



محددات القيمة السوقية لشركات القطاع المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

أ.م.د. نعيم أمير الصائغ

م.م. رعد فائز حمدون

م.م. أحمد نجم عبد الله

الملخص:

يهدف البحث إلى قياس أثر العوامل الداخلية والخارجية في القيمة السوقية لعينة من شركات القطاع المالي المتمثلة بشركات (التأمين، الاستثمار، والتحويل المالي) المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2006-2017)، بالاستناد إلى مشكلة بحثية تتلخص بأن القيمة السوقية للقطاع المالي تتفاعل مع عوامل أكبر مما هو معروف عنها بأنها عدد اسهم مضروباً في أسعارها السوقية، ومنها يمكن القول بأن فرضية البحث تنص على اكتشاف أثر أي من المتغيرات المستقلة (التفسيرية) يكون أكبر من بين المتغيرات الداخلية (للشركة) والخارجية (للسوق) واكتشاف اتجاهاتها، وذلك من خلال تحليل البيانات الطولية بالاعتماد على برنامج Stata الاحصائي. توصل البحث إلى أن العوامل الخارجية تؤثر بشكل أكبر من العوامل الداخلية في القيمة السوقية سواء كان اتجاه هذا التأثير طردي أم عكسي كما توصل البحث لمجموعة من المقترحات لعل من أهمها أنه من الأهمية بمكان متابعة مؤشرات التداول للشركات والقطاعات المكونة للسوق بحكم الارتباطات والتداخلات بين القطاعات والشركات. الكلمات المفتاحية: القيمة، السعر، القيمة السوقية، القطاع المالي.

Abstract:

The research aims to measure the impact of internal and external factors on the market value of a sample of financial sector companies represented



by companies (insurance, investment, and financial transfer) listed in the Iraqi Stock Exchange for the period from (2006–2017), based on a research problem that sums up that the market value for the financial sector interacts with factors greater than what is known to be the number of shares multiplied by their market prices, from which it can be said that the research hypothesis states that the effect of any of the independent (Explanatory) variables is greater than among the internal (company) and external (market) variables and the discovery of trends, by analyzing the longitudinal data based on the statistical program Stata. The research concluded that the external factors affect the market value more than the internal factors whether the direction of this effect is direct or reverse, The research also reached a set of proposals, perhaps the most important of which is that it is very important to follow the trading indicators of companies and sectors constituting the market by virtue of the correlations and overlaps among sectors and companies.

Keyword: Value, Price, Market Value, Financial sector.

المقدمة:

يعد تعظيم قيمة الشركة الهدف الاساسي للمدير المالي والتي تسعى الشركات جميعها إلى تحقيقه، إذ يهتم المستثمرون بالقيمة السوقية والتي تحددها العديد من العوامل منها التدفقات النقدية المستقبلية، حصة الشركة



في السوق، موجودات الشركة، حجم الشركة وسمعتها، التضخم، سعر الفائدة، وغيرها من العوامل الأخرى . إذ تعد القيمة السوقية أحد أهم المتغيرات المفسرة والتابعة التي تستعمل في نماذج القياس الاقتصادي الخاص بالسلاسل الزمنية ومعالجتها، فضلاً عن هذا فهي تجمع بوصفها (حاصل ضرب عدد الاسهم × سعر السوق) متغيرات من البيئة الداخلية للشركات والخارجية المتمثلة بالبيئة المالية وهي السوق إذ أن عدد الاسهم محدد بحسب حاجة الشركات إلى التمويل والتفاعل مع الأسواق إن كانت هابطة **Bearmarket** أو صاعدة **Bullmarket** وضمن عائد وخطر وآليات للقياس والتقييم والتسعير هذا من جهة، من جهة ثانية فهي أي القيمة السوقية أدرجتها الأدبيات على أساس أنها متغير فاعل في الحكم على جميع مؤشرات التداول وليس مؤشرات الأداء فحسب بوصفها المعيار الأخير لأعلى وأدنى القيم وأسعار الافتتاح والإغلاق اليومي والاسبوعي والشهري والسنوي، وأدرجتها أيضاً باعتبارها متغيراً تابعاً لبيئة السوق من منافسين (شركات وقطاعات) ومن تفاعلات البيع والشراء وتوقيتاتها فضلاً عن تأثير التشريعات والسياسات الحكومية والإجراءات والقيود وعمليات الإشراف. من هنا تم تقسيم البحث إلى النقاط التالية: أولاً منهجية البحث، ثانياً الدراسات السابقة، ثالثاً الإطار النظري، رابعاً الجانب القياسي وتحليل النتائج.

أولاً: منهجية البحث:

أهمية البحث:- يستمد البحث أهميته بصورة مختصرة كونه يركز على المفاضلة والتحليل بين حالات الشد والجذب بين بيئتين داخلية تخص الشركة وخارجية تتعلق بالأسواق المالية في تأثيرها في متغير وسيط وهو القيمة السوقية ومعرفة أي منهما يكون له الأثر الأقوى سلباً أو إيجاباً خلال مدة البحث.

مشكلة البحث:- كثيراً ما تحدد القيمة السوقية بفعل متغيرات العرض والطلب كبعد اقتصادي ولكن وعبر التعمق في دراسة القيمة وأنواعها وجد أن هذا البعد يضعف كلما تم استيعاب حركات الاسواق المالية فنقف أمام الأجل والصفقات ومعدلات الدوران وعدد الاسهم، وهي أي القيمة السوقية الوحيدة من بين المتغيرات



المستعملة في مؤشرات الأداء المالي التي تجمع هذه المواصفات وبالتحديد إذا ما تم دراسة سلوكها في عينة مثل القطاع المالي الذي يتميز بالتركيز على الأرباح في أجلها القصير وسرعة تغير كبير. إذن تتلخص المشكلة البحثية بأن القيمة السوقية للقطاع المالي تتفاعل مع عوامل أكبر مما هو معروف عنها بأنها عدد اسهم مضروباً في أسعارها السوقية.

فرضية البحث:- تسعى الفرضية البحثية التي بنيت أساساً على المشكلة البحثية إلى:-
اكتشاف أثر أي من المتغيرات المستقلة (التفسيرية) يكون أكبر من بين المتغيرات الداخلية (للشركة) والخارجية (للسوق) واكتشاف اتجاهاتها.
هدف البحث:- يهدف البحث إلى:-

1. تسليط الضوء على أهم المفاهيم الحديثة للقيمة السوقية وفك التداخل بينها وبين بقية قيم السهم.
2. اكتشاف هل أن للمؤشرات الخاصة بالتداول أثراً في إحداث تغيرات طردية أو عكسية في القيمة السوقية خلال مدة البحث.

