

External and Internal Determinants of Market Value: An Applied Study On the Iraqi Stock Exchange for The Period 2004-2020

Abdulrazzaq Ibrahim Shabeeb*, Reyaam Aamer Hameed Al-Fahdawi

Department of Banking and Finance Sciences, Al-Maarif University College, Ramadi, Iraq

* abdulrazzaq.ibrahim@uoa.edu.iq

KEYWORDS: Market Value, Iraqi Stock Exchange, Financial Depth.



<https://doi.org/10.51345/v34i1.537.g338>

ABSTRACT:

The aim of the study is to know the external and internal factors and determinants that cause the presence of companies listed in the Iraqi Stock Exchange during the period 2004-2020, and this means several determinants, including internal and external, by which we mean the factors that occur outside the companies listed in the market, and the researchers used a linear regression diagram model with Package time intervals (ARDL) after application of the Phillips-Perron and Dickey Fuller test. The researchers concluded that there is a clear influence of the external determinants on the market value of the listed companies, in addition to the fact that the market value of the companies listed in the Iraqi financial market is greatly affected by the external determinants of the market, and this effect makes that value very far from its real value, and therefore it will be difficult for investors to be guided by it. As an important factor in determining their investment inclinations.

REFERENCES:

- Molyneux, Philip & Bana Abuzayed, (2009), Market value, book value and earnings: is bank efficiency a missing link, Emerald Group Publishing Limited,
- Pachori, S. and Totala, N. (2012), "Influence of financial leverage on shareholders return and market capitalization: a study of automotive cluster companies of Pithampur, (M.P.), India," paper presented at 2nd International Conference on Humanities, Geography and Economics ICHGE'2012) Singapore April 28-29
- Pandya, Bhargav (2016), Impact of financial Leverage on market value Added: Empirical evidence from India, Journal of entrepreneurship Business and economics, No. (4).
- Ramadan, I. (2015), "Leverage and the Jordanian firms' value: empirical evidence", International Journal of Economics and Finance Vol. 7 No.4, pp.75-81
- Templeton, G. (2011), "A two-step approach for transforming continuous variables to normal: implications and recommendations for IS research" Communications of the AIS, Vol. 28,
- Vijayalakshmi, D. and Manoharan, P. (2015), "Corporate leverage and its impact on EVA and MVA", International Journal of Multidisciplinary Research and Development, Vol. 2 No. 2.
- Xn Lixin Chen Lin (2010) The Relationship Between Debt Financing and Market Value of Company: Empirical Study of Listed Real Estate Company of China, Proceedings of the 7th International Conference on Innovation & Management

المحددات الداخلية والخارجية للقيمة السوقية-دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2020

د. عبد الرزاق ابراهيم شبيب*، م.م. ريام عامر حميد الفهداوي

قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية المعارف الجامعة، الرمادي، العراق

* abdulrazzaq.ibrahem@uoa.edu.iq

الكلمات المفتاحية: القيمة السوقية، سوق العراق للأوراق المالية، العمق المالي.



<https://doi.org/10.51345/v34i1.537.g338>

ملخص البحث:

هدفت الدراسة الى معرفة تأثير العوامل والمحددات الداخلية والخارجية التي تسبب تقلبات للقيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة 2004-2020 وهذا يعني وجود عدة محددات منها داخلية ومالية وخارجية التي تقصد بها العوامل التي تحدث خارج الشركات الاستثمارية المدرجة في السوق، وقد استخدم الباحثان النموذج الانحدار الخطي ذو فترات البقاء الزمني (ARDL) بعد تطبيق اختبار فيليبس بيرون وديكي فولر الموسع لاختبار ما اذا كانت السلاسل الزمنية الداخلة في الدراسة ساكنة ام لا. وقد توصل الباحثان الى وجود تأثير واضح من قبل المحددات الخارجية على القيمة السوقية للشركات المدرجة فضلاً على ان القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي العراقي تتأثر بشكل كبير بالمحددات الخارجية للسوق وهذا التأثير يجعل تلك القيمة بعيدة جداً عن قيمتها الحقيقية وبالتالي ستشكل صعوبة على المستثمرين للاسترشاد بها كعامل مهم في تحديد ميوهم الاستثماري.

المقدمة:

تعد القيمة السوقية للشركات المدرجة من المؤشرات الدقيقة المعبرة عن اداء الشركات بشكل خاص وعن اداء السوق المالي بشكل عام، لذا فان هذا المؤشر يتعرض الى تأثيرات مختلفة من عوامل عدة منها عوامل مالية كربحية السهم الواحد (EPS) وحصة السهم الواحد من الارباح الموزعة (DPS)، وعوامل غير مالية كحجم الشركة (CV) وسعة المدقق المالي. وهناك عوامل اخرى تخص السوق المالي والاقتصاد الكلي بشكل عام. وبناء على ذلك فإن التأثيرات الايجابية والسلبية لهذه العوامل وغيرها تختلف وطأتها من عامل الى اخر لذا فقد هدف البحث الى التعرف على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق وتحديد أبرز العوامل

الخارجية والاقتصادية المؤثرة فيها، كما هدف الى استخدام نموذج ال(ARDL) في تقدير أثر تلك العوامل في مؤشر القيمة السوقية لتلك الشركات.

