

تحليل المحددات الخارجية وأثرها في القيمة السوقية للمصارف وشركات القطاع الصناعي

تحسين عاصي جاسم الهميله

الجامعة المستنصرية / كلية الإدارة والإقتصاد

tahseen.assy80@gmail.com

صلاح الدين محمد أمين الإمام

الجامعة التقنية الوسطى / الكلية التقنية الإدارية- بغداد

dr.salahamamaah@yahoo.co.uk

الخلاصة

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد المحددات الرئيسية لأداء سوق العراق للأوراق المالية. ودرست مجموعة من متغيرات الاقتصاد الكلي (أسعار الصرف الأجنبي والنتائج المحلي الإجمالي وأسعار النفط الخام)، ودورها في تفسير التقلبات في القيمة السوقية للأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وارتكزت الدراسة على فرضية رئيسية: "من المتوقع أن تستجيب قيمة الأسهم العادية للمحددات الخارجية التي تحيط بسوق العراق للأوراق المالية". وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها: إن ارتفاع أسعار النفط الخام وزيادة قيمة الناتج المحلي الإجمالي يؤديان إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم بعض الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، أما سعر الصرف لا يوجد له تأثير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. الكلمات المفتاحية: محددات أسعار الأسهم، القيمة السوقية للأسهم.

Analyzing the external determinants and their impact on the market value of banks and industrial sector companies

Salah al-Din Muhammad Amin al-Imam
Middle Technical University \ College of
College of Administrative Technical - Baghdad

Tahseen Assi Jassim al-Hmailah
Al-Mustansiriya University /
Administration and Economics

Abstract

This study aimed to identify the main determinants of the performance of the Iraq Stock Exchange. A set of macroeconomic variables (foreign exchange rates, GDP, and crude oil prices) are studied, and their role in explaining the fluctuations in the market value of ordinary shares of companies listed on the Iraq Stock Exchange, and the study is based on a main hypothesis: "The value of ordinary shares is expected to respond. The determinants surrounding the Iraqi market for securities. "The study found a number of results, the most important of which are: The rise in crude oil prices and the increase in the value of the gross domestic product lead to an increase in the market value of the shares of some companies listed on the Iraq Stock Exchange. While the exchange rate has no effect on the market value of the shares of companies listed in the Iraqi market stock.

Keywords: determinants of stock prices, market value.

المقدمة

الغرض الأساسي من هذه الدراسة هو التحقيق في التأثير المحتمل لبعض (المحددات العامة) في السعر السوقي للأسهم. فالمحددات العامة، هي تلك المرتبطة بظروف الاقتصاد الكلي ككل، وقد يختلف تأثير هذه المحددات من بلد إلى آخر ومن صناعة إلى أخرى ومن شركة إلى أخرى. وإن معظم المحددات التي تؤثر في القيمة السوقية للأسهم يبدو أن لها نفس السلوك بغض النظر عن قيود الشركة أو الصناعة أو الوقت. على سبيل المثال، يترك التضخم المتزايد، تأثيراً سلبياً على السعر السوقي للأسهم... قد تختلف أهمية وحجم هذه المحددات من وقت لآخر ومستوى شدة كل نوع. على المستوى الكلي، فهناك العديد من المحددات التي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للأسهم، ومن بين هذه المحددات (أسعار الصرف و الناتج المحلي الإجمالي وأسعار النفط). لذلك من المتوقع أن تؤثر على الأداء العام للاقتصاد بما في ذلك أداء سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الجانب النظري للبحث

أولاً: المحددات الخارجية External determinant

تتأثر قيمة الأسهم بشكل كبير بمجموعة من المحددات والظروف الاقتصادية المحيطة بها وذلك لان السوق المالية لاتعمل بشكل منعزل عن العالم الخارجي بل تؤثر وتتأثر به [1]، فالأزمات الحاصلة في السوق المالية وانهايارات أسعار الأسهم معظمها بسبب عوامل تقع خارج السوق من أهمها:

1: أسعار الصرف Exchange Rate

تواجه الشركات مصدر خطر كبير من تقلبات أسعار الصرف، لأن هذه التقلبات تزيد من تقلب التدفقات النقدية المتحققة، إذ إن ارتفاع أسعار الصرف للعملة المحلية يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة سواء كان ذلك محلياً أو دولياً باتجاهين، الأول عند ارتفاع أسعار الصرف للعملة المحلية فإن التدفقات النقدية للشركة ستخضع بسبب انخفاض مبيعاتها

المحلية (داخل البلد الأم) وهذا ينتج عن المنافسة الأجنبية المتزايدة بما أن الزبائن المحليين يمكنهم الحصول على منتجات بديلة أرخص ثمناً بعملتهم القوية. [2]

من جهة أخرى إن التدفقات النقدية الداخلة من السلع المصدرة بالعملة المحلية قد تتخضع نتيجة لزيادة سعر صرف العملة المحلية وإن سبب ذلك هو أن المستوردين الأجانب يحتاجون بشكل كبير إلى عملتهم لدفع أجور تلك المنتجات. [3]