الحدود الزمانية والمكانية:- أُتخذ القطاع المالي العراقي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية كعينة بحثية تجرى عليها الاختبارات وعمليات القياس والتحليل لما يقارب من ١٢ سنة (2017-2006) وهي مدة شهدت تغيرات كبيرة سياسية واقتصادية ومالية كالأوضاع السياسية وتبدلاتها والأمنية من حرب على الإرهاب، واقتصادية من العجزات في الموازنة العامة للدولة، ومالية من تغيرات في أسعار النفط والذهب وأزمات السيولة والقروض.

ثانياً: الدراسات السابقة:

تم الاطلاع على عدد من الدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع البحث الحالي, وسيتم عرض هذه الدراسات وفقاً للسنوات الأحدث وعلى النحو الآتي:-



1. Determinants of Market Value (Case of Jordanian Banks)

محددات القيمة السوقية (حالة البنوك الاردنية) (Altahtamouni,2018)

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد أفضل نموذج للتنبؤ بالقيمة السوقية للبنوك الأردنية للمدة من 2004-2013 وذلك باستعمال قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح، الربحية، الحجم والنمو كمتغيرات تفسيرية للتنبؤ (بالقيمة السوقية) التي تم قياسها بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والتي يطلق عليها **Tobin's Q**. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير ذو دلالة احصائية لكل من قرار الاستثمار، الربحية، الحجم، والنمو المتوقع في القيمة السوقية، وعدم وجود تأثير لكل من قرار التمويل وتوزيعات الأرباح في القيمة السوقية، إذ أعتبر قرار الاستثمار والنمو المتوقع من أفضل المتغيرات للتنبؤ بالقيمة السوقية.

2. Firm-Specific Determinants of Market Value: Panel data Analysis on Best 30 Firms

محددات المواصفات المؤسسية (الشركة) للقيمة السوقية: تحليل البيانات الطولية لأفضل 30 شركة (Topalglu & Ege,2018)

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل المحددات الداخلية للقيمة السوقية حيث تم اختيار أفضل 30 شركة التي تم تداول اسهمها بشكل مستمر في بورصة إسطنبول للمدة من 2010-2016، إذ توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة احصائية بين النسبة النقدية، العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية، في حين لم يتم العثور على علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة توزيع الأرباح، الرافعة المالية، حجم الشركة، الرافعة التشغيلية، والقيمة السوقية ممثلة بنسبة **Tobin q**.

3. The Effect of Exchange Rate Volatility on Market Value of Listed Commercial Banks in Kenya(Haji Ali,2017)



تأثير تقلب سعر الصرف في القيمة السوقية للبنوك التجارية المدرجة في كينيا
هدفت الدراسة إلى بيان أو تحديد تأثير تقلب سعر الصرف في القيمة السوقية للبنوك التجارية (عددها أحد عشر بنكاً) المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية في كينيا للمدة من 2012-2016 توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين تقلب سعر الصرف والقيمة السوقية، وتم العثور على المتغيرات المستقلة والرقابة لتكون محددات ذات دلالة احصائية للقيمة السوقية للبنوك التجارية المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، فضلاً عن التوصل إلى نتيجة مفادها أن تقلب سعر الصرف هو محدد رئيس للقيمة السوقية في البنوك التجارية المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية.

4. Impact of Dividend Policy on Stock Price Volatility and Market Value of the Firm: Evidence From Sri Lankan Manufacturing Companies (Gunarathne & et.al,2016)

تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلب سعر السهم والقيمة السوقية في الشركة: دليل من شركات التصنيع في سريلانكا
هدفت هذه الدراسة إلى بيان تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلب سعر السهم والقيمة السوقية لعينة من الشركات المدرجة في قطاع التصنيع في بورصة كولومبو للأوراق المالية في سريلانكا للمدة من 2014-2006. توصلت الدراسة إلى أن عائد توزيعات أرباح السنة الحالية له تأثير سلبي في تقلب أسعار الاسهم، في حين أن نسبة توزيع أرباح السنة الحالية والسنة السابقة لها تأثير ايجابي في تقلب أسعار الاسهم، فضلاً عن أن هناك علاقة سلبية بين عائد الأرباح والقيمة السوقية، في حين كانت العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السنة السابقة والقيمة السوقية علاقة سلبية بينما ظهرت نسبة توزيع أرباح السنة الحالية بعلاقة ايجابية مع القيمة السوقية.



5. Corporate Size, Profitability and Market Value: An Econometric Panel Analysis Of Listed Firms In Kenya (Mule & et.al,2015)

حجم الشركة، الربحية والقيمة السوقية: تحليل البيانات الطولية للشركات المدرجة في كينيا هدفت الدراسة إلى بيان أثر حجم الشركة في كل من الربحية والقيمة السوقية، للشركات النشطة المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية في كينيا للمدة من 2010-2014، أشارت النتائج إلى أن هناك علاقة ايجابية مهمة بين حجم الشركة والربحية، وعدم وجود تأثير ذو دلالة احصائية لحجم الشركة في القيمة السوقية للشركة.

6. The Impact of Accounting Indicators and Growth on the Market Value

أثر المؤشرات المحاسبية والنمو في القيمة السوقية (Al- Tahtamouni & Al- Slehat, 2014) هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر المؤشرات المحاسبية والتي هي العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد، فضلاً عن النمو الذي يقاس بمعدل النمو المستدام في القيمة السوقية التي تقاس بسعر السهم في السوق، عائد الأسهم، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وذلك بالتطبيق على البنوك الأردنية للمدة من 2002-2011. توصلت الدراسة إلى أن كل من المؤشرات المحاسبية الحالية والنمو الحالي لهما تأثير ايجابي في سعر السهم في السوق والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وليس لهما تأثير في عائد الاسهم في السوق، فضلاً عن أن هناك تأثير ايجابي للمؤشرات المحاسبية المستقبلية مثل (العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد) والنمو المستقبلي في القيمة السوقية، كما توصلت الدراسة إلى أن أفضل المؤشرات المحاسبية التفسيرية للتغيرات في القيمة السوقية للبنوك الأردنية هي ربحية السهم الواحد.



الفجوة البحثية:

إن ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة هو أنها اتخذت من بعض شركات القطاع المالي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية عينة لها، في حين أن دراسة كل من (Altahtamouni)، (Al- (Haji Ali)، Tahtamouni & Al-Slehat) اتخذت من البنوك عينة لها، أما دراسة كل من (Topalglu & Ege)، (Gunarathne & et.al)، (Mule & et.al) اتخذت من الشركات عينة لها، إن الدراسة الحالية اتخذت المدة من (2006-2017)، بينما كانت مدة الدراسات السابقة كالتالي: دراسة (Altahtamouni) (2013-2004)، دراسة (Topalglu & Ege) (2016-2010)، دراسة (Haji Ali) (2012-2012)، دراسة (Gunarathne & et.al) (2014-2006)، دراسة (Mule & et.al) (2014-2010) ودراسة (Al- (Al-Tahtamouni & Al-Slehat) (2011-2002) . وعلى قدر تعلق الأمر بمتغيرات الدراسة الحالية فقد اتخذت العوامل الداخلية المتمثلة ب (الموجودات المتداولة، مجموع الموجودات، المطلوبات قصيرة الأجل، المطلوبات طويلة الأجل، ومجموع المطلوبات) والعوامل الخارجية المتمثلة بمؤشرات التداول وهي (عدد الاسهم المتداولة، القيمة المتداولة، معدل السعر السنوي، سعر الإغلاق السنوي، أعلى سعر، وأدنى سعر)، وهو ما لم تتطرق إليه الدراسات السابقة.