مشكلة البحث:

اما المشكلة التي هدف البحث الى معالجتها فتكمن في ان القيمة السوقية كمؤشر معبر عن السوق المالي تتأثر في عدة عوامل ومحددات وتختلف هذه العامل بين العوامل المالية وغير المالية او عوامل داخلية وخارجية، مما ينعكس سلباً على اداء الشركات ومن ثم على القيمة السوقية لأسهم الشركات. لذلك تتمحور مشكلة بحثنا في الاتي: هل ان المحددات الداخلية والخارجية تؤثر في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2020.

أهمية البحث:

تبرز أهمية البحث من خلال دوره في توضيح مقدار الأثر الذي يسببه كل عامل من العوامل المحددة للقيمة السوقية، وهذا سيمنح المستثمرين من تجاوز تلك المحددات ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للشركات.

فرضية البحث:

ينطلق البحث للتأكد من الفرضيات الآتية:

توجد علاقة معنوية طويلة الاجل بين المحددات الخارجية والقيمة السوقية للشركة.

ثانياً: الدراسات السابقة

1- الدراسات العربية.

أ- دراسة (شنك، 2018) هدفت الدراسة الى تحديد العوامل المالية وغير المالية المؤثرة في القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. وتوصلت الى ان هناك علاقة بين القيمة السوقية وكل من العائد على السهم والارباح الموزعة على الأسهم، في حين لم يوجد علاقة ما بين العوامل الأخرى.

ب- دراسة (الغالي، 2015) تهدف الى قياس أثر كل من مؤشرات السوق المالي وأثر القوى الخمسة في القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي. وقد توصل البحث الى وجود علاقة ايجابية بين عمق السوق وسيولة السوق المرونة السعرية للبدائل في القيمة السوقية.

2- الدراسات الاجنبية.

- أ- دراسة (Pandya, 2016) فقد هدفت الى تحليل أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية المضافة لـ(197) شركة مصنفة على شكل مجاميع من الشركات المدرجة في بورصة بومباي، وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة معنوية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية لبعض الشكة، في حين كانت العلاقة غير معنوية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية لبقية الشركات المدرجة.
- ب- دراسة (Chen Lin, 2010) حللت العلاقة بين التعميق المالي والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة الصينية وتوصلت الدراسة الى ان العلاقة موجبة على الاجل الطويل بين التعميق المالي والقيمة السوقية للشركات، فيما كانت العلاقة سلبية على الاجل القصير بينهما.
- وان ما يميز دراستنا هذه في انها تناولت القيمة السوقية للسوق المالي العراقي ككل وليست على مستوى الشركات

ثالثاً: القيمة السوقية للشركات

يعد مصطلح القيمة السوقية أحد المؤشرات الهامة المعبرة عن السوق المالي وتعرف القيمة السوقية بأنها مجموع القيم السوقية للأسهم المكتتب عليها لجميع الشركات المتداولة في السوق (Molyneux, 2009: 156)، او هي مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها نهاية المدة (عزيرل، 2017: 139)، وهذا يعني ان القيمة السوقية تتخذ عدة اشكال مختلفة منها (Pandya, 2016: 278):

1. القيمة السوقية للسهم: وهي تمثل سعر الاغلاق للشركة في نهاية المدة.
2. القيمة السوقية للشركات: وتمثل اجمالي القيم السوقية للأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة.
3. القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها: وتمثل عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً بسعر اغلاق السهم نهاية المدة.

رابعاً: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية

تعرض القيمة السوقية للشركات الى تقلبات مختلفة دورية صعوداً ونزولاً، وقد تكون هذه التقلبات منتظمة او غير منتظمة وقد اعزى المحللون في السوق المالية هذه التقلبات الى عوامل مالية تختص بالأداء المالي للشركات او بعوامل اقتصادية يتعرض لها الاقتصاد الكلي. وتتأثر القيمة السوقية للأسهم بعدة عوامل وهذه العوامل متعددة منها توقعات المستثمرين لربح الشركة في المستقبل وبالتالي التنبؤ بربحية السهم، والتنبؤ بمقدار الأرباح المتوقع توزيعها، والظروف الاقتصادية والسياسية المتوقعة. وعادة ما يداخل هذه العوامل عنصر

الإشاعات وعدم الاعتماد على التحليل السليم، فضلاً عن عوامل أخرى وبالإضافة للظروف العامة السائدة في السوق. (النصار، 2002: 23) وبناء عليه يمكن تنقسم العوامل المؤثرة في السوق الى ثلاثة انواع:

الاول: العوامل الداخلية

1. **العائد على السهم:** ويقصد به الدخل الذي يحققه السهم وهو ما توزعه الشركة من أرباح على حملة الأسهم وعائد السهم هو النسبة المئوية من الأرباح الناتجة لحملة الأسهم والمقصود بالسهم هنا هو السهم العادي ويمكن قياس عائد السهم بنصيب السهم العادي من الأرباح المتحققة او بنصيب السهم من الأرباح الموزعة.

