecting a positive value Shares and company as a whole, and in the efficient financial market where all information is available to all companies, equal market value with real value .

The problem of the study starts with obstacles and problems in the efficiency of the Iraq Stock Exchange and is needed to work to keep pace with the development of global markets. This problem deals with the effectiveness of the efficiency of capital market in the market value. Moral to efficient capital market in market value, and this study aims to identify the nature of the relationship between the efficiency of the capital market and market value and a sample consisting of 16 bankers are selected within the banking sector in the Iraq Stock Exchange. The study was used to use the regression model that uses a method The merger between time chains and CT data (Panel Data) after three models are tested, the synthesis model of the MODELED REGRESION (FIXED EFFECTS MODEL) and the Random Effects Model (rem) model has been reached Fixed is the most convenient model .

The study has been based on the FIMs model that all variables affect market value, except the number of companies traded and the most influential variable is the general market index is XX 60, and recommended the study on lack of information and financial disclosure and transparency To disseminate sufficient data and information to raise the efficiency of the Iraq Stock Exchange .

Republic of Iraq

Ministry of Higher Education and Scientific University

University of Basra- College of Administration and Economics

Department of Banking and Financial Sciences



**The efficiency of Capital Market and its impact on
the Market Value of Securities**

**Applied Study of Banks Sample within the Iraqi
Securities Market for the Period 2015-2019**

**Thesis Submitted to the Council of the College of Administration
and Economics - University of Basra as a part of the requirements
to get the degree of Master in Banking and Financial Sciences**

By:

Hiba Amer Issa Al-Jaafari

Supervision by:

Prof Dr Muntader Fadil Saad Al-btat

2021