ثالثاً: الإطار النظري الاختلاف بين القيمة والسعر

إن الاختلاف بين السعر والقيمة كبير جداً فالسعر يعني (ما يدفعه المستثمر) والقيمة (ما يحصل عليه) وهو يعتبر وصف مختصر لتحديد التباين بين سعر السهم وقيمه، لذلك يحتاج طرفي العلاقة إلى تحديد الفجوة بين سعر السوق والقيمة السوقية كونها تحدد هامش الربح أو الخسارة في أي تداول. (Successful investing, 2013, 2-3) والعلاقة ضمن أدبيات الأسواق مباشرة وطردية بين القيمة والسعر فكلما زادت القيمة زاد السعر والعكس صحيح، ولكن عندما يكون سعر السهم أعلى بكثير من قيمته فمن المرجح أن



يكون السهم خاسراً وبالنتيجة تتراجع القيمة، أما إذا كان سعر السهم أقل بكثير من القيمة فمن المحتمل أن يتفوق في الأداء وتنشأ القيمة (motilaloswal.com).

Market Value القيمة السوقية

حظيت دراسة القيمة السوقية للشركة باهتمام كبير من قبل الباحثين إذ كان لها اهتمام كبير في الأدبيات المالية، وانفق الباحثون على أن تعظيمها هو الهدف النهائي للإدارة المالية الذي يتفوق على هدف تعظيم الربح كهدف أساسي تعمل الشركات على تحقيقه. ففي ضوء تحقيق هدف الشركات يجب أن تصنع وتتخذ القرارات المالية وتسعى إلى تحقيق مستمر بهدف تخصيص وتوزيع الموارد المتاحة بكفاءة على المدى الطويل لاستهداف تعظيم القيمة وبالنتيجة تعظيم ثروة المساهمين، ومن هنا يبرز التحدي في صنع الشركة واتخاذها لقراراتها ضمن المثلث المتوازن الآتي: ما هو تأثير قرارات التمويل والاستثمار التي يتم اتخاذها لزيادة قيمة الشركة ككل وبطريقة تؤدي إلى بقاء وازدهار ونمو الشركة؟ في حين يبحث المستثمرون في الأسواق المالية عن القيمة السوقية التي تمثل عائد سوق الأوراق المالية كجزء من عائدها المتحقق فضلاً عن الأرباح الموزعة لبعض المستثمرين الآخرين، انطلاقاً مما سبق يمكن القول بأن القيمة السوقية هي مجموع ما يدفعه المستثمر في أي فترة زمنية محددة، والتي تحدد حسب قوى العرض والطلب في السوق المالية التي تحدد القياس والتقييم والعائد والمخاطرة، ويمكن حسابها من خلال ضرب عدد الاسهم في سعر السهم في السوق . (Altahtamouni,2018, 124)

فك التداخل بين المفاهيم

أغلب ما طرح في الأدب المالي ينص على أن هنالك عدداً غير قليل من أنواع قيم الاسهم وبحسب التسلسل التاريخي وطريقة الإصدار من الشركة ومن ثم بنك الاستثمار وصولاً إلى السوق المالية وعمليات التداول. ولكنها بشكل عام لا تخرج عن الآتي:



١. القيمة الاسمية: **Par Value** هي قيمة ثابتة تطبع على شهادة السهم عند إصداره لأول مرة والتي يركز عليها عقد التأسيس. (Altahtamouni,2018, 124)

٢. القيمة الدفترية: **Book Value** هي قيمة مسجلة في سجلات الشركة، ويتم تمثيلها حسب حصة السهم من حقوق الملكية للمالك أي حقوق المساهمين المتمثلة (برأس المال المدفوع، الأرباح المحتجزة، والاحتياطيات) على عدد الاسهم، وتعتمد في حسابها على التقارير المالية. وغالباً ما يشار إليها بالقيمة المحاسبية.

تختلف القيمة الدفترية عن القيمة السوقية إذ أنه غالباً ما تستخدم القيمة السوقية كرقم في التقارير المالية للمحللين والبيانات الصحفية وتعاميم المستثمرين عند ذكر قيمة الشركة مقارنة بالقيمة الدفترية التي تعبر عن قيمة الموجودات في الشركة بعد خصم ما عليها من التزامات تجاه الغير أو ضرائب. يكون تأثير القيمة السوقية أكثر وضوحاً على السعر الذي يتوجب على المستثمر أو المساهم دفعه لامتلاك جزء من أسهم الشركة بغض النظر عن القيمة الدفترية المذكورة. إن الاختلاف بين القيمتين يعتمد على عوامل مختلفة مثل صناعة الشركة، طبيعة موجودات الشركة ومطلوباتها، قدرة الشركة على تحقيق الأرباح، نمو الشركة، حجم الشركة، والقدرة على توليد النقد. يمكن بيان العلاقة بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية من خلال ثلاث نقاط أساسية هي: (Altahtamouni,2018, 124) (Li,2016)

حالات التباين بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية

١. عندما تكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة السوقية: في هذه الحالة يقيم السوق الشركة بأقل مما هو مذكور في صافي القيمة وعادة ما يكون هذا مؤشر على فقدان السوق للثقة في قدرة الشركة على تحقيق الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية باستخدام قاعدة موجوداتها الحالية. لذلك يعتقد متابعي السوق أن الشركة لا تستحق حتى القيمة الدفترية، وإن شراء الشركات بأقل من قيمتها الدفترية هي استراتيجية مستخدمة غالباً



لدى المستثمرين الذين يأملون في أن السوق قد قدر الشركة بشكل خاطئ وأن القيمة السوقية سترتفع في النهاية لكي تصل إلى القيمة الدفترية على الأقل.

٢. عندما تكون القيمة الدفترية أصغر من القيمة السوقية: في هذه الحالة يقدر السوق الشركة بأكثر مما تستحق فهذا يكون مؤشراً على ثقة السوق بزيادة أرباح الشركة ونموها بشكل دوري ومستمر، وفي معظم الأوقات تميل الشركات ذات الأرباح الثابتة إلى أن يكون لها قيمة سوقية أكبر من القيمة الدفترية.