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{(صافي الدخل - توزيعات الارباح على الأسهم الممتازة)}}{\text{متوسط عدد الأسهم المصدرة}}$$

2. **حصة السهم من الأرباح الموزعة:** ويقصد به نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة على الأسهم العادية، ومن خلال هذه الحصة يتمكن المستثمرون من مراقبة اداء الشركات ومن ثم تتحدد قيمتها السوقية فكلما كان هناك استقرار في الحصة الموزعة فسترتفع قيمتها السوقية، بينما اذا كانت النسبة متذبذبة انعكس ذلك سلباً على أسعار السهم في السوق (Templeton, 2011: 122). ويمكن قياسه من خلال المعادلة الآتية:

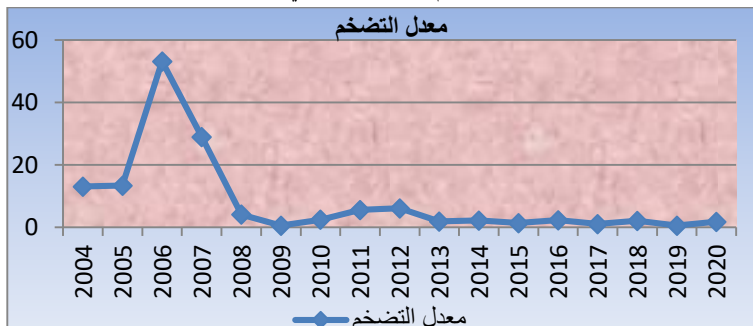
$$\text{حصة السهم من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{اجمالي الأرباح الموزعة على الأسهم}}{\text{اجمالي عدد الأسهم العادية}}$$

الثاني: العوامل الخارجية

يعد الاستثمار المالي من القضايا الحساسة للتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية لذا فان البيئة الاقتصادية والمالية التي تعمل ضمنها السوق المالية لها تأثيرات كبيرة على مؤشرات الاسواق المالية بما فيها القيمة السوقية، وكما يأتي

1. **معدل التضخم:** يعد هذا العامل من العوامل المؤثرة في السوق المالية بشكل عام الا ان اتجاه هذا التأثير لا يزال موضع جدل قائم بين الاقتصاديين فقسم ذهب الى التأثير الايجابي للتضخم في القيمة السوقية للشركات من خلال ان ارتفاع المستوى العام للأسعار في ظل استفادة الشركات من الخزين السلعي سيجعلها تباع هذا الخزين بسعر اعلى من السعر الاسبق ومن ثم يمكنها من تحقيق عوائد مالية أكبر مما كان متوقع وهذا سيزيد من مقسوم الأرباح على الأسهم العادية (Pachori, 2012: 422).

شكل (1) مسار معدل التضخم في الاقتصاد العراقي للمدة 2004-2020



المصدر: البنك المركزي العراقي، التقرير السنوي، 2004-2020

اما الاتجاه الاخر فقد قدم الاقتصادي فاما (Fama) آلية مختلفة لتفسير العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم تتلخص هذه الآلية في أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية (النشاط الاقتصادي) في حين يرتبط النشاط الاقتصادي بعلاقة عكسية مع التضخم وهذا ما يجعل العلاقة عكسية بين التضخم والقيمة السوقية للشركات (عطية، 2012: 54).

ويشير الشكل البياني (ان معدل التضخم في الاقتصاد العراقي خلال مدة الدراسة شهد استقرارا لاسيما بعد عام 2008 اذ بلغ في هذا العام 4.1% ثم بقي حول هذا المعدل او قريب منه لغاية عام 2020 اذ سجلت معدلات التضخم لهاذ العام ما يقارب 1.8%).

2. **معدل النمو الاقتصادي:** يؤثر هذا العامل في السوق المالية بشكل عام وفي القيمة السوقية بشكل أخص من خلال الدورات الاقتصادية وما تعكسه من آثار على الاقتصاد الكلي وعلى سوقه المالي فعند الانتعاش والرواج فان الطلب الكلي يكون مرتفعاً وهذا يساهم في زيادة الأسعار والانتاج والارباح ومن ثم ترتفع حصة السهم الواحد من الارباح الموزعة هذا من جانب، ومن جانب اخر ففي هذه المرحلة تتوفر لدى الافراد سيولة مالية وادخارات اضافية تمكنهم من الدخول الى السوق وشراء الأسهم والسندات فترتفع أسعار الأسهم ومن ثم ترتفع القيمة السوقية للشركات (Vijayalakshmi, 2015: 211).

اما في مرحلة الكساد فالعلاقة تكون عكسية تماماً فانخفاض معدلات النمو الاقتصادي تنعكس على ارباح الشركات من خلال تراجع الطلب الكلي ومن ثم تراجع اجمالي الارباح فينخفض نصيب السهم الواحد من الربح وهذا يعني تراجع القيمة السوقية للشركات.

الثالث: عوامل خاصة بسوق الأوراق المالية

ومن العوامل الاخرى المؤثرة في القيمة السوقية للشركات هي مؤشرات السوق المالية الاخرى وكما يأتي:

1. **حجم التداول:** يعد حجم التداول من العوامل التي تؤثر في القيمة السوقية من خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للشركات المصدرة لها، فعندما تسود في السوق حالة من التحرر والانفتاح ينعكس ذلك على تداول الأوراق المالية ومن ثم ترتفع أسعار تلك الأوراق نتيجة الطلب عليها وبالتالي ارتفاع نصيب السهم الواحد من الارباح المتحققة (برداي، 2017: 154).