أما السلع المصدرة بالعملة الأجنبية فقد تؤدي إلى تدفقات مالية قليلة ولكن لسبب مختلف فعند استلام الشركة التدفقات النقدية الداخلة وإذا ماتم ارتفاع سعر صرف العملة المحلية للشركة الأم فقد تؤدي إلى تحويل هذه التدفقات إلى مقدار منخفض من الأموال [4]، وهذا بدوره سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، وسيحدث العكس عند انخفاض سعر صرف العملة لمحلية للشركات إذ تزداد المبيعات المحلية نتيجة لتناقص المنافسة الأجنبية على اعتبار أن أسعار المنتجات بالعملة الأجنبية القوية ستبدو أعلى ثمناً للزبائن وأن السلع المصدرة من قبل الشركة والتي هي محددة بأسعار العملة المحلية قد تبدو رخيصة للمستوردين وهذا سيزيد من الطلب الأجنبي عليها. [5]

وفيما يخص الشركات المحلية فقد تتأثر بتقلبات أسعار الصرف أيضاً وإن كانت تشتري كل مستلزماتها الانتاجية محلياً وبيعها كلها محلياً، وذلك لوجود المنافس الأجنبي داخل السوق المحلية فإذا كان سعر الصرف للعملة الأجنبية منخفض القيمة مقارنة بسعر صرف العملة المحلية فقد يتحول الزبائن إلى المنتج الأجنبي المنافس، وبالتالي قد ينخفض الطلب على منتجات الشركة المحلية وكذلك ستخضع التدفقات النقدية الصافية مما يقود إلى انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم.

2- الناتج المحلي الإجمالي Gross Domestic Product (GDP)

يعرف على إنه " القيمة الإجمالية للسلع والخدمات النهائية التي يتم إنتاجها داخل حدود بلد ما في السنة ، بغض النظر عن الملكية [6]، وعندما يكون الناتج المحلي الإجمالي للبلد قويًا ، فإن الشركة لديها ثقة في الاستثمار بشكل أكبر وقد وضع الاستثمار الأساس للنمو الاقتصادي في المستقبل[7]. علاوة على ذلك ، يمكن للشركة توظيف المزيد من العمال والقدرة على دفع أجور أو رواتب أعلى لهم عندما يكون نمو الناتج المحلي الإجمالي قويًا [8]، مما سيؤدي إلى زيادة الطلب على المنتجات والخدمات التي تنتجها الشركات وبالتالي زيادة التدفقات النقدية للشركة وتقييمها، حيث يقوم المشاركون في أسواق الأسهم بمراقبة المؤشرات الاقتصادية مثل العمالة والناتج المحلي الإجمالي ومبيعات التجزئة والدخل الشخصي لأن هذه المؤشرات قد تشير إلى معلومات حول النمو الاقتصادي وبالتالي تؤثر على التدفقات النقدية.[9]

3: اسعار النفط Oil Price

ان التدفقات النقدية المتحققة عن النفط انما تؤثر باتجاهين الاول يمثل كلفة للشركات المستهلكة للنفط الخام ومشتقاته المختلفة التي تدخل في العديد من المنتجات المختلفة وبذلك فإن تكاليف الانتاج والنقل وغيرها سوف تزداد بزيادة اسعار النفط [10]، وهذا ما سيؤدي إلى تقليل مستوى المخرجات ومن ثم زيادة مستوى البطالة وإنخفاض مستوى الدخل للأفراد وهذا بدوره سيؤدي الى إنخفاض مستوى الإستهلاك والتدفقات النقدية للشركات وبالتالي إنخفاض مؤشر الأسواق المالية.[11]

كما ان هناك تأثيرا آخر غير مباشر يستند الى التحليل الاقتصادي وهو ان إرتفاع اسعار النفط ستؤثر على اداء الشركات لكونه سيؤدي الى إرتفاع التضخم والذي سيؤدي الى إرتفاع كلفة المعيشة وبالتالي

أنخفاض مستوى الاستهلاك اي (التغير في نفقات المستهلكين من الطلب على منتجات الشركات الى الإنفاق الاستهلاكي الموجه نحو الطاقة) والذي سيزيد إستجابة لإرتفاع اسعار النفط [12] وهذا ما سيؤدي الى إنخفاض التدفقات النقدية للشركات وبالتالي إنهبان الاسعار والاسواق المالية.

هذا من جهة، من الجهة الاخرى فان التدفقات النقدية المتحققة عن مبيعات النفط ستمثل إيرادا للدول المصدرة للنفط وهذا الإيراد سيزداد بزيادة اسعار النفط، من المتوقع أن يكون لارتفاع أسعار النفط تأثير إيجابي في البلدان المصدر للنفط.[13]

ثانيا: قيمة الأسهم العادية

أ: طبيعة ومفهوم الأسهم العادية: يتجسد مفهوم عملية تقييم الاسهم العادية من خلال خصم التدفقات النقدية المرافقة للاستثمار في الاسهم العادية والتي تتمثل بمقسوم الارباح الدوري الذي يدفع لحاملي تلك الاسهم.