٥. عندما تكون القيمة الدفترية مساوية للقيمة السوقية: نادراً ما تحدث هذه الحالة في الأسواق المالية حيث أن هناك عوامل يمكن أن تضيف ثقة للمستثمرين في تحقيق الشركة للأرباح من عدمها، فإذا تساوت القيمتان فمن المرجح أن المتعاملين لا يلاحظون وذلك للاعتقاد بأن موجودات الشركة أفضل أو أسوأ مما هو مذكور في الميزانية العمومية.

٣. القيمة الحقيقية **Intrinsic Value** : هي القيمة الفعلية أو الجوهرية للسهم أو تعكس متغيرات السهم الكلية والجزئية الداخلية والخارجية وحتى المعلومات التاريخية والمستقبلية والحالية، فيقوم المستثمر باتخاذ القرار الاستثماري من خلال إتباع الاعتبارات التالية: (Putra & et.al,2019,87)

١. إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من سعر السوق الحالي، فيمكن أن يكون السهم مقوم بأقل من قيمته الحقيقية، لذلك فإن قرار الاستثمار الذي سيتم اتخاذه هو شراء الاسهم أو امتلاكها.

٢. إذا كانت القيمة الحقيقية أصغر من سعر السوق الحالي، فيمكن أن يكون السهم مقوم بأكثر من القيمة الحقيقية ويكون مبالغ فيه، لذلك فإن قرار الاستثمار الذي سيتم اتخاذه هو بيع الاسهم أو عدم الشراء.

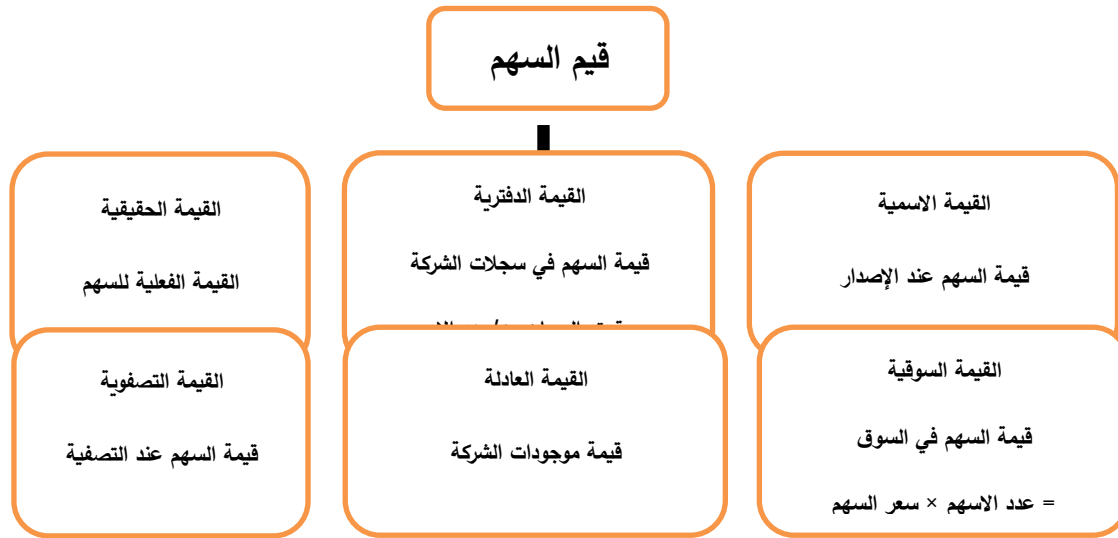
ج. إذا كانت القيمة الحقيقية هي نفس سعر السوق الحالي، فعندئذ يكون السهم بسعر عادل وفي حالة توازن أو يشار إليها أنها قيمة صحيحة، بحيث يكون قرار الاستثمار الذي سيتم اتخاذه هو الاحتفاظ بالسهم إذا كان مملوكاً.



٤. القيمة العادلة **Fair Value**: وهي القيمة التي تحدد أو تبرر الحقائق المالية والاقتصادية والتي تعكس قيمة موجودات الشركة ومتوسط النمو المتوقع في الأرباح. (Altahtamouni, 2018, 124) فهي السعر الذي سيتم استلامه عند بيع موجود أو دفعه عند نقل التزام من خلال معاملة منظمة بين طرفين مشاركين في السوق (البائع والمشتري). (Šodan, 2015, 1770)

٥. القيمة التصفية **Liquidation Value**: وهي قيمة السهم أو المبلغ الذي تتبع به الشركة موجوداتها وسداد ما عليها من التزامات على أساس السرعة والدقة من أجل الحصول على النقد في أسرع وقت ممكن (Ames ghen, 2021).

والشكل (١) التالي يبين أشكال قيم السهم:

