العلوم الاقتصادية
العدد الخامس والستون/ المجلد السابع عشر/ حزيران 2022

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

الاستاذ الدكتور منتظر فاضل سعد البطاط الباحثة: هبة عامر عيسى الجعفري
كلية الادارة والاقتصاد- قسم العلوم المالية والمصرفية
جامعة البصرة [1]

المستخلص :

تؤدي الأسواق المالية دورا مهما في اغلب المجالات الاقتصادية من خلال نقل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز ، ومن خلال سوق رأس المال يتم تمويل المشروعات برؤوس أموال ضخمة مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار في البلد، إذ تؤدي الكفاءة دورا مهما في رفع مستوى أداء سوق رأس المال من خلال اتاحة المعلومات للجميع وانعكاسها المباشر في الأسعار مما يعكس اثاره الإيجابية على القيمة السوقية. وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال والقيمة السوقية وتم اختيار عينة تتألف من **16** مصرفا مدرجا ضمن القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة اعتمادا 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** .

الكلمات المفتاحية: كفاءة سوق رأس المال، القيمة السوقية، سوق العراق للأوراق المالية.

بحث مستل من رسالة ماجستير الموسومة (آثر كفاءة سوق رأس المال في القيمة السوقية للأوراق المالية دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019) مقدمة إلى مجلس كلية الادارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة البصرة .

The effect of Capital Market and efficiency on the Market Value of Securities Applied Study of Banks Sample within the Iraqi Securities Market for the Period 2015-2019

Prof Dr. Muntader Fadil Saad **Researcher: Hiba Amer Issa**

College of Administration and Economics Department of Banking and Financial Sciences

University of Basrah

Abstract :

Financial markets play a major role in the economic areas through transferring funds from surplus units to deficit units. Projects are funded with huge capital by the capital market which leads to an increase in investment in the country where efficiency plays an important role in raising the level of performance of the capital market by making information available to all. Its direct reflection in prices reflects its positive effects on market value. The study aims to identify the nature of the relationship between the efficiency of the capital market and market value. A sample of 16 companies within the banking sector in the Iraqi securities market Based on (FEM) Fixed Effects Model, the study has concluded that th: all variations of study impact the market value except for the indicator of the number of companies under scrutiny and the most influential variable is **ISX 60** .

المقدمة :

يشهد العالم تطورا كبيرا 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 تؤديه 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، و يعد سوق رأس المال 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 تؤديه 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، اذ 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 ، وفي ضوء هذا البحث سوف نوضح العلاقة بين مدى تحقيق كفاءة سوق رأس المال وتأثيره في تحديد القيمة السوقية للأوراق المالية بالاعتماد على دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

أولا :- مشكلة البحث :-

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 يعالج هذا البحث الإشكالية حول مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للأوراق المالية ، إذ انه في ظل السوق الكفوء تبعاً لطبيعة المعلومات يتغير سعر السهم إذ ان توافر المعلومات المتماثلة عند عموم المتعاملين يسهم في زيادة الكفاءة ، إذ تنطلق مشكلة البحث 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 البحث 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 أثرٌ في القيمة السوقية ؟

3-هل لمؤشر حجم التداول أثرٌ في القيمة السوقية ؟

4-هل لمؤشر عدد الشركات أثرٌ في القيمة السوقية ؟

ثانيا : أهميـــــة البحث :-

1- تكمن أهمية البحث في إنها تقدم إطارا عاما ودراسة توضيحية عن مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال في تحديد القيمة السوقية للأوراق المالية وكذلك معرفة مدى إمكانية الاعتماد على مؤشرات كفاءة الأسواق المالية في تحديد القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

2- توفير معلومات تخدم المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية لمساعدتهم في اتخاذ القرار الاستثماري .

3- قلة الدراسات في العراق التي تتناول الربط النظري والتطبيقي لسوق رأس المال الكفوء ومدى تأثيره في القيمة السوقية .

ثالثا :- أهـــداف البحث :-

1- التعرف على طبيعة العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال والقيمة السوقية للأوراق المالية في العراق وكذلك تفسير ما لمؤشرات كفاءة السوق المالي من أثرٌ في القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و بيان أي من مؤشرات الكفاءة أكثر تأثيراً من غيره على القيمة السوقية .