وتعرف الأسهم العادية بانها أوراق مالية تصدر من المشاريع التجارية والهيئات الأخرى، والتي تخول حاملها الحصول على جميع الأرباح الصافية للشركة والتي تتم بعد دفع الفائدة على القروض والأرصدة ذات الفائدة الثابتة، وتُعدّ الأسهم العادية الأوراق الأكثر شيوعا في الأسواق المالية، وتدفع الشركة في معظم الاحيان توزيعات نقدية سنوية تسمى العائد، وهذه التوزيعات ليست التزاما قانونيا على الشركة بل يتم دفعها وفقا لتقديرات الإدارة [14]، وكذلك يحصل حاملو الأسهم على توزيعات مجانية من الأسهم، عن طريق استخدام الشركة لاحتياطياتها المتراكمة من الأرباح لإصدار أسهم جديدة مدفوعة الكلفة بالكامل وتوزيعها على المساهمين الحاليين ، ويمثل السهم المشاركة في ملكية موجودات وأرباح الشركة، وكل حامل للأسهم هو مالك لجزء منها، حيث تمثل الأسهم الشكل الأساسي لمليتها، ويمثل الدخل المحتمل الناتج عن ملكية الأسهم حصة في الأرباح المستقبلية للشركة، والمستثمرون عادة ما

3- القيمة السوقية market value [18]

وهي القيمة التي يتم على أساسها تداول السهم في السوق المالية، وقد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية، وتتحدد هذه القيمة على أساس المعلومات المتعلقة بالشركة (المركز المالي، وأداء الشركة، والظروف الاقتصادية والسياسية... الخ) فضلاً عن توزيعات الأرباح السنوية، وتتأثر هذه القيمة بالعرض والطلب على الأسهم، أي إنها تمثل قيمة التوازن بين العرض والطلب في السوق المالية، ومن ثم فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم عموماً فإن قيمة السوقية تميل غالباً إلى أن تكون أعلى من القيمة الدفترية، ولكن المستثمر يصبح أكثر تردداً في شراء الأسهم بخاصة إذا كانت هناك مبالغة في قيمتها السوقية، لأن الاقرب إلى رأس المال في السوق المالية والأكثر أماناً للمستثمر هي القيمة الدفترية.

4- القيمة الحقيقية Intrinsic Value [19]

القيمة الحقيقية أو العادلة للسهم تمثل موجودات الشركة، الملموسة وغير الملموسة على حد سواء وبسعر السوق، وتمثل السعر العادل للسهم في سوق الأوراق المالية، والمستثمرون ذوي الخبرة المهنية يولون اهتمامهم وبسلطون الضوء على القيمة الحقيقية للسهم والقيمة الحقيقية للشركة، وعلى وفاق رأيهم فإن الاستثمارات تكون آمنة ومربحة فقط، إذا كانت تؤدي إلى شراء الأسهم الرخيصة والمسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، كما أنها تمثل سراً من الأسرار المهمة التي يُعَوَّل عليها عند اتخاذ قرار الشراء. وتعكس بشكل عام الآفاق الحقيقية للشركة، وتشمل كافة المكونات اللازمة لتحديد ما إذا كان السهم مقوماً بأقل أو أكثر من قيمته الحقيقية بدقة وبموضوعية، وهي كثيراً ما تكون المعيار المعمول به كقيمة للسهم في عدد من الحالات المختلفة، بما في ذلك إعداد التقارير المالية، وتقييم الموجودات للمساهمين

يتوقعون أن يكون دخل الشركة التي استثمروا فيها أكبر من نفقاتها، مما يسمح للشركة بدفع أرباح نقدية أو حصة في الأرباح الموزعة، وكذلك تحقيق عوائد الاسهم عن طريق زيادة سعر السهم في السوق المالية والتي قد ترتفع مع مرور الزمن، مما يحقق مزيجاً من الأرباح والمكاسب الرأسمالية. [15]

ب: القيم المختلفة للأسهم العادية

1- القيمة الاسمية Par Value [16]

القيمة الاسمية للسهم العادي هي القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوصاً عليها في قانون الشركات، وتصدر الأسهم بقيمتها الاسمية ولا يجوز إصدارها بقيمة أقل، سواء أكانت عند تأسيس الشركة أم عند زيادة رأس مالها، ويمكن إصدار الأسهم بقيمة أكبر من القيمة الاسمية وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار وتحدد بناء على تقرير مراقب الحسابات، وعادة ما يتم تعيين القيمة الاسمية للأسهم عند الإصدار وهو دينار واحد في القانون العراقي وتكون هذه القيمة مطبوعة على الأوراق المالية ذاتها كقيمة اسمية للأسهم العادية والأسهم الممتازة.

