

## اثر القوى الخمسة و مؤشرات السوق المالية في القيمة السوقية للسهم دراسة تطبيقية

م. د. مجيد محسن محمد الغالبي

مدرس/ الجامعة التقنية الجنوبية

### ملخص

ان هدف البحث هو قياس اثر كلا من بيئة الصناعة باستعمال مؤشرات البدائل، المشتريين، البائعين، المنافسة، والسوق المالية باستعمال مؤشرات رسملة السوق، عمق السوق، حجم التداول ومعدل الدوران في القيمة السوقية للسهم، والجمع بين كلا المؤثرين وصولاً الى تحديد التأثير المشترك لتعريف المؤشرات التي تؤثر مجتمعةً بالقيمة السوقية للسهم وذلك في ضوء مشكلة البحث المتعلقة باثر تلك القوى في القيمة السوقية، وقد افترض البحث الفرضية الرئيسية "توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لمؤشرات بيئة الصناعة ومؤشرات السوق في القيمة السوقية للسهم ويمكن تعريف المؤشرات المؤثرة بصورة مشتركة من كلا المؤثرين لتعريف عوامل التأثير"

باستعمال البحث معادلة الانحدار المتعدد الأتية:

$$Y_{ij} = B_0 + \sum B_i x_i + e \dots x_n$$

توصل البحث الى وجود تأثير ايجابي للحصة السوقية وحجم السوق (عمق السوق)، والمرونة السعرية (البدائل) وسيولة السوق (معدل الدوران) في القيمة السوقية للسهم، واوصى بالجمع بين المؤشرات والافادة من اثر التوسع بالحصة السوقية لمجموع الموجودات وحجم السوق (عمق السوق) لتوقيت التوسع بالملكية، السعرية للقروض وسيولة السوق (معدل الدوران) في تعظيم قيمة السهم

### Abstract

The aim of the research is to measure the impact of both the industry environment using indicators alternatives, buyers, sellers, competition, and financial market using a market capitalization indicators, market depth, trading volume and turnover in the market value of

the shares, to determine the combined effect and the definition of indicators which have jointly effect on the market value of share, and in the light of the problem of the research on the impact of these forces in the market value, it has been assumed major search hypothesis "there is the significant effect relationship of the industry indicators and indicators of the market environment in the market value of share, can be influential indicators defined jointly from both influencers to define the influence factors."

The search use following multiple regression equation:

$$Y_{ij} = B_0 + \sum B_{ixi} + e \dots .x_n$$

The research found a positive effect of the share market and the size of the market (market depth), as well as flexibility and market liquidity (stocks turnover) in the market value of the shares, and recommended in combination of indicators and take advantage of the effect of expanding market share of total assets and the size of the market (market depth) for timing of the expansion of equity ,as well as price competition of loans and liquidity of the market (turnover rate) to maximize the value share.

## 1. منهجية البحث

### 1.1. مشكلة البحث

هناك تحليلان للعوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم: الاول هو التحليل الفني الذي يتعقب الاسعار من الماضي الى الحاضر في السوق المالية، والآخر هو التحليل الاساس الذي ينصرف لظروف البيئة العامة وبيئة الصناعة واداء الشركة.

وبقدر تعلق الامر في بيئة الصناعة فأن وجود المنافسين ينعكس على الحصة السوقية ،والاختلاف في الفوائد نتيجة لاختلاف اسعارها يوفر للمتعاملين عدد من البدائل وان تذبذب كل من الودائع (المجهزين) والمقترضين (المشترين) لمنتج

المصرف اي القروض)،كلها تؤثر في قدرة المصرف على التوظيف ومن ثمَّ على ربحيته، ولما كانت الربحية تتعكس على القيمة السوقية للاسهم،فما هو تأثير هذه العوامل على قيمة الشركة ؟

ولما كان تقييم الشركات يتحدد في الاسواق في ضوء جملة من العوامل ،فما تأثير السوق في قيمة الشركة؟ وهل يمكن التوليف بين المؤشرات وصولاً الى افضل المؤشرات لغرض تعريف العوامل المؤثرة في القيمة السوقية؟ وهل يمكن الافادة من المؤشرات في حالة تاثيرها، لتعزيز القيمة السوقية وتوقيت التوسع بالملكية ؟

### 2.1. اهداف البحث : يرمي البحث إلى :

- 1- معرفة تأثير مؤشرات بيئة الصناعة: البدائل، المشتريين، المجهزين، المنافسة(\*) في القيمة السوقية للاسهم.
- 2- معرفة تأثير مؤشرات السوق: رسملة السوق، عمق السوق، حجم التداول ،معدل الدوران في القيمة السوقية للاسهم.
- 3- استعمال المجموعتين في تعريف المؤشرات التي تؤثر بصورة مشتركة لغرض التحليل القطاعي لعوامل التأثير في القيمة السوقية للاسهم
- 4- الوصول الى مؤشرات يمكن استعمالها لتعزيز القيمة السوقية وتوقيت تمويل الشركة داخليا لتوسيع طاقتها الاقتراضية.

### 3.1.فرضية البحث

في ضوء مشكلة البحث فان فرضية البحث تتمثل في الآتي:

**الفرضية الرئيسية:** "توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لمؤشرات بيئة الصناعة ومؤشرات السوق في القيمة السوقية للاسهم ويمكن تعريف المؤشرات المؤثرة بصورة مشتركة من كلا المؤثرين لتعريف عوامل التأثير" ويتفرع منها الفرضيات الآتية

(\*)تم استبعاد الداخلين الجدد لقلّة عدد الداخلين خلال المدة التي يتناولها البحث

- 1- توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لقوى المنافسة في بيئة الصناعة في القيمة السوقية للأسهم.
- 2- توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لمؤشرات السوق في القيمة السوقية للأسهم.
- 3- توجد علاقة تأثير مشترك ذات دلالة معنوية لمؤشرات مشتركة من الصناعة والسوق في القيمة السوقية للأسهم"

#### 4.1. أهمية البحث

يعد تعظيم القيمة السوقية للشركة هدفا استراتيجيا، لذلك من الاهمية معرفة العوامل التي توضح التغير في القيمة السوقية، سواء أكانت متعلقة ببيئة الشركة أم متعلقة بالسوق المالية، وتحديد أي منها أكثر تأثيراً ، وتأتي أهمية البحث من محاولته اختبار تأثير بيئة الصناعة في القيمة السوقية بدلا من الاقتصار على علاقات السوق المالية، مما يوفر إطاراً اوسع ويدفع الشركة نحو اعتماد مؤشرات اضافية تمكن من رؤية المشهد كاملا .

#### 5.1. طرق جمع البيانات وادوات البحث

أ- طرق جمع البيانات: لتغطية الجانب النظري من خلال المراجع العربية والانجليزية الحديثة التي تخدم توجهات البحث سواء كانت أكتب أم دوريات أم رسائل، اطاريح ، دراسات منشورة عبر الشبكة الدولية للاتصال، كما اعتمد البحث على التقارير السنوية لسوق العراق للاوراق المالية للمدة من 2006 الى 2007

ب- ادوات البحث: استعمال الادوات والآتية:

اولا : مؤشرات بيئة الصناعة

#### 1- تهديد البدائل بالمعادلة الآتية:

$$|Ep|-1 = \text{المرونة السعرية}$$

$$|Ep| = \Delta\%Q / \Delta\%p$$

( ولسون، 1987: 127 )

إذ أن Q = الكميات (القروض)، p = السعر (معدل الفائدة على الائتمان)

2- تهديد المجهز يتذبذب الودائع: تم استعمال معادلة معامل الاختلاف الآتية

$$Cv = s/x^- . 100\% (\text{Bluman, 2006: 29})$$

$$X_2 = s/\bar{x} - 1$$

بالفائدة منه لأنه مؤشر مخاطرة يقيس التذبذب كما الحال في استعماله لقياس تذبذب العائدات مثلا، وكلما كان كبيرا كانت المخاطر اكبر جراء التذبذب

إذ أن:  $\bar{x} - 1 =$  معدل الودائع لكل سنتين،  $s =$  الانحراف المعياري للودائع بالمعادلة:

$$= \sqrt{\sum (y_i - \bar{y})^2 / (n-1)} s \quad (\text{Bluman, 2006:25})$$

إذ أن  $y =$  الرصيد،  $\bar{y} =$  الوسط الحسابي،  $i =$  تسلسل السنة،  $n =$  عدد السنوات

3- **تهديد المشتريين:**  $X_3 =$  تقلب القروض وفقا لمعادلة معامل الاختلاف الآتية:

$$X_3 = s/\bar{x}$$

إذ:  $\bar{x} =$  معدل القرض لكل سنتين،  $s =$  الانحراف المعياري للقروض

4- **تهديد المنافسة:** تم قياس تهديد المنافسة بمؤشرين:

- **تركيز السوق:** باعتماد مؤشر هيرفندال هيرشمان (Herfindahl-Hirshman Index (HHI)

الذي يمثل مجموع مربع الحصة السوقية لكل مصرف من الموجودات:

n

$$HHI = \sum_{i=1}^n (Ms_i)^2 \quad (\text{حمدان واخرون، 2013: 125})$$

i=1

إذ أن:  $Ms_i =$  الحصة السوقية من الموجودات،  $i =$  ترتيب المصرف،  $n =$  عدد المصارف

- **الحصة السوقية:** باعتماد ودائع المصرف لسنة ما الى مجموع ودائع المصارف للسنة نفسها:

n

$$M_{s,i,t} = D_i \cdot t / \sum_{i=1}^n D_{n,t}$$

i=1

حيث ان  $D =$  الودائع،  $i =$  ترتيب المصرف،  $n =$  عدد المصارف،  $t =$  ترتيب السنوات

5- لم يأخذ البحث بتهديد الداخلين الجدد لعدم وجود تغير في عدد المصارف خلال مدة البحث

ثانيا: مؤشرات السوق المالية على وفق المعادلات الواردة في متن البحث:

6-1  $X =$  مؤشر الرسملة سوقية Market Capitalization Index

2-  $X7 =$  درجة عمق السوق

3-  $X8 =$  مؤشر حجم التداول Trading Volume Index

4-  $X9 =$  معدل دوران الاسهم turnover Ratio Index Stock

ثالثا: القيمة السوقية  $Y =$

$$Y = B_0 + \sum_{i=1}^n B_i x_i + E_i \dots x_n$$

وقد استعمال البحث معادلة الانحدار المتعدد

i= 1

(الراوي، 1987: 174 )

لاختبار تأثير المؤشرات المستقلة في المؤشرات التابعة إذ أن:

$B_0 =$  قيمة الثابت،  $B =$  معدل التغير ( الميل)،  $x =$  المؤشر المستقل،  $i =$  تسلسل المتغير

$E =$  المتغير العشوائي.