2- توضيح الشروط الواجب توفرها لتحقيق الكفاءة لسوق رأس المال وتأثيرها في القيمة السوقية .

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

رابعا :- فرضيـــات البحث :-

يقوم البحث على اختبار فرضية العدم الرئيسة التالية :-

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

ومن الفرضية الرئيسة 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 وعينـــة البحث :-

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 و تمتد الحدود الزمانية لهذه الدراسة من شهر كانون الثاني 2015 لغاية شهر كانون الأول 2019 ، ويتمثل مجتمع الدراسة بسوق العراق للأوراق المالية أما عينة الدراسة فقد تمثلت ب (16) مصرفاً من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

سادسا :- أسلوب البحث لجمـــع البيـــانات

سيتم الاعتماد على المناهج والأساليب التالية في الدراسة :-

1- **المـنهج الاســتقرائي (النظـري) :-** اعتمـد الجانـب النظـري على مجموعـة مـن المراجـع والكتـب العلميـة الحديثـة المحليـة والعربيـة والأجنبيـة و الأطـاريح والرسـائل والمقـالات المحليـة والعربيـة والأجنبية المتوافرة في الانترنت والمكتبات وجمع المعلومات اللازمة لمعرفة متغيرات الرسالة .

2- **المـنهج القياسـي (العملـي) :-** اعتمـد الجانـب العملي على البيانـات الرقميـة المدرجـة في سـوق العـراق لـلأوراق الماليـة التي يـتم الحصـول عليهـا مـن خـلال التقـارير الفصـلية المنشـورة والموقـع الالكترونـي الرسـمي لسـوق العـراق لـلأوراق الماليـة وهيـأة الأوراق الماليـة والموقـع الرسـمي للبنـك المركـزي العراقي وسـيتم اعتمـاد نمـوذج الانحـدار الـذي يسـتخدم أسـلوب الـدمج بـين السلاسـل الزمنيـة والبيانـات المقطعيـة (Panel data) لاختبـار اثـر كفـاءة سـوق رأس المـال في القيمـة السوقية .

المبحث الاول :

الجانب النظري

أولا :- كفاءة سوق رأس المال Efficient capital market

تعـد كفـاءة سـوق رأس المـال مؤشـرا على نجـاح وتطـور هـذه الأسـواق أذ تتميز الكفـاءة بعـدة خصـائص تـؤدي دورا مهمـا في أداء أسـواق رأس المـال ومنهـا أن تكـون المعلومـات متـوافرة لجميـع المشـاركين في السـوق وكـذلك انعكاسـها التـام والآني في أسـعار الأوراق الماليـة أذ أن كثـرة المشـاركين في السـوق الكـفء يـدل على وجـود المنافسـة التامـة في السـوق أي أن قيمـة الأوراق الماليـة مسـاوية لقيمتهـا الحقيقيـة وهـذا يعني عـدم تحقيـق أي مـن المشـاركين في السـوق عوائـد غير اعتياديـة عـن غيره ،وهنـاك عـدة صـيغ لكفـاءة سـوق رأس المـال منهـا الصـيغة الضـعيفة وكـذلك المتوسـطة التي تعتمـد على تحليـل الظـروف الاقتصـادية الكليـة على القيمـة السـوقية لـلأوراق الماليـة وأيضـا الصـيغة القويـة التي تعتمـد على عـدة اسـتراتيجيات لتحقيق كفاءة سوق رأس المال .

1 - مفهوم واهمية كفاءة سوق رأس المال The concept and importance of capital market efficiency

تعد فرضية الأسواق الكفؤة **(EMH)** احدى الركائز الأساسية للاقتصاد المالي الحديث ، اذ كانت فرضية الأسواق الكفؤة موضوعا مثيرا للجدل ومع ذلك لاتزال النظرية جزءا من الاقتصاد المالي الكلاسيكي **(Kristoufek and others,2013:1)** . 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 الكفء 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)** .

كما يعرف أيضا على أنه السوق الذي تكون فيه أسعار الأوراق المالية مساوية لقيمها 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)** . **وتبرز أهمية كفاءة سوق رأس المال من خلال الاتي (Mishra and others,2010:131)** :-

أ- توفر سبلا للاستخدام الكفوء للأموال لأغراض الاستثمار طويل الاجل عن طريق نقل الأموال من وحدات ذات فائض الى وحدات ذات عجز .