2- القيمة الدفترية Book Value [17]

يشار إلى القيمة الدفترية بالنظر إلى الشركة من منظور الميزانية العمومية على أنها الموجودات مطروح منها المطلوبات والتي تساوي بدورها القيمة الصافية أو حقوق المساهمين. وتستند هذه القيمة إلى حقوق مالكي الأسهم كما هي مسجلة في الحسابات، ومع ذلك قد لا تعكس السجلات القيمة الحقيقية للموجودات إذ قد تكون قيمة السهم أقل أو أعلى من القيمة المسجلة في دفاتر الحسابات، وقد تتساوى القيمة الدفترية مع القيمة الاسمية عند بداية نشاط الشركة، وتكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين الاحتياطات أو أقل في حالة تحقيق خسائر.

المعارضين، والاستحواد على الأسهم في حالة الاجبار، كما تستخدم كمعيار للإنصاف، وانتهاء المشاركة.

5- قيمة التصفية Liquidation Value [20]

هي القيمة التي يحصل عليها المالك عند انتهاء قيمة الشركة وتصفيتها، وبيع موجوداتها وتسديد التزاماتها، وتحدد قيمة التصفية بقيمة الأعمال أو الأصل الذي يباع عندما تتم عملية التصفية، بدلا من القيمة المعتادة التي تباع في سياق العمل المعتاد، ويشمل هذا التعريف على نطاق أوسع لفكرة قيمة التصفية، وهو إن الموجودات والمطلوبات تقيم بشكل فردي والتعامل مع معظمها من حيث الوقت والظروف المحيطة بها للتخلص من الموجودات وإطفاء المطلوبات، ومن الناحية المنهجية تُعدُّ قيمة التصفية ليست العائدات من بيع موجودات الشركة فقط ولكن قد تأخذ في الحسبان نفقات التصفية نفسها أيضا.

المبحث الثاني: منهجية البحث

اولا: مشكلة البحث:

تحيط بسوق العراق للأوراق المالية الكثير من العوامل والمؤشرات والمتغيرات ضمن الإقتصاد الكلي مما يقود الى تقلب قيم الأسهم بشكل يجعلها غير جذابة للمستثمرين، مقارنةً بأسواق المال العالمية، ويعد أداء سوق الأوراق المالية في أي دولة مؤشرا قويا على الأداء الاقتصادي العام وجزءاً لا يتجزأ من إقتصاد أي بلد لأنه يوفر الوصول الى رأس المال للشركات والملكية في الشركة للمستثمرين الأساسيين وإمكانية تحقيق مكاسب بناءً على أداء الشركة المستقبلي.

وتخضع العوائد من هذه الإستثمارات في الأسهم للتغير بسبب حركة أسعار الأسهم، والتي تتأثر بالمحددات الخارجية مثل أسعار الصرف والنتائج المحلي الإجمالي وأسعار النفط الخام، وتلك العوامل مجتمعة تؤدي الى تقلب اسعار الاسهم العادية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ويمكن توصيف مشكلة الدراسة بالتساؤل الآتي:

1- ما هي المحددات المؤدية الى تقلب قيمة الاسهم العادية للشركات المتعاملة في سوق العراق للأوراق المالية.

ثانيا: أهمية البحث:

تكمن أهمية الدراسة في كونها تناولت المحددات الخارجية المؤثرة في أداء الاسواق المالية، كما إنها تبين نماذج قياس قيمة الأسهم العادية للشركات بغية تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين والمحللين الماليين تساعدهم في ترشيد قراراتهم الإستثمارية. وستكون نتائج الدراسة ذات فائدة كبيرة في صياغة وتنفيذ السياسات المتعلقة بتسعير الأسهم، كما ستساعد الأفراد والشركات في فهم المحددات الخارجية التي تؤثر في اسعار الأسهم وسيكونون على دراية أفضل بكيفية قياس خياراتهم الإستثمارية.

ثالثا: اهداف البحث: تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- 1- بناء الإطار المعرفي النظري للمحددات المؤثرة في أداء الاسواق المالية وكذلك قيمة الاسهم العادية.
- 2- إختبار فيما اذا كان للمحددات الخارجية تأثير في قيمة الاسهم العادية.

رابعا: فرضية البحث:

أ- الفرضية الرئيسية: إعتمدت الدراسة على فرضية رئيسية مفادها: "من المتوقع أن تستجيب قيمة الأسهم العادية للعوامل التي تحيط بسوق العراق للأوراق المالية".

ب- الفرضيات الفرعية:

- 1- تؤثر أسعار الصرف في القيمة السوقية للأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- 2- يؤثر الناتج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية للأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

3- تؤثر أسعار النفط الخام في القيمة السوقية للأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

خامسا:مجتمع وعينة البحث ومدته:

يتمثل مجتمع الدراسة بسوق العراق للأوراق المالية، أما عينة الدراسة تتكون من عينة عشوائية من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. إذ تكونت من (17) شركة. أما حدود الدراسة الزمنية فقد شملت السنوات (2010- 2018). وأما الحدود المكانية فتمثلت في سوق العراق للأوراق المالية.