- اختبار معنوية النموذج (F) لقياس مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

- معامل الارتباط (R) لقياس الارتباط بين المتغيرات المستقلة والتابع.

-معامل التحديد المصحح ( $R^2$ ) لقياس القوة التفسيرية للنموذج

- مقياس عامل تضخم التباين (VIF)(Variance Inflation Factor)  $< 5$  فإذا كان (VIF) اقل من (5) يحكم بعدم وجود التداخل الخطي (حياوي 2010:160-161) وهناك من يوسع ذلك

الى (10)(حمدان واخرون، 2013: 127).

-اختبار (t) لقياس المعلمات المقدرة (Ba,)

اعتمد البحث مصرف دار السلام للاستثمار الذي اسس عام 1998 ويبلغ رأسماله حالياً (250) مليار دينار عراقي ويمارس الصيرفة الشاملة وبشراكة مع منظمة HSBC وهي من المنظمات الكبيرة عالمياً في مجال الخدمة المالية، وله (14) فرعاً منتشرة في عموم العراق،

تم اختياره كعينة للبحث لكونه حقق أعلى قيمة سوقية خلال مدة البحث (2009-2014) كما في الجدول (7)- الملحق- من بين عدد المصارف البالغ (20) المذكورة في الجدولين (4 و 5) بعد استبعاد مصرف الاقتصاد لعدم توفر البيانات الكافية .

## 2: الاطار النظري

### 1.2. القوى الخمسة

#### 1.1.2. مفهوم القوى الخمسة

على وفق (Porter, 1980:3) فان حالة المنافسة في أي صناعة تعتمد على خمسة قوى تتمثل في المنافسين، الداخلين الجدد، قوة المساومة لدى المجهزين، قوة المنافسة لدى المشتريين وتهديد البدائل.

بمعنى اكثر تبسيط هناك سلع منافسة وقوى العرض والطلب والتغير في العرض والطلب بسبب الداخلين الجدد، الى جانب ماتنتهجه الشركات من اساليب اداء للتنافس، ولذلك "كل واحدة من تلك القوى تعد تهديداً في حالة قوتها وفرصة في حالة ضعفها" (Porter, 1998:32)

لقد بين (portet,1980:6) ان القدرة الجماعية لهذه القوى تُحدد شدة المنافسة والربحية في الصناعة، وان شدة المنافسة تختلف من الصناعات ذات المنافسة العالية كالحديد والورق التي ليست فيها عائدات فائقة، فالصناعات ذات العائد المعتدل نسبيا كالنفط والخدمات وصولا الى الصناعات ذات العائد المرتفع كصناعات الخياطة و مواد التجميل على وفق(Indiatsy,et.al.,2014:77-78)القوى الخمسة في مجال الصناعة المصرفية لا تختلف من حيث التسمية، المصارف تتميز بطبيعة خاصة فقد بين (سعيد،2013:13-18) تتمثل في ان النقد هو المادة الاولية، راس المال يشكل نسبة قليلة قياسا بشركات الاعمال، استعمال اموال الغير، دور المصارف في السياستين النقدية والائتمانية، خضوع المصارف الى اشراف البنك المركزي، المخاطر المصرفية، وسرية العمل المصرفي، من هنا فان القوى الخمسة في المصارف تتمثل في المنافسة بين المصارف من اجل الحصة السوقية ، ولان المصرف يعتمد في مادته الاولية على النقد فان تهديد المجهزين يأتي من المودعين ، ولان دور المصارف في السياسة الائتمانية يتمثل في منح الائتمان فان تهديد المشتريين يأتي من تذبذب القروض، لا سيما ان مخاطر المصارف تتعلق بالسيولة والائتمان الى جانب المخاطر الاخرى، ولطبيعة راس المال المنخفض نسبيا فان العائد على الملكية يكون جذابا للداخلين الجدد، كما تشكل خدمات مؤسسات الاقراض الاخرى وشركات تحويل الاموال منتجا بديلا .

وفيما يلي عرضا للقوى الخمسة

#### 1.1.1.2. المنافسة بين الشركات القائمة Rivalry Among Established Companies

تشير المنافسة الى الصراع بين الشركات في الصناعة للاستحواذ على الحصة السوقية من أي من الاخرين وان هذا الصراع التنافسي يمكن ان يكون اعتمادا على السعر،تصميم المنتج، الانفاق على الاعلان والترويج،جهود البيع المباشرة وخدمة ودعم ما بعد البيع .

لقد عرف (Porter,1980:5) الشركات في الصناعة بانها مجموعة من الشركات التي تنتج منتجات يمكن ان تكون بديلة لبعضها البعض تماما،وعلى وفق هذا التعريف فان المصارف غير المتخصصة تمثل مجموعة شركات تنافس بعضها في الموارد والمنتجات.

"ان المنافسة متجذرة في البنية الاقتصادية وتتعكس في سلوك المنافسين الحاليين " (Porter,1980:3)

في المصارف "هيكل السوق المصرفية، أي توزيعها من حيث الحجم والعدد والموقع، هو الذي يحدد درجة المنافسة، ويعد تركيز السوق من معوقات المنافسة ويمكن قياس ذلك بعدد من المؤشرات منها مؤشر هيرفندال هيرشمان والحصة السوقية" (الكور، 2011: 399-405)

تتمثل المنافسة بين المصارف من خلال هوامش الفائدة المنخفضة للقروض، سعر الخدمة المنخفض، جودة الخدمة المصرفية القائمة على اسبقية السرعة والامان، والانتشار الجغرافي، الفوائد العالية على الودائع وما الى ذلك.

ان المنافسة بين المصارف غير تامة لان المنافسة التامة تعني " حرية الدخول ولا توجد حواجز للخروج ولا توجد قوة تفاوضية للمجهزين ولا الزبائن والمنتجات متشابهة " (Porter, 1980:6) فالمركز المالي، والتعامل باموال الغير حيث الاعتماد على الودائع وملاءة راس المال ازاء الودائع تضع حواجز للدخول والخروج كما ان سياسات جذب الودائع التي هي مصدر النشاط المالي للمصرف تختلف، ومن ثمَّ هناك قوة مساومة لدى المودعين بوصفهم مجهزي الاموال، كما تختلف ادارة القروض بين المصارف لا سيما ان القروض اهم منتجات المصرف التي تتحدد بنسبة الفائدة والمدة مما يوجد قوة مساومة للمقترضين باعتبارهم مشترين، كذلك الميزة الشخصية تختلف ايضا مما يجعل الاختلاف واضح في طبيعة الخدمة. ان كثافة المنافسة تنطوي على اسعار منخفضة او انفاق اكثر على اسلحة المنافسة غير السعرية، او كلاهما، ولان حدة التنافس تخفض الاسعار وتنتشأ كلف، فهي تؤدي الى امتصاص الارباح، لذلك فأنها تشكل تهديدا قويا للربحية، من ناحية اخرى فان المنافسة الاقل حدة تمنح الفرصة لزيادة الاسعار او تخفيض الانفاق على الاسلحة التنافسية غير السعرية مما يؤدي الى مستوى عال من الربحية. (هل وجونز، 114-115) 2008 وكلما كانت نسبة التركيز منخفضة فان ذلك يعني ان هناك عدداً كبيراً من المنافسين الذين ليس لاي منهم حصة سوقية مهمة، وينشأ الصراع عندما يكون لكل منها نفس الحصة السوقية وذلك للاستحواذ على قيادة السوق (Quick MBA, 2007: 7)

من ناحية اخرى يمكن تصنيف المنافسة بين المنظمات المتنافسة في صناعة واحدة على اساس انماط سلوكها التنافسي في ضوء ما قدمه كل من Mill و Snow:

-المدافعون الذين يدافعون عن موقعهم اللذي اختاروه باعتماد الكفاءة العالية

-المنقبون الذين يوزعون مخاطرهم بالتنوع والتركييز على البحث والتطوير لتحقيق الفاعلية

-المحللون الذين يجمعون بين الكفاءة العالية والعمل على التغيير لتحقيق الفاعلية

- المستجيبون الذين يعانون من ضعف الادارة وعدم وضوح الاهداف ومن ثمَّ الفشل في "تحديث استراتيجيات تتلائم والمتغيرات الجوهرية المؤثرة في البيئة وهيكل الصناعة".