الجدول (1) حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية موزع حسب القطاعات للمدة 2004-2020

القطاع السنة والاهمية	المصارف	الصناعة	الخدمات	الاستثمار	الزراعة	التأمين	السياحة	الاجمالي (مليون دينار)
2004	91873	17380	1902	389	179	194	16035	127950
الاهمية النسبية	71.8	13.6	1.5	0.3	0.1	0.2	12.5	100
2005	279696	61241	14551	1368	612	373	8968	366809
الاهمية النسبية	76.3	16.7	4	0.4	0.2	0.1	2.4	100
2006	115988	18191	5968	2220	697	523	3305	146891
الاهمية النسبية	79.0	12.4	4.0	1.5	0.5	0.4	2.2	100
2007	4071750	9774	3361	1285	619	204	4949	427367
الاهمية النسبية	95.3	2.3	0.8	0.3	1.2	0.05	2.3	100
2008	267156	16147	2684	651	541	504	13667	301350
الاهمية النسبية	88.6	5.4	0.9	0.2	0.2	0.2	4.5	100
2009	319235	29934	14544	3462	1093	1025	42635	411928
الاهمية النسبية	77.5	7.3	3.5	0.8	0.3	0.2	10.4	100
2010	259412	655316	20606	1142	1158	2293	50218	400359
الاهمية النسبية	64.8	16.4	5.1	0.3	0.3	0.6	12.5	100
2011	705456	126222	48946	3149	7033	7830	42560	941198
الاهمية النسبية	74.95	13.41	5.20	0.33	0.75	0.83	4.52	100
2012	677332	947268	27065	9419	8938	20312	29254	893825

100	0.26	0.32	1.35	0.12	1.07	10.20	86.68	الاهمية النسبية
2840220	25005	115778	100534	15487	25979	700353	953874	2013
100	0.88	0.04	0.35	0.05	0.91	2.47	33.58	الاهمية النسبية
898315	59018	2218	3087	17	21503	37916	763582	2014
100	6.57	0.25	0.34	0.002	2.39	4.22	85	الاهمية النسبية
456179	19368	1317	5941	342	24802	39760	355859	2015
100	4.25	0.29	1.3	0.08	5.44	8.72	78.01	الاهمية النسبية
426788	24727	436	3453	24	16122	55294	312946	2016
100	5.79	0.10	0.81	0.01	3.78	12.96	73.33	الاهمية النسبية
900154	11438	1156	4968	173	8325	37983	740561	2017
100	1.27	0.13	0.55	0.02	0.92	4.22	82.27	الاهمية النسبية
2840220	25005	115778	100534	15487	25979	700353	953874	8201
100	0.88	0.04	0.35	0.05	0.91	2.47	33.58	الاهمية النسبية
898315	59018	2218	3087	17	21503	37916	763582	9201
100	6.57	0.25	0.34	0.002	2.39	4.22	85	الاهمية النسبية
456179	19368	1317	5941	342	24802	39760	355859	2020
100	4.25	0.29	1.3	0.08	5.44	8.72	78.01	الاهمية النسبية

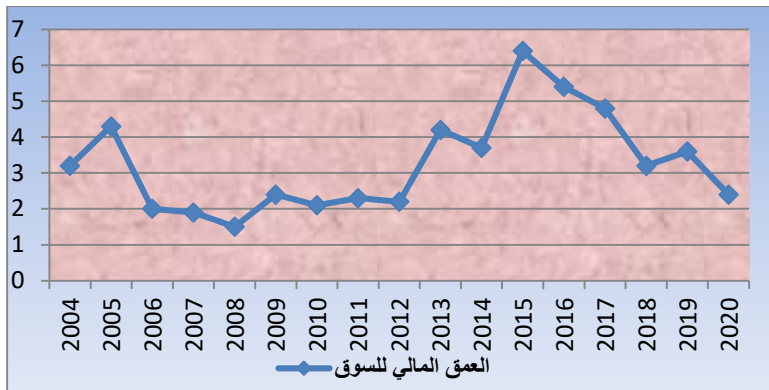
المصدر: سوق العراق للأوراق المالية. التقرير السنوي- 2004- 2020

يلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان حجم التداول للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية شهد ارتفاعا لبعض الشركات والقطاعات على حساب القطاعات الاخرى وهذا الامر يعزى الى تركيبة الشركات المدرجة في السوق اذ يستحوذ القطاع المصرفي على نسبة كبيرة تصل الى أكثر من 70% من مجموع حجم التداول للسوق المالي وبالتالي فان التقلبات التي يشهدها هذا المؤشر ينكس بصورة مماثلة على القيمة السوقية لتلك الشركات.

2. **عمق السوق:** يعبر العمق المالي للسوق نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي خلال مدة محددة، وبالتالي كلما ارتفعت تلك النسبة هذا يعني ان السوق المالية لها تأثير كبير في الاقتصاد الكلي

من خلال دورها في منح الائتمان وقبول الودائع ومن ثم فان ذلك سيؤثر في أسعار الأسهم للشركات وبالتالي سترتفع القيمة السوقية للشركة.

شكل (2) العمق المالي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2020



المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية- 2004-2020

3. **سيولة السوق:** او ما يطلق عليه بمعدل دوران السهم، وهذا العامل يظهر تأثيره في القيمة السوقية للسهم من خلال عدد المرات التي ينتقل بها من شخص الى اخر وبطبيعة الحال يتوقف فان الشركات الراجحة والتي تحقق ارباح اقتصادية باستمرار فان جميع المستثمرين يفضلون اقتناء أسهمها وهذا لن يحصل الا اذا تخلى صاحب السهم عنه وانتقلت ملكيته الى شخص آخر (Pandya, 2015: 345)، وكلما ازدادت عدد المرات التي ينتقل بها من شخص الى اخر فان سعر السهم سيرتفع وبالتالي سترتفع القيمة السوقية للشركات المدرجة.