ب- تعزيز النمو والتنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الافراد على الاستثمار في الأوراق المالية .

ت- 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)**

ث- 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 .

2 - انواع كفاءة سوق رأس المال Capital market types

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

أ- 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،145:2017)** .

ب- 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،125:2014)** .

3 - متطلبات كفاءة سوق رأس المال Capital market efficiency requirements

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

أ- كفاءة التسعير Pricing efficiency :

وتسمى أيضا 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 اعمالها وذلك لضمان وجود منافسة تتساوى فيها الفرص لجميع المتعاملين في السوق مما يؤدي إلى عدم حصول احدهم على أرباح غير اعتيادية **(الأزهر،17:2013)** .

ب- كفاءة التشغيل Operating efficiency :

وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية وتعني أن السوق قادر على خلق توازن بين جانبي العرض والطلب أي دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف سمسرة ودون أن يحقق التجار والمتخصصين هامش ربح، كما أن الكفاءة الخارجية تعتمد على الكفاءة الداخلية أذ يجب أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمر قليله لكي تعكس قيمة الأوراق المالية والمعلومات 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 قليلا ولا يكفي لتغطية التكاليف التي تكبدها المتعامل **(بن محياوي،57-58:2015)** .

4 – عو ائق 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،358-359:2013)** :-

أ- تأثير حساسية السعر The effect of price sensitivity

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

ب- تأثير القيم المتوسطة The effect of average values

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

ت- 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

5 - 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 :-

أ- المستوى الضعيف للسوق The weak level of the market

ويعني أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية فقط أي أن الأسعار تسير عشوائيا 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 مرشدا لحركة الأسعار المستقبلية **(العسكري وآخرون،52:2017)**، 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 للحصول على الأرباح من خلال البحث في البيانات المالية **(Al-Zaubia and Al-Nahlehb,2010:72)**

ب- 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 فضلا 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 فعلا في الأسعار **(الفالوجي،38:2007)** .

ت- المستوى القوي للسوق Strong market level

في هذا المستوى من الكفاءة تنعكس جميع المعلومات العامة والخاصة على الفور في أسعار الأوراق المالية ومن ثم فأن 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،332:2019)**

ثانيا :- القيمة السوقية 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 .

1 – مفهوم القيمة السوقية The concept of 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،170:2019)** .

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،186:2019)** .

2 - العوامل المؤثرة في القيمة السوقية Factors affecting on the 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،59-60:2016)** :-

أ- 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 .

ب- القيمة الدفترية للأوراق المالية اذ ترتبط القيمة السوقية بعلاقة طردية مع القيمة الدفترية اذ ان زيادة القيمة الدفترية يصاحب زيادة في القيمة السوقية والعكس صحيح .

ت- قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في المستقبل وتقوية مركزها المالي ،وكذلك توزيعات الأرباح المعلنة للشركة في نهاية العام **(محمد،339:2017)** .

ث- العرض والطلب على الورقة المالية في السوق إذا تزداد قيمتها السوقية عند زيادة الطلب على العرض عليها وتنخفض قيمتها السوقية عند زيادة العرض على الطلب عليها **(حمد،46:2018)** .

ج- المعلومات والبيانات المحاسبية (خصوصا ما يتعلق بالأرباح) اذ تتأثر أسعار الأوراق المالية سلبا او إيجابا عند الإعلان عن الأرباح المعلنة وتنعكس هذه المعلومات بصورة سريعة على أسعار الأوراق المالية في السوق **(شنَك،13:2018)** .

3 - قياس مؤشرات القيمة السوقية Measuring market value indicators

يتم قياس مؤشرات القيمة السوقية بأحد الطرائق التالية :-

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

القيمة السوقية / التدفق النقدي = القيمة السوقية للسهم / 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 :-

- ان لها أهمية كبيرة في تقييم جودة الأرباح للشركة .
- 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 . وتقارن هذه النسبة بنسبة القيمة السوقية الى العائد فعند وجود فرق كبير بين هذين النسبتين فلابد 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،50:2018)** .