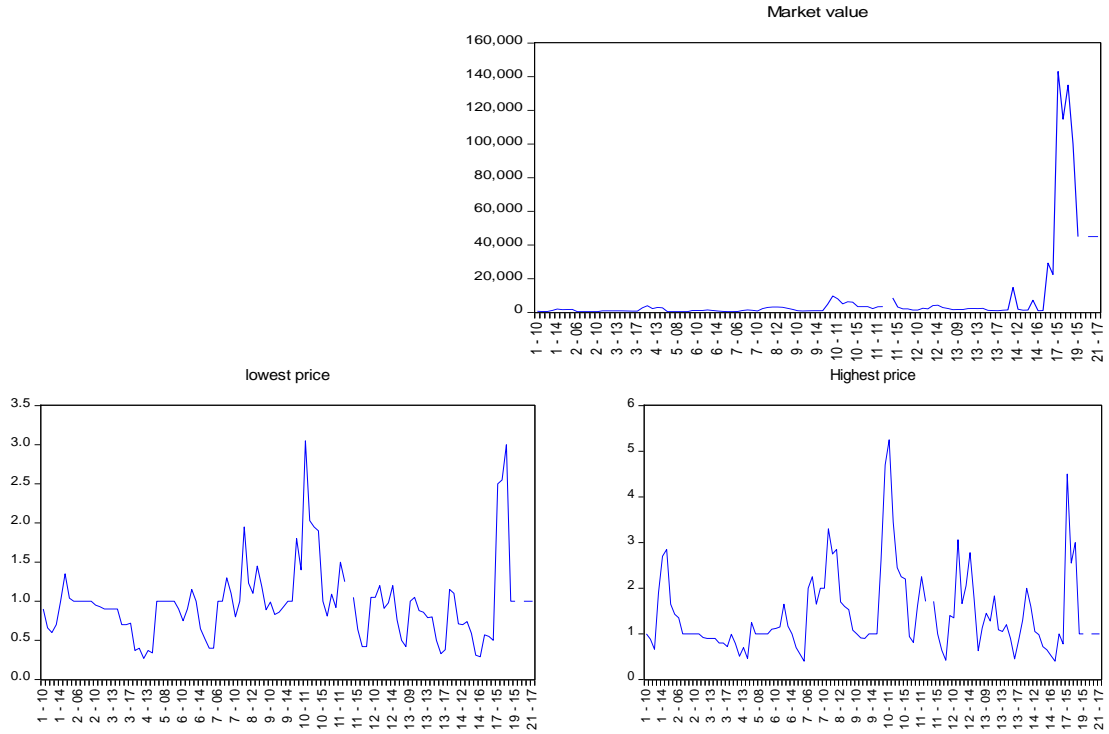


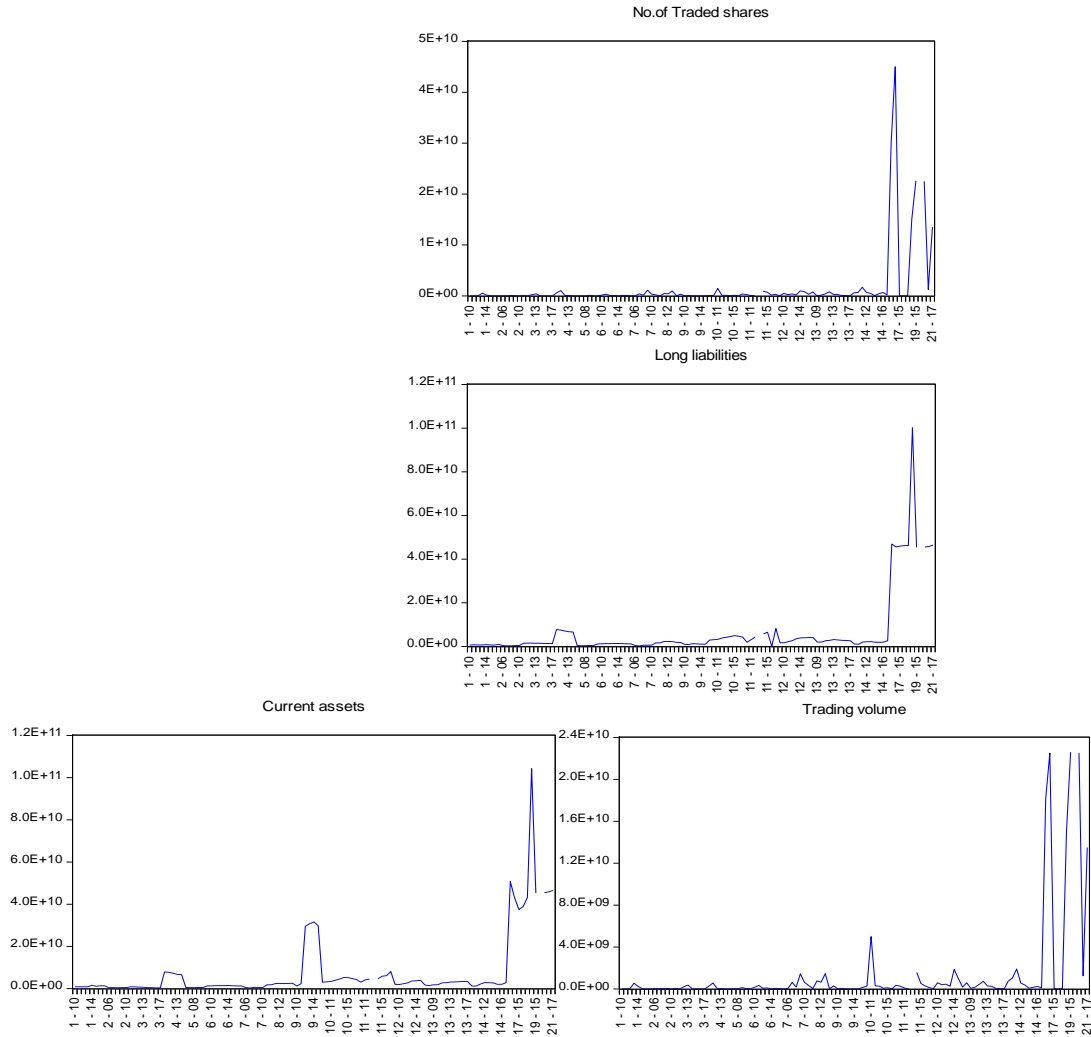
الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على ما سبق.

رابعاً: الجانب القياسي



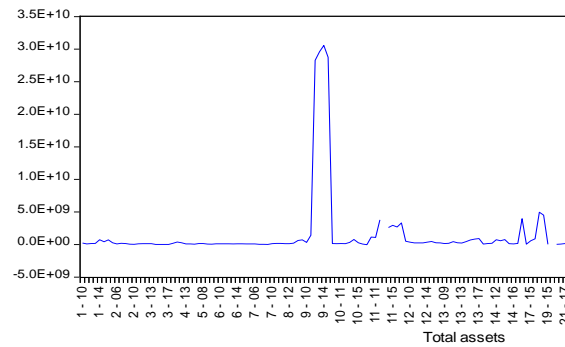
الشكل (٢) الرسم البياني لمدى استقرارية المتغير التابع والمتغيرات المفسرة:-