4. **التغيرات الهيكلية:** تؤثر التغيرات الهيكلية التي يشهدها سوق العراق للأوراق المالية دوراً كبيراً في التأثير في أداء السوق بشكل عام والقيمة السوقية بشكل خاص (Ramadan, 2015: 211)، لذا سيتم اضافة متغير وهمي يعبر عن التطورات الهيكلية لسوق العراق وهذا المتغير سيأخذ قيمة (الصفري) للمدة (2004-2009) ومن بعدها سيأخذ القيمة (واحد) تماشياً مع التطورات التي يشهدها سوق العراق للأوراق المالية مع ادخال التداول الالكتروني.

الجدول (2) بعض المؤشرات الخاصة بسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2020)

السنوات	القيمة السوقية	العمق المالي للسوق	معدل نمو GDP	التغيرات الهيكلية
2004	1716748	3.2	0	0
2005	3165783	4.3	38.12905	0
2006	1949785	2.0	29.99334	0
2007	2129053	1.9	16.65063	0

0	40.82544	1.5	2283221	2008
0	-16.8023	2.4	3125342	2009
1	24.05199	2.1	3446543	2010
1	34.09949	2.3	4930453	2011
1	16.9781	2.2	5597843	2012
1	7.616088	4.2	11476733	2013
1	-2.61964	3.7	9546783	2014
1	-21.9743	6.4	12364895	2015
1	-2.08778	5.4	12130432	2016
1	11.52573	4.8	10721894	2017
1	10.2252	3.2	11565892	2018
1	5.36594	3.6	11294296	2019
1	-14.3625	2.4	9236548	2020

المصدر: البنك المركزي العراقي ، التقرير السنوي. 2004-2020

اما مؤشر القيمة السوقية فقد ارتفعت قيمته من (1716748) مليون دينار في عام (2004) لتصل الى (3165783) مليون دينار في عام (2005) وبلغت نسبة الزيادة (84.4%)، ومن ثم تراجعت في عام 2006 لتصل الى (1949785) مليون دينار وبلغت نسبة الانخفاض (9.19%) قياسا بالسنة السابقة، ويعزى سبب هذا التراجع والانخفاض الى تزايد معدلات التضخم والبطالة اذ سجل معدل التضخم (53%) خلال عام (2006) (البنك المركزي العراقي، 2007: 25). وقد استمرت مؤشرات القيمة السوقية باتجاهها المتصاعد غير متأثرة بالأزمة المالية التي حصلت في عام (2008) إلا بنسب طفيفة جداً؛ طالما ان حجم التداول محدودا داخل السوق المالي أولاً، وأن نسبة مساهمة المستثمرين الاجانب في أسهم السوق محدود وضئيلة جداً أيضاً، فضلاً عن أن الاستثمارات المالي في السوق المالي العراقي تعد قليلاً قياساً مع بورصات دول العالم، ومحدودية الاستثمارات تعود الى عوامل كثير كالوعي الاستثماري المتدني والدخل المحدود للفرد العراقي والسياسة الاعلانية الغائبة التي تشجع على الاستثمار المالي والمصرفي فضلاً عن ذلك كله الوضع الامني المضطرب الذي يعيشه الاقتصاد العراقي (Xn Lixin, 2010: 26).

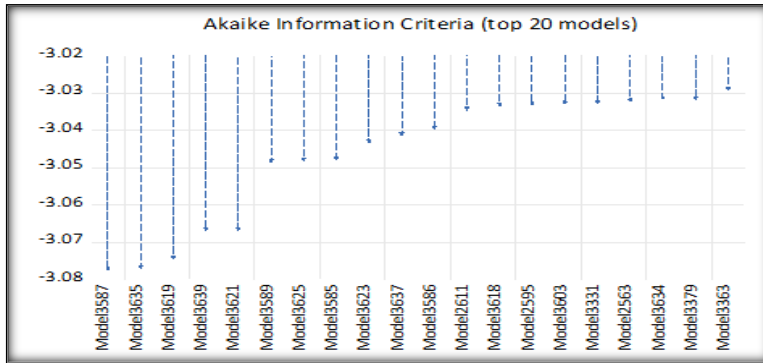
خامساً: الجانب التطبيقي لقياس بعض المحددات الخارجية للقيمة السوقية للشركات المدرجة

بعد اجرا اختبارات السكون لمتغيرات الدراسة وتبين بانها اصبحت ساكنة بعد الفرق الاول سنقوم بتطبيق اختبارات نموذج ال(ARDL) وكما مبين لاحقاً.

1. التقدير الاول للنموذج: وفقا لطريقة (Akaike information Criteria) (AIC) يتبين من الشكل (3)-3 فترات الإبطاء المثلى. نجد أن النموذج الأمثل هو النموذج (4, 0, 1, 3, 3, 3, 1) ARDL وهو النموذج الذي يتحقق من تأثير المحددات الخارجية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق.

$$MV = \alpha_0 + \beta_1 IN + \beta_2 GDP + \beta_3 VE + \beta_4 SM + + \varepsilon_i$$

شكل (3) نتائج فترات الإبطاء المثلى حسب طريقة (AIC) لسلسلة الدراسة



المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews).

- تم اختيار النموذج الأمثل وبالاعتماد على معيار اكايكا (4, 0, 1, 3, 3, 3, 1) ARDL بالمفاضلة مع 20 نموذج لذلك نذهب للخطوة التالية وهي تقدير النموذج الاول وحسب درجات الإبطاء المثلى.