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

القيمة الدفترية / السوقية = سعر السهم / القيمة الدفترية للسهم

فاذا كانت (مشكوروصادق،381:2019) :-

- النسبة اقل من واحد، فهذا يعني ان سعر السهم في السوق اقل من قيمته الدفترية ويدل على ضعف أداء الشركة .
- القيمة تساوي واحد، فهذا يعني ان سعر السهم في السوق يساوي قيمته الدفترية وان أداء الشركة عاديا .
- 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 ستنخفض تحت قيمته الدفترية **(الدهلكي،153:2018)** .

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)** .

ت- **القيمة السوقية المضافة :-** وتحسب من خلال المعادلة التالية :

القيمة السوقية المضافة = القيمة البيعية للاسهم – القيمة الدفترية للاسهم

تعرف القيمة السوقية المضافة على انها الفرق بين ما يحصل علية 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 لعائدٍ مساوٍ لتكلفة رأس المال فأن الشركة لم تحقق قيمة سوقية مضافة **(عبدالله،51:2018)** .

ثالثا :- مؤشرات السوق Market indicators

أ- 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،2019:7-6)** . ويتم الاستدلال في هذا المؤشر من خلال **(شندي،2013:167)** :

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

ب- مؤشر عدد الأسهم Stock number index :-

هو عدد الأسهم التي يتم التداول بها بيعا وشراء خلال مدة زمنية معينة، ويقيس هذا المؤشر اجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي خلال مدة زمنية محددة ويتم الاستدلال من خلال هذا المؤشر **(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 .**

ت- 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 للاسهم 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 المستثمرون الى الدخول للسوق المالي ومن ثم رفع الأسعار ، اما اذا لم يكن هناك تداول كبير في الأسهم فأن ذلك يؤدي الى تشاؤم المستثمرون الذي سوف يدفعهم الى تصفية مراكزهم الاستثمارية مما يسبب انخفاض الأسعار ، فاذا كان حجم التداول كبيرا فأن هذا يدل على **(مشكور وصادق،2019:382)** :-

- **انه مؤشر جيد على مستوى نشاط السوق المالي .**
- **درجة السيولة عالية .**
- **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

ث- 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 ليبين حجم السوق ومؤشر الأسعار ، وان هذا المؤشر يفقد دلالته اذ لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا 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،177:2018)** ، ويتم الاستدلال على هذا المؤشر من خلال **(الربيعي،156:2017)** :

- **اذا كان مؤشر عدد الشركات مرتفعا فأن هذا يدل على تطور السوق المالي .**
- **اذا كان مؤشر عدد الشركات منخفضا فأن هذا يدل على تدهور السوق المالي .**

ج- مؤشر القيمة السوقية Market value index :-

يعبر مؤشر القيمة السوقية عن اجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية، ويعد هذا المؤشر مؤشرا مناسبا 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 للاسهم من خلال المعادلة التالية **(الشمري والجليحاوي،189:2019-188)** :-

مؤشر القيمة السوقية للاسهم = 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 .**

المبحث الثاني :
الجانب العملي

اولا :- اختبار وتحليل فرضيات الدراسة :

من اجل التحقق من فرضيات الدراسة التي تم وضعها من قبل الباحثة لابد من اختبار وتحليل هذه الفرضيات وعليهم قياس اثر المتغيات 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 زمنية معينة. وعليه فان المقصود بـ (Panel data) هو المشاهدات المقطعية ، مثل(الدول، المدن ، الشركات، الأسر، البنوك...) التي تم رصدها عبر مدة زمنية معينه وبصورة ادق هي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية في آن واحد، ويتميز اسلوب (Panel data) عن الانحدار الاعتيادي بانه يأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء وان من اهم ما يميزها ما يلي **(عطية،2016)** :

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 .