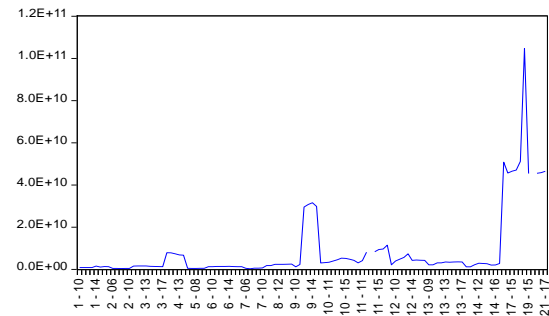




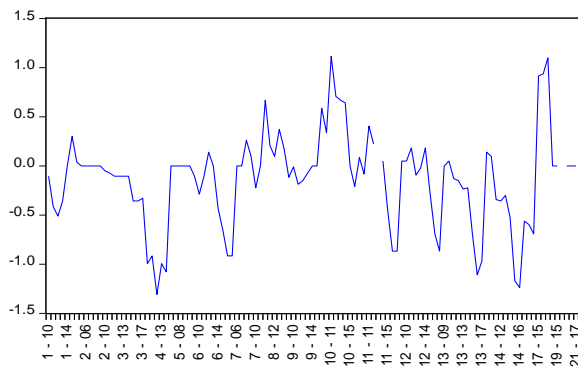
Short liabilities



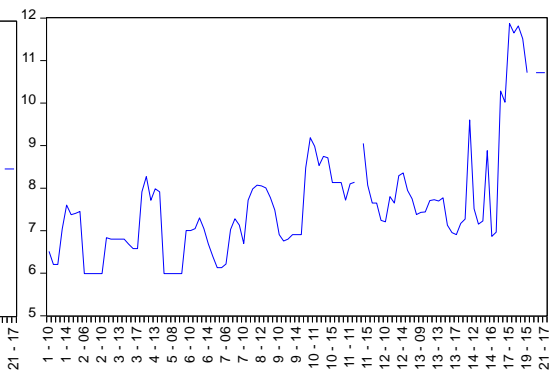
Total assets



LOGLOWEST_PRICE

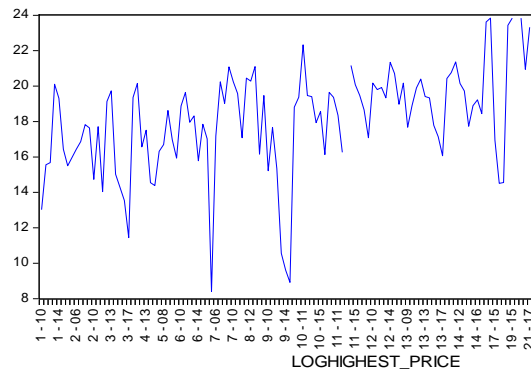


LOGMARKET_VALUE

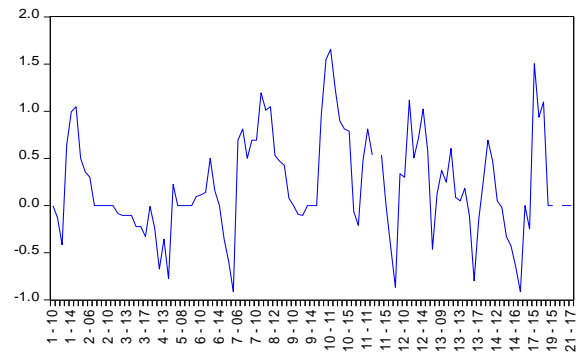




LOGTRADING_VOLUME

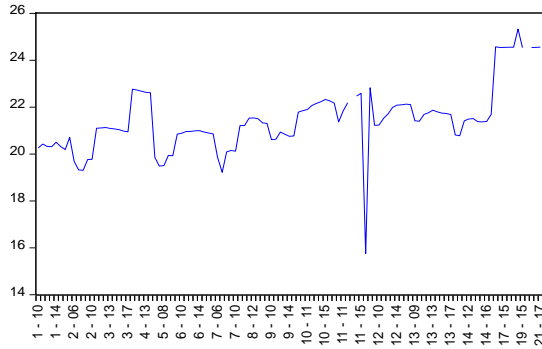


LOGHIGHEST_PRICE

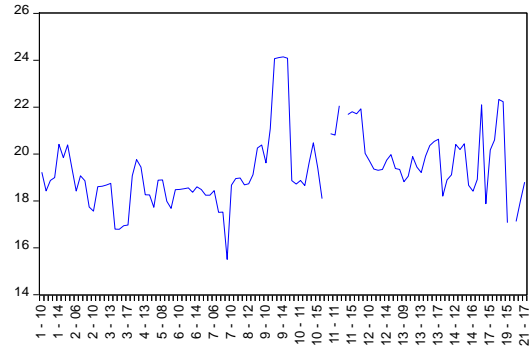




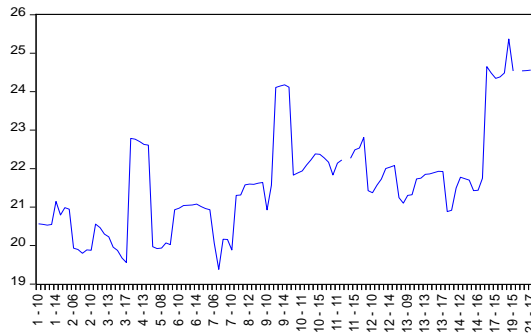
LOGLONG_LIABILITIES



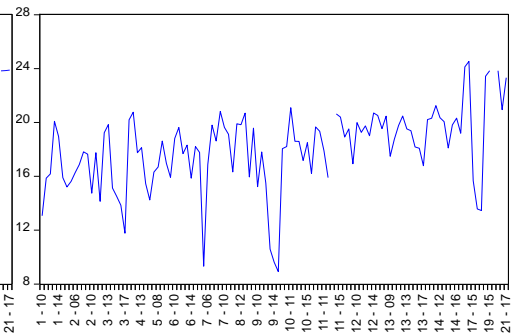
LOGSHORT_LIABILITIES

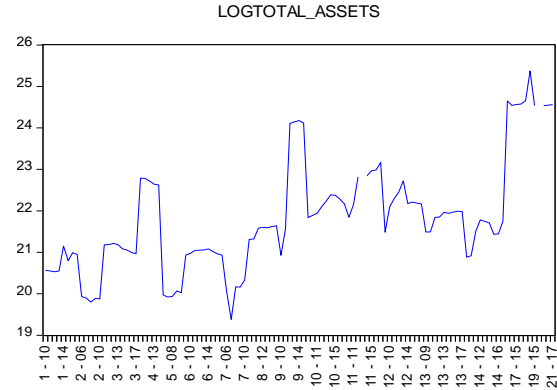


LOGCURRENT_ASSETS



LOGNO_OF_TRADED_SHARES





الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات **Eviews 10**

جدول (١) اختبار جذر الوحدة **Unit Root Test** لبيان مدى استقرارية العوامل الداخلية والخارجية والقيمة السوقية لشركات القطاع المالي

Variables	Common root _Levin, Lin, Chu					
	Level			First difference		
	Intercept	Intercept and Trend	None	Intercept	Intercept and Trend	None
LOGMARKET_VALUE	-	6.6950				
Prob.	3.4364 6 0.0003	7 1.0000				
LOGHIGHEST_PRICE	0.4688	20.076		-	-	-
Prob.	4 0.6804	3 1.0000		120.62 2	8.4441 0	7.4014 0



				0.0000	0.0000	0.0000
LOGLOWEST_PRICE	-	-				
Prob.	1.4569	11.209				
	8	9				
	0.0726	0.0000				
LOGNO_OF_TRADED_SHARES	-	-				
Prob.	5.2281	44.219				
	4	7				
	0.0000	0.0000				
LOGTRADING_VOLUME	-	11.823				
Prob.	2.8840	9				
	3	1.0000				
	0.0020					
LOGLONG_LIABILITIES	-	-				
Prob.	2.1911	4.8805				
	8	8				
	0.0142	0.0000				
LOGCURRENT_ASSETS	-	-				
Prob.	15.817	18.288				
	1	8				
	0.0000	0.0000				



LOGSHORT_LIABILITIES	-	-				
	3.4386	9.8625				
	Prob. 5	2				
	0.0003	0.0000				
LOGTOTAL_ASSETS	-	-				
	20.777	12.008				
	Prob. 6	3				
	0.0000	0.0000				