(ياسين 2002:128 )

### 2.1.1.2. تهديد الداخلين الجدد The Threat of New Entrant

-الداخلون الجدد إلى الصناعة هم أولئك الذين يجلبون طاقةً جديدةً، ورغبة في تحقيق حصة سوقية كبيرة، ومصادر جوهرية في أغلب الأحيان، وعرض اسعار منخفضة وتضخيم كلف الاخرين مما يخفض الربحية وتنوع الشركات عن طريق الاكتساب باستعمال مصادر الاخرين في خلق الصدمة (Porter,1980:7)

في المصارف فان الداخل الجديد يحتاج الى حصة من المدخرات التي تتدفق كودائع مما يقلص من الحصص السوقية للمصارف الاخرى من الودائع، كما يحتاج الى تحقيق مركز سوقي من خلال الميزة الشخصية والسياسة السعرية التي تستقطب الزبائن، كما يحقق الاندماج توسعا في الحصة السوقية ويزيد من ملاءة المصرف مقارنة بالمصارف الاخرى ويقلص من التكاليف الثابتة مما يزيد من ميزة الكلفة المطلقة.

ان هذا التهديد الى احتمال ان ارباح المنشآت في الصناعة تتعرض للتآكل بسبب دخول منافسين جدد (99: 1991 Barney)، وهذا يعتمد على حواجز الدخول التي يواجهها الداخل الجديد، وهي عادة "ترتبط برد الفعل لدى المنافسين الحاليين" (Porter,1998:7) وهذه الحواجز تعني ان هناك محددات تمتلكها الشركات بحيث تمكنها من حماية مستويات الربحية من انحسارها جراء دخول منافس جديد، وبالتالي فهي "اكثر من نقطة التوازن التي تخلقها الاسواق" ( Quick 7 :2007 MBA) فعندما لا تكون هناك حواجز للدخول تكون الربحية العالية مركز جذب لمصارف منافسة جديدة فتتخفف الربحية على مستوى المصرف، وبسبب الخسارة تغادر بعض المصارف السوق، وبذلك يحدث التوازن بينما مع حواجز الدخول تجد بعض المصارف نفسها غير قادرة على الدخول اصلا حتى وان كانت ربحية القطاع المصرفي جذابة، فالقيمة السوقية لاسهم المصارف في السوق المالية يفترض انها تعكس كل من اداء الشركة وما يحيط بها من ظروف بيئية، واداء الشركة يفترن بملاءتها وقدرتها على توظيف الاموال بمستوى من المخاطرة، والملاءة تقتضي حجم معين لراس المال مما لايتوفر لاي منافس جديد.

تتمثل حواجز الدخول في: الولاء للعلامة التجارية، ميزة الكلفة المطلقة، واقتصاديات الحجم، تكاليف تحول المستهلك والانظمة الحكومية. (هل وجونز، 2008: 111)

يتمثل الولاء للعلامة التجارية في تفضيل الزبون منتجات الشركة، او التعامل معها وتعد كل من المسؤولية الاجتماعية وجودة المنتج او الخدمة المعززة بالبحث والتطوير، وابداد الصورة الذهنية الواضحة لدى الزبون من خلال النشاط التسويقي، دوافع للولاء وبالتالي فان الداخليين الجدد يواجهون الكلفة العالية لان "عملية تفكيك وتعطيل تفضيلات المستهلك الراسخة مكلفة جدا". (هل وجونز، 2008: 111)

ان القدرة على امتصاص الودائع والاستحواذ على حصة سوقية منها، يتيح امكانية التوسع في توظيف الاموال وانتشار خدمة المصرف، كما ان توفير موارد ارخص كما في اعتماد المنافسة اللاسعريه على الودائع يتيح هامش عالي للفائدة، كذلك اعتماد الارياح المحتجزة للتوسع باعتبارها اقل كلفة، تحقق ميزة الكلفة المطلقة، "فاذا كانت الشركات القائمة تمتلك ميزة مطلقة في التكلفة فان التهديدات بالدخول كقوة تنافسية تصبح اضعف" (Desset al,2007:59)، ويرى الباحث ان توفر شبكة واسعة من الاتصالات لدى المصارف، وبرامجيات تحويل الاموال محليا وعالميا، والوصول الى مصادر التمويل نتيجة لثقة الممولين والمستثمرين، والقيمة الشخصية للعاملين والدعم الذي يقدمه البنك المركز يتعد مزايا تكلفة في الخدمة المصرفية.

ان التوسع في القروض والاستثمارات يعني مدى واسع لمخرجات نمطية، تمنح المصارف ميزة اقتصاديات الحجم لانخفاض التكلفة المتحققة من توزيع التكاليف الثابتة على حجم كبير من المنتجات لا سيما عند نشر الخدمة المصرفية ومن ثم "اذا ماقررت الشركة الجديدة الدخول على نطاق كبير للاستفادة من اقتصاديات الحجم فان عليها تحمل المخاطر العالية المصاحبة للاستثمارات الكبيرة" (Desset al,2007:60)

يمكن للباحث ان يذكر اللوائح والانظمة الحكومية التي هي عوائق دخول للصناعة المصرفية مثل الاحتياطي القانوني، حجم رأس المال، ألملاء المصرفية، علاوة على ان التمويل بالملكية يتطلب اجراءات قانونية وتسويق الاسهم عبر مصارف الاستثمار. ان هذه العوائق تعد محددات امام الداخل الجديد مما يتيح المحافظة على الحصة السوقية للتوظيف وربحية السهم ويمنحه القوة في سوق الاسهم .

### 2.1.1.2. قوة مساومة المشترين The Bargaining Power of Buyer

يهدد المشتريين الصناعة من خلال تخفيض الاسعار ومساومتهم للحصول على جودة اعلى وخدمات اكثر مما يؤدي الى تقليلا لربحية (porter,1980:25)

ان قوة أي مجموعة كبيرة من الزبائن تعتمد على موقف السوق واهمية المشتريات مقارنة باعمال الصناعة ، وهي تكمن في عدد من الحالات منها :درجة تركيز الزبائن، الارياح المنخفضة الناجمة عن تخفيض الاسعار، عدم اهمية المنتج من حيث الجودة بالنسبة للزبائن،(جمال الدين ومعمر، 2011: 11)،وهذا يبدو واضحا عند انخفاض فوائد القروض والاوراق التجارية المخصوصة بسبب العرض الواسع للاموال في الصناعة المصرفية، او عند عزوف المقترضين بسبب ارتفاع مداخيل الافراد او نتيجة للفوائد العالية على القروض بسبب سوء المناخ الاستثماري مما يؤدي الى انخفاض حجم القروض فتتخفف الربحية، وهو مما ينعكس على ربحية السهم.

ان تذبذب القروض هو تذبذب بالتدفقات النقدية الخارجة.

لقياس تذبذب التدفقات النقدية فان معامل الاختلاف "يزود بحجم المخاطر المتعلقة بالقيمة المتوقعة للتدفقات النقدية" (هندي، 1989:409)

### 3.1.1.2 القوة التفاوضية للمجهزين Bargaining of Power Suppliers

على وفق (سعيد، 2013:13) ان الودائع تشكل الجزء الاعظم من التمويل الذي هو مصدر نشاطها، وعلى وفق (Johnson&schools,1997:112) المنظمات التي يعتمد اداءها على مدخلات غير مادية كما في صناعة الخدمات كالمصارف والتعليم والمنظمات الاستشارية، فان القوة التساومية للموردين تنعكس فيما يمارسه موردوا الاموال من قوة تساومية تؤثر في القرارات الاستراتيجية للصناعة، لذلك يمكن القول ان المجهزين هم المودعين .

ان المنافسة غير السعرية على الودائع تتطلب التوجه نحو جودة الخدمة لجذب الودائع مما يزيد من الكلفة التي بدورها تنعكس على الربحية ،كما ان انخفاض حقوق الملكية بسبب قلة المساهمين، يحد من التوسع في قبول الودائع بسبب انخفاض ملاءة رأس المال،ومن ثم قلة الاموال اللازمة للتوظيف مما يؤدي الى انخفاض ربحية السهم، من ناحية ثانية فان انخفاض ربحية السهم تدفع الى التخلص منه مما يزيد من عرض الاسهم ويخفض من القيمة السوقية

ان تذبذب الودائع يعد تذبذب في التدفقات النقدية الداخلة ولذلك فان معامل الاختلاف الذي تم ذكره في الفقرة السابقة يمكن استعماله لقياس تذبذب الودائع.

#### 4.1.1.2. تهديد البدائل Threat Of Substitutes

اقتصاديا يحدث تهديد البدائل عندما يتاثر الطلب على منتج معين بتغير السعر بسبب المنتج البديل ، أي ان المرونة السعرية للمنتج تتاثر بالمنتجات البديلة

وفي المصارف تلعب الفائدة دورا مهما في تدفق الاموال من والى المصرف ،اذ ان ارتفاع الفائدة على القروض يحد من الطلب على القروض، وبالعكس فان ارتفاعها يزيد من عرض الودائع، وفي هذا الاطار يرى الباحث ان انخفاض الائتمان النقدي يقلل من ربحية السهم وانخفاض الودائع يقلص من توظيف الاموال الذي يقلل بدوره من ربحية السهم مما يقلل الطلب عليه في السوق المالية (مع ثبات العوامل الاخرى).