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

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

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

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 Fixed Effects Model (FEM) :

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 Random Effects Model (REM) :

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

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

من اجل اختبار فرضية الدراسة الرئيسة 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 (1)

نتائج تقدير اثر المتغيرات المستقلة (X1,X2,X3,X4) في المتغير المعتمد Y

المتغيرات		النموذج		
		PRM	FEM	REM
الحد الثابت	Cقيمة الثابت	848.106	1449.138	848.106
	tقيمة المحتسبة	5.38	.456	5.91
	pالقيمة الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
x_1المتغير	x_1قيمة معامل	0.00059	0.00109	0.00059
	tقيمة المحتسبة	8.23	.9310	9.05
	pالقيمة الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
x_2المتغير	x_1قيمة معامل	-0.00142	-0.00409	0.00142-
	tقيمة المحتسبة	-6.29	-5.90	-6.92
	pالقيمة الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
x_3المتغير	x_1قيمة معامل	0.00109	0.00340	0.00420
	tقيمة المحتسبة	3.84	.193	4.23
	pالقيمة الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
x_4المتغير	x4قيمة معامل	2.73951	4.56561	2.73951
	tقيمة المحتسبة	0.32	.580	0.53
	pالقيمة الاحتمالية	0.752	0.653	0.729
R^2معامل التحديد		0.21	0.38	0.21
Fقيمة		21.41	9.73	21.42
Fisherاحتمالية		0.000	0.000	0.000

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

نلاحظ من الجدول (1) ما يلي :

أ- نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM) :

نلاحظ من نموذج PRM المقدر في الجدول المذكور آنفاً ان 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 ذو 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 (x2) 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 على 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 (x3) 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 ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر حجم التداول على 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 (x4) ليس ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x4 والبالغة (0.752) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر ذو 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 على 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 إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد(R^2) قد بلغت (0.21) وهذا يعني إن 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 اخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي .

ب- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) :

نلاحظ من نموذج FEM المقدر في الجدول السابق ان 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 (x2) 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 على 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 (x3) 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 ذو 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 (x4) ليس ذو دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك

كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x4 والبالغة (0.563) اكبرمن 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 إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.38) وهذا يعني إن 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 ان 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 ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق العام على 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 على 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 (x2) 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 ذو 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 (x3) 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 (x4) ليس ذي دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل x4 والبالغة (0.792) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر ذو 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 إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.21) وهذا يعني إن 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 اخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي .

وأخيراً بالنسبة لاختبار الفرضية الرئيسة التي تنص على عدم وجود تأثير ذي دلالة معنوية لكفاءة سوق رأس المال في القيمة السوقية فأننا 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 .

ثالثا :- اختيار النموذج الملائم :

بعد ان تم تقدير النماذج الثلاثة السابقة سنقوم بتحديد النموذج الأكثر ملاءمة من بينها اذ سنجري اختبارين وعلى 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 ملاءمة نموذج التأثيرات الثابتة على 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)** :-

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

اذ ان :

N : عدد المقاطع وهنا عدد البنوك

T : طول المدة الزمنية

K: عدد المتغيرات المستقلة

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

R^2_{PEM} : 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 فأننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة اي 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 تفترض ملاءمة نموذج التأثيرات العشوائية، مقابل الفرضية البديلة التي تفترض ملاءمة 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 لاحصاءة اختبار كاي (x^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 ملاءمة 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 على 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 احصاءة 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 (2)

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 .

الاستنتاجـــــــات

1- تعد الكفاءة مؤشراً حقيقياً على نجاح وتطور سوق رأس المال الذي يعكس توافر المعلومات لجميع المشاركين مما يؤدي الى وجود المنافسة التامة في السوق .

2- 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 .

3- 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 .

4- 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 .

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

" التوصيـــــات "

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 وجود هيأة رقابية فعالة في سوق العراق للأوراق المالية تعزز الدور الرقابي للسوق المالي العراقي بما يتلاءم مع المعايير الدولية لغرض اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح .

3- تشجيع دخول رؤوس الأموال الأجنبية لسوق العراق للأوراق المالية بما يعزز الاستثمار الأجنبي غير المباشر مما يسهم في تطور السوق المالي العراقي .

4- ضرورة تخفيض كلفة المعاملات والضرائب على الشركات داخل سوق العراق للأوراق المالية مما يعزز كفاءة سوق رأس المال .

5- 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

اولا : المصادر العربية

أ- الرسائل والاطاريح الجامعية :

1- الأزهر ، بن دحان الياس ، **دورتفعيل 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**.

2- 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**.