EvIEWS 10 الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات

يبين جدول (1) اعلاه اختبار جذر الوحدة **Unit Root Test** لبيان مدى استقرارية العوامل الداخلية والخارجية والقيمة السوقية لشركات القطاع المالي، وذلك باستعمال اختبار **(Common root_Levin, Lin, Chu)**، إذ دلت نتائج الجدول أن المتغير التابع (القيمة السوقية) مستقر عند مستواه **(Level)** والقاطع **(Intercept)** إذ بلغت قيمة **(-3.43646)** **t** وبلغت القيمة الاحتمالية **(0.0003)** وهي لا تتجاوز **(0.05)**، أما فيما يخص المتغيرات المستقلة فقد تبين أن جميع المتغيرات مستقرة عند مستواها **(Level)** والقاطع **(Intercept)** ما عدا أعلى سعر الذي استقر عند الفرق الأول **(First difference)** والقاطع **(Intercept)** حيث بلغت قيمة **(-120.622)** **t** وبلغت القيمة الاحتمالية **(0.0000)**، كذلك المتغير أدنى سعر استقر عند مستواه **(Level)** لكن عند القاطع والاتجاه **(Intercept and Trend)** إذ بلغت قيمة **(-11.2099)** **t** وبلغت القيمة الاحتمالية **(0.0000)**.
تصميم النموذج



بعد الاستعانة بأنموذج تحليل البيانات الطولية واستعمال بيانات القطاع المالي والمنشورة في دليل الشركات لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2006-2017) وعن طريق استعمال أنموذجي الأثر الثابت والعشوائي ومفاضلة أي منهما عن طريق استعمال قيمة اختبار (Hausmantest). فالأنموذج يتمثل بالشكل التالي:

$$\beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + e + \alpha = Y1$$

إذ أن:-

Y_1 = القيمة السوقية، X_1 = أعلى سعر، X_2 = أدنى سعر، X_3 = عدد الاسهم المتداولة،

X_4 = حجم التداول، X_5 = المطلوبات طويلة الأجل، X_6 = الموجودات المتداولة،

X_7 = المطلوبات قصيرة الأجل، X_8 = الموجودات الكلية، e = حد الخطأ العشوائي

تحليل النتائج

من أجل تحليل النتائج واختبار فرضية البحث تم الاعتماد على برنامج **Stata** الاحصائي وقد تم التوصل إلى النتائج التالية كما موضح في الجداول أدناه:

١. أنموذج الأثر العشوائي

جدول (٢) تأثير العوامل الداخلية والخارجية في القيمة السوقية لشركات القطاع المالي

logmarket_value	Coef.	Std. Err.	Z	P > z	[95% Conf. Interval]	
loghighest_price	0.309003	0.20912	-	0.14	-	0.10088
	1-	98	1.48	0	0.71888	38
loglowest_price	-	0.24757	-	0.00	-	-
	0.846256	65	3.42	1	1.33149	0.36101
	8				8	57



logno_of_traded_shares	- 1.941462	0.34689 87	- 5.60	0.00 0	- 2.62137 1	- 1.26155 3
logtrading_volume	1.978972	0.34399 37	5.75	0.00 0	1.30475 7	2.65318 7
loglong_liabilities	0.494191 6	0.07272 77	6.80	0.00 0	0.35164 8	0.63673 53
logcurrent_assets	0.404573 5	0.15931 58	2.54	0.01 1	0.09232 03	0.71682 67
logshort_liabilities	- 0.124674 7	0.04122 89	- 3.02	0.00 2	- 0.20548 18	- 0.04386 75
logtotal_assets	0.054032 8	0.17768 3	0.30	0.76 1	- 0.29421 94	0.40228 51
Cons	- 11.24391	0.88604 58	- 12.6 9	0.00 0	- 12.9805 3	- 9.50729
sigma_u	0.1334728					
sigma_e	0.33988506					
rho	0.1336089 (fraction of variance due to u_i)					
R-sq	within = 0.4177					



	between = 0.9791 overall = 0.9037
F	790.32
Prob > F	0.0000

الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata

٢. أنموذج الأثر الثابت

جدول (٣) تأثير العوامل الداخلية والخارجية في القيمة السوقية لشركات القطاع المالي

logmarket_value	Coef.	Std. Err.	T	P > t	[95% Conf. Interval]	
loghighest_price	0.077401 5	0.207602 3	0.3 7	0.71 0	- 0.335661 9	0.490464 9
loglowest_price	- 0.586782 9	0.251164	- 2.3 4	0.02 2	- 1.086521	- 0.087045 3
logno_of_traded_shares	- 1.103613	0.349596 3	- 3.1 6	0.00 2	-1.7992	- 0.408026 4
logtrading_volume	1.135256	0.347077 5	3.2 7	0.00 2	0.444681 1	1.825832
loglong_liabilities	0.249293	0.078602 1	3.1 7	0.00 2	0.092899 5	0.405686 5



logcurrent_assets	0.159303	0.253367 3	0.6 3	0.53 1	- 0.344818 5	0.663424 5
logshort_liabilities	- 0.081557 3	0.059948 8	- 1.3 6	0.17 7	- 0.200836 6	0.037722
logtotal_assets	0.077032 1	0.253707 1	0.3 0	0.76 2	- 0.427765 4	0.581829 5
Cons	- 1.950431	2.366728	- 0.8 2	0.41 2	- 6.659477	2.758615
sigma_u	0.98007824					
sigma_e	0.33988506					
rho	0.89264518 (fraction of variance due to u_i)					
R-sq	within = 0.4549 between = 0.9715 overall = 0.8737					
F	8.45					
Prob > F	0.000					

الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata



يتم الاستعانة بقيمة (Hausmantest) والتي أظهرت قيمتها (24.23) واحتماليتها لم تتجاوز (0.002) مما يؤشر الميل نحو اختيار أنموذج الأثر الثابت وتفضيله عن الأنموذج العشوائي. دلت نتائج جدول (٣) أعلاه الخاصة بأنموذج الأثر الثابت أن القيمة السوقية للقطاع المالي عينة البحث تتأثر وبدرجة كبيرة بقيمة كلٍ من التمويل طويل الأجل وحجم التداول الكلي وبشكل طردي وعلى العكس جاءت أدنى قيمة مسجلة لأسعار الاسهم وعدد الاسهم المتداولة بشكل عكسي مع القيمة السوقية، كما أشارت نتائج قيمة (R^2) أن الأنموذج المختار بمتغيراته الثمانية استطاع تفسير ما قيمته (87.3%) من القيمة السوقية وتغيراتها للشركات المالية خلال مدة البحث وأنه أي الأنموذج معنوياً ككل بدلالة قيمة (F) البالغة (8.45) وضمن معنوية هامة جاءت بقيمة (0.000).