يقاس تهديد البدائل بالمرونة السعرية ،لانه "من الناحية الاقتصادية يحدث تهديد البدائل عندما يكون الطلب على منتج معين مُنتج متأثر بتغير سعر سلعة بديلة، وكلما توفر عدد كبير من السلع البديلة لسلعة ما، فأن الطلب على تلك السلعة يكون مرناً ومن ثمَّ فان البديل التام يحد من قدرة الشركة في الصناعة على رفع الاسعار".(Quick MBA,2007:4)

#### 2.2: السوق المالية

#### 1.2.2. مفهوم السوق المالية Financial Market Concept

الاسواق عبارة عن مجالات لانشطة التبادل الممكنة بين البائعين والمشتريين الذين لديهم القدرة والرغبة في الحصول على سلعة او خدمة ،فهي لاتتخصص في الحدود المادية للمكان بل تتحقق في المجال الافتراضي اذا ماتوفرت وسائل الاتصال الكافية بين طرفي التعامل .

"وتلعب دورا مهما في اعادة تخصيص الموارد المتاحة في المجتمع لسد حاجات الوحدات الاقتصادية (الشواورة،2013:78) أدت مثل "الاطار التنظيمي الذي يتم من خلاله وبيع وشراء الادوات

المالية"(Howells&Bian,2007:17)

تؤدي الاسواق المالية مجموعة من الوظائف التي تؤدي الى تسهيل تنفيذ الصفقات وتحقيق التدفق الكفوء للاموال والحفاظ

على استقرار السوق (Darskuviene ,2010:9)

وتعد اسعار السوق "افضل طريقة لتحديد قيمة المنشأة(firm value) او قيمة الاصول وهذا ليس مهما لاولئك الذين يشترون

ويبيعون الاعمال فحسب ،ولكن لاولئك المنظمين ايضاً".

(Marc,2006:2)

### 2.2.2. استراتيجيات الاسواق المالية: على وفق (مزاھدية، 2007:133-131) هناك نوعان من الاستراتيجيات:

**الاولى:** تأخذ بكفاءة السوق وتسمى الاستراتيجيات الساكنة (passive strategies)، وهي ترى ان القيمة السوقية تعكس القيمة الحقيقية، وان لاجال لتحقيق الارباح غير العادية من خلال ادخال التعديلات على المحفظة، وتضم استراتيجية الشراء والاحتفاظ واستراتيجية صناديق الاستثمار .

**الثانية:** التي لاتأخذ بكفاءة السوق وتسمى الاستراتيجيات النشطة (Active strategies)، وهي تقوم على عامل الخبرة والمهارة للمستثمر باعتبار ان القيمة السوقية للورقة المالية لاتعكس قيمتها الحقيقية، وتضم استراتيجيات اختيار الورقة باعتماد التحليل الفني والاساس، واستراتيجية اعادة تخصيص المحفظة على القطاعات المختلفة واستراتيجية توقيت الاستثمار

### 3.2.2. مؤشرات السوق المالية

توضح مؤشرات السوق المالية الاداء الاجمالي للسوق، وتتصرف الى حجم السوق، سيولة السوق، والمؤشر العام

للاسعار وفيما يلي اهم هذه المؤشرات:

#### 1-حجم السوق : يقاس بالمؤشرات الأتية: (حمزة، 2011: 263)

- مؤشر القيمة السوقية (الرسملة السوقية) التي تعبر عن مجموع اسعار الاغلاق لاسهم الشركات في نهاية اليوم الاخير من السنة.

- عمق السوق : يمثل هذا المؤشر الاهمية النسبية للسوق المالية في الاقتصاد القومي، ويعكس ارتفاعه نمو اعلى

مستقبلاً، ويقاس بالمعادلة التالية:

درجة عمق السوق = ((اجمالي الناتج المحلي لنفس الفترة) / (اجمالي القيمة السوقية للاسهم المتداولة))  $\times 100$

- مؤشر عدد الشركات المدرجة لقياس تطور حجم السوق وتوزيعه على النشاطات الاقتصادية المختلفة

2-سيولة السوق: تقاس سيولة السوق بالمؤشرات الآتية :

- حجم التداول: يعبر حجم التداول عن الاسهم المكتتب بها في السوق ويعكس مستوى سيولة السوق وهو حاصل ضرب

عدد الاسهم المكتتب بها في اسعار خلال مدة زمنية معينة

- معدل دوران الاسهم = (حجم التداول \ القيمة السوقية لاسهم السوق)  $\times 100$

### 3.2. القيمة السوقية:

تمثل القيمة السوقية القيمة النقدية التي تحددتها عوامل العرض والطلب في نقطة زمنية معينة، وهي تتمثل في سعر الاغلاق ولذلك تتصف بعدم استقرار وثبات القيمة الحقيقية للسهم.

تعكس القيمة السوقية حالة التوازن عندما تكون مساوية للقيمة الحقيقية التي تتمثل اما بالتدفقات النقدية للسهم المخصوصة بمعدل العائد المطلوب، او بنسبة القيمة السوقية الى مؤشرات محاسبية كما هو الحال بنسبة سعر السهم الى ربحيته، وهي تعكس مدى كفاءة السوق باستجابته للمعلومات وتعديل سعر السوق باتجاه القيمة الحقيقية، فعندما تكون القيمة السوقية اعلى من القيمة الحقيقية يكون السعر مضخماً، ومن ثمَّ فان المخاطرة منخفضة لان السعر العالي قد استوعب المخاطر بصورة كبيرة مما يدفع نحو انخفاض الطلب على الاسهم ومن ثم انخفاضها، وعندما تكون القيمة السوقية اقل من القيمة الحقيقية تزداد علاوة المخاطرة ويتجه الطلب نحو الزيادة مما يؤدي الى ارتفاعها و"من الممكن ان يختلف سعر السوق عن القيمة الحقيقية للسهم بسبب المضاربات ، التلاعب في اسعار الاسهم ،عدم توفر المعلومات عن اداء الشركة، الافصاح تحليل المعلومات بشكل خاطيء، البطء في ردة فعل السوق منحيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الواردة" (علوان، 2012: 176)

### 2. 4. العلاقة بين مؤشرات الصناعة والسوق والقيمة السوقية للاسهم

ان تذبذب الودائع المصرفية يعني انخفاض قدرة المصرف على توظيف اموال الغير، مما يؤدي الى انخفاض الربحية وتراجع الموقف التنافسي للمصرف فينعكس على القيمة السوقية، إذ تعبر الربحية عن كفاءة الادارة ، كما ان توزيعات الارباح على المساهمين وتوقعات النمو اهم عوامل التقييم للاسهم، إذ تتضاءل فرص الربحية حين يكون السعر الى

العائد (P/E) مرتفعاً "فعندما تكون اسعار الاسهم مرتفعة بشكل ملحوظ يكون معدل العائد على الاستثمار فيها منخفضاً وتنخفض معه علاوة المخاطرة" (موسى وآخرون، 2012:142) مما يزيد مخاطر المستثمر بسبب انخفاض علاوة المخاطرة، ولذلك يتخلص المستثمر من السهم فيزداد عرض الاسهم وتنخفض قيم الشركات، وعندما تكون الحصة السوقية من الموجودات عالية فان ذلك يشير الى حجم كبير ومن ثم ملاءة واسعة تؤدي الى قدرة على استيعاب ودائع كبيرة ومن ثم توظيف للاموال واسع وربحية عالية (مع ثبات العوامل الاخرى)، الامر الذي يزيد من عائد السهم ويجعل نسبة سعر السهم الى ربحيته (P/E) منخفضة مما يوحي باتجاه نحو النمو، ويزداد الطلب على السهم فيزداد معدل الدوران وتزداد قيمته السوقية. ويمكن النظر من جانب تذبذب القروض اي تهديد المشتريين الى انه يقوض التوظيف ويزيد من مخاطر الائتمان مما ينعكس على الربحية لا سيما ان مخاطر السداد تتطلب التوسع في مخصص الديون المشكوك في تحصيلها مما يشكل قيد على توظيف الاموال ويقلص من الربحية، ولذلك يتم التخلص من الاسهم بالبيع بسبب انخفاض فيزياد عرضها ويقل معدل دوران السهم، كما يؤدي التغير في الفوائد على القروض الى تغير في حجم القروض، وهو مما يزيد من توظيف الاموال فيزيد العائد وتزداد القيمة السوقية بسبب كفاءة الادارة والزيادة في ربحية السهم.

ان حجم الموجودات الكبير وحركة القروض والودائع وسعر الفائدة، جميعها تلتقي مع عمق السوق ورسمته، فالزيادة في حجم موجودات المصارف تزيد من الاهمية النسبية للمصارف قياساً بالنواتج المحلي الاجمالي، وهي بذلك تعبر عن نمو القطاع المصرفي مما يبعث التفاؤل لدى المستثمر فتزداد قيم الاسهم تبعاً لزيادة الاستثمار في الاسهم، وكلما كانت اسعار الفوائد جذابة امتصت المصارف الكثير من مدخولات الافراد وازداد حجم التوظيف في الائتمان، مما يزيد من ربحية السهم ومن ثم تزداد قيمته وكلما توفرت الاموال ازدادت فرصة الشركات في التمويل بالملكية فتزداد رسملة السوق، وتنخفض قيمة الاسهم بسبب التوسع في التمويل بالملكية وزيادة عرض الاسهم إذ يؤدي حجم التداول العالي بسبب زيادة الاسهم الى خفض قيمتها خصوصاً عندما يكون البيع اكثر من الشراء.

يمكن القول ان استيعاب عوامل السوق والقطاع الذي تعمل فيه الشركة، يعني النظر الى القيمة السوقية على انها ممثلة لكفاءة الشركة في قطاعها، الى جانب عوامل السوق التي تتعلق بالعرض والطلب والعوامل المؤثرة او المتعلقة بهما والتي كما تبين من التحليل اعلاه ان حركة الاموال في القطاع ومعدلات الفائدة تعد من بين تلك العوامل.