الجدول (3) التقدير الأول للعلاقة بين القيمة السوقية والمحددات الخارجية

Variable	Coefficient	t-Statistic	Std. Error	Prob.*
VM (-1)	0.946161	8.576453	0.110321	0.0000
VM(-2)	-0.060348	-0.368727	0.163667	0.7159
VM(-3)	-0.069731	-0.460305	0.151488	0.6498
VM(-4)	-0.218630	-2.058060	0.106231	0.0516
IN	-0.283795	-0.908725	0.312301	0.3733
IN	0.803566	3.427813	0.234425	0.0024
IN(-1)	-0.877286	-3.646951	0.240553	0.0014
GDP	-0.141022	-0.637490	0.221214	0.5304
GDP (-1)	-0.184031	-0.677893	0.271475	0.5049
GDP (-2)	0.100208	0.369891	0.270913	0.7150

GDP (-3)	-0.359827	-1.900706	0.189312	0.0705
VE	0.022357	2.875868	0.007774	0.0088
VE(-1)	0.005768	0.925531	0.006232	0.3647
VE(-2)	0.001725	0.279948	0.006160	0.7821
VE(-3)	-0.008176	-1.439880	0.005678	0.1640
SM	-0.891398	-1.623778	0.548965	0.1187
SM(-1)	1.775869	2.419703	0.733920	0.0242
SM(-2)	0.029187	0.039296	0.742743	0.9690
SM(-3)	-0.970299	-1.797482	0.539810	0.0860
C	7.953082	1.411947	5.632707	0.1720
R-squared	0.993709	3.905463	Mean dependent var	
Adjusted R-squared	0.987703	0.401839	S.D. dependent var	
S.E. of regression	0.044560	-3.077109	Akaike info criterion	
Sum squared resid	0.043683	-2.185014	Schwarz criterion	
Log likelihood	89.69639	-2.746277	Hannan-Quinn criter.	
F-statistic	165.4715	1.815232	Durbin-Watson stat	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews).

تظهر نتائج النموذج الأولي أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع خلال فترات الإبطاء السابقة وفي ذلك دلالة على ترابط العلاقة فيما بينهما. كما ان معامل التحديد اعطى دلائل عن إمكانية المتغيرات المستقلة لتفسير ما مجموعه 0.993709 من التغيرات في المتغير التابع وهي مؤشر أولى عن قوة المتغيرات المستقلة للتفسير.

2. اختبار الحدود bound test:

بعد اعتماد درجات الإبطاء المثلى النموذج الأولي، نتحقق من علاقة التكامل المشترك بين المحددات الخارجية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. ومن نتائج الحدود الظاهرة في الجدول أعلاه نجد أن قيمة ($F=13.72053$) وهي أعلى من الحد الأعلى ($I1$) وعند مستوى دلالة

(0.05) وهو مؤشر على وجود علاقة تكامل مشترك بين المحددات الخارجية والقيمة السوقية للشركات. مما يحتم علينا التحقق من علاقة الأجل الطويل بين متغيرات النموذج الأول.

الجدول (4) نتائج اختبار الحدود لنموذج (ARDL)

F-Bounds Test: Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	13.72053	10%	1.99	2.94
K	6	5%	2.27	3.28
		2.5%	2.55	3.61
		1%	2.88	3.99

المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews).

للتحقق من وجود علاقة التكامل المشترك وعند النظر الى قيمة F المحسوبة نجد انها اعلى من I(1) عند مستوى دلالة 0.01 وهو مؤشر على وجود علاقة التكامل المشترك والعلاقة طويلة الاجل.

3. نتائج العلاقة طويلة الاجل بين المحددات الخارجية والقيمة السوقية

بعد التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات ينبغي الآن الحصول على المقدرات الطويلة لمعاملات النموذج المقدر ومعلمة تصحيح الخطأ، والجدول (5) يوضح ذلك:

جدول (5) تقدير معلمات الأجل الطويل والأجل القصير وتصحيح الخطأ.

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IN	0.951933	0.213329	4.462275	0.0001
GDP	0.160362	0.047460	-3.378885	0.0019
VE	0.160131	0.069149	2.315724	0.0269
SM	0.019618	0.003709	5.288956	0.0000
C	-8.086556	2.576336	-3.138782	0.0036

$$EC = LY3 - (0.9519*IN + 0.1604*GDP + 0.1601*VE + 0.0196*SM - 8.0866)$$

المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews).

نتائج العلاقات طويلة الاجل تظهر معنوية بعمومها اذ ان معدل التضخم يرتبط بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية مع القيمة السوقية فارتفاع التضخم بوحدة واحدة يؤدي الى زيادة القيمة السوقية بنسبة (0.951) وهذا الامر منطقي من الناحية الاقتصادية فكلما كانت هناك بوارد تضخمية ترتب عليها ظهور مؤشرات الارتفاع بالأسعار مما يعني ذلك زيادة القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية. بينما لو نظرنا الى (GDP) فنجدته مرتبط بعلاقة موجبة ايضا اذ ان ارتفاع الناتج بوحدة واحدة سيؤدي الى زيادة القيمة السوقية بنسبة (0.16) وهذا يعني ان التحسن الذي يحصل في مؤشرات النمو الاقتصادي سيشمل مؤشرات سوق الأوراق المالية على شكل زيادة في حجم التداول وارتفاع القيمة السوقية وربما زيادة الشركات المتداولة في السوق. كما تبين ان هناك علاقة طردية بين حجم التداول VE والقيمة السوقية فارتفاع حجم التداول بوحدة واحدة يؤدي الى زيادة القيمة السوقية بنسبة (0.16) وهذا يشير الى زيادة تداول الأوراق المالية للشركات الراجعة ومن ثم ترتفع أسعار أوراقها المالية. اما العامل الاخر وهو سيولة السوق (SM) فان ارتفاع سيولة السوق بمقدار وحدة واحدة ستؤدي الى زيادة القيمة السوقية بنسبة (0.19) وهذا يشير الى وجود الوفرة المالية للمتعاملين داخل السوق ومن ثم قدرتهم على تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في السوق وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة.