كما يمكن الاستدلال على أن الأثر المعنوي والطردي الهام لكل من الرفع المالي طويل الأجل وحجم التداول وبقيمة (3.27) و(3.17) على التوالي يفسران أن سعر السهم السوقي لا يتأثر بالقيمة الدفترية السابقة كونها تضم حق الملكية من رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة فحسب، ولا بقيمة التمويل قصير الأجل وكما هو متوقع في مثل هكذا شركات تحمل هكذا خصائص للأجل القصير بل تتأثر بدرجة الرفع المالي طويل الأجل كونها تهتم بأسعار الفوائد لكي لا تخلق ضغطاً على سيولة الشركة في الأجل القصير إذ لم تتأثر بقيمة الموجودات المتداولة وكما هو مبين في اختبار الأنموذج الثابت، أما عن حجم التداول الذي كان مطابقاً للنظرية المالية، حيث أن القيمة السوقية التي تتناسب طردياً مع عدد الاسهم المباعة فهي تتأثر بحجم التداول الكلية المطلقة وليس ما تحققه من أسعار (أعلى وأدنى ومتوسط) بل بالكميات المطلقة لهذا التداول.

أخيراً جاءت قيمة الاسهم المتداولة بصورة عكسية مما يؤشر صحة ما جاء في أعلاه بأن القيمة السوقية تتأثر بالحجم الكلي المطلق للتداول وليس قيمة هذا التداول الذي قد يكون ضعيفاً أو متراجعاً وحتى يسجل



نسبة نمو سالبة، وبقيمة (3.16-). وعن أدنى سعر مسجل خلال مدة البحث، فإن القيمة السوقية تأثرت بشكل عكسي وهام ومعنوي وبقيمة (2.34-) مما يدل على أن من بين المؤشرات السوقية المختارة ضمن حزمة مؤشرات التداول لم يكن هنالك أي أثر للاختبار مع تلك المتغيرات سواها كونها سحبت هذه القيمة للأعلى كما سجلت التداولات تراجعاً بالأسعار وعلى الرغم من مخالفة هذا المؤشر للنظرية المالية بقيمتها السالبة إلا أنها تبرر ضمن حزمة الشركات التي سجلت قيم سالبة في السوق ككل كان أداء قيمها السوقية الأفضل وليس شركات القطاع المالي فحسب خلال مدة البحث، وأن هذا السعر السالب المسجل أعطى زخماً لدفع القيمة السوقية الموجبة من حيث تكرارها بشكل قليل قياساً بأعلى ارتفاعات مسجلة وطفيفة لم تتأثر بها.

أولاً: الاستنتاجات:

توصل البحث للعديد من الاستنتاجات لعل كان من أهمها هو:

1. هنالك تباين كبير في أنواع القيم وآثارها ومؤثراتها ومن أهم هذه القيم هي القيمة السوقية وبالتحديد عندما تكون متأثرة بمتغيرات داخلية كالقرارات التمويلية والاستثمارية ومقسوم الأرباح ورأس المال العامل، وخارجية كمؤشرات التداول كأعلى وأدنى قيمة وحجوم التداول وعدد الاسهم المتداولة وغيرها.
2. أثبتت نتائج التحليل أن العوامل الخارجية تعد ذات تأثير مضاعف عن العوامل الداخلية في القطاع المالي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة البحث.

ثانياً: التوصيات:

- بناء على الاستنتاجات التي توصل إليها البحث يمكن صياغة بعض المقترحات لعل من أهمها هو:
1. من الأهمية بمكان متابعة مؤشرات التداول للشركات والقطاعات المكونة للسوق بحكم الارتباطات والتداخلات بين القطاعات والشركات.



٢. من الضروري متابعة المستثمرين الحاليين والمرتبين لهذه المؤشرات وبالتحديد لشركات المالية إذ تمتاز بالتقلبات المتواصلة بحكم أجلها القصير .

٣. توجيه الباحثين في دراساتهم المستقبلية للتركيز على مؤشرات التداول في القطاع المالي أو قطاعات غيره وذلك لقدرتها على إحداث زخم في تغيير القيمة السوقية للشركات وغيرها من مؤشرات الأداء .

المراجع:

1. Altahtamouni, Farouq, 2018, Determinants of Market Value (Case of Jordanian Banks), International Business Research, Vol: 11, No: 1, ISSN 1913-9004 E-ISSN 1913-9012, Published by Canadian Center of Science and Education.
2. Altahtmouni, Farouq Rafiq, & Alslehat, Zaher Abdelfattah, 2014, The Impact of Accounting Indicators and Growth on the Market Value, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol:4, No:2, pp:13-22, www.hrmars.com.
3. Ames ghen,2021, market value, Gordon scott fundamental analysis , investapedia, uk.
4. Gunarathne, UGVDD, Priyadarshanie, WAN, & Samarakoon, SMRK, 2016, IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICE VOLATILITY AND MARKET VALUE OF THE FIRM: EVIDENCE FROM SRI LANKAN MANUFACTURING COMPANIES, *Corporate Ownership & Control* , Volume: 13, Issue: 3, Continued – 1.
5. Haji Ali, Habiba Ahmed, 2017, The Effect Of Exchange Rate Volatility On Market Value Of Listed Commercial Banks In Kenya, Degree of Master, Business Administration, School of Business, University of NAIROBI.
6. Li, Shaoyang, 2016, Companies with Market Value below Book Value:Industry Specific Explanations and Implications, Department of Economics,University of Western Ontario,



7. MOTILAL OSWAL, What is the difference between the value and price of a stock, The Physical & Digital of Investing.
8. Mule, Robert Kisavi, Mukras, Mohamed Suleiman, & Nzioka, Onesmus Mutunga, 2015, CORPORATE SIZE, PROFITABILITY AND MARKET VALUE: AN ECONOMETRIC PANEL ANALYSIS OF LISTED FIRMS IN KENYA, European Scientific Journal ,vol:11, No:13 ISSN: 1857 – 7881 (Print) e – ISSN 1857– 7431.
9. Putra, Ardy Indra Lekso Wibowo, Putra, Aditya Dwiansyah, Dewi, Murni Sari, & Radianto, Denny Oktavina, 2019, Differences In Intrinsic Value With Stock Market Prices Using The Price Earning Ratio (Per) Approach As An Investment Decision Making Indicator (Case Study Of Manufacturing Companies In Indonesia Period 2016 – 2017), ATT, Vol: 1, No: 1, p-ISSN: 2655–8807, ardyindra@student.ppns.ac.id , adityadwiansyahp@gmail.com, murnisari@student.ppns.ac.id, dennyokta@ppns.ac.id .
10. Šodan a, Slavko, 2015, The impact of fair value accounting on earnings quality in eastern European countries, Procedia Economics and Finance 32, 1769 – 1786, www.sciencedirect.com.
11. Successful investing , 2013, the difference between price and value, [http\; www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure).
12. Topaloğlu , Tuğba Nur , & Ege, İhan , 2018 , FIRM-SPECIFIC DETERMINANTS OF MARKET VALUE: PANEL DATA ANALYSIS ON BIST 30 FIRMS , Politics, Economics and Administrative Sciences Journal of Kirsehir Ahi Evran University Volume: 2, Issue 1, Page: 110–129.