### 3: التحليل التطبيقي

يتضمن الاطار العملي مرحلتين هما: قياس تأثير مؤشرات بيئة الصناعة(\*) والسوق كل على حدة، بناء نموذج من المجموعتين ( الصناعة والسوق) وذلك باختيار المؤشرات وفقا لمعنوية (F) واقل تداخل خطي(VIF).

### 1.3. قياس التأثير

باستعمال معامل الانحدار المتعدد على وفق المعادلة رقم (1) تم قياس تأثير قوى ومؤشرات السوق على القيمة السوقية كما يأتي:

#### 1.1.3. تأثير القوى بيئة الصناعة في القيمة السوقية لاسهم مصرف السلام

اجري الاختبار على مرحلتين لتحقيق تداخل خطي مقبول كما يأتي:

##### 1.1.1.3. اختبار تهديدات البدائل، المشتريين (المقترضين)، المنافسة على وفق الفرضيتين التاليتين:

Ho: لا يوجد تأثير لتهديدات البدائل (|Ep|)، المشتريين (X3) والمنافسة (Ms) في القيمة السوقية للسهم (Y)

H1: يوجد تأثير لتهديدات البدائل (|Ep|)، المشتريين (X3) والمنافسة (Ms) في القيمة السوقية للسهم (Y). وقد كانت نتائج

الاختبار الاحصائي كما يأتي:

### جدول (2)

#### تأثير تهديدات البدائل، المشتريين، والمنافسة في القيمة السوقية لاسهم دار السلام للمدة 2009-2014

المحسوبة Cal.F	الجدولية Tab.F	مستوى المعنوية (sig.)	درجات الحرية (d.f)	R <sup>2</sup>	R <sup>-2</sup>	VIF
13.818	9.276	5%	V1=3 V2=3	0.954	0.885	Ep=1.444 X3=1.635 Ms=1.291

المصدر : مخرجات البرنامج (SPSS)

تقبل الفرضية البديلة (H1) لارتفاع قيمة (F) الجدولية مقارنة بالمحسوبة، كما ان معامل التحديد المصحح يعني ان

المتغيرات اعلاه تفسر (89%) من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية والباقي يعود لعوامل اخرى ، ولا يوجد تداخل

(\*) يستعمل البحث تعبير قوى بيئة الصناعة بدلا من القوى الخمسة لاستبعاد تهديد الداخلين الجدد بسبب قلة عدد الداخلين.

خطي بين المتغيرات لكون قيمة معامل تضخم التباين اقل من (5) ، كما اظهرت النتائج ان علاقة كل من الحصة السوقية والمرونة موجبة مع القيمة السوقية للاسهم. لتأكيد تأثير المنافسة اعتمد البحث مؤشر تركيز السوق (HHI) كما يظهر في نتائج التحليل الاحصائي بالجدول الآتي :

### جدول (3)

تأثير تركيز السوق (HHI) في القيمة السوقية (Y) لاسهم دار السلام للمدة 2009-2014

المحسوبة Cal.F	الجدولية Tab.F	مستوى المعنوية (sig.)	درجات الحرية (d.f)	R	معامل التحديد R <sup>2</sup>
1.774	6.607	5%	4	0.55	0.307

المصدر : مخرجات البرنامج (SPSS)

إن النتائج تبين عدم ظهور تأثير لتركيز السوق في القيمة السوقية لاسهم المصرف لوجود منافسة بين المصارف، إذ كلما كان هناك تركيز للسوق كانت هناك عائدات مرتفعة بسبب العلاقة بين التركيز والاحتكار، وهو ما يزيد من القيمة السوقية للاسهم.

#### 2.1.1.3. اختبار تهديدات المجهزين (المودعين)، المنافسة على وفق الفرضيتين الأتيتين:

Ho: لا يوجد تأثير لتهديدات المجهزين (X2) والبدائل (Ms) في القيمة السوقية للسهم (Y)

H1: يوجد تأثير لتهديدات المجهزين (X2) والبدائل (Ms) في القيمة السوقية للسهم (Y)

وقد كانت نتائج الاختبار الاحصائي كما يأتي:

### جدول (4)

تأثير لتهديدات المجهزين (X2) والبدائل (Ms) في القيمة السوقية لاسهم دار السلام للمدة 2009-2014

المحسوبة Cal.F	الجدولية Tab.F	مستوى المعنوية (sig.)	درجات الحرية (d.f)	R <sup>2</sup>	R <sup>-2</sup>	VIF
11.511	6.9443	5%	V1=2 V2=4	0.885	0.808	X2=1.000 Ms=1.000

المصدر : مخرجات البرنامج (SPSS)

تقبل الفرضية البديلة (H1) لان قيمة (F) الجدولية اكبر من بالمحسوبة، ويبين معامل التحديد المصحح ان المتغيرين اعلاه يفسران (81%) من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية، كما لا يوجد تداخل خطي بين المتغيرات لكون قيمة معامل تضخم التباين اقل من (5)، كما اظهرت النتائج ان علاقة القيمة السوقية للسهم مع تهديد المودعين سالبة مما يتفق مع التفسير المالي للعلاقة.

يتضح مما سبق اثبات الفرضية الاولى للبحث:

"توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لمؤشرات بيئة الصناعة في القيمة السوقية للأسهم"

### 2.1.3. تأثير السوق المالية

تم اختبار تأثير مؤشرات السوق المالية على القيمة السوقية للاسهم على النحو الآتي :

#### 1.2.1.3. تأثير حجم السوق:

تم اختبار تأثير الرسملة السوقية (X6) وعمق السوق (X7) في القيمة السوقية (Y) على النحو الآتي:

H0: لا يوجد تأثير للرسملة السوقية (X6) وعمق السوق (X7) في القيمة السوقية للسهم (Y).

H1: يوجد تأثير للرسملة السوقية (X6) وعمق السوق (X7) في القيمة السوقية للسهم (Y).

وقد كانت نتائج التحليل الاحصائي كما في الجدول الآتي:

### جدول (5)

تأثير الرسملة السوقية (X6) وعمق السوق (X7) في القيمة السوقية (Y) لاسهم دار السلام للمدة 2009-2014

المحسوبة Cal.F	الجدولية Tab.F	مستوى المعنوية (sig.)	درجات الحرية (d.f)	R <sup>2</sup>	R <sup>-2</sup>	VIF
72.305	16.258	1%	V1=2 V2=5	0.990	0.966	X6=3.073 X7=3.073

المصدر : مخرجات البرنامج (spss)

في ضوء نتائج الجدول اعلاه تقبل الفرضية البديلة (H1)، إذ ان قيمة (F) المحسوبة تبين ان هناك تأثيراً عالياً لرسملة السوق ودرجة عمق السوق في القيمة السوقية لاسهم المصرف إذ تفسر المتغيرات اعلاه 96% من التغيرات التي تحدث في القيمة

السوقية للاسهم والباقي تعود لعوامل اخرى ، ولايوجد تداخل خطي بين المتغيرات لكون قيمة معامل تضخم التباين اقل من (5)، كما اظهرت النتائج ان علاقة القيمة السوقية للسهم مع مؤشر عمق السوق موجبة مما يتفق مع التفسير المالي .

### 2.2.1.3. تأثير سيولة السوق:

تم اختبار تأثير سيولة السوق باعتماد مؤشري حجم التداول (X8) ومعدل الدوران (X9) في القيمة السوقية (Y) على النحو الآتي:

H0: لا يوجد تأثير لمؤشري حجم التداول (X8) ومعدل الدوران (X9) في القيمة السوقية للسهم (Y).

H1: يوجد تأثير لمؤشري حجم التداول (X8) ومعدل الدوران (X9) في القيمة السوقية للسهم (Y).

وقد كانت نتائج التحليل الاحصائي كما في الجدول الآتي:

### جدول (6)

تأثير مؤشري حجم التداول (X8) ومعدل الدوران (X9) في القيمة السوقية (Y) لأسهم دار السلام للمدة 2009-2014

المحسوبة Cal.F	الجدولية Tab.F	مستوى المعنوية (sig.)	درجات الحرية (d.f)	R <sup>2</sup>	R <sup>-2</sup>	VIF
1649.085	16.258	.000	V1=2 V2=5	0.999	0.998	X8=4.254 X9=4.254

المصدر : مخرجات البرنامج (spss)

تبين نتائج الجدول اعلاه ان الفرضية المقبولة هي الفرضية البديلة (H1) لان قيمة (F) المحسوبة اكبر من الجدولية بمستوى معنوية عالون كل من معدل الدوران وحجم التداول يفسران 998% من التغيرات في القيمة السوقية للاسهم والباقي يعود لعوامل اخرى ، ولايوجد تداخل خطي بين المتغيرات لان قيمة معامل تضخم التباين (VIF) اقل من (5)، كما اظهرت النتائج ان العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وبين حجم التداول موجبة .

يتضح مما سبق اثبات الفرضية الثانية للبحث:

"توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية لمؤشرات السوق في القيمة السوقية للأسهم"

### 2.3. استخدام مؤشرات المجموعتين ( الصناعة والسوق) لتعريف العوامل المؤثرة قطاعيا:

تم اجراء الجمع بين المؤشرات كما في الجدول (18) لتعريف العوامل المؤثرة قطاعيا، إذ جاءت النتائج كما يأتي :

### 1.2.3. تهديد المجهزين (التذبذب في الودائع) ومؤشرات السوق

بينت النتائج ان افضل علاقة لهذا المؤشر كانت مع سيولة السوق بسبب القيمة الاعلى لـ(F) مع تداخل خطي اقل من (10)، وان العلاقة مع حجم السوق كانت بتداخل خطي اقل من (5)، وقيمة (F) المحسوبة كانت معنوية كما في الجدول (18) الملحق، الا ان تأثير هذا المؤشر (عندما يكون مشتركاً مع مؤشرات السوق) في القيمة السوقية للسهم كان موجبا وهذا لا يتفق مع التفسير المالي للعلاقة، لانه كلما زادت ذبذبات الودائع زادت تقلبات التوظيف ومن ثم تقلبات العائد مما يزيد من مخاطرة السهم.