3- المياح ، شيماء شاكر محمود ، **قياس متطلبات التمويل ودورها في تحسين القيمة السوقية للمصرف دراسة تطبيقية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق لألوراق المالية (2005-2017)**، رسالة مقدمة إلى مجلس كلية الادارة والاقتصاد في جامعة كربلاء وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ، جامعة كربلاء كلية الادارة والاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية ، **2019**.

4- بن محياوي، سميرة ، **دورالاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية : دراسة حالة بعض الدول العربية** ، اطروحة 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**.

5- حمد ، عذراء خليفة ، **تأثير تركيبة الهيكل المالي في القيمة السوقية للمصارف العر اقية الخاصة (دراسة تطبيقية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق لألوراق 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**.

6- 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**.

7- 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 استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة من كلية الاقتصاد والعلوم الادارية – جامعة الازهر – غزة، **2018**.

8- لولو ، شعبان محمد ، **قدرة مؤشر القيمة الأقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"** ، قدم هذا البحث

استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل ، الجامعة الأسلامية - غزة ، كلية التجارة ، برنامج المحاسبة والتمويل، **2016**.

ب- الدوريات والبحوث :

1- 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**.

2- الدهلكي ، احمد جواد ، **تاثير تصنيف CAMELS في القيمة السوقية للسهم العادي "بحث تحليلي في عينة من المصارف العراقية"** ، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية ،**المجلد1**، **العدد 30 – 2018**.

3- 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** .

4- الشمري ، كمال كاظم جواد ، الجليحاوي ، جهاد فيصل جهاد ، **صناديق الاستثمار و انعكاسها على مؤشر القيمة السوقية للاسهم "دراسة تجربة المملكة العربية السعودية" للمدة 2000-2017**، مجلة جامعة بابل للعلوم الصرفة والتطبيقية،المجلد 27 ، العدد 4 – **2019**.

5- العسكري ، فرج احمد ، المحمودي ، علي محمد ، **تقييم كفاءة سوق الاوراق المالية الليبي : دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية للفترة من 2012/03/1 م الى 2013/04/30 م** ، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية – **المجلد/العدد 10** ، **2017**.

6- العشعوش ، ايمن ، **اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق عملى على عينة من الدول النامية ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والد راسات العلمية** ، المجلد 39، العدد 5 ، **2017**.

7- الفضل ، مؤيد عبد الحسين ، عطية ، سجاد محمد، **تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الأستثمارية المثلى بإطار نظرية الألتقاط "دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية"** ، مجلة مركز دراسات الكوفة: مجلة فصلية محكمة ، العدد **42 – 2016**.

8- شروقي ، زين الدين ، **محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية** ، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة ، العدد3 ، **2018**.

9- شندي ، اديب قاسم، **الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة** ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، **2013** .

10- شندي ، اديب قاسم، **الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة** ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، **2013** .

11- صادق ، زهور عبد السلام ، مشكور ، سعود جايد ، **العلاقة بين سياسات توزيع الارباح والقيمة السوقية للسهم و أثرهما على حجم التداول " دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"** مجلة الدنانير ، العدد **15** – **2019**.

12- 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 للاوراق المالية للفترة من 2010-2014** ، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية ، المجلد 7 – العدد 2 ، **2017.**

13- مسعداوي ، يوسف، **كفاءة الاسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائروالسعودية ومصر**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ،المجلد،العدد **42** - **2014.**

14- مناحي ، افتخار محمد ، قمر ، سيف الدين هاشم ، **المؤشرات المالية المؤثرة على اداء الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية للعام 2016 باستخدام نموذج الانحدار اللوجستي الثنائي** ، مجلة الدنانير،المجلد1 ، العدد 13 – **2018.**

15- 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.**

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

ثانيا : المصادر الأجنبية

A - Periodicals:

1 - 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.**

2 - 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.**

3 - 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.**

4 - 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.**

5 - Mardiya , Milzamulhaq , Qoyum , Abdul , **Capital Market Efficiency and Economic Growth: The Case of India** , Vol 2, No3 , ISSN: 2503-4235 (p); 2503-4243 (e) , **2017.**

6 - 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.**

7 - 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.**

8 - 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.**