المبحث الثالث:الجانب التطبيقي للبحث

إختبار تأثير المحددات الخارجية في القيمة السوقية

للأسهم العادية

سيتم الاعتماد على أسلوب الانحدار البسيط لتحديد تأثير كل محدد من المحددات في القيمة السوقية للأسهم ، وذلك باختيار الأقيام السوقية لبعض شركات القطاعات المصرفي والصناعي والزراعي باعتبارها متغيرات تابعة ، بينما سيتم اختيار المحددات الخارجية (أسعار النفط الخام - الناتج المحلي الإجمالي - أسعار الصرف - التضخم) باعتبارها متغيرات مستقلة. يوفر تحليل الانحدار إمكانية تحديد مساهمة كل متغير في تفسير المتغير المعتمد إستنادا إلى قيمة R^2 ، وكالاتي :

أ- إختبار تأثير المحددات الخارجية في القيمة السوقية لأسهم المصارف عينة الدراسة:

1- تأثير أسعار النفط الخام: يظهر الجدول (1) نتائج تحليل الانحدار لتأثير أسعار النفط في القيمة السوقية

لأسهم المصارف. حيث أظهرت نتائج التحليل إن أسعار النفط الخام حققت تأثيرا معنويا في أغلب الأقيام السوقية لاسهم المصارف (المنصور والإستثمار والأهلي والتجاري والإسلامي وآشور والموصل وإيلاف وكوردستان)، إذ ظهرت نسبة معامل التحديد (R^2) لأغلب المصارف مرتفعة ، حيث بلغت (0.512 ، 0.471 ، 0.494 ، 0.577، 0.711 ، 0.570، 0.590 ، 0.602، 0.661) على التوالي ، أي بمعنى إن سعر النفط الخام يفسر التغيير بالأقيام السوقية لاسهم المصارف بالنسب المذكورة أعلاه، فضلاً عن ذلك أظهرت نتائج قيم (F) المحسوبة للمصارف (7.330 ، 6.233 ، 6.835 ، 9.566 ، 9.288، 17.202 ، 10.084 ، 6.567 ، 13.633) على التوالي وهي أكبر من (F) الجدولية والبالغة (5.59) والتي توشر معنوية النموذج عند مستوى معنوية (0.05).

كما اظهرت نتائج الانحدار إن أسعار النفط الخام لا تؤثر في القيمة السوقية لمصرفي (بغداد وسومر)، إذ بلغت نسبة معامل التحديد (R^2)، (0.309، 0.017) على التوالي، أي بمعنى إن سعر النفط الخام يفسر التغيير بالأقيام السوقية لاسهم المصارف بالنسب المذكورة أعلاه. فضلاً عن ذلك أظهرت نتائج قيم (F) المحسوبة للمصارف (3.129 ، 0.124) على التوالي وهي أدنى من (F) الجدولية والبالغة (5.59) والتي توشر عدم معنوية النموذج عند مستوى معنوية (0.05).

جدول (1) اختبار فرضيات تأثير أسعار النفط الخام في القيمة السوقية للأسهم العادية

التفسير	F - Test			معامل التحديد R2%	المصارف
	قيمة F الجدولية	قيمة الاحتمالية	قيمة F المحتمسبة		
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.030	7.330	0.512	المنصور
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.041	6.233	0.471	الإستثمار
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.035	6.835	0.494	الأهلي
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.017	9.566	0.577	التجاري
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.004	17.202	0.711	الإسلامي
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.019	9.288	0.570	آشور
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.016	10.084	0.590	الموصل
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.014	0.567	0.602	إيلاف
لا يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.120	3.129	0.309	بغداد
لا يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.735	0.124	0.017	سومر
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.008	13.633	0.661	كوردستان

12.383) على التوالي وهي أكبر من (F) الجدولية والبالغة (5.59) والتي تدعم معنوية النموذج عند مستوى معنوية (0.05).

أما فيما يخص المصارف (الأهلي والإسلامي وسومر وكوردستان) فلم يسجل الناتج المحلي الإجمالي تأثيرا معنويا في القيمة السوقية لأسهمها إذ بلغت قيمة F المحسوبة (4.623، 2.270، 5.230، 1.858) على التوالي وهي اقل من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة (0.05)، وفسر (R²) مانسبته (0.398، 0.245، 0.428، 0.210) على التوالي من مقدار المساهمات الحاصلة في الأقيام السوقية للأسهم وهذا يشير التأثير الضعيف للناتج المحلي الإجمالي في الأقيام السوقية لتلك المصارف.

2- تأثير الناتج المحلي الإجمالي: ويلاحظ من الجدول (2) إن الناتج المحلي الإجمالي حقق تأثيرا معنويا جزئياً مع القطاع المصرفي، أي توجد علاقة تأثير معنوية بين الناتج المحلي الإجمالي و القيمة السوقية لأسهم المصارف (المنصور والإستثمار والتجاري وآشور والموصل وإيلاف وبغداد) على التوالي، إذ ظهرت نسبة معامل التحديد (R²) المصارف مرتفعة، حيث بلغت (0.646، 0.525، 0.859، 0.596، 0.706، 0.622، 0.639) على التوالي، أي بمعنى إن الناتج المحلي الإجمالي يفسر التغيير بالأقيام السوقية لاسهم المصارف بالنسب المذكورة أعلاه، فضلاً عن ذلك ظهرت نتائج قيم (F) المحتمسبة للمصارف (12.789، 7.753، 42.625، 10.346، 16.779، 11.540