### 2.2.3. تهديد المشترين (التذبذب في القروض) ومؤشرات السوق

بينت النتائج ان افضل علاقة لهذا المؤشر كانت مع سيولة السوق بسبب القيمة الاعلى لـ(F) ولكن بتداخل خطي كما في الجدول (18) الملحق، الا ان تأثير هذا المؤشر (عندما يكون مشتركاً مع مؤشرات السوق) في القيمة السوقية للسهم كان موجبا وهذا لا يتفق مع التفسير المالي للعلاقة، لانه كلما زادت ذبذبات القروض زادت تقلبات العائد على السهم مما يزيد من مخاطرته.

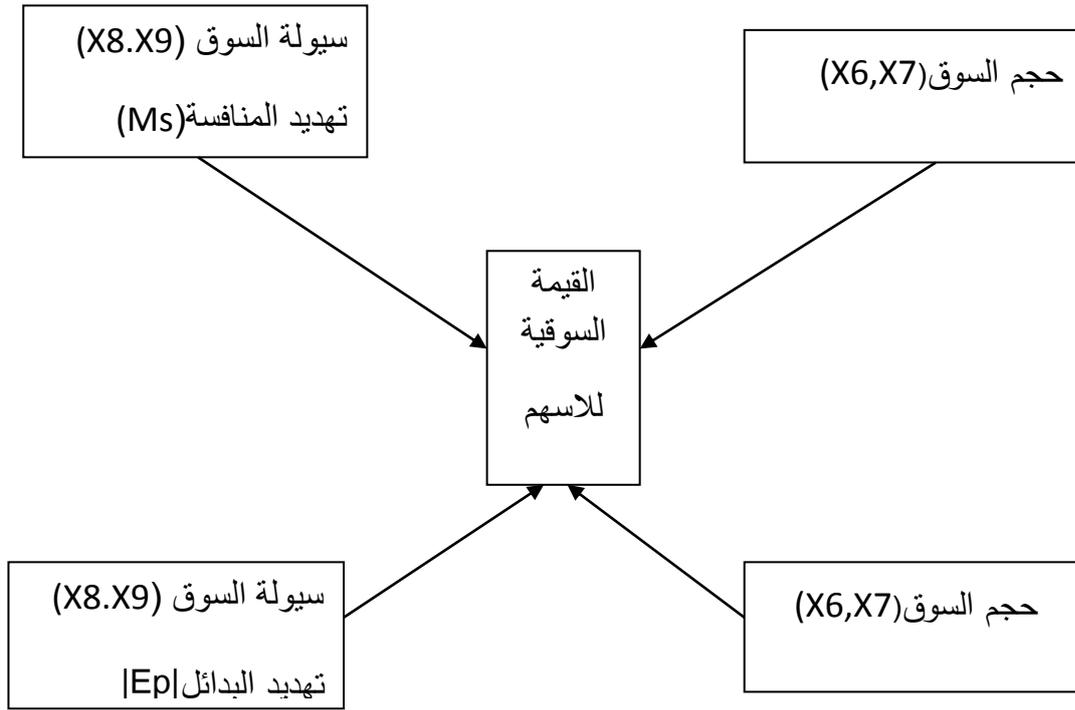
### 3.2.3. البدائل (المرونة السعرية للقروض) ومؤشرات السوق

بينت النتائج ان المرونة السعرية للقروض موجبة التأثير مع كل من سيولة السوق وحجم السوق في القيمة السوقية للسهم، وان افضل علاقة كانت مع سيولة السوق بسبب القيمة الاعلى لـ(F) كما في الجدول (18) الملحق، وان المؤشر الاكثر اتفقا هو دوران الاسهم لانه يؤثر ايجابا في القيمة السوقية للسهم ايضا.

### 4.2.3. تهديد منافسة (الحصة السوقية) ومؤشرات السوق

بينت النتائج ان القيمة الاعلى لـ(F) المحسوبة كانت سيولة السوق، وانها مع مؤشر (معدل دوران الاسهم) يؤثران بصورة موجبة على القيمة السوقية للسهم، ومع حجم السوق (مؤشر عمق السوق)، الا ان التداخل الخطي المنخفض كان مع حجم السوق.

ان افضل العلاقات معنوية وتداخل خطي يتراوح بين (5-10) كانت كما في الشكل التالي :



شكل رقم (1) مؤشرات الصناعة ومؤشرات السوق المؤثرة في القيمة السوقية للاسهم

وبذلك يكون البحث قد توصل الى اثبات فرضيته الفرعية الثالثة:

"توجد علاقة تأثير مشترك ذات دلالة معنوية لمؤشرات مشتركة من الصناعة والسوق في القيمة السوقية للاسهم"

### 3.3. مناقشة النتائج:

بينت النتائج ان تهديدات المجهزين (X2)، المشترين (X3) (عندما اشتراكها مع مؤشرات السوق) لا تتفق مع التفسير المالي للعلاقة المالي، وان الحصة السوقية (Ms) هي الاكثر تأثير في القيمة السوقية للسهم (Y) إذ حققت العلاقة أعلى قيمة لـ (F) المحسوبة، وهذا يعود الى ان حجم الموجودات الكبير يوفر ملاءة عالية للمصرف مما يسمح باستيعاب حجم كبير من الودائع ومن ثمَّ حجم عالٍ لتوظيف اموال الغير، فعندما يكون التوظيف عاليًا مع مخاطر انتمان قليلة تزداد ربحية السهم، ويحدث العكس عندما تقل الاموال وينخفض التوظيف، ينخفض العائد وتزداد نسبة السعر \ العائد (P/E) بسبب انخفاض العائد، وتؤدي علاوة المخاطرة المنخفضة الى التخلص من السهم.

أما المرونة السعرية فهي تزداد كلما ادى التغيير النسبي في الفائدة الى تغيير في القروض او الودائع، وينعكس ذلك على القيمة السوقية الاتجاه نفسه لان الزيادة في القروض تحقق عائد يزيد بدوره من القيمة السوقية، وارتفاع الفوائد على الودائع يزيد الودائع التي بدورها تؤدي الزيادة القروض مما يزيد من العائد

كما بينت النتائج ان سيولة السوق هي الاكثر تأثيراً في قيمة السهم وذلك يعود الى معدل الدوران حيث بلغت قيمة (t)

المحسوبة (24.035) وهي اكبر من الجدولية البالغة (3.365) تحت مستوى معنوية (1%) بدرجات حرية قدرها (4) ..

ان مخرجات الاختبار بينت ان معنوية (t) بالنسبة لمؤشرات السوق اعلى منها في الصناعة اي ان مؤشرات السوق هي اكثر تأثيراً في القيمة السوقية بحكم العلاقة المباشرة بين اداء السوق والقيمة السوقية، كما ان علاقة مؤشرات الصناعة بمؤشرات السوق كانت عالية معنوية، إذ ان جميعها حققت مستوى معنوية 1%، الا ان التداخل الخطي وعدم اتفاق طبيعة علاقة التأثير لبعض مؤشرات الصناعة، كما في تهديد المجهزين (ذبذبات الودائع) وتهديد المشتريين (ذبذبات القروض) في القيمة السوقية للسهم ادى الى استبعادها لعدم اتفاقها مع التفسير المالي للعلاقة

#### 4.4. الاستنتاجات والتوصيات

##### 4.4-1- الاستنتاجات

- 1- إن مؤشر تهديد المجهزين (تذبذب الودائع) لا يصلح مع مؤشرات السوق لقياس التأثير المشترك في القيمة السوقية للسهم، بسبب تأثيره الموجب في القيمة السوقية مما لا يتفق مع التفسير المالي للعلاقة.
- 2- إن مؤشر تهديد المشتريين (تذبذب القروض) لا يصلح مع مؤشرات السوق لقياس التأثير المشترك في القيمة السوقية للسهم، بسبب تأثيره الموجب في القيمة السوقية مما لا يتفق مع التفسير المالي للعلاقة.
- 3- إن مؤشر تهديد البدائل (المرونة السعرية للقروض) يؤثر بصورة افضل مع سيولة السوق في القيمة السوقية للسهم، وان دوران الاسهم هو اكثر اتفاقاً مع المؤشر المذكور لان كلاهما يؤثر ايجاباً بالقيمة السوقية للسهم.
- 4- إن مؤشر المنافسة (الحصة السوقية) يؤثر بصورة مشتركة مع حجم السوق (عمق لسوق) في القيمة السوقية للسهم، وبسبب التداخل الخطي المنخفض يعد هذا التأثير ادق من التأثير المشترك مع سيولة السوق.
- 5- تؤدي المنافسة بمعدل فائدة منخفض على القروض الى زيادة القروض مما يوسع من توظيف الاموال فتزداد الربحية (مع ثبات العوامل الاخرى) وينعكس ذلك على القيمة السوقية.