الجدول (6) نتائج العلاقة القصيرة الاجل بين المحددات الخارجية والقيمة السوقية

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VM(-1))	0.348709	0.079512	4.385636	0.0002
D(VM(-2))	0.288361	0.087445	3.297635	0.0033
D(VM(-3))	0.218630	0.073764	2.963903	0.0072
D(IN)	0.803566	0.106496	7.545496	0.0000
D(GDP)	-0.141022	0.138608	-1.017416	0.3200
D(GDP(-1))	0.259618	0.152046	1.707501	0.1018
D(GDP(-2))	0.359827	0.136383	2.638348	0.0150
D(VE)	0.022357	0.004935	4.530738	0.0002
D(VE(-1))	0.006452	0.003641	1.772141	0.0902
D(VE(-2))	0.008176	0.003190	2.563378	0.0177
D(SM)	-0.891398	0.315576	-2.824671	0.0099

D(SM(-1))	0.941112	0.380733	2.471839	0.0217
D(SM(-2))	0.970299	0.348085	2.787538	0.0107
CointEq(-1)*	-0.402548	0.044177	-9.112216	0.0000
R-squared	0.926717	Mean dependent var		-0.014508
Adjusted R-squared	0.891339	S.D. dependent var		0.117739
S.E. of regression	0.038811	Akaike info criterion		-3.395290
Sum squared resid	0.043683	Schwarz criterion		-2.787044
Log likelihood	89.69639	Hannan-Quinn criter.		-3.169723
Durbin-Watson stat	1.815232			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews)

معلمة تصحيح الخطأ أعطت دلالة عن إمكانية تصحيح ما مقداره 0.40 من أخطاء الاجل القصير خلال وحدة الزمن ومقدارها ثلاثة أشهر للوصول للتوازن الطويل الاجل كما تظهر نتائج الاجل القصير وجود علاقة ديناميكية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وهو مؤشر عن ترابط وتأثير تلك المتغيرات بصورة مباشرة عن التغيرات في المتغير التابع.

4. اختبار جودة النموذج المستخدم: بعد اعتماد نموذج (1, 3, 3, 0, 4) (ARDL) في تقدير الآثار القصيرة والطويلة الأجل ينبغي التأكد من جودة أداء النموذج وسلامته من المشاكل القياسية، وذلك من خلال تطبيق بعض الاختبارات الخاصة بذلك وكما يأتي:

** اختبار (ARCH): يوجد العديد من الاختبارات الخاصة في كشف تجانس البواقي من عدمها، ومن بين تلك الاختبارات اختبار (ARCH) وكانت نتائج الاختبار الآتي:

الجدول (7) نتائج اختبار شرط ثبات تباين حدود الخطأ (تجانس التباين)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	0.855319	Prob. F(21,22)	0.6384
Obs*R-squared	19.77680	Prob. Chi-Square(21)	0.5354
Scaled explained SS	5.826034	Prob. Chi-Square(21)	0.9995

المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews).

تشير النتائج التي المثلثة في الجدول (7) إلى النموذج غير معنوي، وهذا يتضح من خلال مقارنة قيمة F المحتسبة البالغة (0.855319) مع مثلثتها الجدولية البالغة (0.69)، وبذلك يصبح النموذج خال من مشكلة تجانس التباين.

*** اختبار استقلال الحدود: ولكي نبين عدم ارتباط الأخطاء لمتغيرات الدراسة، نلجأ إلى اختبار (Breusch-Godfrey Serial Test) للارتباط الذاتي. وبعد إجراء الاختبار كانت النتائج كما في الجدول (8).

الجدول (8) نتائج اختبار Breusch-Godfrey Serial

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-statistic	0.704237	Prob. F(2,20)	0.5063
Obs*R-squared	2.894781	Prob. Chi-Square(2)	0.2352

المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews).

نتائج اختبارات التحقق: Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test الذي تفترض فرضية عدم وجود ترابط تسلسلي بين البواقي وعند النظر للنتائج ولأن قيمة P أعلى من 0.05 لا نرفض فرضية عدم وعليه لا دليل لوجود ارتباط تسلسلي بين البواقي، وبما أن نتائج الاختبارات أثبتت سلامة جودة النموذج المستخدم، وهذا ما يتبين من خلال مقارنة احتمالية (F) المحتسبة البالغة (0.704237) مع مثلثتها الجدولية البالغة (0) والتي جاءت غير معنوية، وهذا يعني أن النموذج جيد وخالي من المشاكل القياسية.

****اختبار Ramsey: يتم اللجوء إلى هذا الاختبار من أجل التعرف على الشكل الدالي للنموذج، ومدى ملائمته كما في الجدول (9)

الجدول (9) نتائج اختبار Ramsey للشكل الدالي.