جدول (2) اختبار فرضيات تأثير الناتج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية للأسهم العادية

التفسير	F - Test			معامل التحديد R2%	المصارف
	قيمة F الجدولية	قيمة الاحتمالية	قيمة F المحتمسبة		
يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم	5.59	0.009	12.789	0.646	المنصور
يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم	5.59	0.027	7.753	0.526	الإستثمار
لا يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم	5.59	0.069	4.623	0.398	الأهلي

التجاري	0.859	42.625	0.000	5.59	يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم
الإسلامي	0.245	2.270	0.176	5.59	لا يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم
أشور	0.596	10.346	0.015	5.59	يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم
الموصل	0.706	16.779	0.005	5.59	يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم
إيلاف	0.622	11.540	0.011	5.59	يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم
بغداد	0.639	12.383	0.010	5.59	يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم
سومر	0.428	5.230	0.056	5.59	لا يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم
كوردستان	0.210	1.858	0.215	5.59	لا يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم

للمصارف (0.136, 0.280, 0.388, 0.350, 0.391, 0.356, 0.264, 0.417, 0.063, 0.088) على التوالي ، أي بمعنى إن أسعار الصرف تقسر التغيير بالأقيام السوقية لاسهم المصارف بالنسب المذكورة أعلاه.

أما فيما يخص المصرف التجاري فهو المصرف الوحيد من عينة الدراسة الذي تتأثر قيمة أسهمه بأسعار الصرف، إذ بلغت قيمة F المحسوبة (6.683) وهي أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة (0.05)، وفسر (R^2) مانسبته (0.488) من مقدار المساهمات الحاصلة في القيمة السوقية للمصرف التجاري.

3- تأثير أسعار الصرف: ويلاحظ من الجدول (3) إن أسعار الصرف لم تحقق تأثيراً معنوياً في القطاع المصرفي، أي إنه لا توجد علاقة تأثير معنوية بين أسعار الصرف و القيمة السوقية لأسهم المصارف (المنصور والإستثمار والأهلي والإسلامي وأشور والموصل وإيلاف وبغداد وسومر وكوردستان) على التوالي، إذ كانت نتائج قيم (F) المحتسبة للمصارف (3.764, 4.434, 2.729, 1.102, 4.498, 3.891, 2.507, 5.015, 0.472, 0.679) على التوالي وهي أصغر من قيمة (F) الجدولية والبالغة (5.59) والتي تؤكد عدم معنوية النموذج عند مستوى معنوية (0.05). كما بلغت نسبة معامل التحديد (R^2)

جدول (3) اختبار فرضيات تأثير أسعار الصرف في القيمة السوقية للأسهم العادية

المصارف	معامل التحديد R2%	F - Test			التفسير
		قيمة F المحتسبة	قيمة الاحتمالية	قيمة F الجدولية	
المنصور	0.350	3.764	0.094	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
الإستثمار	0.388	4.434	0.073	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
الأهلي	0.280	2.729	0.143	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
التجاري	0.488	6.683	0.036	5.59	يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
الإسلامي	0.136	1.102	0.329	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
أشور	0.391	4.498	0.072	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
الموصل	0.356	3.861	0.090	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
إيلاف	0.264	2.507	0.157	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
بغداد	0.417	5.015	0.060	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
سومر	0.063	0.472	0.514	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم
كوردستان	0.088	0.679	0.437	5.59	لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم

ب: إختبار تاثير المحددات الخارجية في القيمة السوقية لأسهم الشركات في القطاع الصناعي:

1- تأثير أسعار النفط الخام: يظهر الجدول (4) نتائج تحليل الانحدار لتأثير أسعار النفط في القيمة السوقية لأسهم شركات القطاع الصناعي. حيث أظهرت نتائج التحليل إن أسعار النفط الخام حققت تأثيرا معنويا في قيمة أسهم شركتي (الصناعات الكيماوية والكندي)، إذ ظهرت نسبة معامل التحديد (R^2) مرتفعة ، حيث بلغت (0.469 ، 0.764) على التوالي ، أي بمعنى إن سعر النفط الخام يفسر التغيير بالأقيام السوقية لاسهم الشركات بالنسب المذكورة أعلاه، فضلاً عن ذلك أظهرت نتائج قيم (F) المحتسبة (6.188 ، 22.721) على التوالي وهي أكبر من (F) الجدولية

جدول (4) اختبار فرضيات تأثير أسعار النفط الخام في القيمة السوقية للأسهم العادية

التفسير	F - Test			معامل التحديد R2%	الشركات
	قيمة F الجدولية	قيمة الاحتمالية	قيمة F المحتسبة		
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.042	6.188	0.469	الصناعات الكيماوية
لا يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.422	0.727	0.094	السجاد
يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.002	22.721	0.764	الكندي
لا يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.073	4.444	0.388	الألبسة
لا يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.170	2.335	0.250	مواد التغليف
لا يوجد تأثير لأسعار النفط الخام في قيمة الاسهم	5.59	0.290	1.309	0.158	المشروبات الغازية

بالأقيام السوقية لاسهم الشركات بالنسب المذكورة أعلاه، فضلاً عن ذلك ظهرت نتائج قيم (F) المحتسبة للشركات (12.966 ، 7.323 ، 54.164 ، 21.012) على التوالي وهي أكبر من (F) الجدولية والبالغة (5.59) والتي تدعم معنوية النموذج عند مستوى معنوية (0.05).