## 2.4. التوصيات

- 1- الجمع بين مؤشرات بيئة الصناعة(تهديد البدائل والمنافسة) ومؤشرات السوق(عمق السوق ومعدل الدوران) لتكوين نموذج يجمع بين عوامل البيئة والسوق المالية وتلافي الاقتصار على مؤشرات السوق كمؤشرات مؤثرة في القيمة السوقية
- 2- ما دامت علاقة التأثير لمؤشرات من بيئة الصناعة(البدايل المنافسة) والسوق موجبة في القيمة السوقية للسهم فان اتجاه المؤشرات المذكور للزيادة تؤدي الى زيادة القيمة السوقية وبالعكس، لذلك يمكن استعمال اتجاه تلك المؤشرات من تقدير اتجاه القيمة السوقية( مع ثبات العوامل الاخرى)
- 3- ما دام التغير في معدل الفائدة يؤدي الى تغيير في حجم القروض، فان المصرف يمكنه الاستفادة من المنافسة بمعدل فائدة على القروض اقل من المنافسين للتوسع في توظيف الاموال فيزيد العائد على السهم وتزداد قيمة السهم (مع الاخذ بنظر الاعتبار مخاطر الائتمان) .
- 4- ما دامت الحصة السوقية لها تأثير موجب بسبب ما تؤدي اليه من موقف تنافسي، فان زيادتها تعزز من القيمة السوقية للشركة.
- 5- الافادة من مؤشر درجة عمق السوق كمؤشر للنمو لكونه يرتبط بالنتائج الاجمالي المحلي، لتوقيت التوسع بالملكية عند حالة النمو لتوسيع ملاءة الشركة وطاقتها الاقتراضية وزيادة حصتها السوقية، إذ كلما اتجه للتزايد امكن بيع الاسهم بسعر مناسب بسبب تأثيره الموجب في قيمة السهم السوقية.

## المصادر

## اولا: المصادر العربية:

## 1. الكتب

- 1- الراوي، خاشع محمود ، المدخل الى تحليل الانحدار، دار الكتب للطباعة والنشر، 1987، الموصل .
- 2- الشاورة، فيصل محمود، مبادئ الادارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان 2013م.
- 3- حمزة، حسين كريم، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان 2011م

4- سعيد، عبد السلام لفترة، خصوصية العمل المصرفي، دار الذاكرة للنشر والتوزيع، 2013 م.

5- علوان ، قاسم نايف، ادارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ، ط2 دار الثقافة للنشر والتوزيع

، عمان ، 2012م.

6- هل وجونز، جارلس وجارديث ،"الادارة الاستراتيجية مدخل متكامل" ط2، ترجمة عبد المتعال، احمد عبد المتعال ورفاعي، محمد رفاعي، دار المريخ، الرياض، 2008م.

7- ولسون، جي هولتون ،الاقتصاد الجزئي المفاهيم والتطبيقات ،ترجمة العاني ،كامل سلمان ،دار المريخ،الرياض 1987م.

8- ياسين، سعد غالب ، الادارة الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ،عمان2002م.

## 2. المؤتمرات

1- جمال الدين، سحنون ومعمر، حمدي " تحليل التنافسية على مستوى القطاع " الملتقى الدولي الرابع حول التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية، تونس 2011 م.

## 3. الدراسات

1- مزاهدية، رفيق " كفاءة سوق الاوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الاسهم السعودية-رسالة مقدمة الى جامعة باتنة/كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية كجزاً من متطلبات نيل الماجستير في العلوم الاقتصادية الجزائر 2007 م.

## 4. الدوريات

1- الكور، عزالدين، أثر التركيز والحصة السوقية في أداء البنوك التجارية الأردنية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38 ،العدد 2 لسنة 2011، ص.399

2- الكور، عز الدين والفيوم، نضال، أثر قوة السوق وهيكل الكفاءة على أداء البنوك التجارية :دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان ، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال ،المجلد 3 ،العدد 3 ،لسنة 2007 ص 253

3- حمدان، علام محمد وشاهين، علي عبد الله، عناسوة، محمد سلامة، العلاقة بين هيكل السوق والربحية في صناعة المصرف الاردنية والفلسطينية، مجلة رؤى استراتيجية عدد يونيو 2013 لسنة، ص 125-127

### ثانيا: المصادر الاجنبية

#### 1. The books

1-Bluman,Allan G., "Elementary Statistics A Brief Version", 3<sup>rd</sup>.ed. Mc Graw Hill, New York, 2006.

2.Cohen,Ivan K. "Focus on Financial Management" Imperial Collage Press, USA. 2005

3-Dess G., Lumpkin G.T., Eisner A. "Strategic Management Creating Competitive Advantages" McGraw-Hill Irwin Inc., U.S.A. 2007.

4-Howells, Peter & Bain, K. "Financial Markets And Institutions" Pearson Education Limited, Great Britain 2007

6-Johnson, G & school k. "Exploring Corporate Strategy" 1<sup>st</sup>.ed., Printice-Hall Europe. London. 1997.

7-Marc, Levinson "Guid To Financial Markets" 4<sup>th</sup> ed. The Economist Newspaper Ltd., London, 2006

8-Porter, M. "Competitive Strategy Techniques for Analyze In Industries and Competitors" The Free Press, U.S.A. 1980.

9-Porter, M. "Competitive Advantage of Nations" 2<sup>nd</sup> ed. Macmillan press Ltd, London 1998.

#### 2. Journals

- 1.Barney,j."Firm resources and sustained competitive advantage, journal of Management,17(1),1991,P.99
- 2.Darskuviene, Vldone" „Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria” Leonardo da Vinci programme project,2010,p.9
- 3.Indiatsy,M.Mwangi,M.,Mandere,E.,Bichanga,J.,&George,G."The Application of Porter’s Five Forces Model on OrganizationPerformance: A Case of Cooperative Bank of Kenya Ltd"European Journal of Business and Management,Vol.6, No.16, 2014,pp.77–78

### 3.www.web

- 1."Porter's Five ForcesA Model For Industry Analysis",2007

<http://www.QuickMBA.com>

### ثالثاً: التقارير

التقارير الاقتصادية السنوية للبنك المركزي العراقي للمدة 2007-2014

التقارير السنوية لمصرف السلام للاستثمار للمدة 2007-2014

التقارير السنوية لسوق العراق للاوراق المالية للمدة 2007-2014

تقرير الجهاز المركزي للاحصاء وتكنولوجيا المعلومات 2008-2013

### جدول ( 7 )

حجم الاصول ( بالالاف ) للمصارف العراقية للمدة 2009-2014 وفقا للتقارير السنوية للمصارف

2014	2013	2012	2011	2010	2009	المصارف
------	------	------	------	------	------	---------

883005043	789087960	407543556	271896646	172410576	140265330	المنصور
287847368	288844416	374308956	273143082	156951294	198691231	دجلة
433199928	35829503	267892762	169295071	139371309	160435129	اشور
312027435	328166929	303653144	270017273	168521549	201242641	بابل
1827505325	1764904558	1300654984	875267336	961062610	802194113	بغداد
449272568	334843250	293436517	247446396	27645843	204163838	التجاري
625187059	602995583	561579222	444122919	363961161	594931934	الانتظام
633975724	171947227	694754441	110915080	408490946	463406204	دار السلام
558655517	520596472	327719084	380094355	191558025	246091572	الاستثمار
71464617	269410391	222429938	89155174	205310508	186010790	الموصل
615235071	542405926	337248547	184664516	107558290	94052910	الاهلي
419761171	310658820	270141829	168075673	95482903	120428016	سومر
781479239	816478697	119384756	343800873	258650056	272031632	الخليج
683076386	774180018	818969581	657746369	580125543	557540022	الشرق الاوسط
271690547	494335198	644643049	614981629	118890253	105563475	الاتحاد
1061321503	1077019848	373682873	310103679	354987851	490465142	كردستان
1608634972	1497823334	1604621653	919061767	515069815	889683438	الشمال
324384477	313154909	351739130	380653145	64610005	196812945	ايلاف
596733704	754864896	706408071	655825769	439745296	518599704	المتحد
471442666	455486699	373682873	310103679	80272842	87252385	الاسلامي
12915900320	12143034634	10354494966	7676370431	5410676675	6529862451	المجموع

جدول (8)

## الحصص السوقية للمصارف وفقاً لحجم الاصول للمدة 2009-2014

2014	2013	2012	2011	2010	2009	المصارف
0.068366	0.064983	0.039359	0.03542	0.031865	0.021481	المنصور
0.022286	0.023787	0.036149	0.035582	0.029008	0.030428	دجلة
0.03354	0.002951	0.025872	0.022054	0.025759	0.024569	اشور
0.024158	0.027025	0.029326	0.035175	0.031146	0.030819	بابل
0.141493	0.145343	0.125613	0.114021	0.177623	0.12285	بغداد

0.034784	0.027575	0.028339	0.032235	0.005109	0.031266	التجاري
0.048404	0.049658	0.054235	0.057856	0.067267	0.091109	الانتمان
0.049085	0.01416	0.067097	0.014449	0.075497	0.070967	دار السلام
0.043253	0.042872	0.03165	0.049515	0.035404	0.037687	الاستثمار
0.005533	0.022186	0.021481	0.011614	0.037945	0.028486	الموصل
0.047634	0.044668	0.03257	0.024056	0.019879	0.014404	الاهلي
0.032500	0.025583	0.026089	0.021895	0.017647	0.018443	سومر
0.060505	0.067238	0.01153	0.044787	0.047804	0.04166	الخليج
0.052886	0.063755	0.079093	0.085685	0.107219	0.085383	الشرق الاوسط
0.021035	0.040709	0.062257	0.080114	0.021973	0.016166	الاتحاد
0.082172	0.088694	0.036089	0.040397	0.065609	0.075111	كردستان
0.124547	0.123348	0.154969	0.119726	0.095195	0.136248	الشمال
0.025115	0.025789	0.03397	0.049588	0.011941	0.03014	ايلاف
0.046201	0.062164	0.068222	0.085434	0.081274	0.07942	المتحد
0.036501	0.03751	0.036089	0.040397	0.014836	0.013362	الاسلامي
1	1	1	1	1	1	المجموع