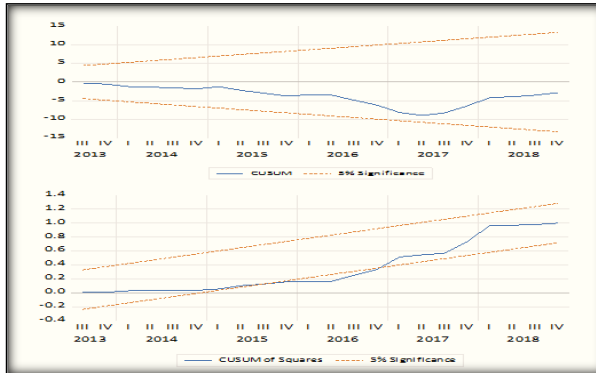
Ramsey RESET Test			
	Value	Df	Probability
t-statistic	2.173596	21	0.0413
F-statistic	4.724520	(1, 21)	0.0413
Likelihood ratio	8.928576	1	0.0028

المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews).

نتائج اختبارات التحقق: Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test الذي تفترض فرضية عدم وجود ترابط تسلسلي بين البواقي وعند النظر للنتائج ولأن قيمة P أعلى من 0.05 لا نرفض فرضية عدم وعليه لا دليل لوجود ارتباط تسلسلي بين البواقي اما اختبار Breusch-Pagan-Godfrey للتحقق من تجانس

البواقي اعطى دلالة إحصائية عن عدم وجود مشكلة عدم التجانس بين البواقي بالإضافة لذلك وعند النظر الى اختبار Ramsey RESET Test كانت هناك دلائل عن وجود بعض المتغيرات المحذوفة ولكن عند جمع نتائج الاختبارات الثلاثة نقر بسلامة النموذج القياسي لزيادة التحقق عن سلامة النموذج نعتمد اختباري المجموع التراكمي ومربعات المجموع التراكمي.

شكل (4) نتائج اختباري CUSUM, CUSUM of Squares للتأكد من استقرارية النموذج الثاني



المصدر: من عمل الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews)

الشكل (4) يوضح نتائج اختباري CUSUM, CUSUM of Square استقرارية النموذج المعتمد بعموم وعليه نحكم باستقرار النموذج والقياسي ومصادقية النتائج المتحصلة قياسيا.

سادساً: الخاتمة

أ-الاستنتاجات

1. من خلال النتائج التي تم التوصل اليها يمكن القول بقبول فرضية البحث التي تشير الى ان المحددات الداخلية والخارجية لها تأثير على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
2. ان القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي العراقي تتأثر بشكل كبير بالمحددات الخارجية للسوق وهذا التأثير يجعل تلك القيمة بعيدة جدا عن قيمتها الحقيقية وبالتالي ستشكل صعوبة على المستثمرين للاسترشاد بها كعامل مهم في تحديد ميولهم الاستثماري.
3. ان الارتفاع الحاصل في معدل التضخم يعمل على اعطاء صورة مضللة للقيمة السوقية بشكل أكبر مما هي عليه وهذا الامر يمثل صعوبة لدى المستثمرين في تحديد القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم والمتداولة.
4. هناك صعوبة لدى الجهات المسؤولة عن السوق في منع تأثيرات العوامل الخارجية على القيمة السوقية للشركات المتداولة.

5. ان نسبة مساهمة القطاع المصرفي في حجم التداول المالي للسوق تصل الى قرابة 70% من اجمالي الاموال المتداولة وهذا يعني ان اغلب الانشطة المتداولة في السوق تعود الى الجهاز المصرفي والنسبة المتبقية تعود الى القطاعات الاخرى.

ب-التوصيات:

1. ضرورة العمل على رفع نسبة مساهمة القطاعات الاخرى كالقطاع الصناعي والسياحي والزراعي من اجل تطور السوق المالي وزيادة مساهمة تلك القطاعات في تكوين الناتج المحلي الاجمالي.
2. العمل على انشاء نظام تثبت فيه القيمة السوقية وفقا الى أسعار ثابتة وهذا الامر سيحد من حدة التقلبات التي تعكسها المتغيرات الخارجية على القيمة السوقية.
3. العمل على زيادة نسبة العمق المالي للسوق وذلك من خلال زيادة الاموال الموظفة في مشاريع استثمارية لان هذا امر سنعكس بشكل ايجابي على ارباح الشركات ومن ثم ارتفع القيمة السوقية للشركات المدرجة.

المصادر

1. برداي، برجوياني وأمن هشام محمود (2017)، دور تبني معايير المحاسبة الدولية على العائد السوقي للسهم في الشركات المدرجة في السوق المالي الفلسطيني، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد الثامن.
2. شتاك، اسامة محمد، (2018) العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان (دراسة تحليلية)، رسالة ماجستير، كلية الاعمال، جامعة الشرق الاوسط.
3. عطية، محمود صالح، (2012)، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق العراق للأوراق المالية مع الإشارة الى سوق العراق، مجلة ديالى، العدد الرابع والخمسون.
4. الغالي، مجيد محسن (2015)، أثر القوى الخمسة ومؤشرات السوق المالية في القيمة السوقية للسهم دراسة تطبيقية، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد (13)، العدد (51).
5. النصار، ولاء اسماعيل، (2002) أثر عائد المقسوم ونسبة التوزيع في أسعار الأسهم العادية، رسالة ماجستير، جامعة بغداد، كلية الادارة والاقتصاد.
6. البنك المركزي العراقي، التقرير السنوي، 2004-2020.
7. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، 2004-2020.