أما فيما يخص شركتي (الصناعات الكيماوية و السجاد) فلم يسجل الناتج المحلي الإجمالي تأثيرا معنويا في القيمة السوقية لأسهمها إذ بلغت قيمة F المحتسبة

2- تأثير الناتج المحلي الإجمالي: ويلاحظ من الجدول (5) إن الناتج المحلي الإجمالي حقق تأثيرا معنويا جزئياً مع شركات القطاع الصناعي، أي توجد علاقة تاثير معنوية بين الناتج المحلي الإجمالي و القيمة السوقية لأسهم الشركات (الكندي والألبسة و مواد التغليف و بغداد للمشروبات الغازية) على التوالي ، إذ ظهرت نسبة معامل التحديد (R^2) للشركات مرتفعة ، حيث بلغت (0.649 ، 0.511 ، 0.886 ، 0.750) على التوالي ، أي بمعنى إن الناتج المحلي الإجمالي يفسر التغيير

(0.020، 0.535) على التوالي وهي اقل من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة (0.05)، وفسر (R^2) مانسبته (0.003، 0.071) على التوالي من مقدار

المساهمات الحاصلة في الأقيام السوقية للأسهم وهذا يشير للتأثير الضعيف للنتائج المحلي الإجمالي في الأقيام السوقية لتلك الشركات.

جدول (5) اختبار فرضيات تأثير الناتج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية للأسهم العادية

التفسير	F - Test			معامل التحديد R2%	الشركات
	قيمة F الجدولية	قيمة الاحتمالية	قيمة F المحسوبة		
لا يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم	5.59	0.892	0.020	0.003	الصناعات الكيماوية
لا يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم	5.59	0.488	0.535	0.071	السجاد
يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم	5.59	0.009	12.96 6	0.649	الكندي
يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم	5.59	0.030	7.323	0.511	الألبسة
يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم	5.59	0.000	54.16 4	0.886	مواد التغليف
يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في قيمة الاسهم	5.59	0.003	21.01 2	0.750	المشروبات الغازية

(0.046، 0.001، 0.352، 0.089) على التوالي ، أي بمعنى إن أسعار الصرف تفسر التغيير بالأقيام السوقية لاسهم الشركات بالنسب المذكورة أعلاه.

أما فيما يخص شركتي (الألبسة و مواد التغليف) فيُظهر الجدول (6) إن أسعار الصرف ذات تأثير معنوي في القيمة السوقية لأسهمها، إذ بلغت قيمة F المحسوبة (8.138، 6.308) على التوالي، وهي أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة (0.05)، وفسر (R^2) مانسبته (0.538، 0.474) من مقدار المساهمات الحاصلة في القيمة السوقية لتلك الشركتين.

3- تأثير أسعار الصرف: يلاحظ من الجدول (6) إن أسعار الصرف لم تحقق تأثيرا معنويا في اغلب شركات القطاع الصناعي عينة الدراسة، اي إنه لا توجد علاقة تأثير معنوية بين أسعار الصرف و القيمة السوقية لأسهم شركات (الصناعات الكيماوية و السجاد و الكندي و شركة بغداد للمشروبات الغازية) على التوالي، إذ كانت نتائج قيم (F) المحسوبة للشركات (0.339، 0.004، 3.802، 0.687) على التوالي وهي أصغر من قيمة (F) الجدولية والبالغة (5.59) والتي تؤكد عدم معنوية النموذج عند مستوى معنوية (0.05). كما بلغت نسبة معامل التحديد (R^2) لتلك الشركات

جدول (6) اختبار فرضيات تأثير أسعار الصرف في القيمة السوقية للأسهم العادية

التفسير	F - Test			معامل التحديد R2%	الشركات
	قيمة F الجدولية	قيمة الاحتمالية	قيمة F المحسوبة		
لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم	5.59	0.578	0.339	0.046	الصناعات الكيماوية
لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم	5.59	0.949	0.004	0.001	السجاد

لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم	5.59	0.092	3.802	0.352	الكندي
يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم	5.59	0.025	8.138	0.538	الألبسة
يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم	5.59	0.040	6.308	0.474	مواد التغليف
لا يوجد تأثير لأسعار الصرف في قيمة الاسهم	5.59	0.434	0.687	0.089	المشروبات الغازية

المبحث الرابع / الإستنتاجات والتوصيات

أولاً: الإستنتاجات

بناءً على التحليل النظري والعملي لهذه الدراسة،
نورد الإستنتاجات الآتية:

1- إن ارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم لأسهم بعض الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وذلك لزيادة الدخل القومي وبالتالي زيادة السيولة في السوق والتي توجهت في جزء كبير منها الى الأسواق المالية والذي إنعكس في زيادة الطلب على الأسهم. في حين يكون تأثير أسعار النفط الخام سلبياً للبعض الآخر من الشركات حيث إنها تقلل من أسعار الأسهم. وبالمقابل هناك شركات لم تتأثر قيمة أسهمها نتذبذب أسعار النفط الخام.