## جدول (9)

## تركيز السوق المصرفية للمدة 2007- 2014

2014	2013	2012	2011	2010	2009	لمصارف
0.0047	0.0042	0.0015	0.0013	0.0010	0.0005	المنصور
0.0005	0.0006	0.0013	0.0013	0.0008	0.0009	دجلة
0.0011	0.0000	0.0007	0.0005	0.0007	0.0006	اشور
0.0006	0.0007	0.0009	0.0012	0.0010	0.0009	بابل
0.0200	0.0211	0.0158	0.0130	0.0316	0.0151	بغداد
0.0012	0.0008	0.0008	0.0010	0.0000	0.0010	التجاري
0.0023	0.0025	0.0029	0.0033	0.0045	0.0083	الانتمان
0.0024	0.0002	0.0045	0.0002	0.0057	0.0050	دار السلام

0.0019	0.0018	0.0010	0.0025	0.0013	0.0014	الاستثمار
0.0000	0.0005	0.0005	0.0001	0.0014	0.0008	الموصل
0.0023	0.0020	0.0011	0.0006	0.0004	0.0002	الاهلي
0.0011	0.0007	0.0007	0.0005	0.0003	0.0003	سومر
0.0037	0.0045	0.0001	0.0020	0.0023	0.0017	الخليج
0.0028	0.0041	0.0063	0.0073	0.0115	0.0073	الشرق الاوسط
0.0004	0.0017	0.0039	0.0064	0.0005	0.0003	الاتحاد
0.0068	0.0079	0.0013	0.0016	0.0043	0.0056	كردستان
0.0155	0.0152	0.0240	0.0143	0.0091	0.0186	الشمال
0.0006	0.0007	0.0012	0.0025	0.0001	0.0009	ايلاف
0.0021	0.0039	0.0047	0.0073	0.0066	0.0063	المتحد
0.0013	0.0014	0.0013	0.0016	0.0002	0.0002	الاسلامي
0.071	0.074	0.074	0.069	0.083	0.076	HHI

جدول(10)

الحصة السوقية لمصرف دار السلام على اساس الودائع (بالالاف) وفقا للتقارير السنوية للمصارف للمدة من 2009-2014

2014	2013	2012	2011	2010	2009	المصارف
568324668	485305552	136083176	156178767	83253313	53387474	المنصور
87703764	165328919	228359400	176111338	69461831	89318226	دجلة والفرات
109506382	83163935	71552547	69752547	55265344	86055379	اشور
112649874	165532372	188920895	161756448	136761210	109872220	بابل
1491599288	1393584250	1046719009	699368971	804688378	661618527	بغداد
96691418	121063102	112077560	83430122	80272452	86892770	التجاري
311749827	380529864	354914757	261062827	430018107	22578040	الائتمان
438401538	523832392	534465435	661107527	388496739	337405877	دار السلام
256735897	283287758	158894304	187225119	139014126	118951666	الاستثمار
85205316	299756450	242406948	156589970	151794581	167721436	الموصل
337379957	360328792	154837515	75720087	51706265	40308484	الاهلي
135693695	105254247	144957333	51778454	38595640	20920893	سومر
455212133	417143122	260779664	216937195	190009726	178469559	الخليج

358117941	551856183	615784212	505117764	463327210	452515342	الشرق الاوسط
375327075	247363813	427906016	57149540	42208908	63219060	الاتحاد
5639522712	5170640630	173067361	190311486	324315498	253712962	كردستان
183202853	1079966838	633281700	633281700	515069815	889683438	الشمال
88774020	112273675	122962716	147229748	55889855	30076464	ايلاف
186156224	349519972	246693418	299377982	286556308	231888485	المتحد
183006837	196173980	173067361	190311486	25488086	32041512	الاسلامي
11500961419	12491905846	6027731327	4979799078	4332193392	3926637814	مجموع الودائع
0.038	0.042	0.089	0.133	0.090	0.086	الحصة السوقية

جدول (11)

المصارف ذات القيمة السوقية الاعلى وفقاً للتقارير السنوية لسوق العراق للاوراق المالية للمدة 2009-2014

المتوسط	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السنوات
3.710	0.910	1.120	3.000	4.250	6.100	6.900	دار السلام
2.285	1.050	2.410	2.350	3.100	2.450	2.350	الائتمان
1.945	1.050	2.070	2.540	2.010	2.000	2.000	الشمال
2.100	1.550	2.060	1.800	3.480	1.790	1.920	بغداد
2.003	1.900	2.250	2.100	2.500	1.420	1.850	كوردستان
1.064	0.710	1.180	1.840	2.690	1.760	1.660	المتحد

جدول(12)

مؤشرات السوق المالية للمدة 2009-2014 (المبالغ بالمليون دينار)

2014	2013	2012	2011	2010	2009	المؤشرات /السنوات
763582.7	953874.3	677332.4	705455.9	259411.9	319235.4	حجم التداول (1)
5228300	4801035	4293558	3811589	2408756	2382968.6	القيمة السوقية للاسهم (2)
14.6	19.86	15.77	18.5	10.76	13.39	معدل الدوران (2 :1)
271100000	268060200	245186500	223677000	167093200	139330200	الناتج المحلي الإجمالي(3)
0.019	0.018	0.018	0.017	0.014	0.017	عمق السوق (2 : 3)

المصادر: التقارير السنوية لسوق العراق للاوراق المالية 2009-2014 / تقرير الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا

المعلومات 2013

/ التقرير الاقتصادي للبنك المركزي العراقي 2014

## جدول (13)

تهديد البدائل التي مستوى (\*) اهتمت تداخلها المؤشرات الخطي اكثر من 10

## جدول (14)

## معدلات الودائع

السنوات	الارصدة (x)	$X1^- = (x_t + x_{t-1})/2$
2008	390316892	
2009	337405877	363861384.5
2010	388496739	362951308
2011	661107527	524802133
2012	534465435	597786481
2013	523832392	529148913.5
2014	438401538	481116965.00

## جدول (15)

تهديد المجهزين X2 لمصرف دار السلام للمدة 2007-2014

السنوات	الودائع (D)	$(D - D^-)$	$(D - D^-)^2$	$X2 = \partial / x1^-$
2009	337405877	-14321237	20509784162190800	2.79
2010	388496739	-92121512	8486373034580480	2.78
2011	661107527	180489276	32576378630678000	4.02
2012	534465435	53847184	2899519188831740	4.58
2013	523832392	43214141	1867461953558460	4.05
2014	438401538	-42216713	1782250884668840	3.69
مج	480618251	0	68121767854508300	2.79
	$x^- = 480618$		$\partial = 116723406$	

## جدول (16)

معدلات ارصدة القروض

السنوات	الارصدة (x)	$x^- = (x_t + x_{t-1})/2$
2008	10236159	
2009	8318322	9277240.5
2010	11542758	9930540
2011	661107527	336325142.5
2012	534465435	597786481
2013	523832392	529148913.5
2014	438401538	481116965.00

## جدول (17)

تهديد المشتريين (X3) لمصرف دار السلام للمدة 2007-2014

السنة	رصيد القروض (L)	$(L-L^-)$	$(L-L^-)^2$	$X3 = \partial/x^-$
2009	8318322	-281347607	79156475683278800	0.03
2010	11542758	-283265444	80239311481251700	0.03
2011	661107527	-280041008	78422965881615100	1.06
2012	534465435	369523762	13654781031310900	1.89
2013	523832392	242881670	58991505379107200	1.68
2014	438401538	232248627	53939424511136500	1.52
مج	1749502593	0	48729749324949800	
	$L^- = 291583766$		$\partial = 439033485$	

## جدول (18)

مستوى معنوية تاثير مؤشرات الصناعة والسوق معا بدرجات حرية (3, v1=3, v2=3) على القيمة السوقية لمصرف دار السلام

للمدة 2007-2014

t (الاعلى معنوية)	(*)VIF		df	F		المؤشرات المستخدمة من المجموعتين			
	اقل من 10	اقل من 5		الجدولية	المحسوبة	السوق		الصناعة	
						الرمز	نوع المؤشر	الرمز	نوع المؤشر
		X6,X7,Ms	%1	29.457	166.955	X6,X7	حجم السوق	Ms	تهديد المنافسة
	X8,X9	Ms	%1	29.457	1789.213	X8,X9	سيولة السوق	Ms	تهديد المنافسة
		X6,X7,X2	%1	29.457	41.777	X6,X7	حجم السوق	X2	تهديد المجهزين
X8,X9	X8	X9,X2	%1	29.457	2565.603	X8,X9	سيولة السوق	X2	تهديد المجهزين
	X7	X6,X3	%1	29.457	33.689	X6,X7	حجم السوق	X3	تهديد المشترين
	X3,X9		%1	29.457	288.225	X8,X9	سيولة السوق	X3	تهديد المشترين
		Ep ,X6,X7	%1	29.457	36.131	X6,X7	حجم السوق	Ep	تهديد البدائل
		Ep ,X8,X9	%1	29.457	1792.797	X8,X9	سيولة السوق	Ep	تهديد البدائل

المصدر : مخرجات البرنامج SPSS

(\*) اهملت المؤشرات التي مستوى تداخلها الخطي اكثر من 10 .