2- أن الارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم بعض الشركات، أي إنه يؤثر إيجابياً بأسعار الأسهم، في حين يكون تأثير الناتج المحلي الإجمالي سلبياً للبعض الآخر من الشركات حيث إنها تقلل من أسعار الأسهم. وبالمقابل هناك شركات لم تتأثر قيمة أسهمها بتقلب الناتج المحلي الإجمالي.

3- إن سعر الصرف ليس له تأثير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، بإستثناء شركة واحدة (المصرف التجاري) إذ كان تأثير سعر الصرف عكسياً، أي كلما ارتفع سعر الصرف إنخفضت قيمة الاسهم. أما بالنسبة لشركتي (الألبسة و مواد التغليف)، فكان التأثير طردياً، أي كلما ارتفع سعر الصرف إنخفضت قيمة الاسهم. أما بالنسبة

لبقية الشركات فتعد أسعار الصرف عامل غير محدد لقيمة أسهمها.

ثانياً: التوصيات

في ضوء إستنتاجات الدراسة، نوصي الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمستثمرين بما يأتي:

1- على المهتمين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية أن يراقبوا تحركات (أسعار النفط والناتج المحلي الإجمالي) قبل إتخاذ قرارهم بشراء أو بيع الأسهم.

2- وجوب إجراء السلطات التنظيمية إصلاح سوق الأوراق المالية وبيئة الاستثمار لتحسين أسعار الأسهم.

3- للحفاظ على سوق قوي للأوراق المالية ، تحتاج السلطات إلى تعزيز النمو الاقتصادي ، واتباع سياسة صرف عملة قوية.

المصادر

1. Chittedi, Krishna Reddy, Macroeconomic Variables impact on Stock Prices in a BRIC Stock Markets: An Empirical Analysis, 2015.
2. Aurangzeb, Factors Affecting Performance of Stock Market: Evidence from South Asian countries; 2012.
3. Duy, Vuong Quoc, The Impact of Macroeconomic Factors on Stock Price Index, VN-Index, 2016.
4. Ruhomaun, Mohammad Ashfaq & Saedi, Mitra; The Effects of Selected Macro & Micro Economic Variables on Firm Performance for Listed Firms in the „Industrial Products“ Sector in Malaysia, 2019.

- Dividend Policy and Share Price Volatility: A Case in Vietnam", 2019.
13. Shafizal, shafaai & Mansur, Masih "Stock market and crude oil relationship: A wavelet analysis, " , 2013.
 14. Gitman, Lawrence, 2012, Principles of Managerial Finance, 13th ed. Prentice Hall U.S.A.
 15. Ross, S.A; Westerfield, R.W; Jaffe, J. and Jordan, B.D. (2008). Modern financial management. 8th edition, McGraw-Hill Irwin, USA.
 16. Nishat, Mohammed & Rozina Shaheen, "Macroeconomic Factors and Pakistani Equity Market" 2010.
 17. Saunders, Anthony. (2009) "Financial Institution Management; Irwin, McGraw-Hill, Inc. Publishing, USA.
 18. Gitman, Lawrence, 2010, Principles of Managerial Finance, 13th ed. Prentice Hall U.S.A.
 19. Ross, S.A; Westerfield, R.W; Jaffe, J. and Jordan, B.D. (2010). Modern financial management. 8th edition, McGraw-Hill Irwin, USA.
 20. Besley, Fred and Brigham, F., Eugene, (2010) "essentials of management Finance", 15th edition, Dryden press.
 5. Madora, Jeff, (2013), FINANCIAL MARKETS and INSTITUTIONS, Cengage Learning, USA.
 6. Gay, Robert D, Effect of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns For Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, And China, 2016.
 7. Hsing, Yu; Impacts of Macroeconomic Factors on the Stock Market in Estonia, 2014.
 8. Ozbay, Emrah THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK RETURNS AND MACROECONOMIC FACTORS: EVIDENCE FROM TURKEY; 2009.
 9. Celebi, Kaan & Michaela Hönig, The Impact of Macroeconomic Factors on the German Stock Market: Evidence for the Crisis, Pre- and Post-Crisis Periods, 2019.
 10. Khositkulporn, Paramin; the Factors Affecting Stock Market Volatility and Contagion: Thailand and South-East Asia Evidence 2013.
 11. Narayan, Paresh Kumar "Intraday volatility interaction between the crude oil and equity markets', 2015.
 12. Nguyen, Duy T. & Mai H. Bui, and Dung H. "The Relationship Of